EVROPSKA
KOMISIJA

Strasbourg, 17.12.2019
COM(2019) 651 final

POROČILO KOMISIJE

EVROPSKEMU PARLAMENTU, SVETU, EVROPSKI CENTRALNI BANKI IN EVROPSKEMU EKONOMSKO-SOCIALNEMU ODBORU

Poročilo o mehanizmu opozarjanja za leto 2020

(pripravljeno v skladu s členoma 3 in 4 Uredbe (EU) št. 1176/2011 o preprečevanju in odpravljanju makroekonomskih neravnotežij)

{SWD(2019) 630 final}

Poročilo o mehanizmu opozarjanja je začetna točka letnega cikla postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, katerega namen je opredeliti in odpraviti neravnotežja, ki negativno vplivajo na „pravilno delovanje gospodarstva države članice ali ekonomske in monetarne unije ali na delovanje celotne Unije“ (člen 2(1) Uredbe (EU) št. 1176/2011)[1].

Analiza iz poročila o mehanizmu opozarjanja temelji na ekonomski razlagi preglednice izbranih kazalnikov, dopolnjuje pa jo širši nabor pomožnih kazalnikov, orodij za ocenjevanje in dodatnih relevantnih informacij z namenom pregleda držav članic, da se odkrijejo morebitna ekonomska neravnotežja, ki zahtevajo ukrepanje na ravni politik. Poročilo o mehanizmu opozarjanja opredeljuje, za katere države članice je potrebna analiza v poglobljenem pregledu, da se oceni, kako se makroekonomska tveganja v državah članicah kopičijo ali odpravljajo, in ugotovi, ali obstajajo neravnotežja ali čezmerna neravnotežja. Ob upoštevanju razprav o poročilu o mehanizmu opozarjanja z Evropskim parlamentom ter v okviru Sveta in Euroskupine bo Komisija pripravila poglobljene preglede za zadevne države članice. V skladu z ustaljeno prakso se poglobljeni pregledi v vsakem primeru pripravijo za države članice, za katere so bila ugotovljena neravnotežja v prejšnjem krogu poglobljenih pregledov. Poglobljeni pregledi bodo vključeni v poročila o državah. Ugotovitve poglobljenih pregledov bodo vključene v priporočila za posamezne države v okviru evropskega semestra za usklajevanje ekonomskih politik.

1. POVZETEK

S tem poročilom se začenja deveti letni krog postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.[2] Namen postopka je odkriti neravnotežja, ki ovirajo nemoteno delovanje gospodarstev držav članic, ekonomske in monetarne unije ali Unije kot celote, ter spodbuditi ustrezne odzive politike. Izvajanje postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji je vključeno v evropski semester usklajevanja ekonomskih politik, da bi se zagotovila skladnost z analizami in priporočili, pripravljenimi v okviru drugih instrumentov za gospodarski nadzor. Letna strategija trajnostne rasti, sprejeta hkrati s tem poročilom, vsebuje oceno gospodarskih in socialnih razmer v Evropi in določa širše prednostne naloge politik za EU.

V poročilu so obravnavane države članice, za katere je treba opraviti poglobljeni pregled, da se oceni, ali so jih prizadela neravnotežja, zaradi katerih je potrebno ukrepanje na ravni politik.[3] Poročilo o mehanizmu opozarjanja je orodje za pregled ekonomskih neravnotežij, ki se objavi na začetku vsakega letnega cikla usklajevanja ekonomskih politik. Analiza v poročilu o mehanizmu opozarjanja temelji na ekonomski razlagi preglednice kazalnikov z okvirnimi pragovi skupaj z nizom pomožnih kazalnikov. Oddelek 2 poročila o mehanizmu opozarjanja vsebuje tudi analizo posledic neravnotežij v posameznih državah članicah za celotno euroobmočje ter proučuje, v kakšnem obsegu je glede na soodvisnost znotraj euroobmočja potreben usklajen pristop k odzivom politike[4]. V zvezi s tem

[1] [V primeru, da Združeno kraljestvo izstopi iz Unije na podlagi Sporazuma o izstopu Združenega kraljestva Velika Britanija in Severna Irska iz Evropske unije in Evropske skupnosti za atomsko energijo (v nadaljnjem besedilu: sporazum o izstopu, UL C 384 I, 12.11.2019, str. 1), se bo pravo Unije še naprej uporabljalo za Združeno kraljestvo in v njem do konca prehodnega obdobja iz sporazuma o izstopu.]

[2] Temu poročilu je priložena *statistična priloga* z veliko količino statističnih podatkov, ki so bili uporabljeni pri pripravi poročila.

[3] Glej člen 5 Uredbe (EU) št. 1176/2011.

[4] V poročilu o dokončanju evropske ekonomske in monetarne unije z dne 22. junija 2015, ki so ga pripravili Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi in Martin Schulz, je bilo predlagano, da se večja

je analiza iz tega poročila priložena oceni iz delovnega dokumenta služb Komisije z naslovom „Analiza gospodarstva euroobmočja“, ki je priložen priporočilu Komisije za priporočilo Sveta o gospodarski politiki euroobmočja.

Analiza v poročilu o mehanizmu opozarjanja se izvede ob upoštevanju spremenljivih gospodarskih obetov z zmanjševanjem gospodarske rasti in popravkom pričakovanj v zvezi z inflacijo navzdol. Glede na ocene iz gospodarske napovedi Evropske komisije iz jeseni 2019 naj bi realna rast BDP v EU v letu 2019 znašala 1,4 %, v euroobmočju pa 1,1 %, kar je zmanjšanje v primerjavi z 2 % oziroma 1,9 % v letu 2018. Za leto 2020 naj bi se BDP v EU in euroobmočju povečal za 1,4 % oziroma 1,2 %. Podatki od konca leta 2018 kažejo na slabitev zagona, zlasti pri neto izvozu in predelovalnih dejavnostih. Upočasnitev je bila zlasti opazna v velikih državah članicah euroobmočja, ki so bolj izpostavljene trgovini, in sicer zaradi večje negotovosti v zvezi z okoljem trgovinske politike[5]. Pričakovanja v zvezi z inflacijo so se znatno zmanjšala, zato so monetarni organi v drugi polovici leta 2019 sprejeli ukrepe proti upočasnjevanju proizvodnje in cen, ki se je začelo pojavljati. Donos obveznic se je zmanjšal, zlasti pri daljši zapadlosti. Kljub nedavnemu zmanjšanju skupne inflacije in povečanju produktivnosti se je rast plač od leta 2018 nekoliko okrepila zaradi tesnejših trgov dela.

Obstoječa makroekonomska neravnotežja se v ugodnih gospodarskih razmerah postopoma odpravljajo. Po obsežnem procesu razdolževanja v obdobju po krizi je bilo odpravljenih več neravnotežij na strani tokov in nevzdržnih trendov (veliki primanjkljaji na tekočih računih, prekomerna rast posojil, ki povečuje cene stanovanjskih nepremičnin, visoki stroški dela na enoto, ki kažejo na izgubo stroškovne konkurenčnosti). Odpravljanje ranljivosti v povezavi z neravnotežji na strani tokov (visok zasebni, javni in zunanji dolg) se je začelo pozneje in je napredovalo počasneje, deleži dolga v BDP pa so se ob gospodarski rasti in ponovni rasti cen v zadnjih letih zmanjševali hitreje. Hkrati je pospešitev gospodarske aktivnosti v zadnjem času spremljala živahna rast stroškov dela na enoto in cen stanovanjskih nepremičnin v številnih državah članicah.

Zaradi spremenljivih obetov bi lahko prišlo do počasnejše prilagoditve obstoječih neravnotežij ali nastanka novih tveganj, saj se manevrski prostor politike za obvladovanje šokov zmanjšuje. Negativna tveganja za gospodarske obete so povezana zlasti s trgovinskimi napetostmi in motnjami v globalnih vrednostnih verigah, večjo upočasnitvijo na trgih v razvoju od pričakovane in zaostritvijo geopolitičnih napetosti[6]. Nominalna rast naj bi oslabila, kar kaže na manj spodbudno okolje za znižanje dolga. Znatno znižanje obrestnih mer znižuje stroške dolga, hkrati pa prinaša izzive, ki so med drugim povezani s šibkejšimi spodbudami za razdolževanje, pretiranim prevzemanjem tveganj zaradi iskanja donosa in nižjo dobičkonosnostjo finančnih institucij zaradi bolj sploščenih krivulj donosnosti[7]. Manevrski prostor monetarne politike za obravnavo šokov na področju politike se zmanjšuje, možnost ublažitve šokov prek zasebnih in javnih prihrankov pa se po EU zelo razlikuje in je omejena z visokim deležem dolga v pomembnem številu držav članic.

---

pozornost nameni neravnotežjem, ki vplivajo na celotno euroobmočje. Vloga soodvisnosti in sistemskih posledic neravnotežij je priznana v Uredbi (EU) št. 1176/2011, ki opredeljuje neravnotežja s sklicevanjem na „makroekonomske posledice[, ki] negativno vplivajo ali bi lahko negativno vplivale na pravilno delovanje gospodarstva države članice ali ekonomske in monetarne unije ali na delovanje celotne Unije“.

[5] Kazalnik negotovosti na svetovni ravni kaže na veliko povečanje v velikih evropskih gospodarstvih, pa tudi na drugih večjih gospodarskih področjih. https://www.policyuncertainty.com/wui_quarterly.html

[6] Glej tudi poročilo Mednarodnega denarnega sklada (MDS) z naslovom „World Economic Outlook“, oktober 2019, evropsko gospodarsko napoved Evropske komisije iz jeseni 2019, Institutional paper 115, november 2019.

[7] Glej tudi letno gospodarsko poročilo Banke za mednarodne poravnave, junij 2019, in poročilo MDS o svetovni finančni stabilnosti, april 2019.

Na podlagi horizontalne analize, predstavljene v poročilu o mehanizmu opozarjanja, lahko ugotovimo naslednje:

- **Saldi tekočih računov so se v celotni EU v letu 2018 rahlo zmanjšali, primanjkljaji ostajajo izjema in še vedno so prisotni veliki presežki.** Z redkimi izjemami imajo države, ki so prej beležile dobro stanje na tekočem računu, trenutno na splošno uravnotežene tekoče račune, medtem ko imajo nekatere države članice še naprej velike in stalne presežke nad ravnmi, ki jih upravičujejo temelji. Na splošno so na zmanjšanje salda tekočega računa vplivali upočasnjevanje trgovine, odporno domače povpraševanje in naraščanje cen nafte.

- **Neto stanje mednarodnih naložb se izboljšuje hitreje, vendar v številnih državah članicah še vedno obstajajo velike zunanje obveznosti.** Preudarno stanje na tekočih računih in stalna nominalna rast v zadnjih letih sta podpirala zmanjšanje deleža zunanjih finančnih obveznosti v BDP. Neto stanje mednarodnih naložb neto dolžnikov se je izboljševalo hitreje kot v preteklosti, tudi zaradi pozitivnih učinkov vrednotenja, ki pa morda ne bodo trajali. Neto stanje mednarodnih naložb ostaja v več državah članicah EU večinoma negativno, pri čemer bi bili lahko nekateri nedavni rezultati tekočega računa nezadostni za zagotovitev ustrezno hitrega izboljšanja teh stanj mednarodnih naložb. Hkrati večje neto upnice ob velikih presežkih na tekočih računih beležijo vse več pozitivnih neto stanj mednarodnih naložb.

- **Stroški dela na enoto se v številnih državah članicah povišujejo hitreje zaradi rasti plač in manjše rasti produktivnosti.** Zaradi tesnejših trgov dela se v celotni EU beleži večja rast plač. Povišanje stroškov dela na enoto je vedno bolj povezano z zmerno rastjo produktivnosti. V nekaj primerih v državah srednje in vzhodne Evrope ter v baltskih državah je občutno povečanje rasti stroškov dela na enoto nadaljevanje trenda, ki se je začel pred nekaj leti, povezan pa je z vse večjim povpraševanjem po delovni sili zaradi pomanjkanja znanj in spretnosti ter ozkih grl na strani ponudbe delovne sile v gospodarstvih s podpovprečno ravnjo plač. V manjši meri se je rast stroškov dela na enoto v zadnjem času povečala tudi v državah euroobmočja. Rast stroškov dela na enoto je sicer višja v neto upnicah kot v neto dolžnicah, vendar se ta razlika zmanjšuje, razvoj stroškovne konkurenčnosti pa postaja zato manj spodbuden za bolj simetrično ponovno uravnoteženje.

- **Realni efektivni devizni tečaji se povečujejo.** Realni efektivni devizni tečaji se od leta 2016 v več državah povečujejo zaradi vedno višjih stroškov dela na enoto in nominalnega povečanja vrednosti. To sledi letom, ko so se relativni stroški in cene za številne države članice EU zniževali zaradi nominalnega znižanja vrednosti deviznih tečajev in šibke stroškovne in cenovne inflacije v primerjavi s tekmicami. Sektorska prerazporeditev z nemenjalnih na menjalne dejavnosti, ki je bila v neto dolžnicah zabeležena več let po krizi, se zmanjšuje, ustavlja ali obrača v nasprotno smer.

- **Razdolževanje zasebnega sektorja se večinoma opira na nominalno rast BDP, hitrost razdolževanja za zadolženost gospodinjstev pa se je zmanjšala.** Neto prihranki v zasebnem sektorju so se zmanjšali, zmanjšanje deleža dolga v BDP pa je vedno bolj posledica nominalne rasti BDP. Razdolževanje se je upočasnilo, kar odraža zmanjšanje prihrankov in upočasnitev rasti BDP. Zlasti gospodinjstva se v vedno večjem številu držav članic vedno bolj zadolžujejo. Čeprav razdolževanje poteka v večini držav z visokim deležem dolga, se je delež zasebnega dolga v nekaterih državah z visokim dolgom kljub temu povišal. Javni dolg se v večini držav članic še naprej znižuje, vendar je v nekaterih državah z visokim dolgom to znižanje omejeno ali pa ga ni. Kljub temu so se donosi državnih obveznic leta 2019 izrazito zmanjšali, tudi za najbolj zadolžene države posojilojemalke.

- **Odpornost bančnega sektorja EU se je izboljšala, vendar nekateri izzivi ostajajo.** Količniki kapitaliziranosti so nehali rasti od stopenj, ki so višje od regulativnih standardov. Tudi donosnost lastniškega kapitala se je stabilizirala, potem ko se je v zadnjih letih izboljšala. Deleži nedonosnih posojil so se v zadnjih letih občutno znižali, precejšnje zmanjšanje nedonosnih posojil pa je trenutno omejeno na države z visokimi deleži nedonosnih posojil. Kljub temu ostajajo izzivi v številnih državah članicah EU, za katere so še vedno značilni relativno nizka kapitalizacija in dobičkonosnost ter visoki deleži nedonosnih posojil. K tem izzivom prispevajo tudi spremenljivi obeti, za katere so značilne dolgotrajne nizke obrestne mere in šibkejša gospodarska rast.

- **Cene stanovanjskih nepremičnin so se v letu 2018 še naprej hitro poviševale, vendar se je cenovna dinamika v državah, v katerih so dokazi o precenjenosti najmočnejši, umirila.** Cene stanovanjskih nepremičnin so se v letu 2018 še naprej poviševale, v vedno večjem številu držav pa vrednotenja cen stanovanjskih nepremičnin od sredine prejšnjega desetletja presegajo najvišje ravni in so verjetno precenjene. Vendar je bila največja rast cen stanovanjskih nepremičnin zabeležena v različnih državah članicah EU, v katerih so bili do zdaj le omejeni dokazi o precenjenosti cen stanovanjskih nepremičnin. Nasprotno pa so se v državah z bolj očitno precenjenostjo in veliko zadolženostjo gospodinjstev cene pogosto upočasnile. Zdi se, da se v nekaterih državah povečuje število novih hipotekarnih posojil, kar bi lahko v prihodnje privedlo do nadaljnjega pospeševanja cen stanovanjskih nepremičnin.

- **Trgi dela so se še naprej izboljševali, brezposelnost pa se je v vseh državah članicah EU znižala.** Brezposelnost se je v celotni EU še dodatno znižala, zlasti kar zadeva mlade in dolgotrajno brezposelne. Utesnjevanje trga dela se je tudi v državah euroobmočja do neke mere odražalo v večji rasti plač. Vendar pa je bila realna rast plač od okrevanja do leta 2017 nižja od rasti produktivnosti dela, pri čemer je do spremembe prišlo šele leta 2018. Medtem ko so naraščajoči dohodki od dela zaradi višje zaposlenosti in višjih plač prispevali k povečanju domačega povpraševanja, pa ni veliko dokazov o prenosu poviševanja plač na inflacijo cen[8].

V sedanjih gospodarskih razmerah je nujno uravnoteženje tako primanjkljajev kot tudi presežkov tekočih računov v euroobmočju in bi bilo koristno za vse države članice. Presežek na tekočem računu v euroobmočju naj bi se zmanjševal zaradi upočasnjevanja povpraševanja po izvozu, vendar naj bi ostal blizu najvišjih ravni, ki so skladne z gospodarskimi temelji, ali nad njimi. Presežek euroobmočja se je povečal zaradi dobre izvozne učinkovitosti in obsežnih procesov razdolževanja, v katere so bili vključeni različni gospodarski sektorji, tudi v državah z majhnimi potrebami po razdolževanju ali brez njih. Zadnje umirjanje odraža predvsem upadanje svetovne trgovine in večji primanjkljaj v energetski bilanci. Sedanje gospodarske razmere so bolj naklonjene nadaljnjemu ponovnemu uravnoteženju tako primanjkljajev kot tudi presežkov tekočih računov na ravni euroobmočja, da bi se odpravile nizka inflacija in nizke obrestne mere ter zmanjšala odvisnost od tujega povpraševanja. Na tej podlagi je v vseh članicah euroobmočja potrebna ustrezna kombinacija politik, ki bo upoštevala soodvisnosti in prelivanja. Medtem ko so bili v preteklosti veliki primanjkljaji na tekočem računu v številnih neto dolžnicah odpravljeni, pa se stanje na njihovih tekočih računih slabša, velik obseg tujega in domačega dolga pa zahteva stalne preudarne salde tekočih računov in ustrezno hitrost zmanjševanja dolga ob izvajanju reform, s katerimi se povečuje potencial rasti BDP. V neto upnicah je treba izkoristiti priložnost za financiranje po nizkih obrestnih merah, da se doseže stalno povečevanje javnih in zasebnih naložb. Uporaba ugodnega fiskalnega položaja za podporo naložbam in drugi produktivni porabi v teh državah bi prav tako prispevala k temu, da bi bile možnosti za rast manj odvisne od tujega povpraševanja, in bi podpirala uravnoteženje v euroobmočju.

[8] Glej okvir 1 za pregled nedavnih pomembnejših dogodkov na področju zaposlovanja in socialnih zadev v EU.

Na splošno so viri potencialnih neravnotežij večinoma enaki tistim, ki so bili opredeljeni v poročilu o mehanizmu opozarjanja za leto 2019, vendar se zdi, da se obeti v številnih pogledih slabšajo. Stanje mednarodnih naložb se ob ugodnih gospodarskih pogojih izboljšuje hitreje, vendar nadaljnje izboljšave zavirata slabitev saldov tekočih računov in nižja nominalna rast BDP. Veliki presežki na tekočem računu ostajajo, medtem ko so spremembe konkurenčnosti manj spodbudne za ponovno uravnoteženje, realna efektivna povečanja vrednosti pa so vse bolj razširjena. Razdolževanje zasebnega sektorja poteka počasneje, tudi v nekaterih primerih, ko je dolg že zdaj visok, vedno bolj pa se zanaša na nominalno rast BDP. Zaradi slabših obetov za nominalno rast se zastavlja vprašanje, ali se lahko razdolževanje v državah z visokim dolgom nadaljuje brez povečanja zasebnih ali javnih prihrankov ali povečanja potenciala rasti BDP. Po letih znatnih izboljšav se je stanje finančnega sektorja stabiliziralo, vendar se lahko pojavijo novi izzivi, povezani z nizkimi obrestnimi merami. Rast cen stanovanjskih nepremičnin je še vedno močna, tako da so vrednotenja cen stanovanjskih nepremičnih v vse večjem številu držav članic EU na najvišji ravni. Na precenjenih trgih poteka upočasnjevanje, vendar lahko zaradi povečevanja števila hipotekarnih posojil v nekaterih državah postane rast cen stanovanjskih nepremičnin samozadostna.

Potencialni viri neravnotežij se združujejo v skladu z vrsto tipologij. Več držav članic je prizadelo več medsebojno povezanih ranljivosti v zvezi z dolgom, ki morda do neke mere odražajo razmere v finančnem sektorju. V nekaj državah članicah so ranljivosti v glavnem povezane z visokim in vztrajnim javnim dolgom skupaj s šibko produktivnostjo in konkurenčnostjo, ki vplivata na potencial rasti. Nekatere države članice imajo velike in trajne presežke na tekočem računu. V nekaterih državah članicah so zaskrbljujoči trendi stroškovne konkurenčnosti, po možnosti v povezavi s slabšanjem pozicij zunanjega salda. Poleg tega v nekaj državah članicah glavni izzivi izvirajo iz trendov cen stanovanjskih nepremičnin, pri čemer je v nekaterih primerih to povezano z visoko zadolženostjo gospodinjstev.

Prihodnji izzivi zahtevajo v prihodnost usmerjen nadzor v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji. Glede na to, da je bila odpravljena večina neravnotežij na strani tokov in da se neravnotežja na strani stanj postopno zmanjšujejo, se nadzor v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji postopoma bolj osredotoča na spremljanje morebitnih nevzdržnih trendov, ki bi lahko nastali v srednjeročnem obdobju. Hkrati je zaradi spreminjajočih se gospodarskih razmer, vključno s tveganji, ki izhajajo predvsem iz gospodarskega okolja zunaj euroobmočja in EU, pomembno tudi ocenjevanje neravnotežij z vidika euroobmočja in EU.

Za več držav članic, obravnavanih v poročilu o mehanizmu opozarjanja, bodo poglobljeni pregledi vsebovali podrobnejše in celovitejše analize. Tako kot v zadnjih letnih ciklih bodo v poročila o državah vključeni poglobljeni pregledi. Pri pripravi poglobljenih pregledov bo Komisija svojo analizo oprla na obsežen nabor podatkov in relevantnih informacij ter ustrezne okvire za ocenjevanje, ki jih je razvila v sodelovanju z odbori in delovnimi skupinami Sveta. Analiza v okviru poglobljenih pregledov bo zagotovila podlago za ugotavljanje neravnotežij ali čezmernih neravnotežij v državah članicah in za morebitne posodobitve v priporočilih za posamezne države[9]. Za države, za katere so bila ugotovljena neravnotežja ali čezmerna neravnotežja, se izvaja in se bo še naprej izvajalo posebno spremljanje, da se zagotovi stalen nadzor politik v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

Poglobljeni pregledi bodo pripravljeni za države članice, v katerih so že bila ugotovljena neravnotežja ali čezmerna neravnotežja. V skladu z uveljavljeno nadzorno prakso bodo pripravljeni poglobljeni pregledi, da se oceni, ali se obstoječa neravnotežja zmanjšujejo, ali vztrajajo oziroma ali se poslabšujejo, ob tem pa preučijo izvedene politike za njihovo odpravljanje. Poglobljeni pregledi so tako

[9] Člen 6 Uredbe (EU) št. 1176/2011.

predvideni za 13 držav članic, za katere so bila na podlagi rezultatov poglobljenih pregledov februarja 2019 ugotovljena neravnotežja ali čezmerna neravnotežja[10]. Trenutno ima neravnotežja 10 držav članic (**Bolgarija, Hrvaška, Francija, Nemčija, Irska, Nizozemska, Portugalska, Romunija, Španija** in **Švedska**), **Ciper, Grčija** in **Italija** pa imajo čezmerna neravnotežja.

Na podlagi analize iz tega poročila o mehanizmu opozarjanja se Komisiji za druge države članice poglobljeni pregledi ne zdijo potrebni. Ocena iz poročila o mehanizmu opozarjanja ne kaže na pomembnejša dodatna tveganja, ki bi upravičevala nov poglobljeni pregled za katero koli državo članico, za katero v zadnjem letnem ciklu izvajanja postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji niso bila ugotovljena neravnotežja ali čezmerna neravnotežja. Vendar to poročilo opozarja, da je treba **v prihodnjih poročilih o državah pozorno spremljati** več gibanj, ki bi lahko kazala na makroekonomska tveganja, če bi bila dolgotrajna. Ta gibanja se nanašajo na stroške dela na enoto in posledice za zunanjo konkurenčnost v več državah članicah (Češka, Estonija, Madžarska, Latvija, Litva in Slovaška) ter na trge stanovanjskih nepremičnin in zadolženost gospodinjstev (Avstrija, Belgija, Češka, Danska, Finska, Madžarska, Luksemburg, Slovaška, Slovenija in Združeno kraljestvo)[11].

2. RAZSEŽNOST EUROOBMOČJA PRI MAKROEKONOMSKIH NERAVNOTEŽJIH

Saldo tekočega računa v euroobmočju je dosegel najvišjo raven, vendar še vedno beleži zelo visoke ravni. Saldo tekočega računa euroobmočja je od večinoma uravnoteženega položaja pred krizo v letu 2016 dosegel najvišjo vrednost 3,2 % BDP. Od takrat se je njegova vrednost nekoliko zmanjšala in leta 2018 dosegla 3,1 % BDP (graf 1)[12]. Presežek na tekočem računu euroobmočja je še vedno največji na svetu in po ocenah presega vrednost, ki bi jo pričakovali na podlagi gospodarskih temeljev (v letu 2018 približno 1,7 % BDP euroobmočja)[13]. Odraža predvsem velike presežke, ki so bili zabeleženi v Nemčiji in na Nizozemskem, katerih skupna zunanja salda sta v letu 2018 predstavljala 2,8 % BDP euroobmočja. Ob predpostavki nespremenjenih politik naj bi se prilagojeni presežek na tekočem računu euroobmočja v letu 2019 v skladu z napovedjo Evropske komisije iz jeseni 2019 zmanjšal na 2,7 % BDP, do leta 2020 pa na 2,5 % BDP.

[10] Glej „Evropski semester 2019: Ocena napredka pri strukturnih reformah in preprečevanju in odpravljanju makroekonomskih neravnotežij ter rezultati poglobljenih pregledov v skladu z uredbo (EU) št. 1176/2011“ – COM(2019) 150 final z dne 27. februarja 2019.

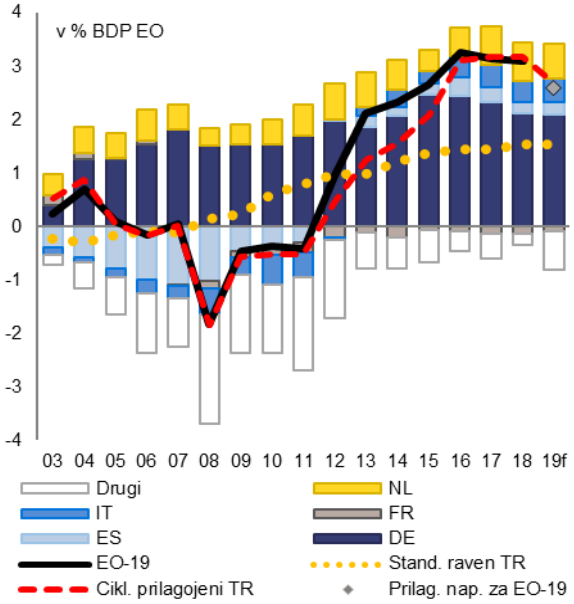
[11] Septembra 2019 je Evropski odbor za sistemska tveganja (ESRB) devetim državam članicam izdal opozorila oziroma priporočila glede srednjeročnih ranljivosti v sektorju stanovanjskih nepremičnin, in sicer priporočila za Belgijo, Dansko, Finsko, Luksemburg, Nizozemsko in Švedsko ter opozorila za Češko, Francijo in Nemčijo. Vse države iz prve skupine so novembra 2016 že prejele opozorila ESRB, prav tako pa tudi Avstrija in Združeno kraljestvo. Uredba o postopku v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji (Uredba (EU) št. 1176/2011) Komisijo poziva, naj upošteva opozorila ali priporočila, ki jih ESRB naslovi na države članice, ki so predmet poglobljenega pregleda.

[12] Podatki za tekoči račun euroobmočja, ki so navedeni in se uporabljajo v tem poročilu, se nanašajo na „prilagojeni“ saldo tekočega računa euroobmočja glede na tujino (na podlagi statističnih podatkov o plačilni bilanci v euroobmočju), ki za leto 2018 beleži skupni saldo tekočega računa euroobmočja v višini 3,1 % BDP in je skladen s poročili držav članic o tekočih računih (v skladu s t. i. „konceptom skupnosti“). Vendar pa nominalni saldi tekočih računov držav članic znašajo skupaj do 4 % BDP euroobmočja (podatki o plačilni bilanci) oziroma 3,8 % BDP (statistični podatki o nacionalnih računih), in sicer zaradi nesimetrij v bilancah znotraj euroobmočja, ki so jih sporočili različni nacionalni statistični organi. Podatki za euroobmočje, sporočeni na podlagi statističnih podatkov o plačilni bilanci in nacionalnih računih, so bili revidirani oktobra 2019, kar ni imelo skoraj nobenega vpliva na razlago za leto 2018, je bil pa zato saldo tekočega računa euroobmočja za obdobje 2009–2015 na splošno popravljen navzdol.

[13] MDS (External Sector Report 2019) ocenjuje, da bi morala biti standardna raven tekočega računa euroobmočja približno 1,6 % BDP.

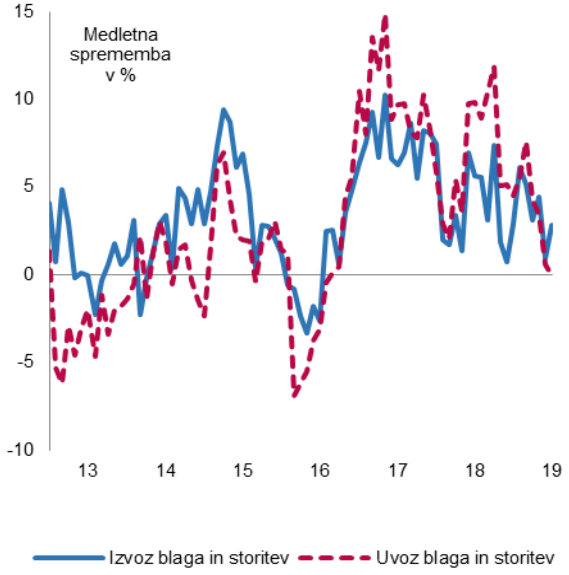
Sedanje zmanjšanje presežka euroobmočja je predvsem posledica upadanja trgovinske bilance. Energetska bilanca je največ prispevala k zmanjševanju salda tekočega računa med letoma 2016 in 2018, in sicer zaradi naraščanja cen nafte. Energetska bilanca je v letu 2017 zabeležila primanjkljaj v višini –1,7 % BDP, ki se je leta 2018 povečal na –2,1 % BDP, medtem ko je saldo na področju preostale blagovne menjave ostal približno stabilen v višini 4,6 % BDP. Svetovna rast in upočasnitev trgovinske menjave od sredine leta 2018, stalno povečana negotovost v zvezi z okoljem trgovinske politike ter efektivno povišanje vrednosti eura v letu 2018 so podlaga za nižjo stopnjo rasti uvoza in izvoza v euroobmočju. Mesečni podatki razkrivajo nadaljnje zmanjševanje izvoza in uvoza blaga v euroobmočju s tujino v letu 2019 (graf 2). K nadaljnjemu poslabšanju tekočega računa euroobmočja bi lahko prispevalo več dejavnikov, vključno z relativnim poslabšanjem cikličnih pogojev na drugih področjih svetovnega gospodarstva, učinki omejevalnih trgovinskih politik ali višjimi cenami nafte, ki so posledica geopolitičnih napetosti.

Graf 1: Razvoj tekočega računa euroobmočja: razčlenitev po državah



Vir: podatki Eurostata o plačilni bilanci, gospodarska napoved Evropske komisije iz jeseni 2019.

Graf 2: Razvoj blagovne menjave euroobmočja s tujino

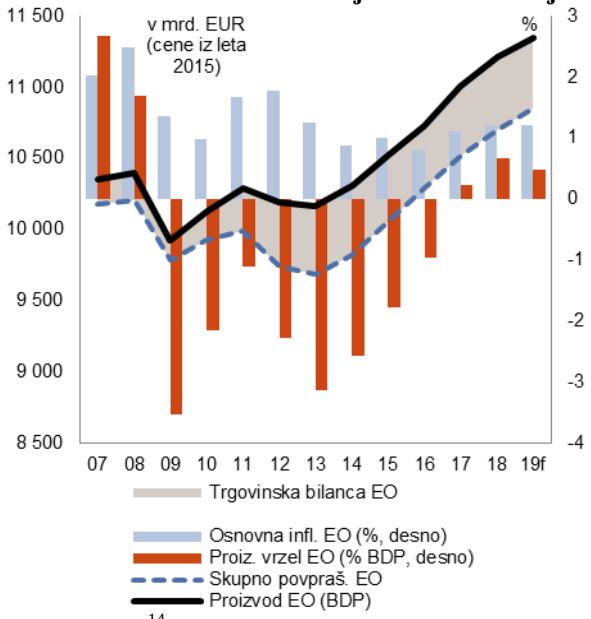


Vir: statistični podatki Eurostata o zunanji trgovini.
Opomba: desezonirani podatki, tekoče cene.

Dejavniki, na katerih temelji nedavno rahlo zmanjšanje presežka na tekočem računu euroobmočja, se razlikujejo od tistih, ki so vzrok za njegovo predhodno povečanje. Stanje tekočega računa euroobmočja je po finančni krizi leta 2008 zaradi hitrega zmanjšanja velikih primanjkljajev po preobratu čezmejnih finančnih tokov prešlo v presežek, s širjenjem dolžniške krize v Španijo in Italijo pa se je še povečalo, zaradi česar je domače povpraševanje v teh državah upadlo. Hkrati se je postopoma povečal tudi velik presežek na tekočem računu Nemčije, ker se je domače povpraševanje povečevalo počasneje od proizvodnje ter zaradi razdolževanja v vseh gospodarskih sektorjih. Na splošno je povečanje presežka euroobmočja od finančne krize do leta 2016 v glavnem odražalo obširen proces razdolževanja, ki je vključeval zasebni sektor, kateremu se je po poslabšanju dolžniške krize leta 2011 pridružil še sektor država. Zmanjšanje presežka euroobmočja od leta 2017 je v glavnem posledica zmanjšanja presežka v Nemčiji ter v veliki meri v Italiji in Španiji, ki sta razmeroma veliki proizvajalki izvoznici in sta odvisni od uvoza fosilnih goriv. Nedavna dinamika tekočega računa euroobmočja se ne zdi povezana z obsežnim procesom razdolževanja, temveč bolj z zmanjšanjem neto izvoza zaradi upada

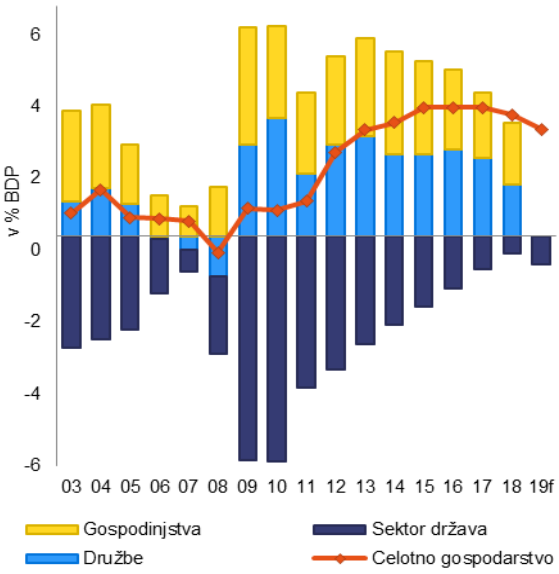
svetovne trgovine in dražje energije. Zmanjšanje presežka euroobmočja v letih 2017 in 2018 se v glavnem odraža v zmanjševanju neto stanja posojil nefinančnih družb, ki je od leta 2013 beležilo pozitivne vrednosti. Z nedavno umiritvijo neto prihrankov podjetij se je izravnalo izboljšanje neto izposojanja sektorja država v istem obdobju (graf 4).

Graf 3: Proizvodnja, domače povpraševanje, neto izvoz in osnovna inflacija v euroobmočju



Vir: AMECO[14].

Graf 4: Neto posojanje/izposojanje v euroobmočju po sektorjih



Vir: Eurostat.

Nizka inflacija in nizke obrestne mere predstavljajo številne izzive. Monetarni organi v euroobmočju in drugih večjih svetovnih regijah so sprejeli ukrepe proti upočasnjevanju proizvodnje, ki se je začelo pojavljati, in spremembi pričakovanj glede inflacije v letu 2019 navzdol, s čimer so spremenili predhodno sporočeno pot k strožjim pogojem. Donosi obveznic so se premaknili na negativne ravni, pri čemer so se zmanjšali zlasti donosi na daljšem koncu krivulj donosnosti, zmanjšali pa so se tudi obrestni razmiki za bolj tvegane obveznice. Osnovna inflacija ostaja pod ciljem monetarnih organov; proizvodna vrzel v euroobmočju se po oceni zmanjšuje, potem ko je leta 2017 postala pozitivna po dolgotrajnem obdobju šibkega povpraševanja in negativnih proizvodnih vrzeli (graf 3). Čeprav zmanjšanje nominalne rasti otežuje razdolževanje, bi nizke obrestne mere znižale stroške dolga. Vendar dolgoročne obrestne mere, ki so na zgodovinsko zelo nizkih ravneh, prinašajo tudi številne potencialne izzive: spodbude za izogibanje regulativnim omejitvam in iskanje donosov v tveganih naložbah; podcenjevanje kreditnega tveganja in oslabljene spodbude za znižanje visokega dolga, ki ga povzročijo manjši razponi, ter manjša donosnost reguliranih finančnih institucij, zlasti bank in zavarovalnic, zaradi sploščenih krivulj donosnosti[15].

Ponovno uravnoteženje v euroobmočju še ni doseženo, razvoj konkurenčnosti pa postaja manj spodbuden za ponovno uravnoteženje euroobmočja. Čeprav je bila večina velikih primanjkljajev na tekočem računu odpravljena, ima več držav euroobmočja še vedno velike presežke. Za države, ki so imele v preteklosti velike primanjkljaje, je še vedno značilno visoko negativno neto stanje mednarodnih

[14] Čeprav bi morala biti razlika med BDP in domačim povpraševanjem po definiciji enaka trgovinski bilanci, podatki niso v celoti usklajeni zaradi razlik v poročanju znotraj euroobmočja (glej opombo **Error! Bookmark not defined.**).
[15] Npr. poročilo Evropske centralne banke o finančni stabilnosti, maj 2018 in maj 2019.

naložb, običajno v povezavi z velikim zasebnim ali javnim dolgom, ki predstavlja tveganja. Po finančni krizi prilagajanje relativnih stroškov in cen podpira ponovno uravnoteženje. Stroški dela na enoto se hitreje povišujejo v neto upnicah kot v neto dolžnicah, s čimer se je obrnil trend iz obdobja pred finančno krizo. Ta trend se nadaljuje, vendar z razlikami, ki se zdijo v zadevnih skupinah držav manjše (graf 5)[16]. Utesnjevanje trgov dela tudi v neto dolžnicah pomeni pospešeno rast plač, pa tudi nadaljnje zmanjšanje stroškovne učinkovitosti zaradi manjše rasti produktivnosti v povezavi z upočasnitvijo ali zmanjšanjem razmerja med kapitalom in delom. Stopnje konkurenčnosti, merjene z deflatorji BDP, izraženimi v paritetah kupne moči glede na konkurentke (graf 6), kažejo na ohlapno razmerje do zunanjega salda in potrebe po ponovnem uravnoteženju[17]. Delež tržnega blaga v skupni dodani vrednosti ustreza prilagoditvi relativnih cen; njegov delež se po krizi povečuje v državah, ki so imele prej velike primanjkljaje, vendar se ta proces upočasnjuje ali obrača[18].

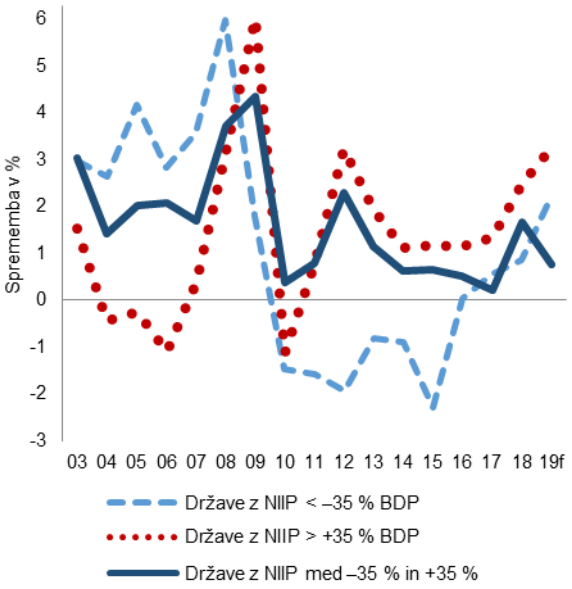
V sedanjih gospodarskih razmerah je nujno uravnoteženje tako primanjkljajev kot tudi presežkov tekočih računov v euroobmočju, ki bi bilo koristno za vse države članice. V neto dolžnicah je treba za zmanjšanje velikega obsega tujega in domačega dolga ohraniti preudarne salde tekočih računov in zagotoviti ustrezno hitrost zniževanja dolga ob prizadevanjih za povečanje potenciala rasti. Na ravni euroobmočja, zlasti v neto dolžnicah, je treba izboljšati obete glede produktivnosti, in sicer s ciljno usmerjenimi naložbami in reformami, ki podpirajo skupno faktorsko produktivnost, saj je to ključnega pomena za vzdržnost dolgov ter za to, da postane razvoj relativne konkurenčnosti bolj spodbuden za ponovno uravnoteženje. V nasprotju s tem bi nadaljnje povečanje javnih in zasebnih naložb v neto upnicah povečalo potencialno rast, zmanjšalo odvisnost možnosti za rast v teh državah od tujega povpraševanja in podprlo domače povpraševanje, s čimer bi se podprlo ponovno uravnoteženje euroobmočja. V sedanjih gospodarskih razmerah bi tudi fiskalni impulzi v državah z velikimi presežki in ugodnim fiskalnim položajem prispevali k odpravi nizke inflacije in nizkih obrestnih mer ter podprli nominalno rast, s čimer bi spodbudili razdolževanje in ponovno uravnoteženje položajev neto dolžnic.

[16] Francoski davčni dobropis za zaposlovanje in konkurenčnost je bil leta 2019 nadomeščen s trajnim znižanjem prispevkov delodajalcev za socialno varnost v prvem četrtletju, kar pomeni znatno znižanje stroškov dela v Franciji, ki je vidno v spremembi stroškov dela na enoto pri skupini držav s srednje visokimi neto stanji mednarodnih naložb v grafu 5.

[17] V grafu 6 so države razvrščene glede na tekoči račun.

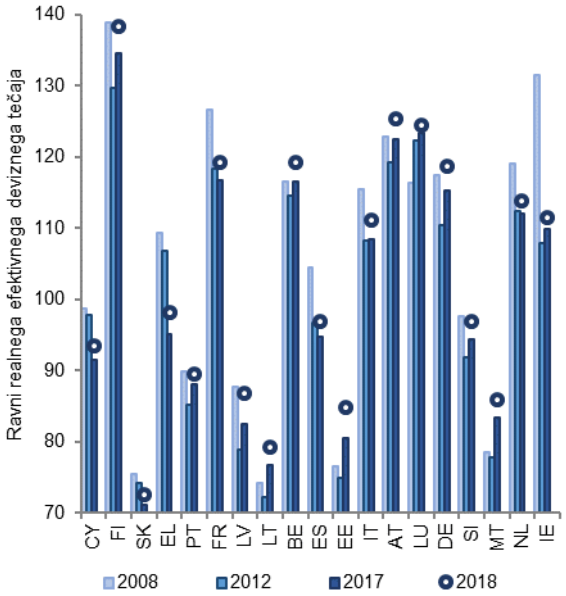
[18] Dokazi za to temeljijo na deležu kmetijstva, predelovalnih dejavnosti, trgovine, prometa in komunikacijskih storitev pri skupni dodani vrednosti. Kazalnik ne upošteva, da postajajo storitve vse bolj tržne in da predstavljajo vse večji delež skupne dodane vrednosti.

Graf 5: Rast stroškov dela na enoto v celotnem euroobmočju



Vir: AMECO.
Opomba: Države z neto stanjem mednarodnih naložb > +35 % BDP so DE, LU, NL, BE in MT. Države z neto stanjem mednarodnih naložb med 35 % in –35 % BDP so FI, EE, IT, LT, FR, SI in AT. Preostale države imajo neto stanje mednarodnih naložb < –35 % BDP. Razdelitev držav temelji na povprečnih vrednostih za neto stanje mednarodnih naložb v obdobju 2016–2018. Neto upnice so v tem obdobju beležile povprečen presežek na tekočem računu. Podatki se nanašajo na povprečja, tehtana z BDP, za tri skupine držav.

Graf 6: Realni efektivni devizni tečaji na podlagi deflatorjev BDP



Vir: izračuni služb Komisije na podlagi podatkov Eurostata in MDS.
Opomba: Realni efektivni devizni tečaj se izračuna na podlagi deleža deflatorja BDP in deleža pri konkurentkah, izraženim v paritetah kupne moči (in ob predpostavki, da je US = 100). Ponderji za države so enaki kot tisti, ki se uporabljajo za pripravo indeksov realnega efektivnega deviznega tečaja (skupina 42 konkurentk).

3. NERAVNOTEŽJA, TVEGANJA IN PRILAGAJANJE: NAJPOMEMBNEJŠA DOGAJANJA PO DRŽAVAH

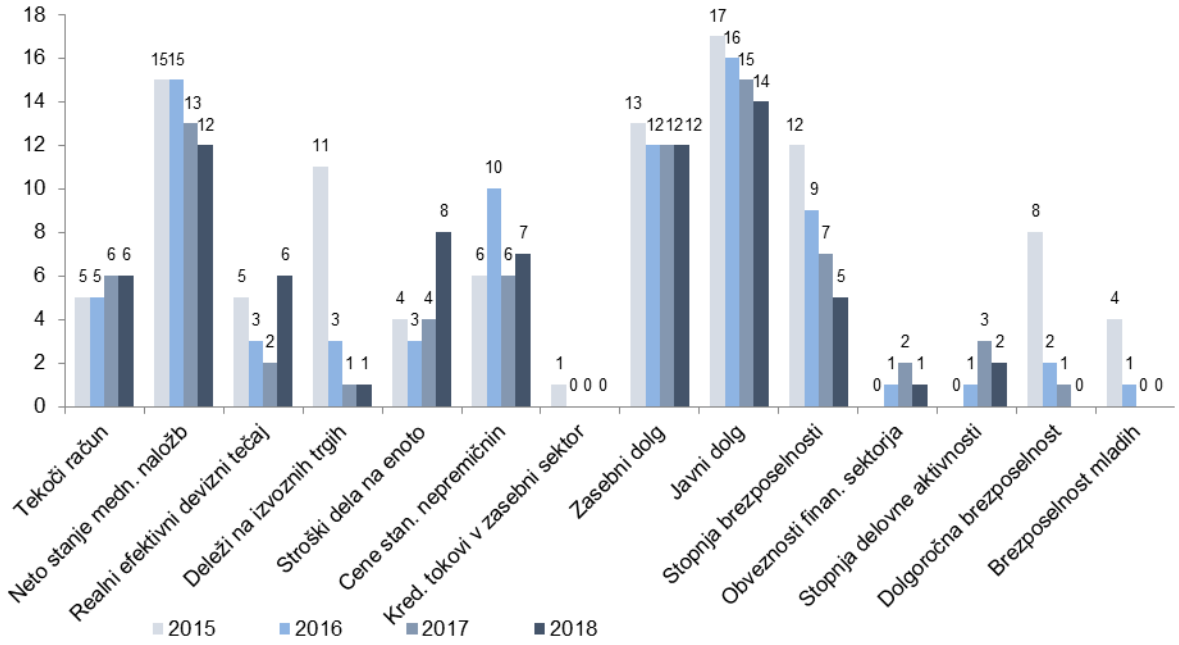
Poročilo o mehanizmu opozarjanja temelji na ekonomski razlagi preglednice postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, ki je pripomoček za odkrivanje dokazov prima facie o možnih tveganjih in ranljivostih. Preglednica vsebuje 14 kazalnikov z okvirnimi pragovi na naslednjih področjih: zunanji položaj, konkurenčnost, zasebni dolg, trg stanovanjskih nepremičnin, bančni sektor in zaposlovanje. Temelji na dejanskih podatkih dobre statistične kakovosti, da se zagotovita stabilnost in doslednost podatkov med državami. Zato preglednica, uporabljena v tem poročilu, vključuje podatke do leta 2018. V skladu z uredbo o postopku v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji (Uredba (EU) št. 1176/2011) se vrednosti iz preglednice v ocenah, vključenih v poročilo o mehanizmu opozarjanja, ne tolmačijo mehanično, ampak na podlagi ekonomske razlage, ki omogoča globlje razumevanje splošnega gospodarskega ozadja in upoštevanje posebnosti posameznih držav[19]. Razlago preglednice dopolnjuje niz pomožnih kazalnikov. V poročilu o mehanizmu opozarjanja so upoštevani tudi novejši podatki in

[19] Za pojasnila glede priprave preglednice kazalnikov v poročilu o mehanizmu opozarjanja in njihovo analizo glej: Evropska komisija (2016) „The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium“, European Economy, Institutional Paper 039, november 2016.

dodatne informacije, spoznanja, ki izhajajo iz okvirov za ocenjevanje, ter ugotovitve v obstoječih poglobljenih pregledih in ustreznih analizah, pa tudi napoved Komisije iz jeseni 2019.

Podatki iz preglednice kažejo poleg stalnih visokih ravni dolga, ki se le postopno prilagajajo, tudi na nastanek morebitnih težav v zvezi s stroškovno konkurenčnostjo in dinamiko cen stanovanjskih nepremičnin. Kar zadeva javni dolg, neto stanje mednarodnih naložb in zasebni dolg, so še naprej najbolj pogoste vrednosti nad pragom iz preglednice iz poročila o mehanizmu opozarjanja (graf 7)[20]. Gospodarska rast ter izboljšanje stanja na tekočem računu in fiskalnega položaja sta kljub temu pomagala zmanjšati neto zunanje obveznosti in javni dolg kot delež BDP, kar pomeni zmanjšanje števila držav članic, ki presegajo zadevne pragove iz preglednice. V nasprotju s tem pa se ne spremeni število držav, ki presegajo prag za zasebni dolg, saj ohlapnejša stanja neto prihrankov izravnavajo učinek rasti na deleže dolga v BDP. Gospodarska rast v nekaterih državah se kaže tudi v hitro rastočih stroških dela in cenah stanovanjskih nepremičnin. Število držav članic, v katerih je rast stroškov dela na enoto nad pragom, se je v primerjavi s preglednicami iz prejšnjih let več kot podvojilo, več držav pa tudi presega pragove za realni efektivni devizni tečaj zaradi povečanja vrednosti. Dinamika cen stanovanjskih nepremičnin v zadnjih letih se odraža v marginalnem povečanju števila držav, ki so pred kratkim presegle zadevni prag. Saldi tekočih računov, ki presegajo pragove, še naprej večinoma odražajo presežke. Nadaljnja gospodarska rast s številnimi novimi delovnimi mesti se odraža v manjšem številu držav članic EU z visoko stopnjo brezposelnosti, nižji brezposelnosti mladih in dolgotrajni brezposelnosti ter nižji stopnji delovne aktivnosti.

Graf 7: Število držav, pri katerih spremenljivke preglednice presegajo prag



Vir: Eurostat.

Opomba: Število držav, pri katerih spremenljivke preglednice presegajo prag, temelji na podatkih iz preglednic, objavljenih z ustreznimi letnimi poročili o mehanizmu opozarjanja. Morebitne naknadne revizije podatkov lahko

[20] Podroben pregled kazalnikov skupaj z okvirnimi pragovi je na voljo v preglednici 1.1 v Prilogi; pomožni kazalniki so prikazani v preglednici 2.1. Kot je pojasnjeno v opombi h grafu 9, temelji tolmačenje razvoja podatkov iz preglednice na podatkih, ki so na voljo v času vsakega poročila o mehanizmu opozarjanja. Presečni datum za zbiranje podatkov za to poročilo o mehanizmu opozarjanja je bil 25. oktober 2019.

pomenijo razliko med številom vrednosti, pri katerih je prag presežen, izračunano z uporabo najnovejših podatkov za spremenljivke preglednice, in številom, ki je navedeno v zgornjem grafu.

Stanje tekočih računov v večini držav članic EU se je v letu 2018 rahlo poslabšalo. Na zmanjšanje salda tekočega računa večine držav članic so vplivali upočasnjevanje trgovine, odporno domače povpraševanje in naraščanje cen nafte. V večini primerov so saldi tekočih računov nad ravnmi, ki jih je mogoče pričakovati na podlagi gospodarskih temeljev posamezne države (v nadaljnjem besedilu: standardne ravni tekočega računa), in nad tem, kar je potrebno za odpravo velikih zunanjih obveznosti (graf 8)[21]. Medtem ko so poslabšanja tekočih računov med letoma 2017 in 2018 pogosto presegala tisto, na kar so kazali samo ciklični dejavniki (graf 9), pa ciklično-prilagojeni tekoči računi na splošno kažejo, da so zunanji položaji močnejši kot nominalni podatki, saj so proizvodne vrzeli skoraj povsod pozitivne[22].

- **Samo dve državi članici beležita primanjkljaj na tekočem računu, ki presega spodnji prag iz preglednice v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.** Ciper glede na povprečne podatke iz preglednice za tri leta beleži največji primanjkljaj na tekočem računu v EU, ki se je v letu 2018 izboljšal, čeprav ne na raven, ki bi zagotovila ustrezno hitro izboljšanje neto stanja mednarodnih naložb[23]. Tudi primanjkljaj na tekočem računu Združenega kraljestva presega prag iz preglednice. Romunija je samo v letu 2018 zabeležila znaten primanjkljaj na tekočem računu, in sicer –4,6 % BDP, kar je znatno poslabšanje glede na prejšnja leta; to je pod standardno ravnjo in velikega dela poslabšanja ni mogoče upravičiti z gospodarskim ciklom.
- **Tekoči računi so se v več velikih neto dolžnicah poslabšali.** Rezultati v zvezi s tekočim računom so se leta 2018 poslabšali v Grčiji, na Portugalskem in v Španiji. Primanjkljaj na tekočem računu Grčije presega to, kar je mogoče pojasniti s temelji, in ne zadostuje za popravek zelo negativnega neto stanja mednarodnih naložb, da bi se v desetletnem obdobju dosegla preudarna raven[24]. Zadnji podatki za Portugalsko so pod ravnjo, ki bi zagotovila ustrezno hiter popravek negativnega neto stanja mednarodnih naložb. V nasprotju s tem razvoj tekočega računa v Španiji še naprej kaže na ustrezno hitro izboljševanje neto stanja mednarodnih naložb. Tekoči račun Irske se je v letu 2018 močno izboljšal, kar odraža predvsem čezmejne transakcije multinacionalnih družb.
- **Štiri države članice EU so še naprej beležile presežke na tekočih računih, ki so presegli zgornji prag iz preglednice v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.** To

[21] Tekoči računi v skladu s temelji (standardne ravni tekočega računa) so izpeljani iz regresij v reducirani obliki, v katerih so zajeti glavni dejavniki ravnotežja med varčevanjem in naložbami, vključno s temeljnimi dejavniki, dejavniki politike in finančnimi pogoji na svetovni ravni. Za opis metodologije za izračun tekočega računa na podlagi temeljev, uporabljen v tem poročilu o mehanizmu opozarjanja, glej L. Coutinho et al. (2018), „Methodologies for the assessment of current account benchmarks“, European Economy, Discussion Paper 86, 2018. Metodologija je sorodna metodologiji iz S. Phillips et al. (2013), „The External Balance Assessment (EBA) Methodology“, IMF Working Paper, 13/272.

[22] Ciklično prilagojeni saldi tekočih računov upoštevajo učinek cikla, tako da se prilagodijo za domačo proizvodno vrzel in proizvodno vrzel v trgovinskih partnericah; glej M. Salto in A. Turrini (2010), „Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment“, European Economy, Discussion Paper 427/2010.

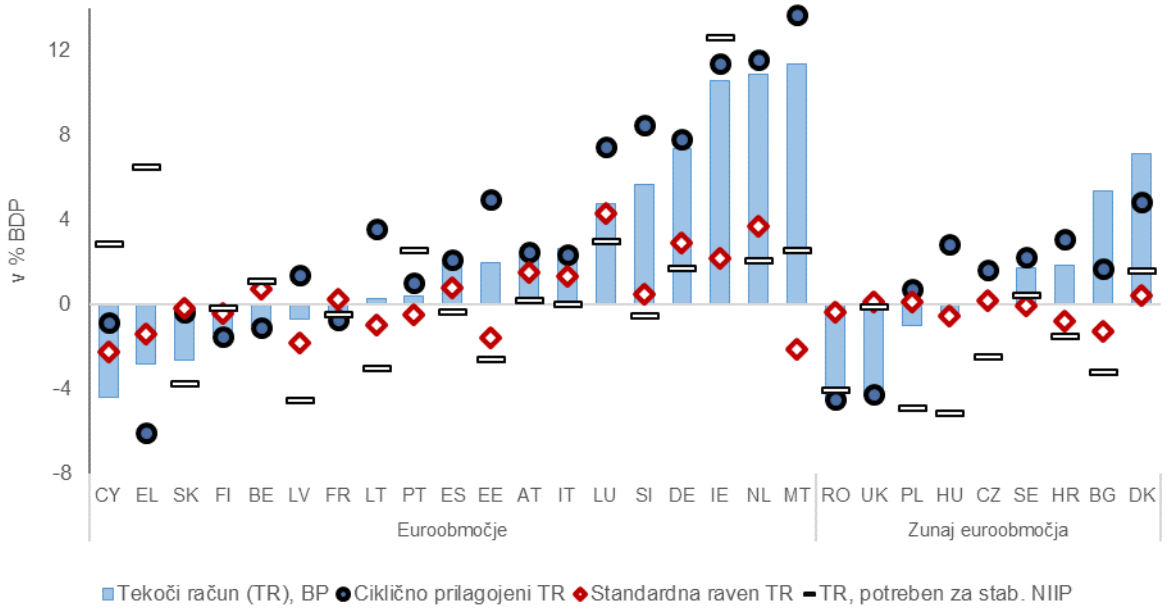
[23] Podatki za tekoči račun Cipra so bili od lanskega poročila o mehanizmu opozarjanja popravljeni, tako da zdaj kažejo na primanjkljaj tekočega računa v okviru spodnjega praga v treh letih do leta 2017, kar lani ni držalo.

[24] Za metodologije za previdnostne pragove neto stanja mednarodnih naložb za posamezne države glej opombo **Error! Bookmark not defined.**. Vrzel med dejanskimi tekočimi računi in tistimi, ki so potrebni za stabilizacijo neto stanja mednarodnih naložb, je močno odvisna od obravnavanega časovnega okvira. Tekoči račun, ki je na primer potreben za stabilizacijo neto stanja mednarodnih naložb Grčije nad pragom iz preglednice v višini –35 % BDP v 20-letnem obdobju, bi bil na primer presežek v višini približno 1 % BDP; glej Evropska komisija (2019), „Enhanced Surveillance Report: Greece, November 2019“, European Economy, Institutional Paper 116, november 2019.

velja za Dansko, Nemčijo, za Nizozemsko od začetka tega desetletja ter od nedavnega za Malto. Leta 2018 so se presežki v Nemčiji zmanjšali za 0,7 odstotne točke BDP, nekoliko manj pa na Danskem, medtem ko so bili na Malti in Nizozemskem večinoma nespremenjeni. V zadnjih dveh državah dinamiko tekočega računa spodbujajo tudi čezmejni posli, povezani z dejavnostmi multinacionalnih družb in mednarodno usmerjenih storitvenih sektorjev, ki vplivajo tako na trgovinske bilance kot na salde dohodkov.

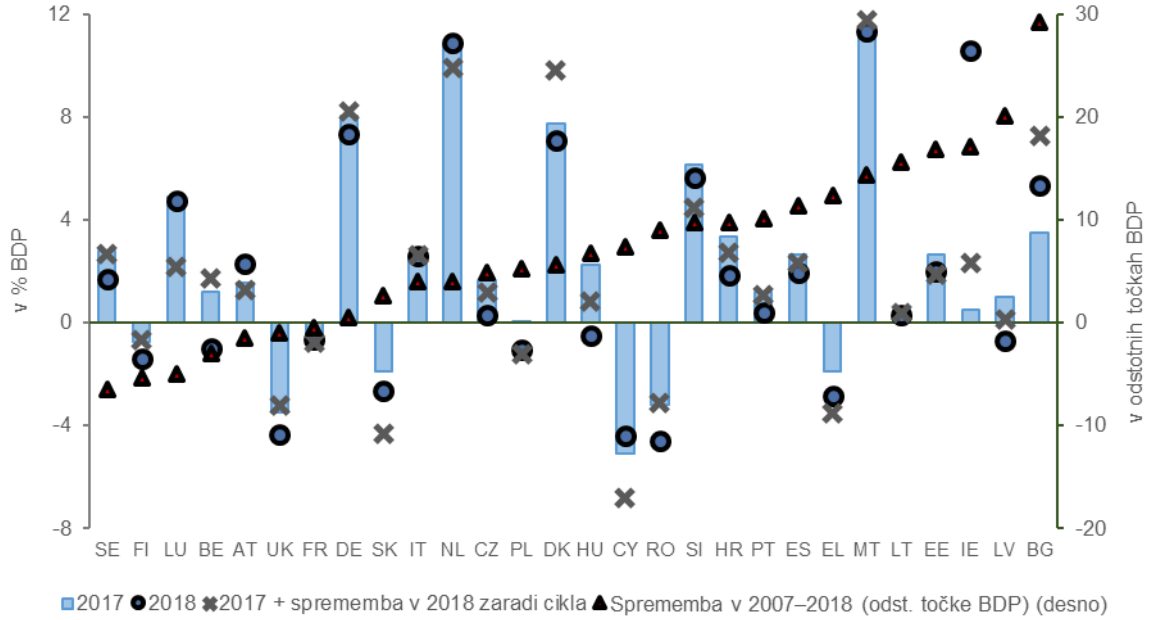
- **Veliki presežki še naprej prispevajo k velikemu pozitivnemu neto stanju mednarodnih naložb.** Z izjemo Malte so presežki na tekočem računu nad zgornjim pragom iz preglednice prav tako nad ravnmi, ki jih upravičujejo temelji (graf 8). V vseh primerih so presežki nad zgornjim pragom iz preglednice tudi nad ravnmi, ki bi omogočile stabilizacijo že večinoma neto stanja mednarodnih naložb na sedanji ravni v desetletnem obdobju.

Graf 8: Saldi tekočega računa in referenčna merila v letu 2018



Vir: Eurostat (podatki po BPM6) in izračuni služb Komisije.
Opomba: Države so razvrščene glede na saldo tekočega računa v letu 2018. *Ciklično prilagojeni saldi tekočega računa:* glej opombo 22. *Standardne ravni tekočega računa:* glej opombo 21. Referenčno merilo za *tekoči račun, potreben za stabilizacijo NIIP*, je opredeljeno kot tekoči račun, ki je potreben za stabilizacijo neto stanja mednarodnih naložb na sedanji ravni v obdobju naslednjih 10 let ali, če je sedanje neto stanje mednarodnih naložb pod previdnostnim pragom posamezne države, tekoči račun, ki je potreben, da se v naslednjih 10 letih doseže previdnostni prag neto stanja mednarodnih naložb (glej opombo 26).

Graf 9: Gibanje saldov tekočega računa



Vir: Eurostat in izračuni služb Komisije.
Opomba: Države so razvrščene v naraščajočem vrstnem redu glede na spremembo tekočega računa v smislu BDP med letoma 2007 in 2018. *Sprememba, ki se lahko pripiše ciklu*, se izračuna kot sprememba tekočega računa, ki ni upoštevana v spremembi ciklično prilagojenega salda tekočega računa.

V letu 2018 se je neto stanje mednarodnih naložb v večini držav članic izboljševalo hitreje, vendar ima več držav članic še vedno velike negativne zunanje obveznosti. Zaradi preudarnih stanj tekočih računov, rasti BDP in velikih pozitivnih učinkov vrednotenja se je neto stanje mednarodnih naložb v letu 2018 še naprej izboljševalo (grafa 10 in 11). Kljub temu je neto stanje mednarodnih naložb v več državah članicah EU še vedno v veliki meri negativno. Leta 2018 je 12 držav članic beležilo slabše neto stanje mednarodnih naložb kot je prag iz preglednice v višini –35 % BDP, kar je ena manj kot leta 2017. V državah z večinoma negativnim neto stanjem mednarodnih naložb so vrednosti manjše od vrednosti, ki bi bile lahko upravičene s temelji (v nadaljnjem besedilu: standardne ravni neto stanja mednarodnih naložb), v nekaterih primerih pa tudi pod previdnostnim pragom[25]. V nekaterih državah je stanje zunanjih obveznosti veliko tudi, če se izračuna brez upoštevanja neposrednih tujih naložb in drugih instrumentov brez tveganja neplačila (NENDI)[26].

[25] Neto stanje mednarodnih naložb v skladu s temelji (standardne ravni neto stanja mednarodnih naložb) se pridobi kot seštevek standardnih ravni tekočega računa v danem obdobju (glej tudi opombo **Error! Bookmark not defined.**). Previdnostni pragovi za neto stanje mednarodnih naložb se določijo z največjim možnim povečanjem moči znakov pri napovedovanju plačilnobilančne krize, pri čemer se upoštevajo informacije za posamezno državo, povzete s prihodki na prebivalca. Za metodologijo za izračun neto stanja mednarodnih naložb v skladu s temelji glej A. Turrini in S. Zeugner (2019), „Benchmarks for Net International Investment Positions“, European Economy, Discussion Paper 097, 2019.

[26] NENDI je podskupina neto stanja mednarodnih naložb, ki izključuje sestavine, povezane z lastniškim kapitalom, in sicer lastniški kapital in lastniške deleže iz naslova neposrednih tujih naložb in čezmejne dolgove znotraj podjetja iz naslova neposrednih tujih naložb, ter predstavlja neto stanje mednarodnih naložb brez instrumentov brez tveganja neplačila. Glej tudi: Evropska komisija, „Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard“, Technical note: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

- Nekatere države euroobmočja imajo še vedno **večinoma negativno neto stanje mednarodnih naložb** pod –100 % BDP, na primer Ciper, Grčija, Irska in Portugalska. V teh državah je neto stanje mednarodnih naložb precej pod referenčnimi merili, in sicer tako pod standardnimi ravnmi neto stanja mednarodnih naložb kot tudi previdnostnimi pragovi. Na Cipru in na Irskem ravni neto stanja mednarodnih naložb odražajo tudi pomen bilanc stanja multinacionalnih družb in čezmejnih korporativnih finančnih odnosov. Te štiri države in Španija kažejo v svojem neto stanju mednarodnih naložb velik vpliv obveznosti za dolg, na kar kaže zelo negativno neto stanje mednarodnih naložb, razen instrumentov brez tveganja neplačila (NENDI). V Grčiji visok zunanji javni dolg, pogosto pod zelo ugodnimi pogoji, predstavlja večji del neto stanja mednarodnih naložb[27]. Velik del neto stanja mednarodnih naložb Cipra je povezan z bilanco stanja nefinančnih subjektov za posebne namene, ki imajo v lasti ladje.

- V državah z **bolj zmernim negativnim neto stanjem mednarodnih naložb**, ki pa je še vedno slabše od –35 % BDP, je neto stanje mednarodnih naložb slabše od tistega, ki bi ga pričakovali na podlagi temeljev posameznih držav. To velja za Bolgarijo, Hrvaško, Madžarsko, Latvijo, Poljsko, Romunijo in Slovaško. V nekaterih primerih je tudi slabše od previdnostnih pragov. Ker pa so mnoge od teh držav srednje in vzhodne Evrope ter baltskih držav velike prejemnice neposrednih tujih naložb, se neto stanje mednarodnih naložb znatno izboljša, če se pri izračunu ne upoštevajo instrumenti brez tveganja neplačila (NENDI)[28]. Druge države članice EU beležijo negativno neto stanje mednarodnih naložb nad –35 % BDP, ki pa je pod njihovimi standardnimi ravnmi (Češka, Estonija, Litva in Slovenija), kar tudi v tem primeru v veliki meri odraža stanje vhodnih neposrednih tujih naložb. V tej skupini izstopa Francija, ker gre njeno negativno neto stanje mednarodnih naložb v veliki meri pripisati instrumentom s tveganjem neplačila.

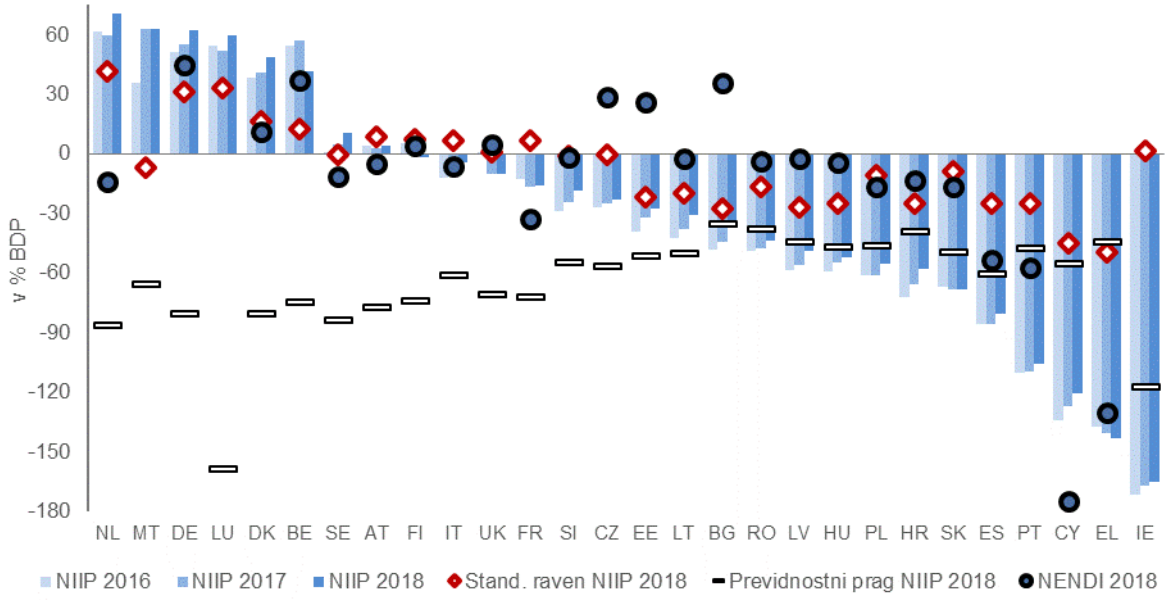
- V večini držav z **velikim pozitivnim neto stanjem mednarodnih naložb** se je to stanje v letu 2018 še izboljšalo. Nemčija, Luksemburg, Malta in Nizozemska beležijo pozitivno neto stanje mednarodnih naložb v višini 60 % BDP ali več, Danska pa blizu 50 % BDP[29]. To je posledica tega, da veliki presežki na tekočem računu vztrajajo več let, tako da se je nakopičil velik obseg neto sredstev glede na tujino. Belgija je namesto tega zabeležila zmanjšanje zelo pozitivnega neto stanja mednarodnih naložb zaradi negativnih učinkov vrednotenja. V vseh teh primerih je neto stanje mednarodnih naložb občutno nad zadevnimi standardnimi ravnmi, tj. precej nad tem, kar bi bilo utemeljeno ali pričakovano na podlagi temeljev posameznih držav.

[27] Podatki institucionalnih sektorjev kažejo, da gre celotno zelo negativno neto stanje mednarodnih naložb v Grčiji pripisati neto stanju mednarodnih naložb države – ker je javni dolg v veliki meri v lasti tujcev, vključno z uradnimi posojilodajalci – medtem ko ostalo gospodarstvo, tj. gospodinjstva, nefinančne in finančne družbe, vključno z monetarnimi finančnimi institucijami, beleži pozitivno neto stanje mednarodnih naložb. Na Cipru, Portugalskem in v Španiji neto stanje mednarodnih naložb države predstavlja velik delež neto stanja mednarodnih naložb v gospodarstvu, preostalo gospodarstvo pa še vedno kaže jasno negativno neto stanje mednarodnih naložb.

[28] Razvoj tekočega računa je v teh državah skladen s stabilnostjo zunanjega položaja, razen v Romuniji, kjer bo pričakovano nadaljnje poslabšanje tekočega računa verjetno povzročilo tudi poslabšanje neto stanja mednarodnih naložb.

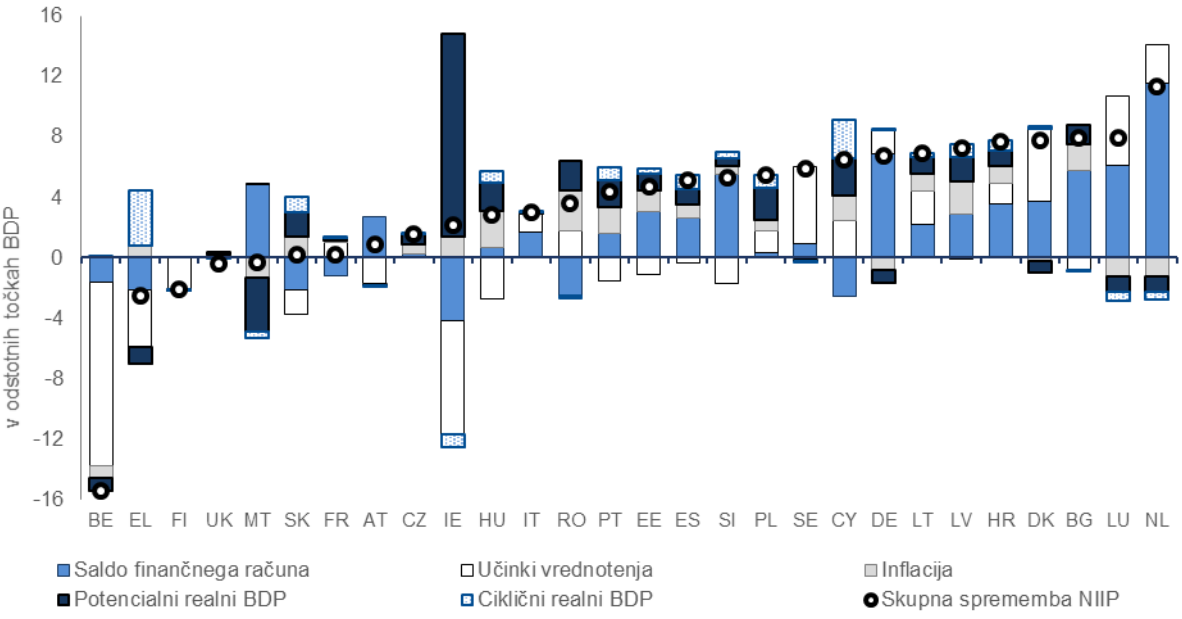
[29] Pomen NENDI se v tej skupini držav precej razlikuje, kar odraža tudi pomen njihovih finančnih središč, na primer v Luksemburgu in na Malti, ali obveznosti za zunanji dolg bank in sedežev multinacionalnih družb, na primer na Nizozemskem.

Graf 10: Neto stanja mednarodnih naložb in referenčna merila v letu 2018



Vir: Eurostat (BPM6 in ESR10) in izračuni služb Komisije.
Opomba: Vrednosti za NENDI za Irsko, Luksemburg in Malto so izven merila. Države so predstavljene v padajočem vrstnem redu glede na neto stanje mednarodnih naložb kot delež BDP v letu 2018. NENDI je neto stanje mednarodnih naložb, iz katerega so izključeni instrumenti brez tveganja neplačila. Za pojma standardna raven neto stanja mednarodnih naložb in previdnostni prag za neto stanje mednarodnih naložb glej opombo 26.

Graf 11: Neto stanja mednarodnih naložb in dinamika v letu 2018



Vir: Eurostat in izračuni služb Komisije.
Opomba: Države so predstavljene v naraščajočem vrstnem redu glede na spremembo neto stanja mednarodnih naložb kot deleža BDP v letu 2018. V grafih je predstavljena razčlenitev medletnega razvoja neto stanja mednarodnih naložb kot deleža BDP na pet komponent: saldo finančnega računa, ki bi moral biti enak vsoti saldov tekočega in kapitalskega računa, potencialna in ciklična realna rast BDP, inflacija in spremembe vrednotenja. Ciklična komponenta rasti BDP se izračuna kot razlika med dejansko in potencialno rastjo.

Stroški dela na enoto v več državah članicah EU pospešeno rastejo. Preglednica kaže za leto 2018 rast stroškov dela na enoto nad pragom v osmih državah, kar je dvakrat več kot v predhodnih letih. Rast stroškov dela na enoto se je začela pospeševati okrog leta 2013, in sicer najprej v baltskih državah, nekoliko pozneje pa v več državah srednje in vzhodne Evrope, pri čemer so se nekateri znaki pospeševanja pokazali tudi v euroobmočju. Podatki iz napovedi za leto 2019 kažejo na zmerno rast stroškov dela na enoto v državah, kjer so bile izgube stroškovne konkurenčnosti v zadnjih letih znatnejše, v nekaterih primerih pa se zdi, da se rast stroškov dela na enoto še povečuje (graf 12).

- **V vse večjem številu držav članic je bila zabeležena pospešena rast stroškov dela na enoto.** Rast stroškov dela na enoto je bila zlasti močna v nekaterih državah srednje in vzhodne Evrope, in sicer v Romuniji, Bolgariji, na Češkem, v Estoniji, na Madžarskem, v Latviji, Litvi in na Slovaškem. V vseh teh državah preglednica prikazuje rast stroškov dela na enoto nad pragom. Medtem ko se za večino od teh držav v letu 2019 pričakuje manjši upad rasti stroškov dela na enoto, pa naj bi se rast na Madžarskem in Slovaškem v tekočem letu še pospešila. Rast stroškov dela na enoto je ostala relativno zmerna (čeprav višja kot v prejšnjih letih) v neto dolžnicah v euroobmočju, tj. na Cipru, v Grčiji in Španiji. Portugalska je zabeležila rast stroškov dela na enoto nad povprečjem euroobmočja. Rast stroškov dela na enoto se je nekoliko povečala tudi v velikih neto upnicah. Med velikimi gospodarstvi euroobmočja je največjo pospešitev rasti stroškov dela na enoto zabeležila Nemčija.

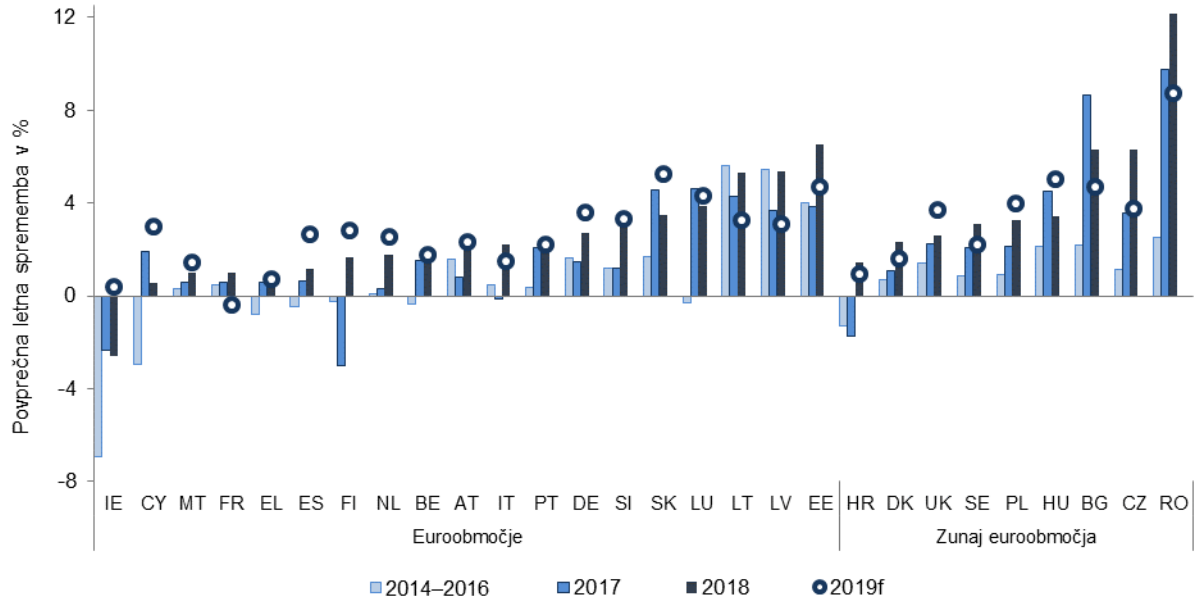
- **Močna rast stroškov dela na enoto je v veliki meri posledica nadaljnje rasti plač zaradi utesnjevanja trga dela.** V letu 2018 je bila nominalna rast plač najpomembnejši dejavnik pri rasti stroškov dela na enoto (graf 13). Od gospodarskega okrevanja je povišanju zaposlenosti in zniževanju stopenj brezposelnosti sledila pospešena rast plač, ki odraža dinamiko Phillipsove krivulje. Vendar pa je bila realna rast plač od okrevanja do leta 2017 nižja od rasti produktivnosti dela, pri čemer je do spremembe prišlo šele leta 2018. Rast stroškov dela na enoto je praviloma močnejša v državah z najnižjo stopnjo brezposelnosti, vlogo pa imajo tudi pomanjkanje znanj in spretnosti, ozka grla na strani ponudbe delovne sile ter dinamika zmanjševanja zaostanka, zlasti v srednji in vzhodni Evropi[30]. Tudi časovnica pospeševanja rasti stroškov dela na enoto odraža te izboljšave na trgu dela, pri čemer se je začela rast stroškov dela na enoto povečevati najprej v tistih državah, ki jih je recesija v povezavi z dolžniško krizo euroobmočja iz leta 2011 prizadela manj in kjer se je začela brezposelnost zniževati že prej.

- **Počasna delovna produktivnost ima vse večjo vlogo pri pospeševanju rasti stroškov dela na enoto.** Upadanje rasti produktivnosti dela je vzrok za precejšen del pospešitve stroškov dela na enoto dela v letih 2017 in 2018. Rast produktivnosti dela se je v večini držav članic EU z gospodarskim okrevanjem ponovno pojavila po izraziti upočasnitvi v letih, ko je bila finančna kriza najhujša (graf 14). Okrevanje produktivnosti dela je bilo povezano predvsem z rastjo skupne faktorske produktivnosti, poglabljanje kapitala pa je v primerjavi z obdobjem pred krizo manj prispevalo k rasti produktivnosti dela. Slednje odraža počasno rast ali upadanje povprečnega kapitala na delavca zaradi močne rasti zaposlenosti in šibkih naložb. Produktivnost dela v zadnjih letih narašča po stopnjah, ki so nižje od zabeleženih v obdobju pred krizo, in sicer tako zaradi zmernejše rasti skupne faktorske produktivnosti kot tudi šibkejšega poglabljanja kapitala.

[30] Npr. G. Brunello in P. Wruuck, „Skill mismatch in Europe: A survey of the literature“, IZA Discussion Paper Series 12346, 2019; A. Kiss in A. Vandeplas, „Measuring skills mismatch. DG EMPL Analytical webnote 7/2015“, Evropska komisija, 2015; Evropska komisija (2018), Labour market and wage developments in Europe; Annual Reviews 2018 in 2019.

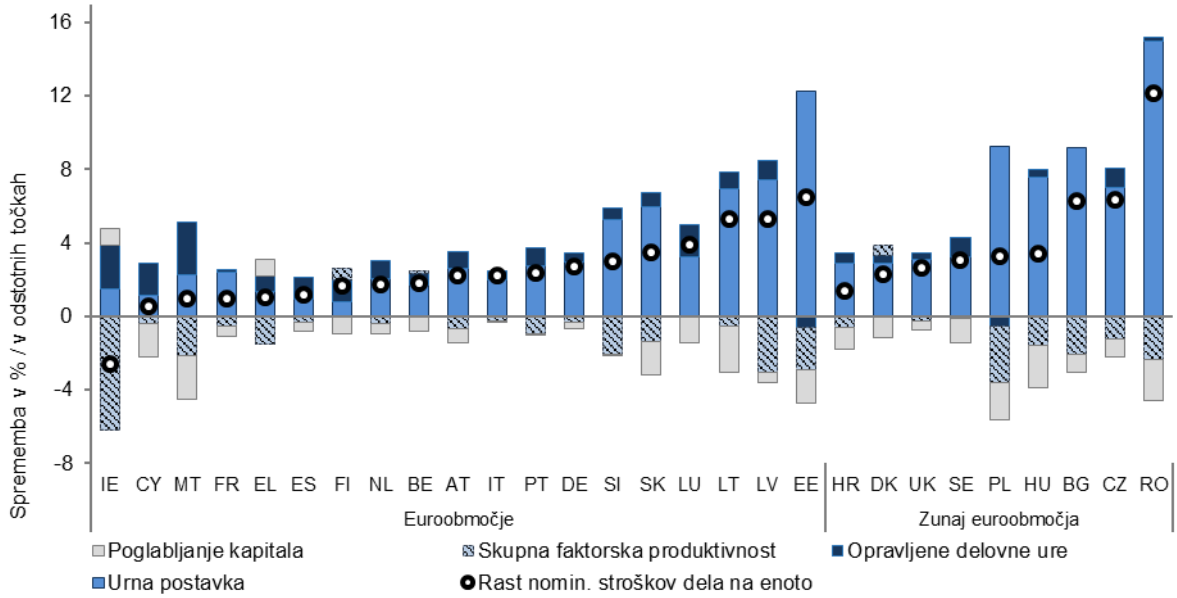
- **Vzorec rasti stroškov dela na enoto je vedno manj povezan s potrebami po ponovnem uravnoteženju.** Leta 2018 so se stroški dela na enoto v državah euroobmočja povišali, pri čemer med neto upnicami in neto dolžnicami ni bilo pomembnih razlik. To je bilo v nasprotju z leti po krizi, ko so se stroški dela na enoto v neto upnicah poviševali hitreje. Ker so se začeli trgi dela postopoma utesnjevati tudi v državah, v katerih je prišlo do preobrata na tekočem računu, so se začeli stroški dela na enoto poviševati tudi v teh državah, vrzel glede na neto upnice pa se je začela zmanjševati (glej tudi oddelek 2). Ker je v neto dolžnicah več možnosti za utesnjevanje trga dela, bi lahko dinamika konkurenčnosti v prihodnje postajala vse manj spodbudna za ponovno uravnoteženje zaradi relativno močnejše rasti plač in bolj omejene rasti produktivnosti zaradi manjšega prispevka poglabljanja kapitala.

Graf 12: Rast stroškov dela na enoto v zadnjih letih



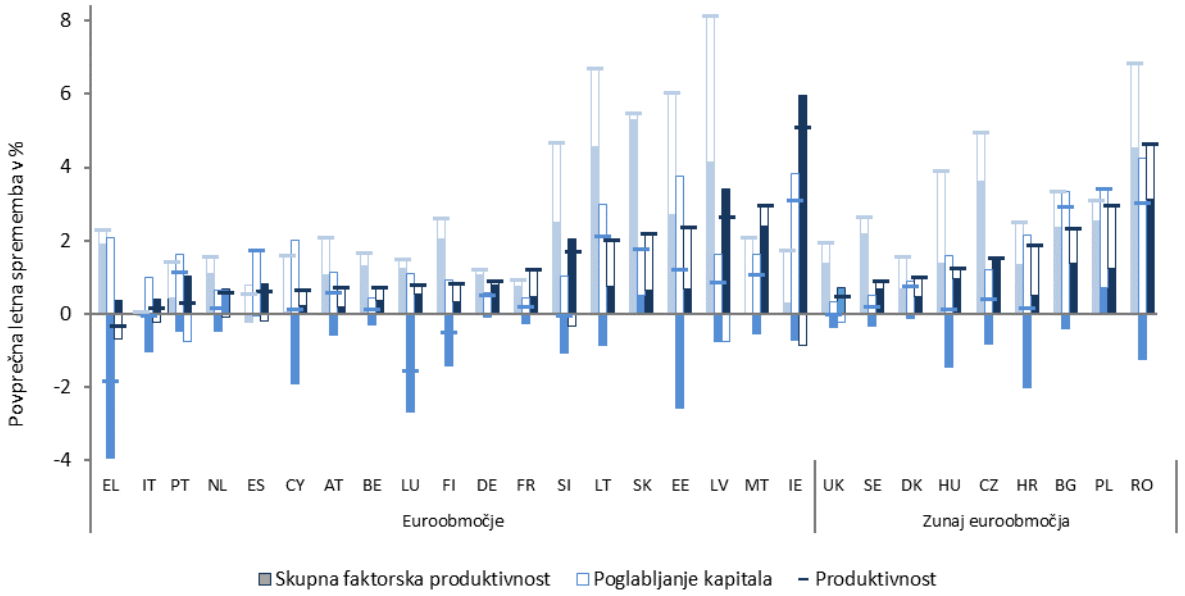
Vir: AMECO; podatki za leto 2019 so vzeti iz gospodarske napovedi Evropske komisije iz jeseni 2019.
Opomba: Države so predstavljene v naraščajočem vrstnem redu glede na rast stroškov dela na enoto v letu 2018.

Graf 13: Rast stroškov dela na enoto in razčlenitev stroškov, 2018



Vir: AMECO in izračuni služb Komisije.
Opomba: Države so predstavljene v naraščajočem vrstnem redu glede na rast stroškov dela na enoto v letu 2018. Razčlenitev temelji na standardni razčlenitvi rasti stroškov dela na enoto na nominalno urno postavko in produktivnost dela, ki se deli naprej na prispevek opravljenih delovnih ur, skupno faktorsko produktivnost in akumulacijo kapitala z uporabo standardnega računovodskega okvira rasti.

Graf 14: Razčlenitev rasti produktivnosti, 2002–2018



Vir: AMECO.
Opomba: Produktivnost dela, merjena na podlagi BDP na zaposleno osebo. Podatki za produktivnost in njena sestavna dela (skupna faktorska produktivnost in poglabljanje kapitala) se nanašajo na tri obdobja (od leve proti desni): 2002–2007 (svetlo modra), 2007–2012 (srednje temno modra) in 2012–2018 (temno modra).

Izgube stroškovne konkurenčnosti so se začele odražati tudi v ukrepih v zvezi z realnim efektivnim deviznim tečajem, kar delno odraža nominalna povečanja vrednosti. Do nedavnega se je rast stroškov dela na enoto le malenkostno odražala v povečanju vrednosti realnega efektivnega

deviznega tečaja na podlagi stroškov dela na enoto, pri čemer so bili glavni razlogi relativno močna rast stroškov in cen v partnerskih državah, ki niso članice EU, in znižanji vrednosti eura, ki sta bili izvedeni okrog začetka desetletja in leta 2015. Nedavno se je realni efektivni devizni tečaj na podlagi stroškov dela na enoto začel slabšati, kar deloma odražajo tudi ukrepi v zvezi z realnim efektivnim deviznim tečajem, ki so sestavljeni iz različnih deflatorjev (BDP ali potrošnja), in sicer zaradi trajne rasti stroškov dela na enoto in povišanja vrednosti eura med letoma 2016 in 2018. To je leta 2018 privedlo do večjega števila držav članic, za katere preglednica kaže rast realnega efektivnega deviznega tečaja, ki presega prag. Trenutno je samo ena država članica pod najnižjim pragom zaradi znižanja vrednosti (Združeno kraljestvo), pet držav pa je preseglo prag za povišanje vrednosti (Belgija, Češka, Estonija, Nemčija in Litva).

- **V primerjavi z zadnjimi leti v večini držav članic efektivni devizni tečaj na podlagi stroškov dela na enoto narašča.** Več držav srednje in vzhodne Evrope beleži največjo rast od leta 2016, zlasti tiste zunaj euroobmočja, vendar je opaziti precejšnjo rast tudi v več državah euroobmočja, zlasti v baltskih državah, pa tudi v Nemčiji, Luksemburgu, na Portugalskem in Slovaškem (graf 15).

- **Del realnega povišanja vrednosti, zabeleženega med letoma 2016 in 2018, gre pripisati nominalnemu povišanju vrednosti, zlasti povišanju vrednosti eura.** Vendar se je ta trend v letu 2019 ustavil in rahlo obrnil. Med državami zunaj euroobmočja se je nominalni efektivni devizni tečaj med letoma 2016 in 2018 najbolj povečal v Bolgariji in na Češkem, do znižanja vrednosti pa je prišlo na Švedskem in v Združenem kraljestvu.

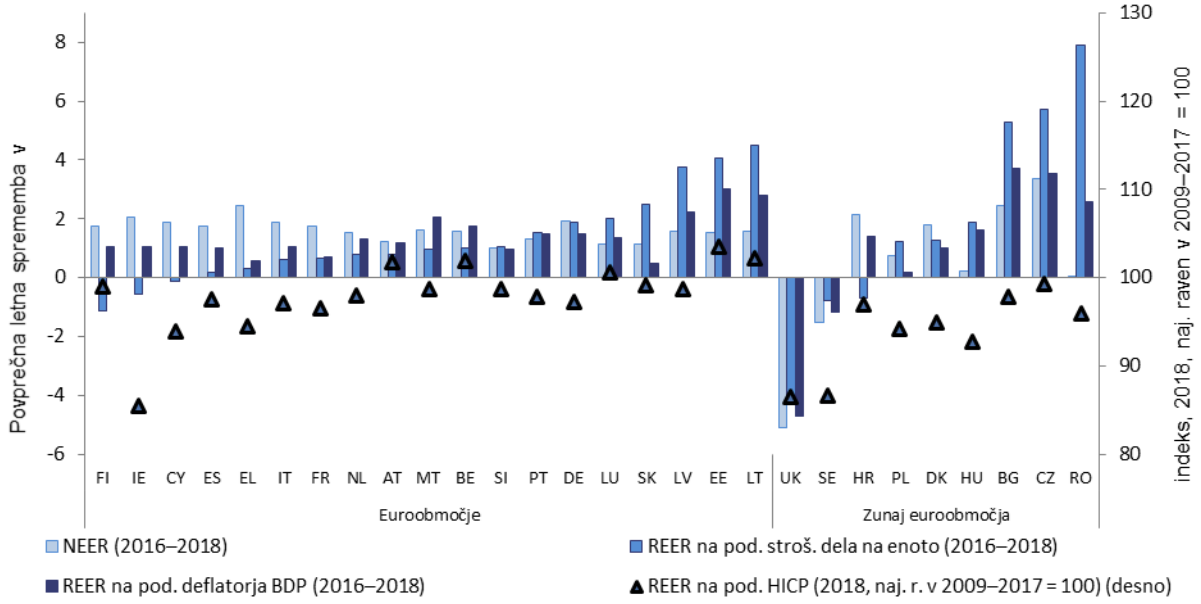
- **Možno je določeno zmanjšanje razlik med ceno in stroški**, saj se je realni efektivni devizni tečaj na podlagi stroškov dela na enoto na splošno povečal bolj kot realni efektivni devizni tečaj na podlagi BDP ali deflatorja HICP. Ugotovljene so bile znatne vrzeli med realnim efektivnim deviznim tečajem na podlagi stroškov dela na enoto in na podlagi deflatorjev BDP, zlasti v Bolgariji, na Češkem, v Latviji, Litvi, Romuniji in na Slovaškem[31]. Čeprav je bila dinamika inflacije zaradi nominalnih povišanj vrednosti omejena, je **večina držav članic EU zabeležila izgube konkurenčnosti, kot je bilo izmerjeno z realnim efektivnim deviznim tečajem na podlagi harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin**.

- Kljub tem nedavnim izgubam je **v večini držav članic EU trenutni položaj na področju konkurenčnosti še vedno ugodnejši kot pred krizo**, saj je stopnja realnega efektivnega deviznega tečaja na podlagi harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin pogosto pod vrednostjo, ki je bila zabeležena pri nedavnih najvišjih ravneh. Vendar so v nekaterih državah, in sicer Avstriji, Belgiji, Estoniji in Litvi, trenutne vrednosti realnega efektivnega deviznega tečaja na podlagi harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin nad nedavnimi najvišjimi ravnmi, kar odraža dolgotrajna nominalna povečanja.

- Realno znižanje vrednosti valut običajno sovpada z znižanjem relativne cene nemenjalnega blaga in **povečanim deležem menjalnega blaga v gospodarstvu**, kar poveča možnosti za dinamiko rasti na podlagi izvoza. Podatki pogosto potrjujejo ta vzorec, za katerega se vseeno zdi, da se **upočasnjuje** ali celo obrača v več državah članicah EU, zlasti v baltskih državah (graf 16).

[31] Medtem ko nižanje marž preprečuje, da bi stroškovna konkurenčnost vplivala na pogoje menjave, in s tem omejuje vpliv na trgovinske tokove v panogah, za katere sta značilna diferenciacija proizvodov in prilagajanje cen nacionalnim trgom, bi trajno nižja dobičkonosnost sčasoma pomenila tudi krčenje menjalnega sektorja.

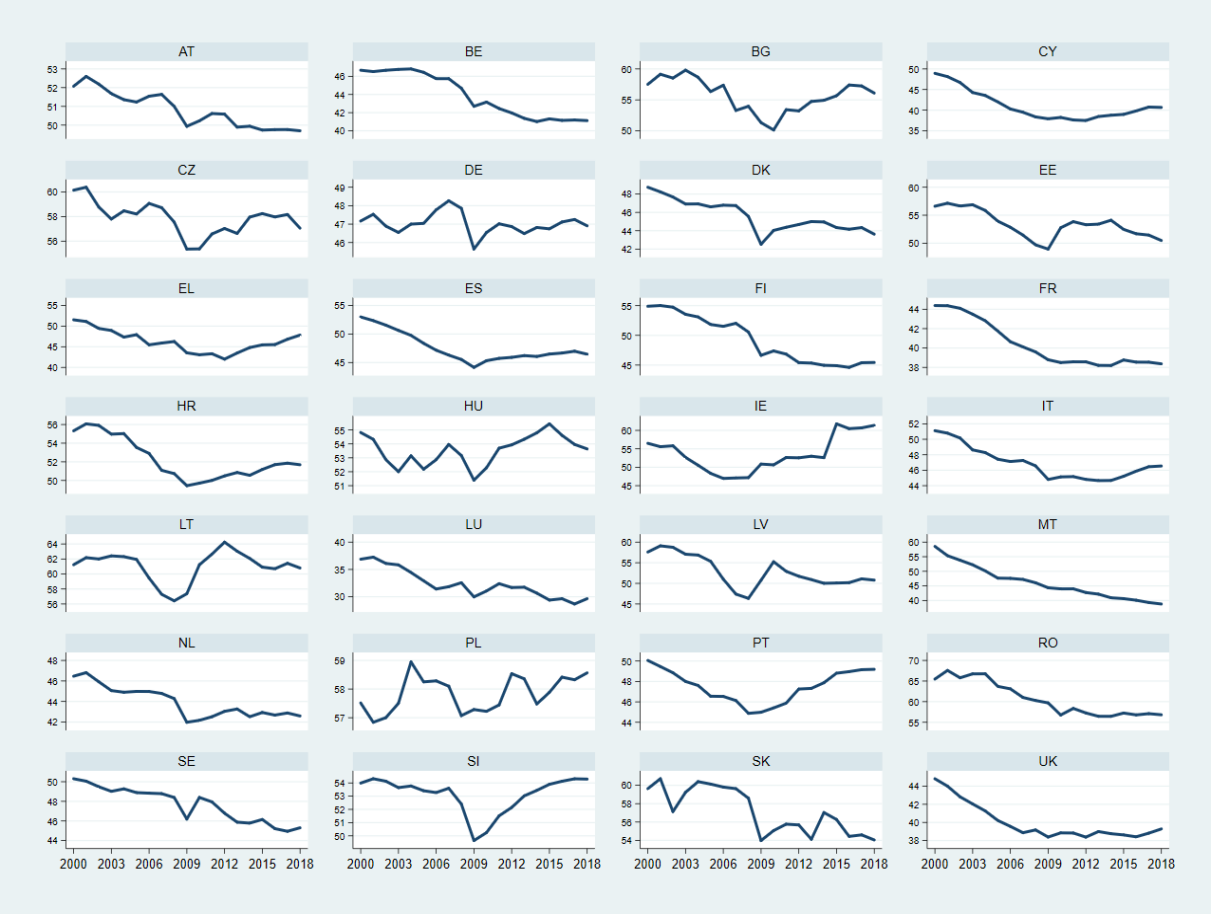
Graf 15: Dinamika nominalnih in realnih efektivnih deviznih tečajev (NEER in REER)



Vir: AMECO.

Opomba: Države so predstavljene v naraščajočem vrstnem redu glede na povprečno letno spremembo realnega efektivnega deviznega tečaja na podlagi rasti stroškov dela na enoto med letoma 2016 in 2018. Realna efektivna devizna tečaja na podlagi stroškov dela na enoto in na podlagi deflatorja BDP ter nominalni efektivni devizni tečaj so izračunani glede na 37 trgovinskih partneric, tisti na podlagi harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin (HICP) pa je izračunan glede na 42 trgovskih partneric.

Graf 16: Delež nemenjalnega blaga v gospodarstvu



Vir: AMECO.

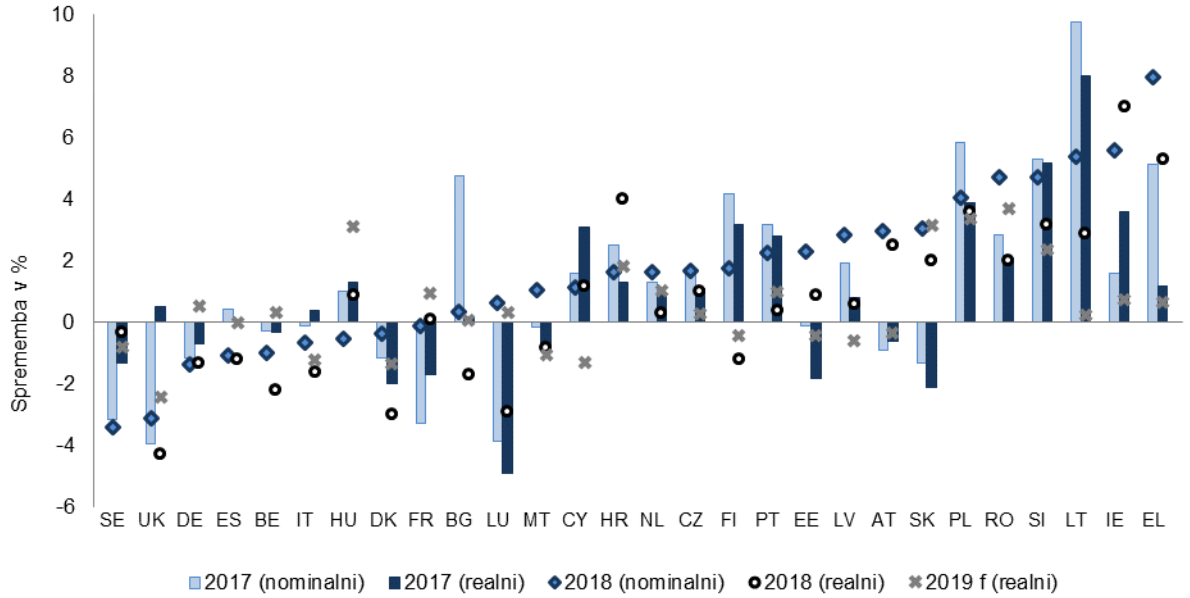
Opomba: Delež nemenjalnega blaga v gospodarstvu (kmetijstvo, predelovalne dejavnosti, trgovina, promet in komunikacijske storitve) se izračuna kot delež dodane vrednosti v menjalnih sektorjih v celotni dodani vrednosti gospodarstva (v %).

Delež na izvoznih trgih se je leta 2018 v večini držav članic povečal. Skupne spremembe deleža na izvoznih trgih v zadnjih petih letih, kot so navedene v preglednici, kažejo v večini držav članic EU pozitivne vrednosti. Izgube, ki presegajo prag iz preglednice, so bile zabeležene samo v eni državi članici (Švedska). Nedavni podatki na letni ravni kažejo na splošno pozitivne stopnje rasti deležev na izvoznih trgih (graf 17).

- Nedavno povečanje deležev držav članic EU na izvoznih trgih je še vedno delno povezano z relativno velikim povpraševanjem z območij, ki imajo tesne trgovinske povezave z državami članicami EU. Vlogo pri tem so lahko imela tudi nedavna znižanja vrednosti realnega efektivnega deviznega tečaja. Tržni deleži za države članice EU so se v letih po krizi zmanjšali, s povečanjem povpraševanja po izvozu znotraj EU pa so se začeli izboljševati. Povečanje deleža na izvoznih trgih v državah članicah EU v zadnjih letih gre verjetno pripisati **upočasnitvi trgovine v več gospodarstvih v vzponu** v primerjavi s trgovino znotraj EU. To potrjuje tudi bolj omejeno povečanje deležev na izvoznih trgih, merjeno glede na države OECD (preglednica 2.1 v Prilogi). Zaradi povečanja vrednosti realnega efektivnega deviznega tečaja se zdi povečanje deležev na izvoznih trgih zmernejše, če je merjeno v realnem smislu.
- **Leta 2018 so srednje in vzhodnoevropske države članice zabeležile največje povečanje deleža na izvoznih trgih, vendar pogosto z znatnimi upočasnjevanjem.** Nekatere neto upnice, vključno z Nemčijo, so med tistimi, ki beležijo izgube. Med neto dolžnicami so se deleži na izvoznih trgih v

Španiji in Bolgariji zmanjšali, na Portugalskem se zmanjšujejo, Grčija (največje povečanje leta 2018), Romunija in Ciper pa beležijo izboljšave.

Graf 17: Spremembe deleža na izvoznih trgih



Vir: Eurostat in izračuni služb Komisije.
Opomba: Države so predstavljene v naraščajočem vrstnem redu glede na letne spremembe nominalnih deležev na izvoznih trgih v letu 2018. Nominalni deleži na izvoznih trgih se izračunajo tako, da se izvoz države v tekočih cenah deli s svetovnim izvozom tudi v tekočih cenah. Realna rast deležev na izvoznih trgih se izračuna tako, da se od stopnje rasti količine izvoza v državi odšteje stopnja rasti količine svetovnega izvoza.

Glede na razpoložljiva referenčna merila **ostajajo deleži dolga zasebnega sektorja v več državah članicah visoki**.

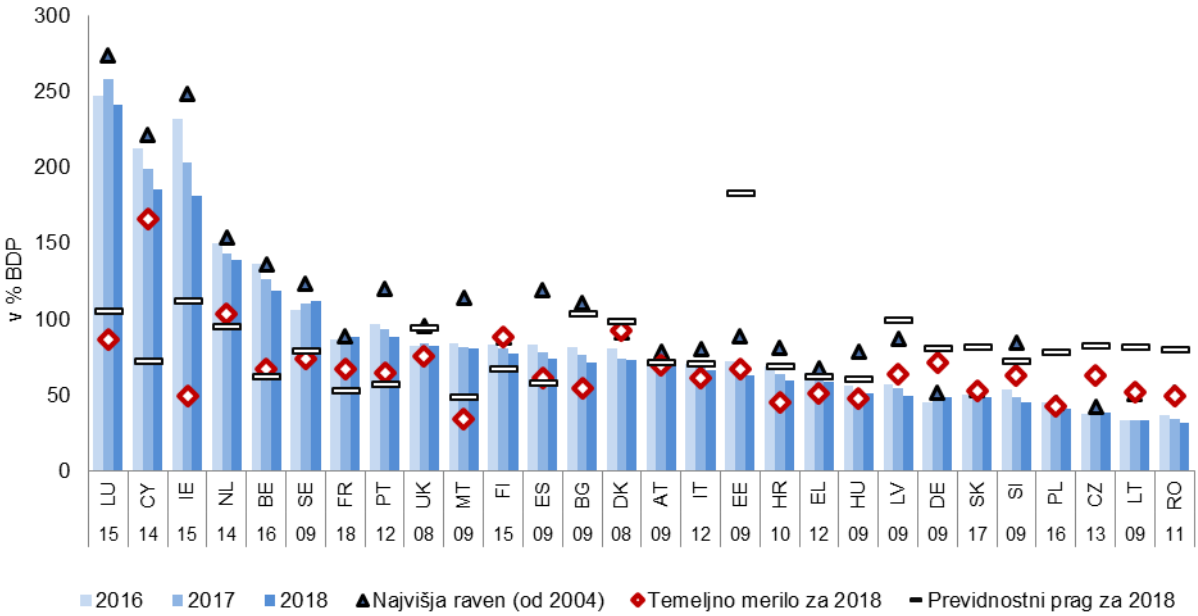
- **Dvanajst držav članic je v letu 2018 preseglo prag iz preglednice za zasebni dolg, prav toliko kot v letih 2016 in 2017.** Deleži zasebnega dolga presegajo 200 % BDP v Luksemburgu, na Cipru, Nizozemskem in Irskem. Na podatke o dolgu v teh državah vplivajo čezmejne transakcije znotraj podjetij, ki so povezane zlasti z delovanjem multinacionalnih družb in subjektov za posebne namene. Deleža zasebnega dolga v BDP na Danskem in Švedskem znašata približno ali točno 200 % BDP; v Belgiji, Franciji, na Portugalskem in v Združenem kraljestvu so ti deleži blizu ali nad 150 % BDP.

- Na Cipru, v Franciji, na Nizozemskem, Portugalskem, v Španiji in na Švedskem **tako gospodinjstva kot nefinančne družbe** prispevajo k visokim deležem dolga zasebnega sektorja (grafa 18 in 19). Na Irskem in v Luksemburgu je visoka zadolženost **podjetij** gonilo visoke ravni zasebnega dolga; na Danskem, Finskem in v Združenem kraljestvu gre večinoma za **zadolženost gospodinjstev**.

- **Razlike v višini zasebnega dolga med državami** večinoma pojasnijo razlike v temeljnih dejavnikih, ki upravičujejo akumulacijo dolga, vključno z obeti za rast in naložbe, ter finančnim razvojem. Pri oceni višine dolga bi bilo zato treba upoštevati te dejavnike, pa tudi druge elemente,

ki vplivajo na tveganja, ki jih dolgoročno prinašajo visoki dolgovi.[32] Na podlagi podatkov za leto 2018 vse države z zasebnim dolgom, ki presega prag iz preglednice, presegajo tudi previdnostna in temeljna merila za posamezne države.

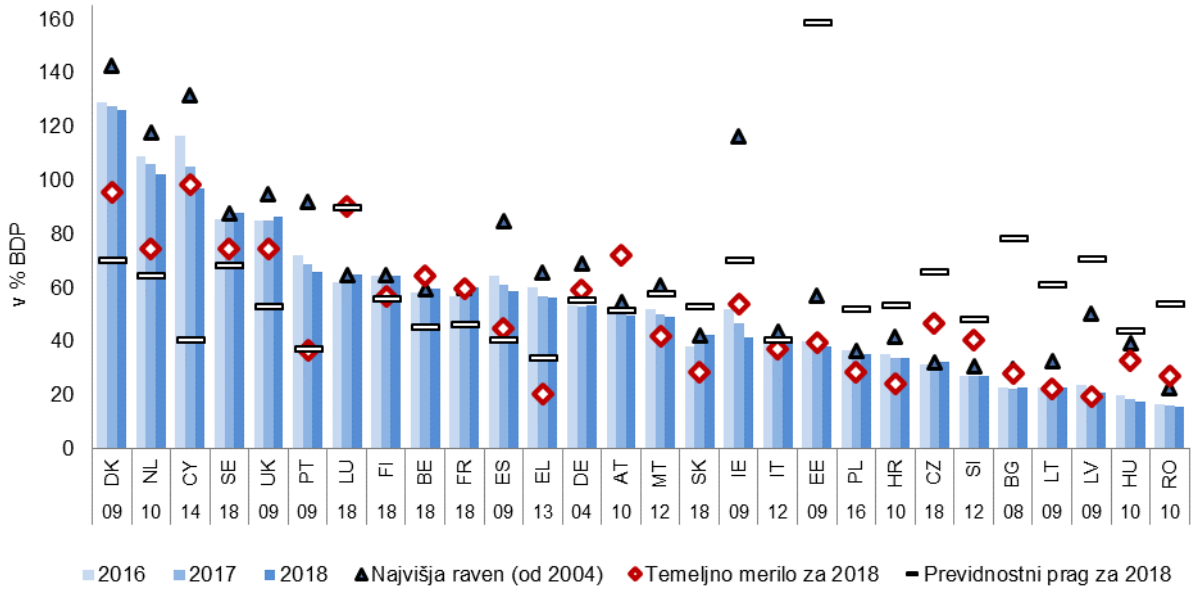
Graf 18: Dolg nefinančnih družb:



Vir: nekonsolidirani četrtletni sektorski računi Eurostata, izračuni služb Komisije.
Opombe: Države so predstavljene v padajočem vrstnem redu glede na delež dolga nefinančnih družb v BDP v letu 2018. Številke pod oznakami držav označujejo leto, ko je bil delež dolga najvišji.

[32] Ti dejavniki so upoštevani v referenčnih merilih za posamezne države, ki jih je razvila Evropska komisija v sodelovanju z delovno skupino LIME Odbora za ekonomsko politiko (Evropska komisija, „Benchmarks for the assessment of private debt“ (referenčna merila za oceno zasebnega dolga), Obvestilo za Odbor za ekonomsko politiko, ARES (2017) 4970814) in poznejše posodobitve. *Temeljna merila* omogočajo ocenjevanje zasebnega dolga glede na vrednosti, ki jih je mogoče pojasniti na podlagi gospodarskih temeljev, ter so izpeljana iz regresij, ki zajemajo glavne dejavnike rasti posojil, in upoštevajo dano začetno stanje dolga. *Previdnosti pragovi* predstavljajo raven dolga, nad katero je verjetnost bančne krize relativno visoka; te ravni temeljijo na največjem možnem povečanju moči znakov pri napovedovanju bančnih kriz z minimaliziranjem verjetnosti zgrešenih kriz in lažnih opozoril ter vključevanjem informacij o kapitalizaciji bank, javnem dolgu in ravni gospodarske razvitosti za posamezne države.

Graf 19: Zadolženost gospodinjstev



Vir: nekonsolidirani četrtletni sektorski računi Eurostata, izračuni služb Komisije.
Opombe: Države so predstavljene v padajočem vrstnem redu glede na delež dolga gospodinjstev v BDP v letu 2018. Številke pod oznakami držav označujejo leto, ko je bil delež dolga najvišji.

Razdolževanje v zasebnem sektorju poteka predvsem zaradi rasti nominalnega BDP, sicer počasneje, v nekaterih primerih pa se visoki dolg znova povečuje, namesto da bi se zmanjševal. V preteklih letih sta se dolg nefinančnih družb in zadolženost gospodinjstev v visoko zadolženih državah, kot so Ciper, Irska, Portugalska in Španija, zmanjšala za vsaj 25 odstotnih točk BDP v primerjavi z svojimi najvišjimi vrednostmi (grafa 18 in 19). Estonija, Madžarska, Latvija in Slovenija so tudi zabeležile izrazite padce, zlasti deležev dolga podjetij. V zadnjih letih se je hitrost zmanjševanja deležev dolga upočasnila. To je še toliko bolj očitno pri zadolženosti gospodinjstev. Medtem ko so v večini gospodarstev EU deleži dolga še naprej upadali, je prišlo tudi do ponovnega zadolževanja, zlasti s strani gospodinjstev.

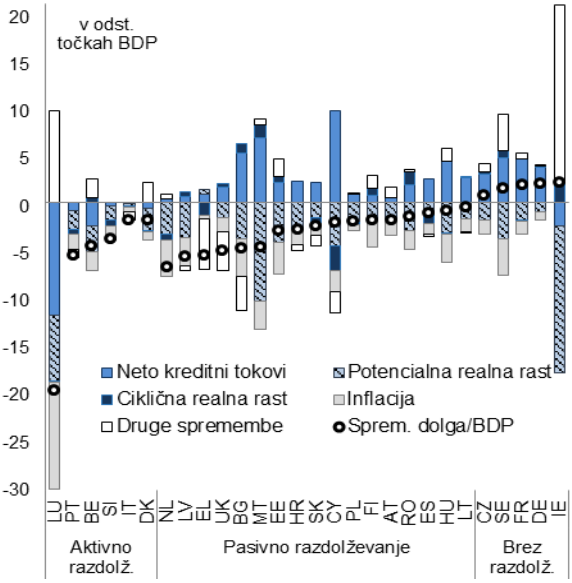
- **Razdolževanje je vse bolj odvisno od nominalne rasti BDP.** Kreditni tokovi v zasebnem sektorju ostajajo zmerni in v letu 2018 nobena država članica ni presegla praga iz preglednice za to spremenljivko. Nominalna rast BDP v zadnjih letih je več državam omogočila, da so začele s pristopom „pasivnega razdolževanja“, tj. upadanjem deležev dolga v BDP kljub pozitivnim kreditnim tokovom. Nadaljevanje rasti BDP je sprostilo pritisk za „aktivno“ razdolževanje, in sicer zaradi zmanjšanja nominalnih vrednosti dolga. Dejansko v primerjavi z letom 2017 manj držav beleži negativne kreditne tokove bodisi v podjetja bodisi v gospodinjstva (grafa 20 in 21). Ker pa je gospodarski cikel dosegel vrhunec, je prispevek ciklične rasti BDP postal bolj omejen ali se je celo obrnil, kar pomeni, da bodo v prihodnosti možnosti za nadaljnje pasivno razdolževanje močno odvisne od potencialne rasti BDP.

- Kar zadeva **dolg podjetij**, se je razdolževanje nadaljevalo v večini držav EU, pri čemer se je najbolj zanašalo na rast BDP. Med prvim četrtletjem leta 2018 in prvim četrtletjem leta 2019 je aktivno razdolževanje nefinančnih podjetij potekalo le v Belgiji, na Danskem, v Italiji, Luksemburgu, na Portugalskem in v Sloveniji (graf 20, ki temelji na nekonsolidiranih podatkih). Na Cipru, Malti in v Bolgariji so neto kreditni tokovi v podjetniški sektor presegli 5 % BDP, kljub že visokemu dolgu nefinančnih podjetij. Nekoliko dinamični kreditni tokovi so bili podlaga za povečanje dolga nefinančnih družb v Franciji, Nemčiji in na Švedskem. Dejansko sta se Francija in Švedska še naprej zadolževali, kljub temu, da je dolg nefinančnih podjetij presegel referenčna merila[33].

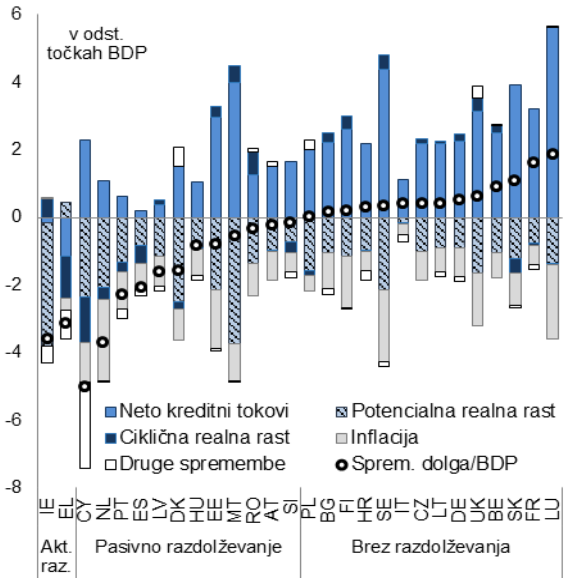
- V zvezi z **zadolženostjo gospodinjstev** se je razdolževanje umirilo bolj izrazito. V Združenem kraljestvu, na Švedskem, v Belgiji in Franciji se je zadolženost gospodinjstev kot delež BDP v letu 2018 povišala, čeprav je že bila razmeroma visoka (blizu referenčnih meril ali nad njimi). Aktivno razdolževanje je opaziti le v dveh državah članicah (Grčija in Irska) (graf 21). V državah, ki so se razdolževale, zlasti na Cipru, Portugalskem in v Španiji, je to potekalo počasneje.

[33] Na Irskem so bili neto kreditni tokovi negativni, nominalna rast BDP pa ugodna, vendar so pozitivne spremembe vrednotenja odtehtale te učinke, zaradi česar je bilo razdolževanje (v nekonsolidirani obliki) neuspešno v obdobju od prvega četrtletja leta 2018 do prvega četrtletja leta 2019, kar morda odraža dejavnost multinacionalnih družb.

Graf 20: Razčlenitev sprememb deleža dolga v BDP pri nefinančnih družbah (obdobje od prvega četrtletja 2018 do prvega četrtletja leta 2019)



Graf 21: Razčlenitev sprememb deleža dolga v BDP pri gospodinjstvih (obdobje od prvega četrtletja 2018 do prvega četrtletja leta 2019)



Vir: nekonsolidirani četrtletni sektorski računi Eurostata, izračuni služb Komisije.

Opombe: Grafi prikazujejo razčlenitev medletnega razvoja nekonsolidiranih deležev dolga v BDP na pet komponent: kreditni tokovi, potencialna in ciklična realna rast BDP, inflacija in druge spremembe. Ciklična komponenta rasti BDP se izračuna kot razlika med dejansko in potencialno rastjo. Pri „aktivnem razdolževanju“ gre za neto odplačilo dolga (negativni neto kreditni tokovi), kar navadno povzroči nominalno krčenje bilance stanja sektorja. Pri „pasivnem razdolževanju“ pa pozitivne neto kreditne tokove odtehta višja nominalna rast BDP, zaradi česar se zmanjša razmerje med dolgom in BDP.

Razmere v bančnem sektorju EU so se v zadnjih letih znatno izboljšale in so se na splošno stabilizirale. Bančni sektor se še naprej sooča z izzivi, zlasti zaradi nizke stopnje dobičkonosnosti in visokih ravni nedonosnih posojil v več državah članicah. Količniki temeljnega kapitala so prenehali rasti, potem ko so v vseh državah članicah dosegli ravni nad regulativnimi zahtevami, pri čemer obstajajo precejšnje razlike med državami. Donosnost lastniškega kapitala za bančni sektor si je v zadnjih letih precej opomogla, vendar pa so se izboljšave v zadnjem času zmanjšale. Nekaj držav, zlasti Grčija, Italija in Portugalska (grafa 22 in 23) se spopada s kombinacijo razmeroma nizkih stopenj dobičkonosnosti, podpovprečnih količnikov kapitaliziranosti in sorazmerno visokih deležev nedonosnih posojil.

- **Rast obveznosti v finančnem sektorju ostaja omejena, precej pod pragom iz preglednice**, razen za Finsko. V večini držav članic se je rast obveznosti finančnega sektorja v letu 2018 v primerjavi z letom 2017 nekoliko upočasnila.[34] Kljub temu so se kreditni tokovi bank v letu 2018 povečevali nekoliko hitreje kot v letu 2017, zlasti za kredite gospodinjstvom, in se stabilizirali v prvih mesecih leta 2019 v času zaostrovanja posojilnih pogojev[35].

[34]To povečanje na Finskem leta 2018 je sovpadlo s tem, da je ena banka svoj sedež premaknila iz Švedske na Finsko.

[35] Kot je navedeno v raziskavi posojilne dejavnosti bank v euroobmočju, glej ECB, Economic Bulletin, avgust 2019.

- **Količniki kapitaliziranosti so se v večini držav članic stabilizirali, medtem ko se je donosnost lastniškega kapitala v letu 2018 v več primerih nekoliko poslabšala.** Donosnost lastniškega kapitala je v letu 2018 v Grčiji in na Portugalskem ostala negativna, na Cipru pa je postala pozitivna. Vrednotenja lastniškega kapitala bank so se tekom leta 2017 povečevala, medtem ko so se v letu 2018 in večini leta 2019 zmanjševala, kljub na splošno pozitivnim evropskim borznim indeksom, kar med drugimi dejavniki odraža revidirana tržna stališča glede obetov za dobičkonosnost sektorja.

- **Nekatere države članice EU izstopajo s kombinacijo relativno nizkih stopenj dobičkonosnosti in količnikov kapitaliziranosti ter visokimi deleži nedonosnih posojil.**[36] V Grčiji delež nedonosnih posojil še vedno presega 40 %. Ciper je zabeležil precejšnje izboljšanje deleža nedonosnih posojil, predvsem zaradi prodaje posojil in likvidacije večje banke v letu 2018, dobičkonosnost pa je postala pozitivna. Na Portugalskem in v Italiji se je delež nedonosnih posojil od leta 2016 znatno zmanjšal, zadnji podatki pa kažejo, da se je v letu 2018 še naprej zmanjševal, četudi zmerneje. Delež nedonosnih posojil je v obeh državah padel pod 10 %. Bolgarija, Hrvaška, Madžarska, Irska, Romunija in Slovenija so v letu 2018 beležile zmanjšane njihovih deležev nedonosnih posojil, ki presegajo povprečje EU.

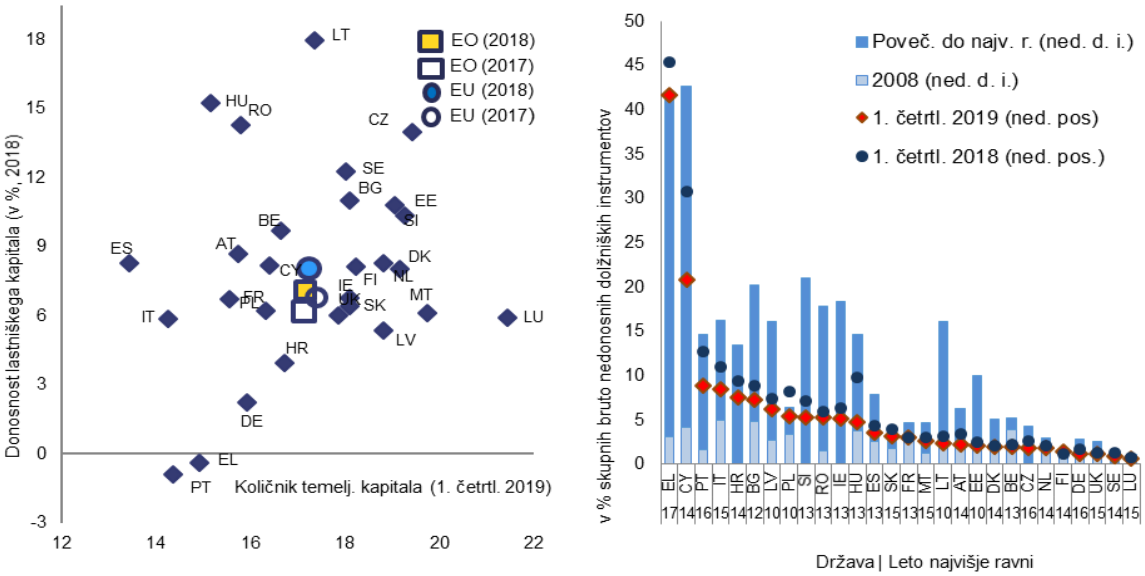
- **Trenutni gospodarski obeti, za katere so značilne dolgotrajno nizke obrestne mere, se še naprej soočajo z izzivi.** Znižanje obrestnih mer se čuti predvsem pri daljših zapadlostih, kar vodi do sploščitve krivulj donosa in nadaljnjega zmanjšanja obrestnih marž. Takšna sploščitev ovira pretvorbo zapadlosti s strani bank, kar bi lahko vplivalo na njihovo dobičkonosnost. Ker okolje z nizkim donosom zadeva predvsem finančna sredstva z nizkim tveganjem, bi lahko obremenilo zlasti dobičkonosnost in bilanco stanja nebančnih finančnih institucij s portfelji sredstev, ki se večinoma vlagajo v sredstva z nizkim tveganjem, kot so zavarovalnice, zlasti podsektor življenjskih zavarovanj, in pokojninski skladi[37].

Graf 22:
Dobičkonosnost in kapital bančnega sektorja

Graf 23: Nedonosna posojila

[36] Nedonosna posojila so v nizu pomožnih kazalnikov iz preglednice opredeljena kot skupna bruto nedonosna posojila in predujmi kot odstotek skupnih bruto posojil in predujmov (bruto knjigovodska vrednost), za sektor poročanja „domače bančne skupine in samostojne banke, hčerinske družbe pod tujim nadzorom ter podružnice pod tujim nadzorom, vse institucije“. Vrednosti so navedene v preglednici 2.1 v prilogi. Usklajeni podatki o deležih nedonosnih posojil so na voljo šele od leta 2014. Zato za podatke za leto 2008 in glede „povišanja do najvišje ravni“ graf 23 prikazuje podatke za delež bruto nedonosnih dolžniških instrumentov v skupnih bruto dolžniških instrumentih, ki je na voljo v daljših časovnih vrstah in se poleg posojil nanaša tudi na druge dolžniške instrumente, ki se posedujejo v bančnem sektorju. Slednji je običajno nekoliko nižji od deležev nedonosnih posojil, saj je imenovalec večji, tj. skupni bruto dolžniški instrumenti so večji od skupnih posojil. Največja razlika med obema deležema trenutno znaša 4 odstotne točke (za Grčijo), za večino držav pa znaša manj kot 1 odstotno točko.

[37] ECB, Pregled finančne stabilnosti, maj 2019.



Vir: podatki o bruto nedonosnih dolžniških instrumentih za leto 2008 niso na voljo za Hrvaško, Češko, Irsko, Slovenijo in Švedsko.
Opomba: Na grafu 23 se podatki za leto 2008 in glede „povišanja do najvišje ravni" nanašajo na delež bruto nedonosnih dolžniških instrumentov v skupnih bruto dolžniških instrumentih; delež nedonosnih posojil se sporoči za prvo četrtino leta 2018 in prvo četrtino leta 2019; številke pod oznakami držav pomenijo leto, ko je bil delež dolga najvišji.

Cene stanovanjskih nepremičnin so v letu 2018 še naprej rasle, vendar se je dinamika oblikovanja cen umirila, kjer so bili dokazi o precenjenosti močnejši. Zaradi pospešene rasti cen stanovanjskih nepremičnin se vse več trgov stanovanjskih nepremičnin približuje vrhuncem iz obdobja pred krizo ali jih presega (graf 26). Leta 2018 je realna rast cen stanovanjskih nepremičnin v 7 državah članicah presegla prag iz preglednice (Češka, Madžarska, Irska, Latvija, Nizozemska, Portugalska in Slovenija), kar je ena več kot leta 2017. Cene stanovanjskih nepremičnin so se močno povišale zlasti v državah EU, v katerih je bilo doslej le malo dokazov o precenjenosti stanovanjskih nepremičnin oziroma teh ni bilo, medtem ko je v državah, v katerih je več dokazov o precenjenosti, opaziti upočasnitev. Podatki do drugega četrtletja leta 2019 kažejo, da lahko Hrvaška, Češka, Madžarska, Poljska in Portugalska presežejo prag iz preglednice, če se bodo ti vzorci nadaljevali v drugi polovici leta. V prvi polovici tega leta in v primerjavi z letom 2018 je rast cen stanovanjskih nepremičnin izrazito poskočila na Hrvaškem, Cipru in Švedskem, na Danskem, Irskem, v Latviji, Romuniji in Sloveniji pa se je rast upočasnila.

- **Deloma se pospešena rast cen stanovanjskih nepremičnin povezuje z gospodarskimi temelji.** Cene stanovanjskih nepremičnin so začele ponovno rasti zaradi okrevanja gospodarstva od leta 2013 naprej in znižanja obrestnih mer. Ob upoštevanju tega je rast mogoče pojasniti z gospodarskimi temelji[38]. Kljub pospešeni rasti pa rast novih hipotekarnih posojil doslej ni imela nobene pomembnejše samostojne vloge pri gibanju cen, kar je v nasprotju s tem, kar se je dogajalo

[38]Referenčne cene stanovanjskih nepremičnin omogočajo, da se oceni višina precenjenosti ali podcenjenosti stanovanjskih nepremičnin na podlagi značilnosti posameznih držav. Vrzeli pri sintetičnih ocenah temeljijo na vrzeli, dobljeni iz različnih referenčnih vrednosti: (i) odklon razmerja med cenami in dohodki glede na dolgoročno povprečje; (ii) odklon razmerja med cenami in najemninami od dolgoročnega povprečja; (iii) odklon od referenčnih vrednosti, ki temeljijo na regresijah, ob upoštevanju gospodarskih temeljev povpraševanja in ponudbe (glej N. Philiponnet in A. Turrini (2017), „Assessing House Price Developments in the EU", Evropska komisija, dokument za razpravo 048, maj 2017). Pri izračunu referenčnih vrednosti, ki temeljijo na regresiji, se ciklične pojasnjevalne spremenljivke filtrirajo s Hodrick-Prescottovim filtrom, da se omeji njihova nestanovitnost.

v obdobju pred krizo. Vseeno bi lahko prispevala k nadaljnji pospešeni rasti cen stanovanjskih nepremičnin.

- **Močna rast cen stanovanjskih nepremičnin vpliva na ravni vrednotenja.** Na Madžarskem, Irskem, v Latviji, na Nizozemskem, Portugalskem in v Sloveniji je bila realna rast cen stanovanjskih nepremičnin že leta 2017 visoka in se je v letu 2018 še dodatno pospešila (graf 24 in graf 25, zgornji desni kvadrant). Dolgotrajna visoka rast v več državah postopoma povečuje tveganje precenjenosti: število držav EU, za katere je bilo ocenjeno, da je zanje značilno precenjevanje stanovanjskih nepremičnin, se je v zadnjih letih povečalo. Dokazi o precenjenosti (merjeni z naraščajočo vrzeljo v vrednotenjih) so v zadnjem času postali močnejši v državah, kot sta Nemčija in Portugalska. V več državah (Avstrija, Belgija, Češka, Nemčija, Luksemburg, Malta, Portugalska) so cene stanovanjskih nepremičnin dosegle najvišje vrednosti od sredine prejšnjega desetletja ali so te vrednosti presegle; Graf 26). Ravni cen stanovanjskih nepremičnin v več državah dosegajo meje cenovne dostopnosti, kot je razvidno iz razmerja med ravnmi cen stanovanjskih nepremičnin in razpoložljivim dohodkom na prebivalca. Ocene kažejo, da je v približno polovici držav EU za nakup 100 kvadratnih metrov stanovanjske površine potrebnih več kot 10 let dohodka[39]. Podobno je v letu 2017 vsak deseti Evropejec živel v gospodinjstvu, ki je 40 % ali več svojih dohodkov namenilo za stanovanjsko nepremičnino[40].

- **Rast cen stanovanjskih nepremičnin se je v več državah nekoliko upočasnila zaradi dokazov o precenjenosti in visoke zadolženosti gospodinjstev, na švedskem stanovanjskem trgu pa se je začel izvajati tudi popravek navzdol.** Nedavne stopnje rasti cen stanovanjskih nepremičnin so bile nižje, če je bila stopnja precenjenosti visoka. Takšen vzorec, ki v prejšnjih letih ni bil opazen, je bil v letu 2018 jasno razločen za države, kjer so po ocenah stanovanjske nepremičnine precenjene. Avstrija, Belgija, Francija in Združeno kraljestvo so v letu 2018 izstopali zaradi kombinacije različnih stopenj precenjenih stanovanjskih nepremičnin, visoke zadolženosti gospodinjstev, pa tudi cen stanovanj, ki so leta 2018 rasle počasneje kot leta 2017 (graf 25). Takšna upočasnitev rasti je lahko odraz omejitev cenovne dostopnosti, povečane ponudbe stanovanjskih nepremičnin in politik na ravni držav, vključno na makrobonitetnem področju[41]. Poleg tega so na Švedskem cene stanovanjskih nepremičnin leta 2018 padle letno, tako v nominalnem kot realnem smislu, vendar podatki za prvi dve četrtletji leta 2019 kažejo določeno mero stabilizacije. Nasprotno pa se v Luksemburgu, kjer so ranljivosti in tveganja za precenjenost še naprej rasla, ni izvedla nobena prilagoditev.

- **V več državah članicah precenjene stanovanjske nepremičnine obstajajo hkrati z visokimi ravnmi zadolženosti gospodinjstev**. To velja zlasti za Dansko, Luksemburg, Švedsko in Združeno kraljestvo. Za Nizozemsko je značilna zelo visoka zadolženost gospodinjstev in visoke ravni cen glede na dohodke. Število hipotekarnih posojil se je v letu 2018 zlasti hitro povečevalo v Bolgariji,

[39] Ocene ravni cen so dobljene na podlagi podatkov nacionalnih računov in popisa prebivalstva ali, kadar ti niso na voljo, informacij, objavljenih na spletnih mestih nepremičninskih posrednikov. Glej J. C. Bricongne in al. (2019), „Assessing House Prices: Insights from ‚Houselev', a Dataset of Price Level Estimates", European Economy, dokument za razpravo št. 101, julij 2019.

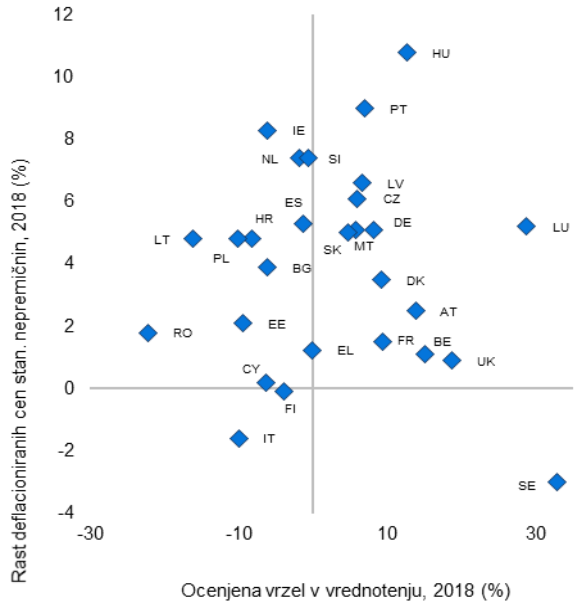
[40] Evropska komisija (2019), Pregled razmer na področju zaposlovanja in socialnih zadev v Evropi, Letni pregled 2019, poglavje 4.

[41] Naložbe v gradbeništvu od leta 2015 rastejo hitreje po vsej EU, višje stopnje rasti pa so zabeležene tam, kjer je rast cen stanovanjskih nepremičnin močnejša. V večini držav EU se povečuje tudi število gradbenih dovoljenj. Več makrobonitetnih politik, ki so se nedavno začele izvajati po EU, bi lahko vplivalo na hitrost rasti cen stanovanjskih nepremičnin. To velja zlasti za omejitve razmerij med vrednostjo posojila in vrednostjo zastavljenih nepremičnin ter razmerij med stroški servisiranja dolga in odhodkom posojilojemalca. Več držav članic EU je v zadnjih letih reformiralo obdavčitev stanovanjskih nepremičnin, zlasti da bi omejile davčne olajšave za hipotekarne kredite.

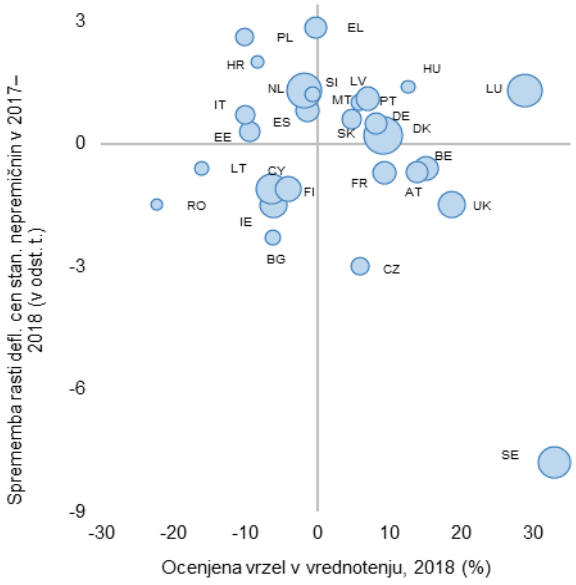
Romuniji in na Slovaškem (nad 10 % tekom prejšnjega leta) ter v Avstriji, Belgiji, na Češkem, v Estoniji, Franciji, na Madžarskem, v Litvi, Luksemburgu in na Malti (nad 5 % tekom prejšnjega leta). V nekaterih državah, na primer Belgiji in Franciji, se je močna rast začela na razmeroma visokih ravneh. Ta slika se nekoliko spremeni, če upoštevamo spremembo dolga, povezano zgolj z novimi hipotekami, tj. brez vpliva odplačil (graf 27). Meddržavna povezava med ceno stanovanjskih nepremičnin in novimi hipotekarnimi tokovi se zdi šibka, brez jasnega pokazatelja, da cene rastejo hitreje, kjer je več novih hipotekarnih posojil. To kaže, da posojila doslej niso imela ključne vloge pri pospeševanju rasti cen stanovanjskih nepremičnin[42]. Vendar pa je v več državah močna rast cen stanovanjskih nepremičnih povezana z močno rastjo hipotekarnih posojil, zlasti na Slovaškem, v Luksemburgu, Nemčiji in na Nizozemskem.

[42] V večini držav euroobmočja so cene stanovanjskih nepremičnin pospešeno rasle pred pospešeno rastjo hipotekarnih posojil. Glej na primer Evropska komisija, „Stanovanjski trgi v euroobmočju: trenutni trendi, izzivi in odzivi politike“, opomba za Odbor za ekonomsko politiko – euroobmočje, Ares(2019)922432, februar 2019; in Evropska komisija, „Stanovanjski trgi v euroobmočju: trenutni trendi, izzivi in odzivi politike“, tehnična opomba za Euroskupino, februar 2019:
https://www.consilium.europa.eu/media/38387/housing-note-eg-26-02-2019-technical-note.pdf

Graf 24: Spremembe cen stanovanjskih nepremičnin in vrzeli v vrednotenju v letu 2018



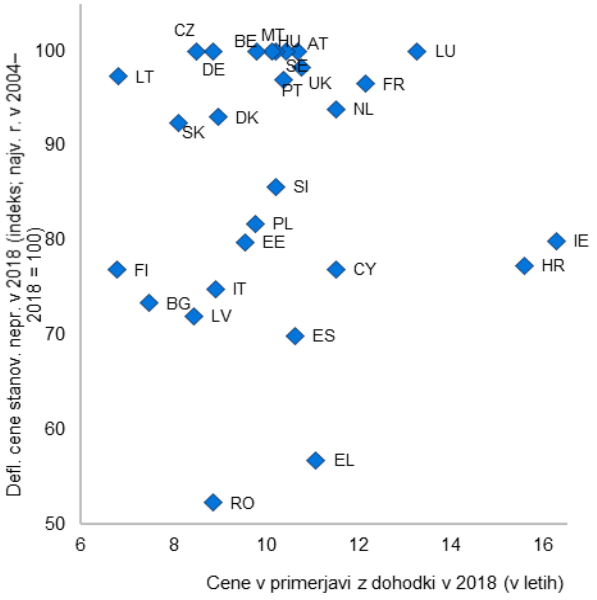
Graf 25: Vrzeli v vrednotenju, spremembe v rasti cen med letoma 2017 in 2018 ter zadolženost gospodinjstev (% dohodka gospodinjstev)



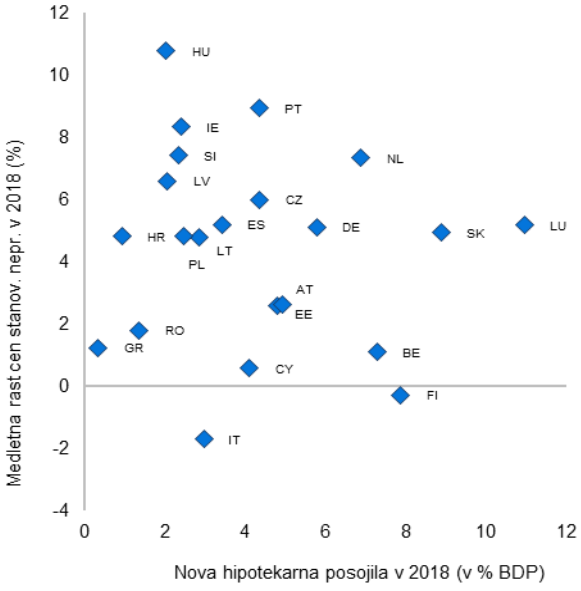
Vir: Eurostat in izračuni služb Komisije.

Opomba: Precenitvena vrzel je ocenjena kot povprečje treh kazalnikov: odklonov razmerja med cenami in dohodki ter razmerja med cenami in najemninami od njunih dolgoročnih povprečij ter rezultatov modela vrzeli v vrednotenju, povezanega s temeljnimi dejavniki; Glej opombo39. Velikost mehurčkov v grafu 25 ustreza deležu zadolženosti gospodinjstev v bruto razpoložljivem dohodku gospodinjstev (BRD). Za Hrvaško podatki za BRD gospodinjstev po letu 2012 niso na voljo in se ekstrapolirajo na podlagi rasti BRD gospodarstva; podatki o BRD gospodinjstev za Malto manjkajo in so približno ocenjeni na 56 % bruto nacionalnega dohodka.

Graf 26: Cene stanovanjskih nepremičnin v primerjavi z indeksi dohodkov in realnih cen stanovanjskih nepremičnin v primerjavi z najvišjimi vrednostmi, 2018



Graf 27: Rast cen stanovanjskih nepremičnin in nova hipotekarna posojila v letu 2018



Vir: Eurostat in izračuni služb Komisije.

Opomba: Manjkajo podatki o novih hipotekarnih posojilih za šest držav (Bolgarija, Danska, Francija, Malta, Švedska in Združeno kraljestvo). Ravni cen glede na ravni dohodkov se merijo kot razmerje med ceno 100

kvadratnih metrov stanovanjske površine in povprečnim razpoložljivim dohodkom gospodinjstva. Za Hrvaško podatki o BRD gospodinjstev na osebo po letu 2012 niso na voljo in se ekstrapolirajo na podlagi rasti BRD gospodarstva; za Malto podatki o BRD gospodinjstev manjkajo in so približno ocenjeni na 56 % bruto nacionalnega dohodka.

Deleži javnega dolga so se v večini držav članic EU še naprej zmanjševali, vendar ne v tistih državah članicah, v kateri so najvišji. Deleži dolga so v letu 2018 presegli prag iz preglednice v 14 državah članicah, kar je manj kot v letu 2017, ko je bilo takšnih držav 15. Belgija, Ciper, Grčija, Italija in Portugalska beležijo dolg v višini 100 % BDP ali več, Francija in Španija pa sta malce pod to mejo. Javni dolg sedmih držav (Belgije, Cipra, Francije, Irske, Portugalske, Španije in Združenega kraljestva) je nad 60 % BDP in v kombinaciji z zadolženostjo zasebnega sektorja presega zadevni prag iz preglednice. V letu 2018 se je delež javnega dolga dodatno zmanjšal, vendar pogosto nekoliko manj kot v prejšnjem letu, kar kaže na sprostitev proračunskih položajev in že manjše ohlajanje nominalne rasti BDP. Vendar pa se nekateri najvišji deleži javnega dolga niso zmanjšali ali pa so se v letu 2018 celo povečali: javni dolg je v Franciji ostal nespremenjen, povečal pa se je na Cipru, v Grčiji in Italiji. Čeprav je bilo to v nekaterih primerih posledica izjemno velikih prilagoditev stanj in tokov, ki povečujejo dolg, pa v drugih primerih kaže na pomanjkanje javnofinančne konsolidacije. Kljub temu so se donosi državnih obveznic v letu 2019 še naprej zmanjševali in krčili, tudi za najbolj zadolžene državne posojilojemalce, vse več držav pa je doseglo najnižje donose doslej. V prihodnosti naj bi po napovedih deleži dolga v obdobju 2019–2021 naraščali, zlasti v Romuniji, pa tudi v Italiji in v manjši meri na Finskem in v Franciji, medtem ko naj bi se v večini drugih držav EU zmanjševali, vendar nekoliko manj kot v zadnjem času.

Okvir 1: Zaposlovanje in socialne zadeve

Leta 2018 so se izboljšave na trgu dela v EU nadaljevale, kljub upočasnitvi gospodarske dejavnosti v drugi polovici leta. Zaposlenost v EU se je še dodatno povečala, število zaposlenih pa je doseglo nov rekord. Brezposelnost se v vseh državah članicah EU zmanjšuje, zlasti tam, kjer je visoka, kar zmanjšuje razlike med državami, čeprav brezposelnost v več državah ostaja visoka. V prvi polovici leta 2019 se je izboljšanje upočasnilo, kar morebiti odraža tudi manjše preostale rezerve delovne sile. Okrevanje je prispevalo k izboljšanju večine kazalnikov revščine, vendar socialne razmere v nekaterih državah članicah ostajajo zaskrbljujoče. Od leta 2008 se je tveganje revščine in socialne izključenosti v večini EU zmanjšalo (7 milijonov ljudi manj v primerjavi z letom 2008; približno 13 milijonov v primerjavi z letom 2012), zmanjšala pa se je tudi resna materialna prikrajšanost, zlasti v srednje- in vzhodnoevropskih državah, kjer je bila ta raven sprva visoka. Vendar je tveganje za relativno revščino v več državah članicah še vedno nad ravnmi pred krizo. Odpravljanje resnih makroekonomskih šibkosti je na splošno pustilo posledice na zaposlovanju in socialnih razmerah v zadevnih državah. Države članice, ki se soočajo s čezmernimi neravnotežji, imajo še naprej slabši položaj na področju zaposlovanja in počasnejši socialni razvoj; razmere v državah z neravnotežji so nekoliko bolj raznolike in odražajo tudi različno naravo neravnovesij in njihove resnosti.

Leta 2018 se je *stopnja brezposelnosti* v vseh državah članicah še zmanjšala, v nekaterih pa je še vedno visoka. Izboljšave so bile največje v državah z visoko stopnjo brezposelnosti (brezposelnost se je zmanjšala za več kot 2 odstotni točki na Hrvaškem, Cipru in v Grčiji). Vseeno je pet držav članic (Grčija, Španija, Hrvaška, Ciper, Italija) v zadnjih treh letih še vedno presegalo pragove kazalnikov iz preglednice postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za povprečno 10 %. Leta 2018 so bile stopnje brezposelnosti precej pod najvišjimi vrednostmi, doseženimi leta 2013, in sicer za približno 4 odstotne točke, vendar so bile v približno polovici držav članic še vedno višje kot leta 2008. V prvi polovici leta 2019 so se še naprej zniževale, pri čemer so se v tretjem četrtletju 2019 znižale na 6,3 % v EU in 7,5 % v euroobmočju.

***Stopnje zaposlenosti* so se v vseh državah članicah še naprej izboljševale.** Stopnja zaposlenosti v EU (v starosti 20–64 let) je leta 2018 dosegla najvišjo raven, in sicer 73,2 % (72,0 % v euroobmočju) in je v drugem četrtletju leta 2019 še naprej rasla do rekordnih 73,9 %, kar je precej nad najvišjo stopnjo iz obdobja pred krizo, ki je leta 2008 znašala 70,2 %. Največje povečanje števila zaposlenih glede na leto 2017 je bilo zabeleženo na Malti (5,4 %), sledijo Ciper (4,1 %), Luksemburg (3,7 %) in Irska (3,2 %), najnižja povečanja pa so bila opažena na Poljskem (0,3 %), v Romuniji (0,2 %) in Italiji (0,9 %).

***Stopnje delovne aktivnosti* so se še naprej povečevale skoraj povsod v EU.** Samo dve državi sta v zadnjih treh letih zabeležili upadanje stopnje delovne aktivnosti (v starosti 15–65 let): Hrvaška in Španija, v obeh primerih stopnja presega prag iz preglednice za –0,2 (–0,6 odstotne točke v obeh primerih). Stopnje delovne aktivnosti za EU in euroobmočje skupaj so v letu 2018 dosegle rekordnih 73,7 % oziroma 73,4 %, približno 3,5 in 2,5 odstotne točke nad ravnmi izpred krize, večinoma zaradi večje udeležbe na trgu dela starejših delavcev in žensk.

***Dolgotrajna brezposelnost* in *brezposelnost mladih* sta se zmanjšali bolj kot brezposelnost drugih razredov brezposelnih, vendar sta v več državah EU še vedno visoki.** *Dolgotrajna brezposelnost* se je leta 2018 zmanjšala v vseh državah članicah, vse države pa so zabeležile nižje stopnje kot tri leta prej. Najvišje stopnje dolgotrajne brezposelnosti so bile ugotovljene v Grčiji (13,6 %), Španiji (6,4 %), Italiji (6,2 %) in na Slovaškem (4 %), vendar so vse te države, razen Italije, beležile precejšen upad v

primerjavi z letom 2015 (približno 5 odstotnih točk v Španiji, 4,6 odstotne točke v Grčiji in 3,6 odstotne točke na Slovaškem). V treh letih do leta 2018 se je *stopnja brezposelnosti mladih* v vseh državah EU znižala. Upad za 10 odstotnih točk ali več v tem obdobju je bil zabeležen na Hrvaškem, Cipru, Portugalskem, Slovaškem in v Španiji. Vendar je stopnja brezposelnosti mladih še vedno nad 30 % v Grčiji, Italiji in Španiji. Hkrati 9,6 % mladih (15–24 let) v EU v letu 2018 ni bilo niti zaposlenih niti se niso izobraževali ali usposabljali. Poleg tega več držav članic (Bolgarija, Hrvaška, Ciper, Grčija, Italija, Romunija in Španija) beleži stopnje nad 12 %.

Revščina in socialna izključenost sta se v več državah članicah še zmanjšali, vendar sta še vedno visoki. Delež ljudi, ki jim grozi revščina ali socialna izključenost, se je v EU v letu 2018 nadalje zmanjšal na 21,9 %. To je približno 3 odstotne točke pod najvišjo vrednostjo iz leta 2012[43]. Čeprav je večina držav v treh letih do leta 2018 zabeležila zmanjšanja, so Estonija, Luksemburg, Združeno kraljestvo in Nizozemska zabeležile povečanja, čeprav v nekaterih primerih (Nizozemska in Luksemburg) z razmeroma nizkih ravni. Kljub znatnemu upadu stopnje tveganja revščine in socialne izključenosti s skoraj 39 % na 32,8 % Bolgarija še naprej beleži najvišjo stopnjo v EU, sledita Romunija in Grčija – v obeh je stopnja višja od 30 % –, Latvija in Litva pa sta le nekoliko pod to stopnjo. Najnižjo stopnjo tveganja revščine ali socialne izključenosti ima Češka (12,2 %), sledijo ji Slovenija (16,2 %), Slovaška (16,3 %), Finska (16,5 %) in Nizozemska (16,8 %). Kljub splošnemu pozitivnemu razvoju na področju revščine in socialne izključenosti se nekatere komponente razvijajo v drugo smer, ki je v nekaterih državah EU zaskrbljujoča, in sicer:

- Delež ljudi, ki jim grozi revščina, se je v zadnjih letih povečal v eni tretjini držav članic: največje povečanje v triletnem obdobju je bilo zabeleženo v Luksemburgu (3 odstotne točke), Združenem kraljestvu (2,3 odstotne točke), na Nizozemskem (1,7 odstotne točke) in v Belgiji (1,5 odstotne točke), medtem ko je bilo znatno zmanjšanje zabeleženo v Grčiji, na Madžarskem, Poljskem in Portugalskem vedno med 2 in 3 odstotnimi točkami.
- V nasprotju s tem pa se je resna materialna prikrajšanost v treh letih (in tudi v letu 2018) zmanjšala v večini držav članic EU; v obdobju treh let se je v Bolgariji zmanjšala za več kot 13 odstotnih točk, medtem ko so Hrvaška, Ciper, Grčija, Madžarska, Latvija, Malta in Romunija zabeležile zmanjšanje za 5 odstotnih točk ali več.
- In končno, v skoraj vseh državah EU je okrevanje vodilo k upadu deleža ljudi (mlajših od 60 let), ki živijo v gospodinjstvih z zelo nizko intenzivnostjo dela, razen v Luksemburgu in na Švedskem, kjer se je ta delež povečal, in na Finskem, kjer se v treh letih do leta 2018 ni spremenil. Hkrati se je revščina zaposlenih v EU kot celoti v letu 2018 nekoliko povečala na 9,5 % in ostaja blizu najvišje vrednosti 9,6 % iz leta 2016.

[43] Kazalnik *stopnje tveganja revščine ali socialne izključenosti* ustreza deležu oseb, ki so ranljive glede na vsaj enega od treh socialnih kazalnikov: (1) *stopnja tveganja revščine*, ki meri denarno revščino v primerjavi z nacionalno porazdelitvijo dohodka in se izračuna kot delež oseb z razpoložljivim dohodkom (prilagojenim glede na sestavo gospodinjstva), ki je nižji od 60 % nacionalne mediane; (2) *resna materialna prikrajšanost*, ki zajema kazalnike, ki se nanašajo na pomanjkanje virov, in predstavlja delež oseb, ki so prikrajšane pri najmanj štirih od devetih elementov prikrajšanosti zaradi nezmožnosti, da bi si lahko privoščile nekatere določene vrste izdatkov; (3) *osebe, ki živijo v gospodinjstvih z zelo nizko intenzivnostjo dela*, so osebe, stare 0–59 let, ki živijo v gospodinjstvih, v katerih so bili odrasli (osebe v starosti 18–59 let) v preteklem letu zaposleni za manj kot 20 % skupnega delovnega potenciala. Referenčno obdobje za dohodke pri podatkih, na katerih temeljijo ti kazalniki, je fiksno 12-mesečno obdobje, kot je prejšnje koledarsko ali davčno leto, na katerega se nanašajo podatki, za vse države, razen za Združeno kraljestvo, za katero je referenčno obdobje za dohodke tekoče leto, in Irsko, za katero je raziskava neprekinjena in se podatki o prihodkih zbirajo za zadnjih dvanajstih mesecev.

4. POVZETEK GLAVNIH IZZIVOV IN POSLEDICE NADZORA

Ponovno uravnoteženje v euroobmočju še ni dokončano, pri čemer je ponovno uravnoteženje tako primanjkljajev kot presežkov na tekočem računu v trenutnem gospodarskem okolju nujno in bi bilo koristno za vse države članice. Medtem ko je večina držav z visokimi primanjkljaji na tekočem računu te zmanjšala, pa več držav euroobmočja še naprej beleži visoke presežke. Položaj euroobmočja se je postopoma premaknil k presežku, ki se je začel nekoliko krčiti, zlasti zaradi manjšega povpraševanja po zunanjem izvozu. Neravnotežja na strani stanj so se začela prilagajati, vendar ostajajo precejšnja, pri čemer imajo nekatere države euroobmočja še vedno večinoma negativno neto stanje mednarodnih naložb, druge pa beležijo večinoma pozitivno in rastoče neto stanje mednarodnih naložb. Stroški dela na enoto so se v neto upnicah povečevali hitreje kot v neto dolžnicah, s čimer so se spremenili vzorci, opaženi pred finančno krizo. Ta trend se nadaljuje, vendar je postal šibkejši v primerjavi z zgodnejšimi leti po krizi, saj so tesnejši trgi dela v državah neto dolžnicah povzročili višjo rast plač v okolju počasne produktivnosti, medtem ko je bila rast plač v neto upnicah omejena tudi po letih nizke brezposelnosti. Simetrično uravnoteženje stanj na tekočih računih bi prispevalo k premagovanju trenutne nizke inflacije in nizkih obrestnih mer ter bi hkrati podprlo nominalno rast, kar bi pripomoglo k razdolževanju in uravnoteženju položaja neto dolžnic.

Na splošno se več držav članic iz različnih razlogov in v različnem obsegu sooča z izzivi. Stopnja resnosti izzivov za makroekonomsko stabilnost se po državah članicah zelo razlikuje, odvisno od narave in razsežnosti ranljivosti in nevzdržnih trendov ter načina njihove medsebojne interakcije. Glavni viri morebitnih neravnotežij se kombinirajo v skladu z vrsto tipologij, ki so povzete tukaj:

- Več držav članic je še naprej izpostavljenih predvsem *več in medsebojno povezanim ranljivostim v zvezi s stanji*. To običajno velja za tiste države, ki so jih prizadeli kreditni cikli razcveta in upada skupaj s preobrati na tekočih računih, ki so prav tako imeli posledice za bančni sektor in javni dolg.

  - V primeru Cipra in Grčije se visoki ravni dolga in visokemu negativnemu neto stanju mednarodnih naložb pridružujejo preostali izzivi za finančni sektor, četudi je na Cipru opaziti izboljšanje na področju nedonosnih posojil in dobičkonosnosti, v Grčiji pa se je zmanjševanje nedonosnih posojil od leta 2018 pospešilo, čeprav ravni le-teh ostajajo zelo visoke. V primeru Grčije je rast potencialnega proizvoda nizka v razmerah visoke (čeprav padajoče) brezposelnosti.

  - Na Hrvaškem, Irskem, Portugalskem in v Španiji so ranljivosti, ki izhajajo iz stanj iz preteklosti, prav tako znatne, številne in medsebojno povezane. V Bolgariji se zadolženosti podjetij pridružujejo pretekle nerešene težave v finančnem sektorju, ki jih obravnava politika. V teh državah se neravnotežja, povezana s stanjem, zmanjšujejo zaradi ponovne nominalne rasti, ki se v nekaterih državah povezuje s ponovnim pojavom močne rasti cen stanovanjskih nepremičnin (na Irskem in v zadnjem času na Portugalskem), pa tudi s ponovno rastjo stroškov dela na enoto in počasnim izboljševanjem konkurenčnosti na Portugalskem in v Španiji ter precejšnjim povečanjem stroškov dela na enoto v Bolgariji.

- V nekaj državah članicah so ranljivosti zlasti povezane z *visokim dolgom sektorja država* ter pomisleki glede *rasti potencialnega proizvoda* in *konkurenčnosti*. To zlasti velja za Italijo, kjer so ranljivosti povezane tudi z bančnim sektorjem ter precejšnjim obsegom nedonosnih posojil, ki pa se hitro zmanjšuje, in sicer v razmerah šibkih rezultatov na trgu dela. Belgija in Francija se večinoma soočata z visokim dolgom sektorja država in težavami glede potencialne rasti v okolju, ki ga med drugim zaznamuje slabšanje konkurenčnosti. V Franciji razmeroma visok delež zasebnega dolga narašča. V Belgiji razmeroma visoko in naraščajočo zadolženost gospodinjstev spremlja morebitna

precenjenost cen stanovanjskih nepremičnin; zunanji položaj ostaja trden, vendar se je v zadnjem času nekoliko poslabšal.

- Za nekatere države članice so značilni *veliki in vztrajni presežki na tekočem računu*, ki v različnem obsegu odražajo tudi skromno zasebno potrošnjo in naložbe ter presegajo raven, pričakovano v skladu z gospodarskimi temelji. To zlasti velja za Nemčijo in Nizozemsko. Na Nizozemskem velik presežek spremljata visoka stopnja zadolženosti gospodinjstev in močna rast cen stanovanjskih nepremičnin; pritiski na cene stanovanjskih nepremičnin so bili nedavno opaženi tudi v Nemčiji, vendar so tam stopnje dolga razmeroma nizke. Veliki in stalni presežki lahko odražajo neizkoriščene priložnosti za rast in domače naložbe, kar ima posledice za preostalo euroobmočje v času dolgotrajne inflacije, ki je še vedno pod ciljno, in upadanja tujega povpraševanja.

- V nekaterih državah članicah *gibanje cenovnih ali stroškovnih spremenljivk kaže morebitne znake pregrevanja, zlasti v primeru trga stanovanjskih nepremičnin ali trga dela*.

  - Na Švedskem, v manjši meri pa tudi v Avstriji, na Danskem, v Luksemburgu in v Združenem kraljestvu, je bilo v zadnjih letih mogoče opaziti stalno rast cen stanovanjskih nepremičnin v razmerah morebitnih precenitvenih vrzeli in visoke zadolženosti gospodinjstev. Nedavni dokazi kažejo na nekatere prilagoditve cen in precenitev navzdol na Švedskem ter na upočasnitev rasti cen stanovanjskih nepremičnin v drugih primerih (razen v Luksemburgu). Na Češkem, Madžarskem, v Latviji, na Slovaškem in v Sloveniji močnejšo, a bolj nedavno rast cen stanovanjskih nepremičnin spremlja manj dokazov o precenjenosti, v primerih Češke in Slovaške pa je bilo takšno stanje opaženo skupaj z nadaljevanjem najemanja hipotekarnih posojil in naraščanjem zadolženosti gospodinjstev. Za Finsko se zdi, da je ne zaznamuje močna rast cen stanovanjskih nepremičnin ali morebitna precenitev, temveč visoka in naraščajoča zadolženost gospodinjstev.

  - Na Češkem, v Estoniji, na Madžarskem, v Latviji, Litvi, na Slovaškem in v Romuniji stroški dela na enoto še naprej razmeroma hitro rastejo, medtem ko se cenovna konkurenčnost zmanjšuje. V zadnjih letih je bila močna rast stroškov dela na enoto povezana z izrazitim zmanjšanjem presežka na tekočem računu na Madžarskem ter z omejenim, a vztrajnim primanjkljajem tekočega računa na Slovaškem. Romunija beleži dolgotrajno zelo močno rast stroškov dela na enoto v času nadaljnjega slabšanja primanjkljaja na saldu tekočega računa in ekspanzivnih fiskalnih politik.

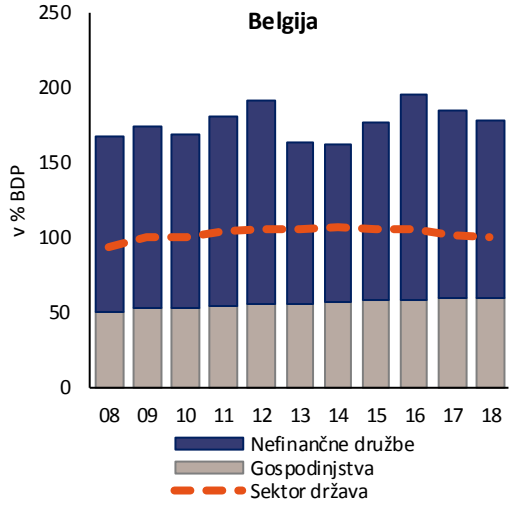
Poglobljen pregled je potreben za 13 držav članic: Bolgarijo, Ciper, Francijo, Grčijo, Hrvaško, Irsko, Italijo, Nemčijo, Nizozemsko, Portugalsko, Romunijo, Španijo in **Švedsko**. Za vse te države članice je bil v prejšnjem letnem ciklu nadzora v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji opravljen poglobljeni pregled ter je bilo zanje ugotovljeno, da se soočajo z neravnotežji ali čezmernimi neravnotežji. Novi poglobljeni pregledi bodo pripomogli k dodatni poglobitvi analize teh izzivov in ocene potrebnih politik. Zlasti bodo prihodnji poglobljeni pregledi pripravljeni za oceno, ali se ta neravnotežja slabšajo ali odpravljajo, z namenom posodobitve obstoječih ocen. To poročilo o mehanizmu opozarjanja opozarja tudi na morebitno kopičenje tveganj v več drugih državah članicah, za katere se po trenutnih informacij zdi, da na tej stopnji ne potrebujejo poglobljenega pregleda, vendar vseeno potrebujejo pozorno spremljanje, zlasti v prihodnjih poročilih za posamezne države. Ta tveganja zadevajo zlasti razvoj na področju konkurenčnosti (Češka, Estonija, Madžarska, Latvija, Litva in Slovaška) ter cene stanovanjskih nepremičnin, stanovanjske trge in razvoj zadolženosti gospodinjstev (Avstrija, Belgija, Češka, Danska, Finska, Madžarska, Luksemburg, Slovaška, Slovenija in Združeno kraljestvo).

5. NERAVNOTEŽJA, TVEGANJA IN PRILAGAJANJE: PRIPOMBE GLEDE POSAMEZNIH DRŽAV ČLANIC

Belgija: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Belgijo *niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja*. V posodobljeni preglednici več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer sprememba realnega efektivnega deviznega tečaja, dolg zasebnega sektorja in dolg sektorja država.

Tekoči račun je v letu 2018 zabeležil omejen primanjkljaj, medtem ko se je neto stanje mednarodnih naložb izboljšalo. Čeprav je rast produktivnosti nizka, je rast stroškov dela na enoto ostala omejena z zmerno rastjo plač Triletna sprememba realnega efektivnega deviznega tečaja je dodatno povečala in presegla prag, čeprav je enoletna sprememba pokazala le skromen pospešek. Deleži na izvoznih trgih so na splošno stabilni. Visok delež dolga podjetij v BDP, čeprav so številke napihnjene zaradi razširjenega posojanja znotraj skupin med subjekti v različnih državah. Zadolženost gospodinjstev, ki je večinoma povezana s hipotekami, je razmeroma visoka in še narašča, medtem ko realne cene stanovanjskih nepremičnin v zadnjih letih zmerno rastejo, poleg tega so prisotni znaki morebitne precenjenosti. Javni dolg je visok in se le počasi zmanjšuje. Ustvarjanje delovnih mest je bilo še naprej pozitivno, stopnja brezposelnosti pa je padla na rekordno nizko raven. Stopnja neaktivnosti je visoka.

Graf A1: ***Dolg po sektorjih v gospodarstvu***



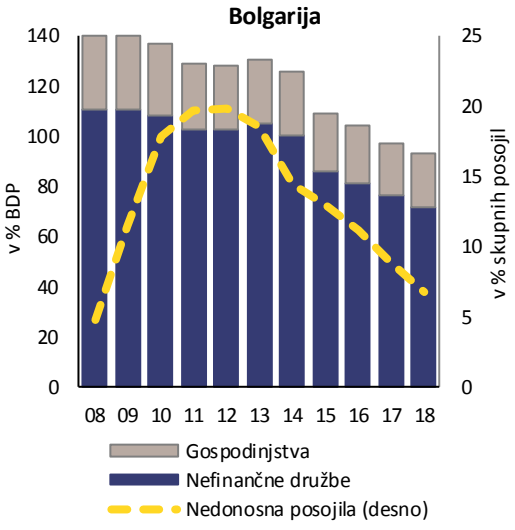
Vir: Eurostat.

Na splošno ekonomska analiza izpostavlja vprašanja, povezana tako z javnim kot zasebnim dolgom, čeprav tveganja ostajajo omejena. Zato Komisija na tej stopnji ne bo izvedla nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

Bolgarija: Komisija je februarja 2019 ugotovila, da se Bolgarija sooča z *neravnotežji*, zlasti v zvezi z ranljivostmi v finančnem sektorju, povezanimi z visoko zadolženostjo in nedonosnimi posojili v podjetniškem sektorju. V posodobljeni preglednici dva kazalnika presegata okvirni prag, in sicer neto stanje mednarodnih naložb in rast stroškov dela na enoto.

Zunanji položaj gospodarstva se je še dodatno okrepil s širitvijo presežka na tekočem računu in hitrim izboljšanjem negativnega neto stanja mednarodnih naložb, ki se približuje pragu. Medtem ko so se deleži na izvoznih trgih kumulativno povečevali, sta tesen trg dela in pomanjkanje delovne sile vodila do povečanja plač. Zato rast stroškov dela na enoto znatno presega prag, ki zahteva pozornost. V okolju ugodnih gospodarskih in finančnih pogojev je bančni

Graf A2: ***Zasebni dolg in nedonosna posojila***



Vir: Eurostat in ECB.

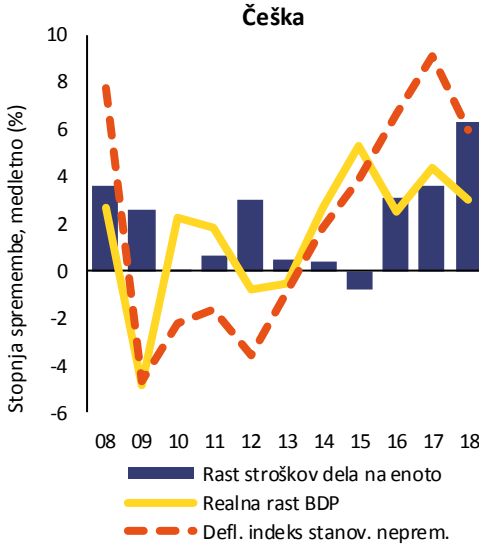
sektor na splošno okrepil kapitalske količnike in količnike likvidnosti. Rast posojil je močna in se v celoti financira z razširitvijo baze vlog. Nedonosna posojila se še naprej zmanjšujejo, vendar ostajajo sorazmerno visoka za nefinančne družbe in banke v domači lasti. Uvedenih je bilo in se še vedno uvaja več ukrepov za okrepitev nadzora v bančnem in nebančnem sektorju. Vendar nekateri izzivi in ranljivosti ostajajo povezani s pomanjkanjem kapitala v nekaterih bančnih institucijah in nerešenimi težavami v zavarovalniškem sektorju. Dolg podjetij je še vedno razmeroma visok, čeprav se je precej zmanjšal. Javni dolg je nizek in pada. Cene stanovanjskih nepremičnin se še naprej višajo, čeprav počasneje in v skladu s temelji. Število hipotekarnih posojil in gradbenih dovoljenj se je močno povečalo. Razvoj na tem področju je treba v prihodnje pozorno spremljati. Brezposelnost se je zmanjšala na zelo nizke stopnje, stopnja delovne aktivnosti je razmeroma nizka, a se še naprej povečuje.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana s preostalimi ranljivostmi v finančnem sektorju. Zato se Komisiji zdi koristno, tudi ob upoštevanju ugotovljenih neravnotežij v februarju, da nadalje prouči obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.

Češka: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Češko *niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja*. V posodobljeni preglednici več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer realni efektivni devizni tečaj, rast nominalnih stroškov dela na enoto in realna rast cen stanovanjskih nepremičnin.

Saldo tekočega računa kaže majhen presežek, ki se zmanjšuje, negativno neto stanje mednarodnih naložb pa se je še naprej krčilo. Izteku zaveze glede deviznega tečaja aprila 2017 je sledilo povečanje realnega efektivnega deviznega tečaja, zlasti v letu 2018. Nominalni stroški dela na enoto so se znatno povečali zaradi precejšnjega povišanja plač in akutnega pomanjkanja delovne sile na trgu dela, čeprav se v prihodnje pričakuje upočasnitev. Doslej so se deleži na izvoznih trgih povečevali. Hkrati je država izpostavljena tveganjem, povezanim z okoljem trgovinske politike in morebitnimi motnjami globalnih vrednostnih verig. Realna rast cen stanovanjskih nepremičnin je ostala visoka, vendar se je leta 2018 upočasnila v primerjavi z letom 2017. Poleg tega je dolg zasebnega sektorja, vključno z zadolženostjo gospodinjstev, relativno nizek. Bančni sektor je zelo trden z zelo nizko stopnjo nedonosnih posojil. Javni dolg se še naprej zmanjšuje, saj je državni proračun v presežku že od leta 2016. Stopnja brezposelnosti se je še zmanjšala, trg dela pa se sooča s precejšnjim pomanjkanjem delovne sile in visokim povpraševanjem po njej.

Graf A3: ***BDP, stroški dela na enoto in cene stanovanjskih nepremičnin***



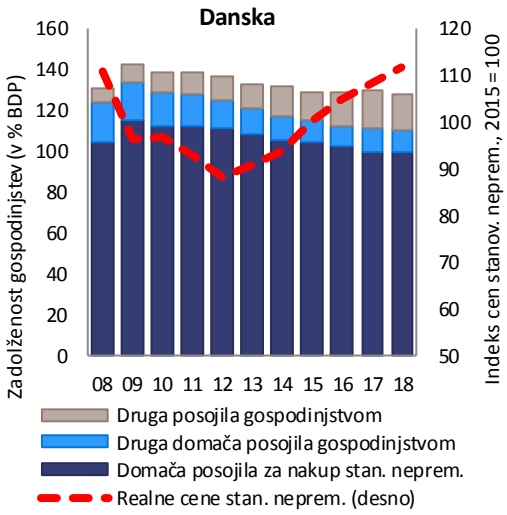
Vir: Eurostat.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana s konkurenčnostjo in pritiski na trgu stanovanjskih nepremičnin, čeprav se tveganja zdijo večinoma omejena. Zato Komisija na tej stopnji ne bo izvedla nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

Danska: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Dansko *niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja*. V posodobljeni preglednici dva kazalnika presegata okvirni prag, in sicer saldo tekočega računa in dolg zasebnega sektorja.

Saldo tekočega računa še vedno kaže velike presežke, ki pa se zmanjšujejo. Presežek na tekočem računu se je nedavno zmanjšal, saj so podjetja manj varčevala in več vlagala v domačem okolju. Zaporedni presežki so privedli do trdno pozitivnega neto stanja mednarodnih naložb, kar ustvarja pozitivne neto primarne dohodke, to pa krepi pozitivni saldo tekočega računa. Rast produktivnosti je bila omejena, kar je vplivalo na kazalnike stroškovne konkurenčnosti in prišlo je do omejenih izgub deležev na izvoznih trgih. Varčevanje v gospodinjstvih se je povečalo, kar kaže na potrebe po razdolževanju in ukrepe makrobonitetne politike za omejitev najemanja tveganih posojil. Hkrati povečevanje zadolževanja še naprej podpirajo nizki stroški financiranja in ugodna davčna obravnava. Zadolženost gospodinjstev kot odstotek BDP ostaja najvišja v EU kljub nekaterim počasnim trendom razdolževanja. Po drugi strani pa je zadolženost podjetij zmerna. Realne cene stanovanjskih nepremičnin rastejo postopno, a zmerno, pri čemer kazalniki vrednotenja kažejo na določeno precenjenost. Trg dela se še naprej izboljšuje, rast zaposlovanja pa ostaja trdna. Pomanjkanje delovne sile je precej razširjeno, vendar se je v zadnjem času zmanjšalo, kar je umirilo pritisk na poviševanje plač.

Graf A4: ***Zadolženost gospodinjstev in indeks cen stanovanjskih nepremičnin***



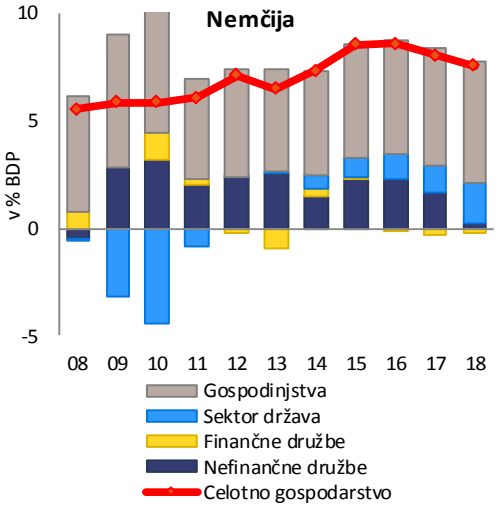
Vir: Eurostat in ECB.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z zunanjim presežkom, visoko zadolženostjo gospodinjstev, vključno s stanovanjskim sektorjem, čeprav se tveganja zdijo omejena. Zato Komisija na tej stopnji ne bo izvedla nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

Nemčija Komisija je februarja 2019 ugotovila, da v Nemčiji obstajajo *makroekonomska neravnotežja*, zlasti v zvezi z velikim presežkom na tekočem računu, ki odraža šibke naložbe glede na prihranke tako v zasebnem kot v javnem sektorju. V posodobljeni preglednici dva kazalnika presegata okvirni prag, in sicer saldo tekočega računa, realni efektivni devizni tečaj in javni dolg.

Tekoči račun še vedno beleži precejšen presežek, čeprav se je v letu 2018 nekoliko zmanjšal. Z oslabitvijo zunanje trgovine je prišlo do premika na rast, ki bolj temelji na domačem povpraševanju. V skladu s tem naj bi se presežek na tekočem računu še naprej zmanjševal, vendar naj bi ostal na visoki ravni in povzročil dodatno povečanje že sedaj visokega neto stanja mednarodnih

Graf A5: ***Neto posojanje/izposojanje po sektorjih***



Vir: Eurostat.

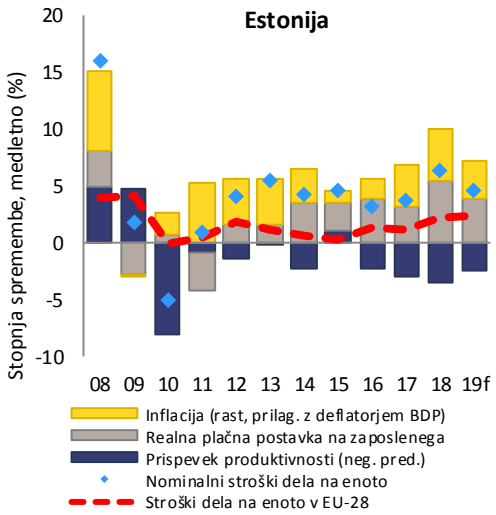
naložb. Šibka rast produktivnosti je prispevala k povečanju stroškov dela na enoto, realni efektivni devizni tečaj pa se je še naprej višal. Nominalna rast plačnih postavk se je v razmerah tesnega trga dela povečala, tudi zaradi enkratnih učinkov politike; pričakuje se, da se bo kratkoročno umirila. Rast izvoza se je v letu 2018 izrazito upočasnila, skupaj z omejenimi izgubami deležev na izvoznih trgih na letni ravni. Realne cene stanovanjskih nepremičnin in stroški gradnje se povečujejo in jim je treba nameniti pozornost, tudi v zvezi z regionalnimi razlikami v cenah in razpoložljivostjo stanovanjskih nepremičnin. Naložbe v stanovanjske nepremičnine se še naprej povečujejo, vendar še vedno zaostajajo za potrebami po stanovanjskih objektih na metropolitanskih območjih. Rast posojil se postopno krepi. Javni dolg se je še naprej zmanjševal in bo do leta 2019 predvidoma padel pod prag 60 % BDP. Hkrati zaostanek pri javnih naložbah ostaja precejšen, čeprav se naložbe že nekaj let povečujejo. Splošna brezposelnost ter brezposelnost mladih in dolgotrajna brezposelnost so na zgodovinsko nizki ravno, čeprav se je nadaljnje izboljševanje razmer na trgu dela ustavilo.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z vztrajnim presežkom prihrankov nad naložbami, kar se odraža v visokem, vendar postopoma padajočem presežku na tekočem računu, kar poudarja potrebo po nadaljnjem ponovnem uravnoteženju. Zato se Komisiji zdi koristno, tudi ob upoštevanju ugotovljenih neravnotežij v februarju, da nadalje prouči obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.

Estonija: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Estonijo *niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja*. V posodobljeni preglednici dva kazalnika presegata okvirni prag, in sicer realni efektivni devizni tečaj in rast stroškov dela na enoto.

Saldo tekočega računa kaže stabilen presežek, negativno neto stanje mednarodnih naložb pa se je izboljšalo. Rast realnega efektivnega deviznega tečaja se je v letu 2018 pospešila, tako da je kazalnik presegel prag. Rast stroškov dela na enoto se je dodatno pospešila tudi zaradi pritiskov domačih cen in plač, zlasti v javnem sektorju, kar kaže na tesen trg dela. Deleži na izvoznih trgih so se skupno malce povečali. Obseg posojil in zadolženosti javnega in zasebnega sektorja sta razmeroma nizka. Poleg tega se je zadolženost zasebnega sektorja še naprej zmanjševala, kar kaže na dinamiko preostalega razdolževanja. Rast realnih cen stanovanjskih nepremičnin se je upočasnila na zmerno raven. Tesen trg dela se odraža v razmeroma nizki stopnji brezposelnosti in zelo visoki stopnji delovne aktivnosti v primerjavi s povprečjem EU.

Graf A6: ***Razčlenitev stroškov dela na enoto***



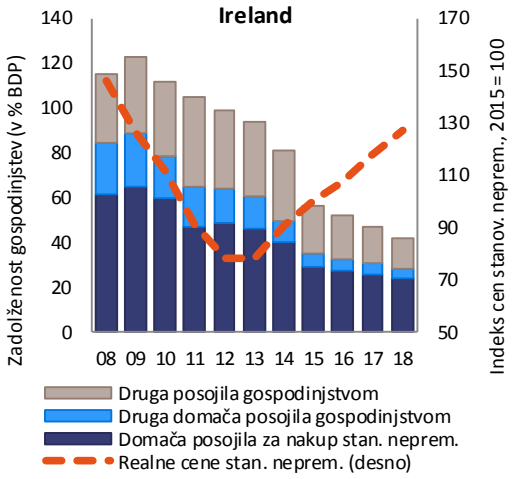
Vir: službe Komisije.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z nominalnimi stroški dela na enoto in realnim efektivnim deviznim tečajem, vendar se zdijo tveganja omejena. Zato Komisija na tej stopnji ne bo izvedla nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

Irska: Komisija je februarja 2019 ugotovila, da na Irskem obstajajo *makroekonomska neravnotežja*, zlasti v zvezi z ranljivostmi zaradi velikega javnega in zasebnega dolga ter neto zunanjimi obveznostmi. V posodobljeni preglednici več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer neto stanje mednarodnih naložb, zasebni dolg, javni dolg in realna rast cen stanovanjskih nepremičnin.

Tekoči račun je s splošno uravnoteženega stanja leta 2017 prešel na znaten presežek v letu 2018. To precejšnje nihanje je večinoma odraz dejavnosti multinacionalnih družb. Spremenjeno merilo za saldo tekočega računa, ki bolje odraža domačo gospodarsko dejavnost, kaže manjši presežek v letu 2018. Neto stanje mednarodnih naložb ostaja močno negativno, tudi zaradi dejavnosti multinacionalnih podjetij in velikega finančnega off-shore centra z omejenimi povezavami z domačim gospodarstvom. Zaradi močne gospodarske rasti se delež javnega dolga v BDP sicer znižuje, vendar ostaja raven dolga visoka. Zasebni dolg je še vedno zelo visok, čeprav se je še naprej zmanjševal. Gospodinjstva so še naprej zmanjševala svoj dolg, irske banke pa so zmanjšale svoje izpostavljenosti do domačih podjetij, kar kaže na nadaljnje razdolževanje podjetij. Medtem ko se je realna rast cen stanovanj nadaljevala tudi v letu 2018, se je med letom znatno zmanjšala. Vendar je cenovna dostopnost stanovanjskih nepremičnin še vedno zaskrbljujoča. Delež nedonosnih posojil se v zadnjih letih postopno zmanjšuje, banke pa so dobro kapitalizirane, vendar so stopnje rezervacij razmeroma nizke. Dobičkonosnost bank se postopno izboljšuje, čeprav je še vedno omejena. Brezposelnost se še naprej zmanjšuje in se približuje ravnem pred krizo.

Graf A7: ***Zadolženost gospodinjstev in indeks cen stanovanjskih nepremičnin***



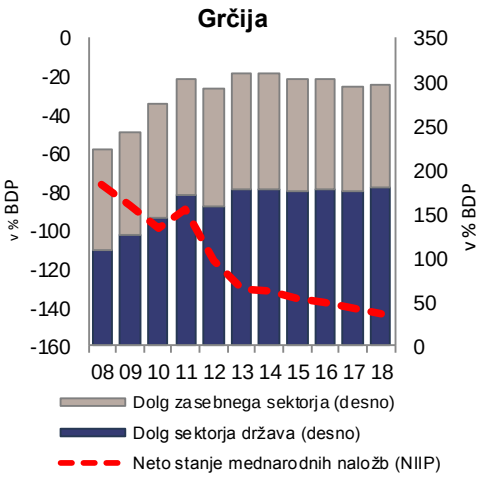
Vir: Eurostat in ECB.

Na splošno ekonomska razlaga preglednice izpostavlja vprašanja, povezana z nestanovitnostjo zunanjega položaja ter zasebnega in javnega dolga kot tudi trga stanovanjskih nepremičnin. Zato se Komisiji zdi koristno, tudi ob upoštevanju ugotovljenih neravnotežij v februarju, da nadalje prouči obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.

Grčija: Komisija je februarja 2019 ugotovila, da se Grčija sooča s *čezmernimi makroekonomskimi neravnotežji*, ki zlasti zajemajo visoko zadolženost sektorja država, negativen zunanji položaj in velik delež nedonosnih posojil, v razmerah visoke brezposelnosti, ki sicer upada, in nizke potencialne rasti. V posodobljeni preglednici več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer neto stanje mednarodnih naložb, bruto dolg sektorja država in stopnja brezposelnosti.

Zelo negativno zunanjo pozicijo Grčije večinoma sestavljajo neto dolžniške obveznosti, zlasti zunanji javni dolg, ki ga imajo pretežno javni upniki pod zelo ugodnimi pogoji. Zmerna nominalna rast BDP in negativni saldo tekočega računa, ki se je povečal leta 2018, preprečujeta,

Graf A8: ***NIIP, zasebni dolg in javni dolg***



Vir: Eurostat.

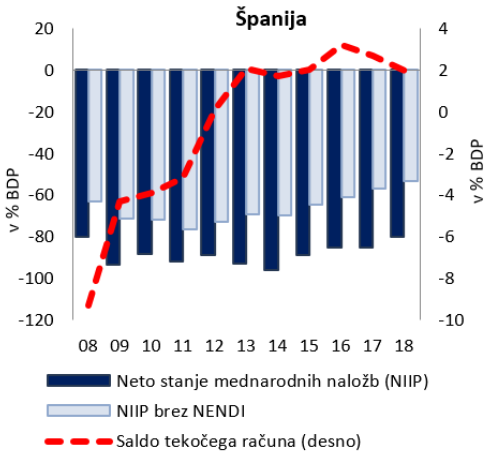
da bi se visoka stopnja neto zunanjih obveznosti prilagodila hitreje. Nominalni stroški dela na enoto so v letu 2018 beležili pozitivno rast v razmerah nične rasti produktivnosti dela. Zaradi povišanja plač je prišlo do dodatnega povečanja realnega efektivnega deviznega tečaja, medtem ko so se deleži na izvoznih trgih v letu 2018 povečali že drugo leto zapored. Javni dolg je zelo visok, čeprav naj bi se v naslednjih letih postopno zmanjševal, njegova vzdržnost pa temelji na ukrepih za odpis dolga, o katerih so se evropski partnerji dogovorili leta 2018. Realne cene stanovanj so v letu 2018 začele rasti po desetletju padanja cen. Rast posojil v zasebnem sektorju je negativna, saj se razdolževanje nadaljuje, medtem ko se velik obseg nedonosnih posojil počasi zmanjšuje. Brezposelnost se znižuje, vendar ostaja zelo visoka, zlasti dolgotrajna brezposelnost in brezposelnost mladih.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z visokim javnim dolgom, negativnim stanjem mednarodnih naložb in velikim obsegom nedonosnih posojil, vse to v razmerah visoke brezposelnosti, nizke rasti produktivnosti in šibke naložbene dejavnosti. Zato se Komisiji zdi koristno, tudi ob upoštevanju ugotovljenih čezmernih neravnotežij v februarju, da nadalje prouči obstoj makroekonomskih tveganj in spremlja napredek pri odpravljanju čezmernih neravnotežij.

Španija: Komisija je februarja 2019 ugotovila, da v Španiji obstajajo *makroekonomska neravnotežja* v zvezi z visokimi ravnmi zunanjega in notranjega dolga zasebnega in javnega sektorja v razmerah visoke brezposelnosti. V posodobljeni preglednici več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer neto stanje mednarodnih naložb, delež javnega dolga, zasebni dolg, stopnja brezposelnosti ter upad stopnje delovne aktivnosti.

Stanje na tekočem računu je bilo ves čas v presežku, čeprav se je leta 2018 zmanjšalo. Negativno neto stanje mednarodnih naložb se izboljšuje, vendar ostaja zelo visoko. Nominalni stroški dela na enoto so se nekoliko povečali v razmerah skoraj nične rasti produktivnosti. Relativno izboljšanje stroškovne konkurenčnosti je bilo glavni vir izboljšanja konkurenčnosti od začetka krize. Kljub manjši oslabitvi leta 2018, deloma zaradi prehodnih dejavnikov, se je izvoz zmerno povečal, deleži na izvoznih trgih pa so ostali na splošno stabilni. Zasebni dolg se je v letu 2018 še naprej zmanjševal, vendar potrebe po razdolževanju ostajajo. Upadanje deleža dolga podjetij v BDP se je nadaljevalo, vendar se je upočasnilo zaradi nekoliko pozitivne rasti novih posojil za gospodinjstva, dolg v BDP pa se je še naprej zmanjševal, čeprav je bila rast posojil v letu 2018 pozitivna. Realne cene stanovanjskih nepremičnin še naprej rastejo, podcenitev pa se, kot kaže, približuje koncu. V zadnjih nekaj letih je močna gospodarska rast največ prispevala k zmanjšanju javnofinančnega primanjkljaja, vendar vztrajni primanjkljaji pomenijo, da se še vedno visok delež javnega dolga zmanjšuje le počasi. Brezposelnost se hitro zmanjšuje, vendar je zelo visoka in nad ravnmi pred krizo, zlasti med mladimi in nekvalificiranimi delavci.

Graf A9: ***NIIP in saldo tekočega računa***



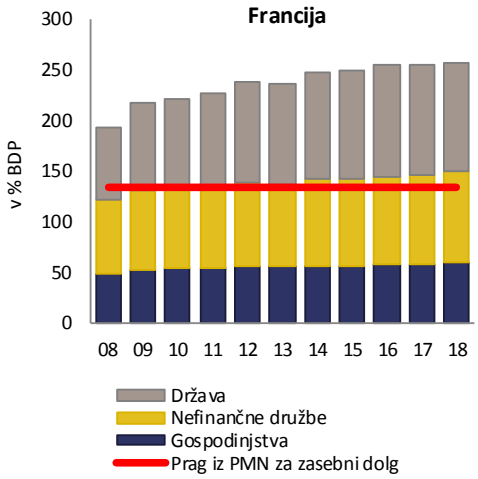
Vir: službe Komisije.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z zunanjo vzdržnostjo ter zasebnim in javnim dolgom, v razmerah visoke brezposelnosti in šibke rasti produktivnosti. Zato se Komisiji zdi koristno, tudi ob upoštevanju ugotovljenega neravnotežja v februarju, da nadalje prouči obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.

Francija: Komisija je februarja 2019 ugotovila, da v Franciji obstajajo *makroekonomska neravnotežja*, zlasti v zvezi z zelo visokim javnim dolgom in šibko dinamiko na področju konkurenčnosti v razmerah nizke rasti produktivnosti. V posodobljeni preglednici dva kazalnika presegata okvirni prag, in sicer dolg sektorja država in dolg zasebnega sektorja.

Tekoči račun beleži omejen in stabilen primanjkljaj, medtem ko je neto stanje mednarodnih naložb rahlo negativno. Deleži na izvoznih trgih so leta 2018 ostali stabilni, in sicer na letni osnovi in na podlagi petletnega kazalnika. Rast stroškov dela na enoto je bila omejena in pod povprečjem euroobmočja, čeprav je rast produktivnosti dela nizka. Javni dolg se je leta 2018 stabiliziral na rekordno visoki ravni, kar je potrdilo, da je fiskalni manevrski prostor za odzivanje na prihodnje pretrese omejen. Zasebni kreditni tokovi so ostali razmeroma dinamični, tako da se je nekoliko povečal delež dolga zasebnega sektorja v BDP. Dolg nefinančnih podjetij je bil nad ravnjo, na katero kažejo temelji, medtem ko je bila zadolženost gospodinjstev bolj omejena. Realne cene stanovanjskih nepremičnin so v zadnjih letih zmerno, a vztrajno rasle, prav tako ostajajo prisotni znaki morebitne precenjenosti. Bančni sektor se zdi odporen, vendar lahko kombinacija visokih deležev javnega in zasebnega dolga povzroči tveganja. Poleg tega lahko prevladujoče nizke obrestne mere negativno vplivajo na dobičkonosnost bank. Stopnja brezposelnosti se je dodatno zmanjšala in je zdaj pod pragom. Stopnji dolgotrajne brezposelnosti in brezposelnosti mladih sta se še naprej zmanjševali.

Graf A10: ***Dolg po sektorjih v gospodarstvu***



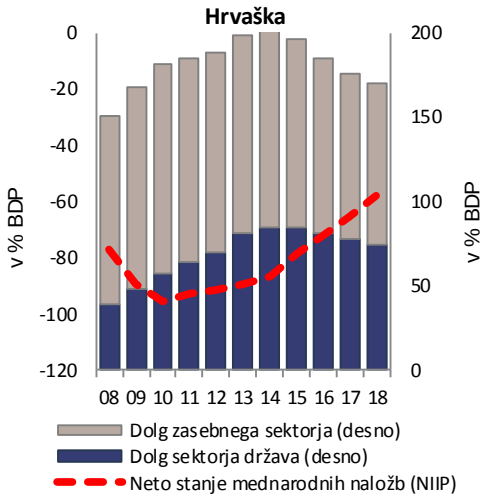
Vir: Eurostat.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z visoko zadolženostjo in šibko, četudi stabilno, konkurenčnostjo v razmerah nizke rasti produktivnosti. Zato se Komisiji zdi koristno, tudi ob upoštevanju ugotovljenih neravnotežij v februarju, da nadalje prouči obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.

Hrvaška: Komisija je februarja 2019 ugotovila, da na Hrvaškem obstajajo *makroekonomska neravnotežja*, povezana z visokimi ravnmi javnega, zasebnega in zunanjega dolga v razmerah nizke potencialne rasti. V posodobljeni preglednici več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer neto stanje mednarodnih naložb, javni dolg, stopnja brezposelnosti in upad stopnje delovne aktivnosti.

Negativno neto stanje mednarodnih naložb se je znatno zmanjšalo v skladu s stalnimi presežki na tekočem računu, vendar je še vedno precejšnje. Rast stroškov dela na enoto je v letu 2018 postala pozitivna, saj je bila rast produktivnosti dela zelo nizka. Deleži na izvoznih trgih so se od leta 2013 stalno povečevali, vendar se zdaj zmanjšujejo. Javni dolg je visok, vendar se zaradi majhnih fiskalnih presežkov znižuje. Zadolženost gospodinjstev in podjetij se še naprej znižuje, vendar ostaja razmeroma visoka. Na splošno je velik delež dolga denominiran v tuji valuti, kar ustvarja tečajna tveganja. Medtem ko šibka rast posojil prispeva k znižanju ravni zasebnega dolga, večja uporaba splošnih gotovinskih posojil med gospodinjstvi zbuja pomisleke. Hkrati je finančni sektor obremenjen zaradi visokih ravni nedonosnih posojil, ki pa upadajo, in določene valutne izpostavljenosti. Stopnja brezposelnosti se hitro znižuje, vendar ostaja razmeroma visoka. Stopnja delovne aktivnosti je še vedno nizka, delovno sposobno prebivalstvo pa se krči. To skupaj z nizko rastjo produktivnosti, zlasti za gospodarstvo, ki poskuša zmanjšati zaostanek, ovira potencialno rast.

Graf A11: ***NIIP, zasebni dolg in javni dolg***



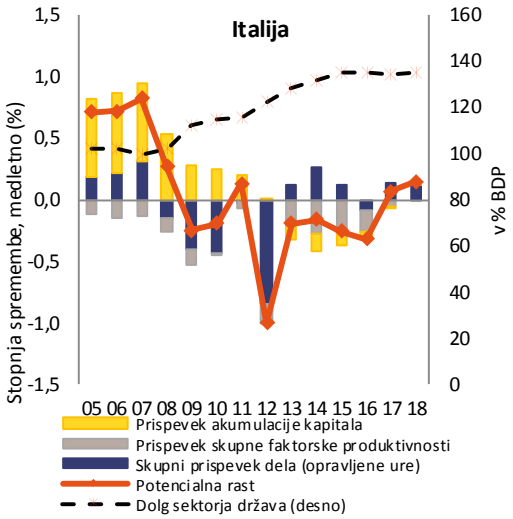
Vir: Eurostat.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z obsegom zunanjih obveznosti, javnim in zasebnim dolgom ter visokim deležem nedonosnih posojil v razmerah še vedno visoke brezposelnosti in nizke rasti produktivnosti. Zato se Komisiji zdi koristno, tudi ob upoštevanju ugotovljenih neravnotežij v februarju, da nadalje prouči obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.

Italija: Komisija je februarja 2019 ugotovila, da v Italiji obstajajo *čezmerna makroekonomska neravnotežja*, zlasti v zvezi s tveganji, ki izhajajo iz zelo visokega javnega dolga in dolgotrajno šibke rasti produktivnosti v razmerah še vedno visokega deleža nedonosnih posojil in visoke brezposelnosti. V posodobljeni preglednici javni dolg in stopnja brezposelnosti še vedno presegata okvirni prag.

Zunanji položaj je stabilen, saj je neto stanje mednarodnih naložb blizu ravnotežja, tekoči račun pa je v presežku. Presežek na tekočem računu je delno povezan s šibkim domačim povpraševanjem in nizko rastjo plač. Stagnacija rasti produktivnosti negativno vpliva na nestroškovno konkurenčnost in potencialno rast BDP, kar posledično ovira razdolževanje javnega sektorja. Nizka rast produktivnosti je posledica nizkih ravni naložb in inovacij, poslovnega okolja, ki ne podpira podjetij, finančnih omejitev, pomanjkanja visoko usposobljenih ljudi in sektorskih premikov.

Graf A.12: ***Potencialna rast in javni dolg***



Vir: službe Komisije.

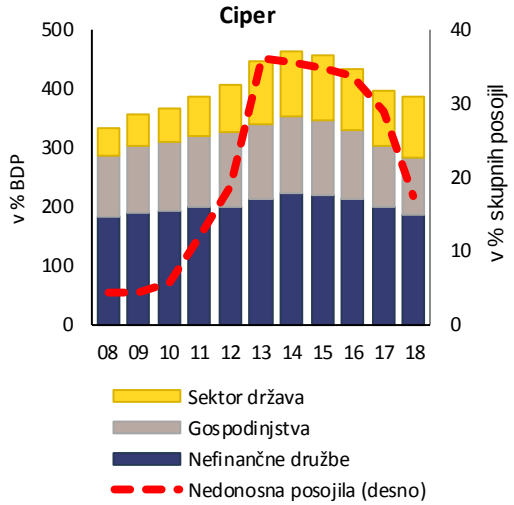
Rast stroškov dela na enoto je omejena, deleži na izvoznih trgih pa so na splošno stabilni. Delež javnega dolga v BDP se je v letu 2018 povečal, za leto 2019 pa obstaja tveganje nadaljnjega povečanja zaradi šibkih gospodarskih obetov in vse slabšega primarnega salda. Pozitivno pa je to, da se je donos državnih vrednostnih papirjev znatno zmanjšal. Sanacija bilanc stanja bank je precej napredovala, saj se je zmanjšal obseg nedonosnih posojil, vendar posojila nefinančnim podjetjem ostajajo omejena. Še vedno so prisotne ranljivosti v finančnem sektorju, zlasti za male in srednje velike banke, ki imajo v bilancah še vedno velike količine nedonosnih posojil iz preteklosti in so bolj izpostavljene tveganju državnih posojilojemalcev kot večje banke. Stopnji brezposelnosti in zaposlenosti sta se razvijali pozitivno. Vendar je stopnja brezposelnosti, zlasti za mlade in dolgotrajno brezposelne, še vedno visoka, medtem ko udeležba na trgu dela, zlasti žensk, ostaja nizka, kar pomeni tveganja za prihodnjo zaposljivost in rast.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z visoko stopnjo javnega dolga, šibko rastjo produktivnosti in učinkovitostjo trga dela ter ranljivostmi v bančnem sektorju, kar prispeva k nizki potencialni rasti, ki posledično ovira razdolževanje javnega sektorja. Zato se Komisiji zdi koristno, tudi ob upoštevanju ugotovljenih čezmernih neravnotežij v februarju, da nadalje prouči obstoj makroekonomskih tveganj in spremlja napredek pri odpravljanju čezmernih neravnotežij.

Ciper: Komisija je februarja 2019 ugotovila, da na Cipru obstajajo *čezmerna makroekonomska neravnotežja*, zlasti v zvezi z zelo visokim deležem nedonosnih posojil ter visokim zasebnim, javnim in zunanjim dolgom v razmerah še vedno razmeroma visoke brezposelnosti in šibke potencialne rasti. V posodobljeni preglednici več kazalnikov še vedno presega okvirne pragove, in sicer saldo tekočega računa, neto stanje mednarodnih naložb, dolg zasebnega sektorja, javni dolg in stopnja brezposelnosti.

Primanjkljaj na tekočem računu je v letu 2018 ostal precej negativen, kar kaže na močno domače povpraševanje in negativne prihranke gospodinjstev. Dinamika tekočega računa ne prispeva k zagotavljanju preudarnega neto stanja mednarodnih naložb, tudi če se upošteva prisotnost subjektov s posebnim namenom. Rast stroškov dela na enoto je omejena, deleži na izvoznih trgih pa so bili v letu 2018 stabilni. Zasebni dolg je tako za gospodinjstva kot tudi za podjetja med najvišjimi v EU, kreditni tokovi pa ostajajo pozitivni. Delež nedonosnih posojil v bančnem sektorju se je v letu 2018 znatno znižal, vendar je še vedno zelo visok. Pomoč vlade pri prodaji banke Cyprus Cooperative Bank je imela v letu 2018 enkraten učinek na povečanje javnega dolga. Javni dolg naj bi v prihodnosti ponovno začel upadati, in sicer zaradi nadaljnjih dobrih fiskalnih rezultatov. Brezposelnost se znižuje in naj bi se v razmerah močne gospodarske rasti zniževala še naprej.

Graf A13: ***Dolg in nedonosna posojila***



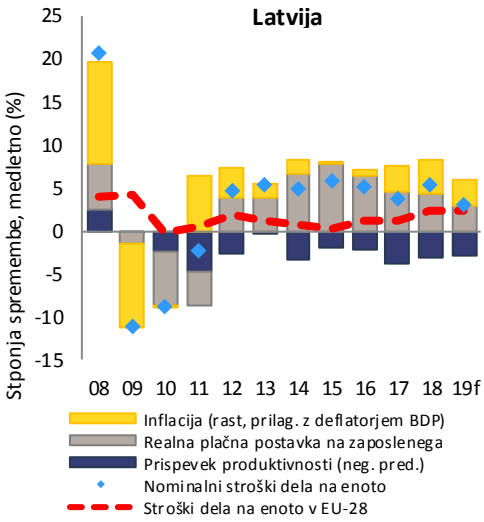
Vir: Eurostat in ECB.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z vzdržnostjo zunanjega dolga, zasebnim in javnim dolgom ter ranljivostmi v finančnem sektorju. Zato se Komisiji zdi koristno, tudi ob upoštevanju ugotovljenih čezmernih neravnotežij v februarju, da nadalje prouči obstoj makroekonomskih tveganj in spremlja napredek pri odpravljanju čezmernih neravnotežij.

Latvija: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Latvijo *niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja*. V posodobljeni preglednici več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer neto stanje mednarodnih naložb, rast stroškov dela na enoto in realna rast cen stanovanjskih nepremičnin.

Tekoči račun je v letu 2018 ponovno beležil majhen primanjkljaj, vendar se je negativno neto stanje mednarodnih naložb, ki odraža predvsem javni dolg in neposredne tuje naložbe, še naprej razmeroma hitro izboljševalo. Zdi se, da kazalniki stroškovne konkurenčnosti slabijo, saj so realni efektivni devizni tečaj in stroški dela na enoto še naprej razmeroma močno rasli, in sicer zaradi stalne rasti plač. Pritisk na plače naj bi ostal nespremenjen zaradi krčenja delovne sile. Rast deležev na izvoznih trgih se je upočasnila, vendar je kumulativno povečanje ostalo pozitivno. Realna rast cen stanovanjskih nepremičnin je bila v letu 2018 dinamična in nekoliko pospešena, zaradi česar je treba nameniti pozornost pritiskom na trgu stanovanjskih nepremičnin, čeprav še ni očitnih znakov precenjenosti cen stanovanjskih nepremičnin. Razdolževanje zasebnega sektorja se nadaljuje, pri čemer je rast posojil še vedno omejena, javni dolg pa je nizek in se zmerno znižuje. Na trgu dela se brezposelnost še naprej znižuje, stopnja delovne aktivnosti pa se še naprej povišuje.

Graf A14: ***Razčlenitev stroškov dela na enoto***



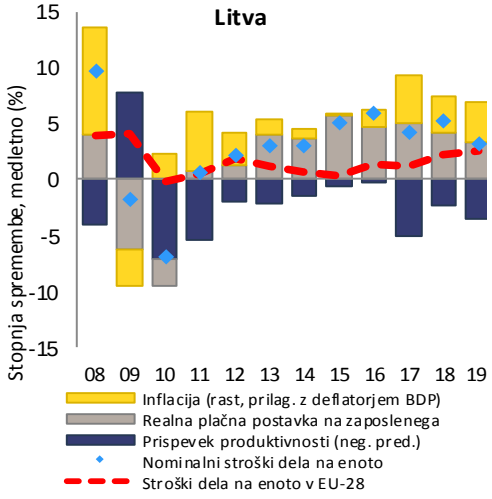
Vir: službe Komisije.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana s pritiski zaradi ponudbe delovne sile in stroškovno konkurenčnostjo, vendar se tveganja zdijo omejena. Komisija na tej stopnji ne bo izvedla nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

Litva: v prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežji za Litvo *niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja*. V posodobljeni preglednici dva kazalnika presegata okvirni prag, in sicer realni devizni tečaj in rast nominalnih stroškov dela na enoto.

Tekoči račun je na splošno uravnotežen, medtem ko se neto stanje mednarodnih naložb, ki odraža predvsem javni dolg in neposredne tuje naložbe, še naprej izboljšuje in je zdaj pod pragom. Stroški dela na enoto so še naprej precej naraščali zaradi visoke rasti plač, kar odraža tesen trg dela in nekatere regulativne spremembe, vključno z razmeroma hitrim povišanjem minimalnih plač od leta 2016. Poleg tega se je realni efektivni devizni tečaj v letu 2018 razmeroma močno povečal in presegel prag. Vendar se zdi, da so tveganja za prihodnost ublažena, saj se nominalna rast plač umirja, rast produktivnosti pa ostaja zdrava. Deleži na izvoznih trgih so se še naprej stalno povečevali. Ravni javnega in zasebnega dolga sta še

Graf A15: ***Razčlenitev stroškov dela na enoto***



Vir: službe Komisije.

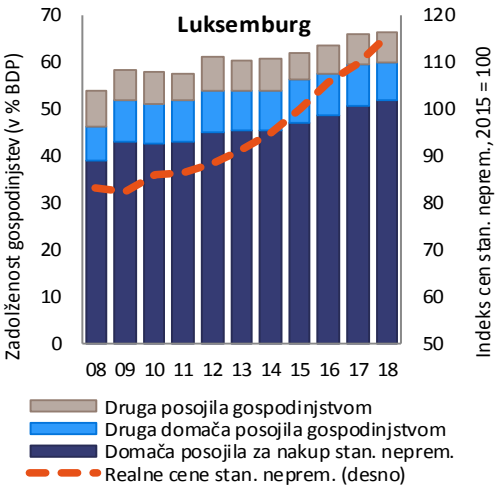
vedno razmeroma nizki in stabilni, rast posojil pa je pozitivna. Povišanja realnih cen stanovanjskih nepremičnin so bila izrazita, vendar ostajajo znotraj praga iz preglednice. Brezposelnost ostaja nizka.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana s stroškovno konkurenčnostjo, vendar se tveganja na tej stopnji zdijo omejena. Komisija na tej stopnji ne bo izvedla nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

Luksemburg: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Luksemburg *niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja*. V posodobljeni preglednici dolg zasebnega sektorja presega okvirni prag.

Za zunanji položaj so značilni razmeroma stabilni presežki na tekočem računu in pozitivno neto stanje mednarodnih naložb. Kumulativna rast deležev na izvoznih trgih se je zmanjšala, medtem ko je bila rast stroškov dela na enoto razmeroma močna. Realne cene stanovanjskih nepremičnin že več let zaporedoma stalno in razmeroma močno rastejo, zaradi česar jim je treba nameniti pozornost. Rast cen stanovanjskih nepremičnin temelji na dinamičnem trgu dela, obsežnih neto migracijskih tokovih in ugodnih pogojih financiranja, medtem ko ponudba ostaja razmeroma omejena. Visoka zadolženost podjetij je večinoma povezana s čezmejnimi posojili znotraj podjetij. Zadolženost gospodinjstev, ki jo predstavlja večinoma hipotekarni dolg, je dosegla razmeroma visoke ravni in odraža povišanje cen stanovanjskih nepremičnin. Vendar so tveganja za finančno stabilnost ublažena zaradi trdnosti bančnega sektorja. Trden je tudi trg dela, saj je ustvarjanje delovnih mest močno, brezposelnost pa se je ustalila na razmeroma nizkih ravneh. Javni dolg je še vedno zelo nizek.

Graf A16: ***Zadolženost gospodinjstev in indeks cen stanovanjskih nepremičnin***



Vir: Eurostat in ECB.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja predvsem vprašanja, povezana z rastočimi cenami stanovanjskih nepremičnin in zadolženostjo gospodinjstev, vendar se tveganja na tej stopnji zdijo omejena. Zato Komisija na tej stopnji ne bo izvedla nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

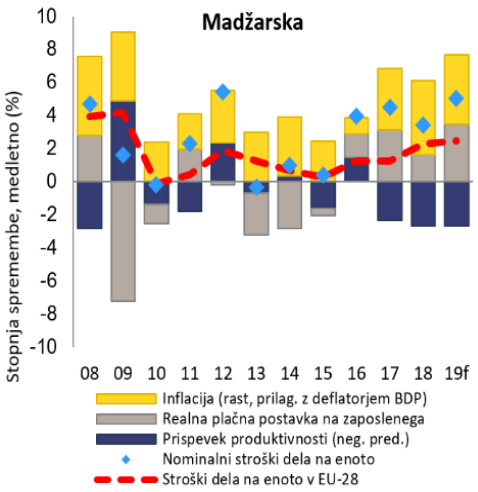
Madžarska: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Madžarsko *niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja*. V posodobljeni preglednici več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer neto stanje mednarodnih naložb, rast stroškov dela na enoto, realna rast cen stanovanjskih nepremičnin in javni dolg.

Negativno neto stanje mednarodnih naložb kaže na trajno izboljšanje, vendar se presežek na tekočem računu zmanjšuje zaradi močne rasti uvoza. Tveganjem zaradi pritiskov iz domačega povpraševanja je treba nameniti pozornost. Rast stroškov dela na enoto je bila zelo dinamična, saj rast produktivnosti zaostaja za znatnim povišanjem plač, in sicer zaradi tesnega trga dela in upravnih ukrepov. Povečanje realnega efektivnega deviznega tečaja je bilo doslej ublaženo s postopnim nominalnim znižanjem vrednosti valute. Kljub temu so občasne motnje v avtomobilski industriji in njeni vrednostni verigi v

zadnjih letih upočasnile rast deleža na izvoznih trgih, velika vloga tega sektorja pa bi lahko dolgoročno predstavljala tveganje. Realne cene stanovanjskih nepremičnin so še naprej hitro rasle. Obseg novih posojil se povečuje, vendar se zasebni dolg kot odstotek BDP še naprej zmanjšuje zaradi postopne amortizacije predhodno nakopičenih deležev. Javni dolg se zmanjšuje le počasi zaradi prociklične fiskalne naravnanosti v zadnjih letih. Brezposelnost se je v letu 2018 dodatno znižala, trg dela pa je še naprej tesen.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana s stroški dela na enoto, trgom stanovanjskih nepremičnin in morebitnimi tveganji zaradi izpostavljenosti avtomobilski industriji. Vendar se kratkoročna tveganja zdijo omejena. Zato se Komisiji na tej stopnji ne zdi potrebno izvajati nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

Graf A17: ***Razčlenitev stroškov dela na enoto***

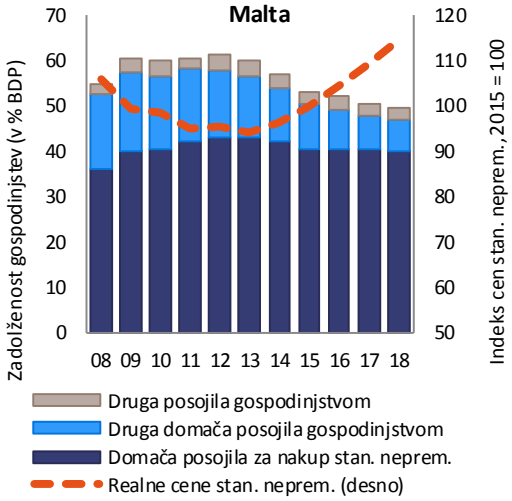


Vir: službe Komisije.

Malta: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Malto *niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja*. V posodobljeni preglednici presežek na tekočem računu presega okvirni prag.

Presežek na tekočem računu je v letu 2018 podobno kot leta 2017 ostal zelo visok. Neto stanje mednarodnih naložb se je rahlo zmanjšalo, vendar je še naprej zelo pozitivno, kar odraža prisotnost mednarodno usmerjenega finančnega poslovanja in spletnih iger na srečo. Zmerni razvoj plač je glavni vzrok za nadaljnjo umirjeno rast nominalnih stroškov dela na enoto. Realni efektivni devizni tečaj se je nekoliko povečal. Dolg zasebnega sektorja se je v letu 2018 še naprej zmanjševal, k čemur je prispevala predvsem močna nominalna rast BDP. Medtem ko se tokovi posojil nefinančnemu sektorju povečujejo, so bila posojila gospodinjstvom do leta 2018 na splošno stabilna. Delež javnega dolga v BDP se je še naprej zmanjševal. Stalno naraščanje cen stanovanjskih nepremičnin se je v letu 2018 nekoliko pospešilo, vendar še vedno ni trajnih znakov precenjenosti. Obveznosti finančnega sektorja so se v letu 2018 zmanjšale in glede na obstoječe kapitalske rezerve ni opaznih znakov ranljivosti bančnega sektorja. Trg dela je še naprej uspešen, pri čemer se je brezposelnost, vključno z dolgotrajno brezposelnostjo, znižala, stopnje delovne aktivnosti pa so se povišale.

Graf A18: ***Zadolženost gospodinjstev in indeks cen stanovanjskih nepremičnin***



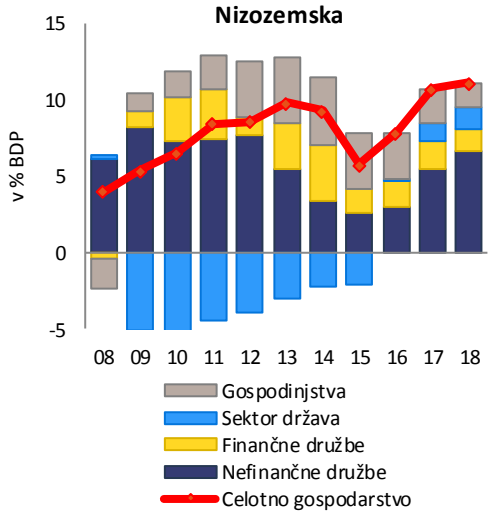
Vir: Eurostat in ECB.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja zelo povečan saldo tekočega računa in razmeroma dinamično rast cen stanovanjskih nepremičnin, vendar se tveganja na tej stopnji zdijo omejena. Na splošno se Komisiji na tej stopnji ne zdi potrebno izvajati nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

Nizozemska: Komisija je februarja 2019 ugotovila, da na Nizozemskem obstajajo *makroekonomska neravnotežja*, zlasti v zvezi z visoko ravnjo zasebnega dolga in velikim presežkom na tekočem računu. V posodobljeni preglednici več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer saldo tekočega računa, dolg zasebnega sektorja in realna rast cen stanovanjskih nepremičnin.

Presežek na tekočem računu je zelo visok in ostaja precej nad pragom iz preglednice. K presežku prispevajo vsi gospodarski sektorji, tj. gospodinjstva, vlada in podjetja. K povečanju v preteklih letih so večinoma prispevale nefinančne družbe s presežkom prihrankov, povezanim z njihovo razmeroma visoko dobičkonosnostjo in razmeroma nizko stopnjo domačih naložb. Rast stroškov dela na enoto je bila omejena, saj se je rast plač okrepila, vendar ostaja zmerna, rast produktivnosti pa se je upočasnila. Zasebni dolg kot delež BDP se še naprej postopno zmanjšuje, vendar ostaja precej nad pragom iz preglednice. Visoka raven dolga podjetij temelji predvsem na dolgu znotraj multinacionalnih skupin. Zadolženost gospodinjstev je zelo visoka in je večinoma povezana z ugodno davčno obravnavo hipotek na stanovanjske nepremičnine, v katerih bivajo lastniki, in neoptimalnim delovanjem najemniškega trga. Medtem ko se zadolženost gospodinjstev kot delež BDP zmanjšuje, se je nominalni dolg v letu 2018 še naprej povečeval, saj se je močno okrevanje trga stanovanjskih nepremičnin dodatno pospešilo. Zato se je realna rast cen stanovanjskih nepremičnin v letu 2018 povečala in presegla prag iz preglednice. Delež javnega dolga je razmeroma nizek in še upada. Znižala se je tudi brezposelnost, in sicer zaradi močne rasti zaposlovanja.

Graf A19: ***Net posojanje/izposojanje po sektorjih***



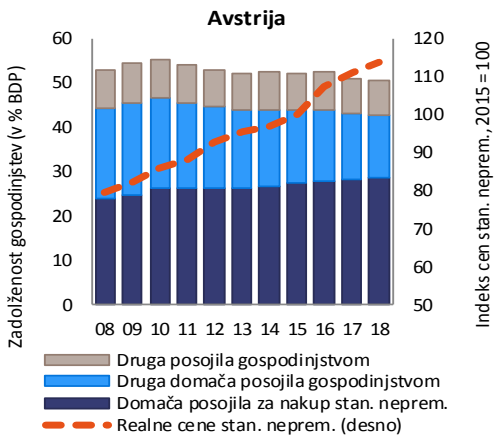
Vir: Eurostat.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z visoko zadolženostjo gospodinjstev, ki je sicer povezana s trgom stanovanjskih nepremičnin, in velikim presežkom domačih prihrankov. Zato se Komisiji zdi koristno, tudi ob upoštevanju ugotovljenih neravnotežij v februarju, da nadalje prouči obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.

Avstrija: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Avstrijo *niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja*. V posodobljeni preglednici kazalnik javnega dolga presega okvirni prag.

Presežek na tekočem računu je v letu 2018 ostal zmeren in na splošno stabilen, neto stanje mednarodnih naložb pa je ostalo rahlo pozitivno. Deleži na izvoznih trgih so se nekoliko povečali. Stroški dela na enoto so se povišali, saj so se plače povišale bolj kot produktivnost dela, vendar so ostali na splošno razmeroma omejeni. Realne cene stanovanjskih nepremičnin so še naprej rasle, vendar se je rast še dodatno upočasnila. Zdi se, da to povišanje cen ne temelji na posojilih, vendar ga je treba kljub temu

Graf A20: ***Zadolženost gospodinjstev in indeks cen stanovanjskih nepremičnin***



Vir: Eurostat in ECB.

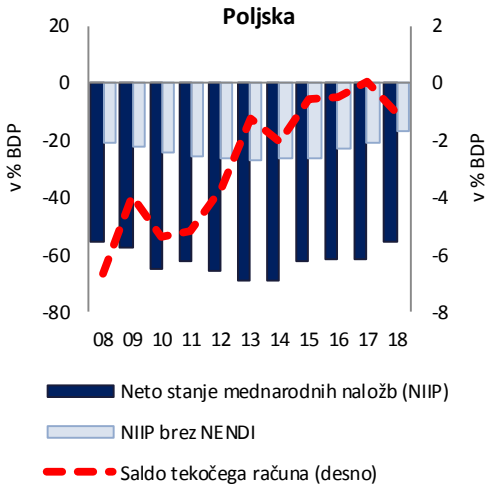
spremljati. Deleža dolga podjetij in zadolženosti gospodinjstev se še naprej znižujeta. Tudi javni dolg se je še naprej zmanjševal, in sicer zaradi močne gospodarske rasti in likvidacije sredstev iz nacionaliziranih finančnih institucij, ki je še v teku. Stanje bančnega sektorja se je dodatno izboljšalo, med drugim tudi zaradi okrevanja v sosednjih državah. V teh ugodnih gospodarskih razmerah in ob močni rasti zaposlovanja se je stopnja brezposelnosti občutno znižala.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana s sektorjem stanovanjskih nepremičnin, vendar se tveganja zdijo omejena. Zato se Komisiji na tej stopnji ne zdi potrebno izvajati nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

Poljska: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Poljsko *niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja*. V posodobljeni preglednici neto stanje mednarodnih naložb presega okvirni prag.

Saldo tekočega računa je iz majhnega presežka v letu 2017 prešel v majhen primanjkljaj v letu 2018, negativno neto stanje mednarodnih naložb pa se je vidno zmanjšalo, vendar ostaja nad pragom. Zunanje ranljivosti ostajajo omejene, saj velik del zunanjih obveznosti predstavljajo neposredne tuje naložbe. V letu 2018 je bilo zabeleženo nadaljnje povečanje deležev na izvoznih trgih. Nominalni stroški dela na enoto so se nekoliko povišali, saj je bilo močno povišanje plač izravnano z močno rastjo produktivnosti. Rast cen stanovanjskih nepremičnin se je v letu 2018 okrepila in približala pragu, vendar ostaja pod njim. Delež dolga zasebnega sektorja v BDP je bil v letu 2018 na splošno stabilen. Dolg sektorja država, merjen kot odstotek BDP, se je še dodatno zmanjšal z že razmeroma nizkih ravni, in sicer zaradi hitre nominalne rasti BDP in nizkega nominalnega primanjkljaja. Bančni sektor je razmeroma dobro kapitaliziran, likviden in dobičkonosen, čeprav še vedno precejšen (vendar upadajoč) obseg posojil, izraženih v tuji valuti, ostaja ranljivost. Ugodne razmere na trgu dela so se nadaljevale in posledično se je stopnja brezposelnosti znižala na zelo nizko raven.

*Graf A21: **NIIP in saldo tekočega računa***



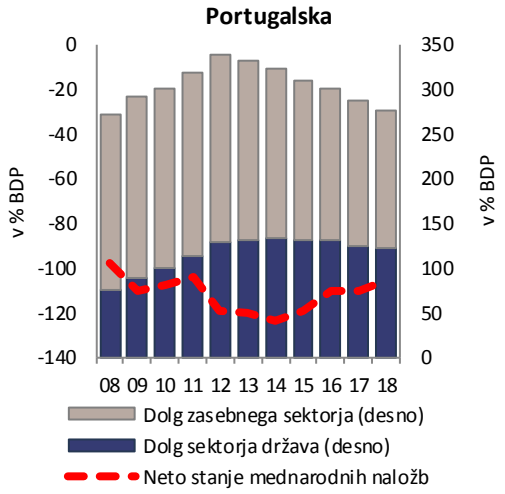
Vir: službe Komisije.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z neto stanjem mednarodnih naložb, vendar so tveganja omejena. Zato se Komisiji na tej stopnji ne zdi potrebno izvajati nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

Portugalska: Komisija je februarja 2019 ugotovila, da na Portugalskem obstajajo *makroekonomska neravnotežja*, zlasti v zvezi z velikim obsegom neto zunanjih obveznosti, zasebnim in javnim dolgom ter velikim deležem nedonosnih posojil v razmerah nizke rasti produktivnosti. V posodobljeni preglednici več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer neto stanje mednarodnih naložb, javni dolg, zasebni dolg in realna rast cen stanovanjskih nepremičnin.

Zunanji položaj je ranljiv, saj je neto stanje mednarodnih naložb zelo negativno, hitrost prilagajanja je zelo počasna, stanje na tekočem računu pa se je poslabšalo. V zadnjih letih se je nekoliko poslabšala tudi cenovna konkurenčnost, in sicer zaradi višjih stroškov dela na enoto, izvozniki pa še naprej (čeprav počasneje) pridobivajo tržne deleže. Produktivnost dela ostaja nizka in naj bi se v prihodnjih letih le malo izboljšala, kar ovira dohitevanje razvitejših gospodarstev euroobmočja. Razdolževanje zasebnega sektorja se nadaljuje, čeprav so ravni dolga za podjetja in gospodinjstva razmeroma visoke. Javni dolg je sicer še vedno zelo visok, vendar naj bi še naprej postopoma upadal. Bančni sektor postaja odpornejši, čeprav je obseg nedonosnih posojil kljub znatnemu zmanjšanju v letih 2017 in 2018 še vedno zaskrbljujoč. Cene stanovanjskih nepremičnin močno in pospešeno rastejo, zlasti v tržnih segmentih, na katere vplivajo dejavnosti v zvezi s turizmom. Vendar so hipoteke na splošno stabilne, gradbene dejavnosti pa postopoma dohitevajo povpraševanje. Trg dela se je še naprej izboljševal, stopnja brezposelnosti pa je zdaj pod pragom.

Graf A22: ***NIIP, zasebni dolg in javni dolg***



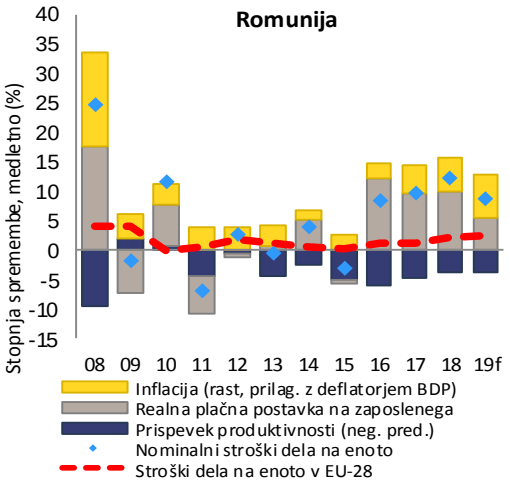
Vir: Eurostat.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z neravnotežji pri spremenljivkah stanj, zlasti zunanjim, javnim in zasebnim dolgom, ranljivostmi bančnega sektorja in nizko rastjo produktivnosti. Zato se Komisiji zdi koristno, tudi ob upoštevanju ugotovljenih neravnotežij v februarju, da nadalje prouči obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.

Romunija: Komisija je februarja 2019 ugotovila, da v Romuniji obstajajo *makroekonomska neravnotežja*, zlasti v zvezi s tveganjem izgube stroškovne konkurenčnosti, nadaljnjim slabšanjem zunanjega položaja in tveganji za finančno stabilnost. V posodobljeni preglednici dva kazalnika presegata okvirni prag, in sicer neto stanje mednarodnih naložb in rast nominalnih stroškov dela na enoto.

Velik primanjkljaj na tekočem računu se je v letu 2018 zaradi velikega obsega uvoza in upočasnjene rasti izvoza še povečal. Negativno neto stanje mednarodnih naložb, ki ga sestavljajo predvsem neposredne tuje naložbe, se je v letu 2018 zaradi močne nominalne rasti BDP izboljšalo. Izvoz je v letu 2018 ostal dober, država pa je pridobila tudi dodatne deleže na izvoznih trgih. Stroški dela na

Graf A23: ***Razčlenitev stroškov dela na enoto***



Vir: službe Komisije.

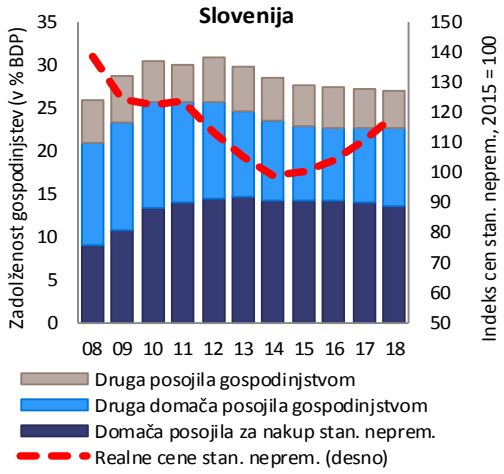
enoto so se v letu 2018 zaradi močne rasti plač, zlasti v javnem sektorju, zelo povišali. Dokazi iz preteklosti kažejo, da bo rast plač v javnem sektorju verjetno vplivala tudi na zasebni sektor, kar bi lahko privedlo do izgube stroškovne konkurenčnosti. Zasebni dolg je nizek in se še naprej znižuje, rast posojil zasebnemu sektorju pa je šibka. Na poslovno okolje vplivajo pogoste in nepredvidljive zakonodajne spremembe, ki so pogosto sprejete brez ocene učinka ali posvetovanja z zainteresiranimi stranmi. Javni dolg kot odstotek BDP je razmeroma nizek, vendar se več ne znižuje. Na trgu stanovanjskih nepremičnin se je realna rast cen stanovanjskih nepremičnin v letu 2018 še naprej upočasnjevala in ostaja zmerna. Banke so dobro kapitalizirane in likvidne. Zdi se, da so se tveganja za finančno stabilnost, ki izhajajo iz pretekle zakonodaje, ublažila, čeprav sta politika in nestabilnost zakonodaje še vedno zaskrbljujoči. Upadanje stopnje brezposelnosti v letu 2018 odraža nadaljnje utesnjevanje trga dela, stopnja delovne aktivnosti, ki je sicer na zelo nizkih ravneh, pa se je še naprej izboljševala.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana s čedalje višjimi stroški dela na enoto in čedalje slabšim zunanjim položajem. Zato se Komisiji zdi koristno, tudi ob upoštevanju ugotovljenih neravnotežij v februarju, da nadalje prouči obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.

Slovenija: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Slovenijo *niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja*. V posodobljeni preglednici dva kazalnika presegata okvirni prag, in sicer dolg javnega sektorja in rast cen stanovanjskih nepremičnin.

Tekoči račun še naprej kaže na močan presežek, ki prispeva k nadaljnjemu zmanjševanju negativnega neto stanja mednarodnih naložb. Rast plač je bila razmeroma nizka, produktivnost dela se je izboljšala, kar je prispevalo k omejeni rasti stroškov dela na enoto, deleži na izvoznih trgih pa so se še naprej povečevali. Dolg zasebnega sektorja je razmeroma nizek in še upada. Rast posojil zasebnemu sektorju je v letu 2017 postala pozitivna, vendar je še vedno omejena. Naložbe so pod povprečjem EU, zlasti na področju stanovanjske gradnje. Rast cen stanovanjskih nepremičnin ostaja visoka, ponudbe pa primanjkuje, čemur je treba nameniti pozornost. Delež javnega dolga v BDP je sicer visok, vendar se vidno znižuje. Vendar predvideni stroški staranja prebivalstva ustvarjajo pritisk na srednje- in dolgoročno fiskalno vzdržnost. Bančni sektor je stabilen, delež nedonosnih posojil pa se še naprej zmanjšuje. Kar zadeva trg dela, je brezposelnost še naprej upadala, stopnja delovne aktivnosti pa je rekordno visoka.

Graf A24: ***Zadolženost gospodinjstev in indeks cen stanovanjskih nepremičnin***



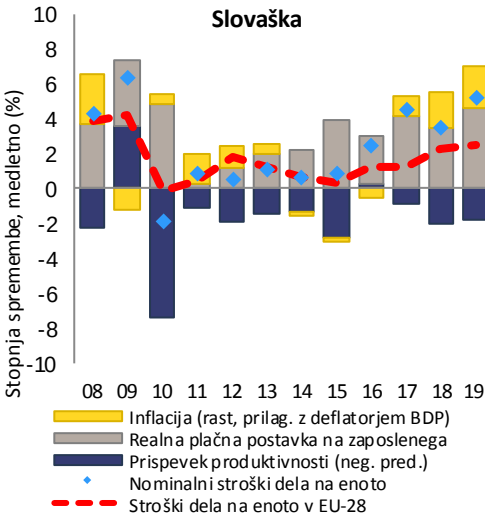
Vir: Eurostat in ECB.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana predvsem s fiskalno vzdržnostjo in rastjo cen stanovanjskih nepremičnin, čeprav se tveganja na tej stopnji zdijo omejena. Zato se Komisiji na tej stopnji ne zdi potrebno izvajati nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

Slovaška: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Slovaško *niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja*. V posodobljeni preglednici dva kazalnika presegata okvirni prag, in sicer neto stanje mednarodnih naložb in rast nominalnih stroškov dela na enoto.

Primanjkljaj na tekočem računu se je v letu 2018 nekoliko povečal, vendar ostaja zmeren. Neto stanje mednarodnih naložb je precej negativno, vendar stabilno, medtem ko so tveganja omejena zaradi velikih vhodnih neposrednih tujih naložb, ki izhajajo iz širitve avtomobilske industrije in finančnega sektorja. Vendar lahko občasne motnje v avtomobilski industriji in velika vloga tega sektorja dolgoročno predstavljajo tveganje. Deleži na izvoznih trgih in realni efektivni devizni tečaj so se po več letih zmernosti nekoliko povečali. Rast nominalnih stroškov dela na enoto se je izrazito pospešila, in sicer zaradi močne rasti plač v razmerah zelo tesnega trga dela in znatnega pomanjkanja delovne sile, pri čemer zdaj presega prag. Cene stanovanjskih nepremičnin so se v letu 2018 znatno povišale, vendar še ni znakov precenjenosti. Živahen trg stanovanjskih nepremičnin je prispeval k nadaljnjemu povečanju zadolženosti gospodinjstev, čeprav z razmeroma nizkih ravni. Bančni sektor, ki je večinoma v tuji lasti, je dobro kapitaliziran. Nadaljnje znižanje skupne stopnje brezposelnosti in stopnje dolgotrajne brezposelnosti je spremljalo povišanje stopnje delovne aktivnosti.

*Graf A25: **Razčlenitev stroškov dela na enoto***



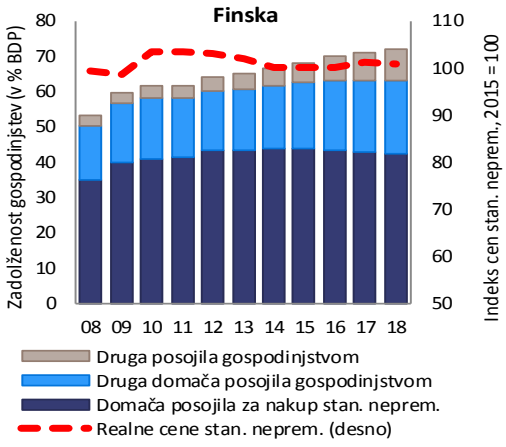
Vir: službe Komisije.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z zunanjo vzdržnostjo, domačimi plačnimi pritiski in morebitnimi tveganji zaradi izpostavljenosti avtomobilski industriji. Vendar se kratkoročna tveganja zdijo omejena. Zato Komisija na tej stopnji ne bo izvedla nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

Finska: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Finsko *niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja*. V posodobljenem pregledu dva kazalnika presegata okvirni prag, in sicer dolg sektorja država in sprememba skupnih obveznosti finančnega sektorja.

Primanjkljaj na tekočem računu se je v letu 2018 povečal, saj je trgovinska bilanca postala negativna, neto stanje mednarodnih naložb pa je uravnoteženo. Deleži na izvoznih trgih so okrevali že tretje leto zapored, s čimer so se zmanjšale skupne izgube. Stroški dela na enoto so v letu 2018 beležili pozitivno rast, realni efektivni devizni tečaj pa se je rahlo povečal, vendar je razvoj na splošno omejen. Javni dolg se je še naprej zmanjševal, saj je rast BDP presegla rast dolga in je zdaj pod pragom. Zasebni dolg ostaja visok, vendar se počasi znižuje. Ugodni posojilni pogoji in nizke obrestne mere še naprej podpirajo rast zasebnih posojil, čeprav se je rast posojil

*Graf A26: **Zadolženost gospodinjstev in indeks cen stanovanjskih nepremičnin***



Vir: Eurostat in ECB.

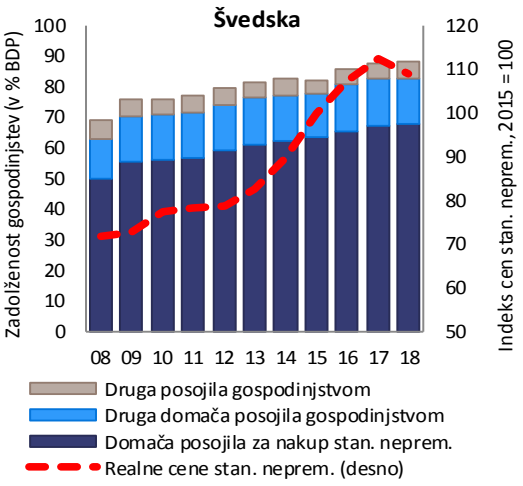
v letu 2018 znižala. Zadolženost gospodinjstev glede na BDP je razmeroma visoka in še naprej rahlo raste. Realne cene stanovanjskih nepremičnin so bile v letu 2018 stabilne. Zaradi skromne rasti hipotek in vse manjšega števila novih gradbenih dovoljenj se zmanjšujejo tveganja za vzdržnost zadolženosti gospodinjstev. Finančni sektor je dobro kapitaliziran, kar omejuje tveganja za finančno stabilnost. Veliko povečanje skupnih sredstev in obveznosti bančnega sektorja ob koncu leta 2018 odraža dejstvo, da je ena od bank prenesla svoj sedež s Švedske na Finsko. Zaposlovanje in brezposelnost sta se v letu 2018 močno izboljšala, vendar bo nadaljnje izboljšanje verjetno počasnejše. Stopnji dolgotrajne brezposelnosti in brezposelnosti mladih sta se v letu 2018 znižali.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja trajne izzive, povezane z zadolženostjo zasebnega sektorja, vendar tveganja ostajajo omejena. Na splošno se Komisiji na tej stopnji ne zdi potrebno izvajati nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

Švedska: Komisija je februarja 2019 ugotovila, da na Švedskem obstajajo *makroekonomska neravnotežja*, zlasti v zvezi s precenjenostjo stanovanjskih nepremičnin in nadaljnjim povečanjem zadolženosti gospodinjstev. V posodobljeni preglednici dva kazalnika presegata okvirni prag, in sicer dolg zasebnega sektorja in deleži na izvoznih trgih.

Trend zmanjševanja presežka na tekočem računu se je v letu 2018 nadaljeval, medtem ko se je neto stanje mednarodnih naložb povečalo in je zdaj jasno pozitivno. Izgube deležev na izvoznih trgih so se v letu 2018 povečale, kazalnik pa je zdaj pod pragom. Rast nominalnih stroškov dela na enoto se je pospešila, realni efektivni devizni tečaj pa se je zaradi znižanja vrednosti švedske krone zmanjšal. Dolg zasebnega sektorja je visok, zadolženost gospodinjstev pa je povezana predvsem s hipotekami. Zadolženost gospodinjstev se je v letu 2018 še nekoliko povečala. Cene stanovanjskih nepremičnin so se ob koncu leta 2017 znižale, vendar so v letu 2018 ostale nespremenjene, kar na splošno kaže na negativno letno rast v letu 2018, še vedno pa so zelo visoke in obstajajo tudi znaki precenjenosti. Cene stanovanjskih nepremičnin in zadolženost gospodinjstev pomenijo tveganja za makroekonomsko stabilnost, k temu pa prispevajo ugodna davčna obravnava lastništva stanovanjskih nepremičnin, nizke hipotekarne obrestne mere, posebni vidiki hipotekarnega trga in omejitve na strani ponudbe. Tveganja v bančnem sistemu se zdijo omejena, saj kakovost sredstev in dobičkonosnost ostajata visoki, finančno stanje gospodinjstev je na splošno močno, makrobonitetna politika pa je bila poostrena. Trg dela se je v letu 2018 še naprej izboljševal, brezposelnost pa se je znižala, vendar nedavni razvoj kaže na oslabitev.

Graf A27: ***Zadolženost gospodinjstev in indeks cen stanovanjskih nepremičnin***



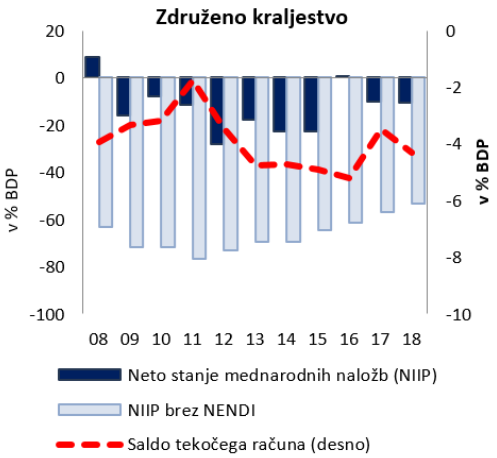
Vir: Eurostat in ECB.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z visokim zasebnim dolgom in sektorjem stanovanjskih nepremičnin. Zato se Komisiji zdi koristno, tudi ob upoštevanju ugotovljenih neravnotežij v februarju, da nadalje prouči obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.

Združeno kraljestvo: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Združeno kraljestvo *niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja*. V posodobljeni preglednici več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer primanjkljaj na tekočem računu, realni efektivni devizni tečaj, dolg zasebnega sektorja in javni dolg.

Že tako velik primanjkljaj na tekočem računu se je v letu 2018 še povečal, zaradi česar obstajajo potrebe po znatnem zunanjem financiranju. Velik primanjkljaj pri trgovini z blagom ter manjši primanjkljaji pri transferjih in dohodkih od naložb so bili le delno izravnani s presežkom pri trgovini s storitvami. Ne glede na stalne zunanje primanjkljaje je neto stanje mednarodnih naložb blizu ravnotežja, k čemur je prispevalo tudi znižanje vrednosti britanskega funta v letu 2016. Vendar je bil neto trgovinski odziv na zmanjšanje realnega efektivnega deviznega tečaja in s tem povezano izboljšano cenovno konkurenčnost pod pričakovanji, pri čemer je nedavno prišlo do izgube deležev na izvoznih trgih. Delež dolga zasebnega sektorja v BDP je dosegel najnižjo vrednost na visoki ravni, in sicer po obdobju zmernega razdolževanja po krizi. Zlasti zadolženost gospodinjstev ostaja visoka in jo je treba še naprej pozorno spremljati. Realne cene stanovanjskih nepremičnin so se ustalile, vendar na visoki ravni. Javni dolg je visok in na splošno stabilen. Močno rast zaposlovanja je še naprej spremljala nizka brezposelnost, vendar so naložbe in produktivnost dela šibke.

Graf A28: ***NIIP in saldo tekočega računa***



Vir: službe Komisije.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja nekatera vprašanja, povezana z zunanjo stranjo gospodarstva in zasebnim dolgom. Ta vprašanja naj bi predstavljala kratkoročno omejena tveganja za stabilnost. Na splošno se Komisiji na tej stopnji ne zdi potrebno izvajati nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

Preglednica 1.1: Preglednica iz postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji 2018

	Zunanja neravnotežja in konkurenčnost					Notranja neravnotežja						Kazalniki zaposlenosti[1]		
Leto 2018	**Saldo tekočega računa v % BDP** (3-letno povprečje)	**Neto stanje mednarodnih naložb** (v % BDP)	**Realni efektivni devizni tečaj – 42 trgovinskih partneric, deflator HICP** (3-letna sprememba v %)	**Delež na izvoznih trgih – v % svetovnega izvoza** (5-letna sprememba v %)	**Indeks nominalnih stroškov dela na enoto (2010 = 100)** (3-letna sprememba v %)	**Indeks cen stanov. nepremičnin (2015 = 100), deflacioniran** (1-letna sprememba v %)	**Kreditni tok v zasebni sektor, konsolidiran** (v % BDP)	**Dolg zasebnega sektorja, konsolidiran** (v % BDP)	**Bruto dolg sektorja država** (v % BDP)	**Stopnja brezposelnosti** (3-letno povprečje)	**Obveznosti finančnega sektorja skupaj, nekonsolidirane** (1-letna sprememba v %)	**Stopnja delovne aktivnosti – v % celotnega preb., starostna skupina 15–64 let** (3-letna sprememba v o.t.)	**Stopnja dolgotrajne brezposelnosti – v % aktivnega preb., starostna skupina 15–74 let** (3-letna sprememba v o.t.)	**Stopnja brezposelnosti mladih – v % aktivnega preb., starostna skupina 15–24 let** (3-letna sprememba v o.t.)
Pragovi	-4/6%	-35%	±5% (EO) ±11% (zunaj EO)	-6%	9% (EO) 12% (zunaj EO)	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2 o.t.	0.5 o.t.	2 o.t.
BE	0.3	41.3	6.9	-1.5	3.7	1.0	0.8	178.5	100.0	7.0p	-2.9	1.0	-1.5	-6.3
BG	4.0	-35.2	3.9	13.4	18.3z	4.5	3.9	95.0	22.3	6.3	6.8	2.2	-2.6	-8.9
CZ	1.2	-23.5	11.0	11.9	13.5	6.1z	5.3	70.7	32.6	3.0	7.4	2.6	-1.7	-5.9
DK	7.5	48.5	2.6	-1.5	4.0	3.5	2.4	199.4	34.2	5.6	-4.7	0.9	-0.6	-1.6
DE	8.0	62.0	5.3	3.1	5.6	5.1	6.6	102.4	61.9	3.8	2.0	1.0	-0.6	-1.0
EE	2.1	-27.7	7.7	0.8	14.3	2.1	3.7	101.5	8.4	6.0	6.9	2.4	-1.1	-1.2
IE	2.3	-165.0	2.3	77.4	-2.8	8.3	-7.8	223.2	63.6	7.0	5.1	0.8	-3.2	-6.4
EL	-2.2	-143.3	3.6	6.9	1.4z	1.3o	-1.1z	115.3z	181.2	21.5	-5.0	0.4	-4.6	-9.9
ES	2.6	-80.4	4.1	4.6	0.7z	5.3	0.4z	133.5z	97.6	17.4	-2.2	-0.6	-5.0	-14.0
FR	-0.6	-16.4	4.5	-0.2	2.4z	1.5	7.9z	148.9z	98.4	9.5	1.6	0.6	-0.8	-4.0
HR	2.4	-57.9	4.2	22.9	-2.4ro	4.6	2.3z	94.0z	74.8	10.9	4.6	-0.6	-6.8	-18.9
IT	2.6	-4.7	3.3	0.3	2.7	-1.6	1.6	107.0	134.8	11.2	-0.1	1.6	-0.7	-8.1
CY	-4.6	-120.8	1.8	16.6	-0.4z	0.2	8.4z	282.6z	100.6	10.8	0.3	1.1	-4.1	-12.6
LV	0.6	-49.0	4.9	8.6	14.7	6.6	-0.2	70.3	36.4	8.6	-3.0	2.0	-1.4	-4.1
LT	-0.1	-31.0	6.4	3.5	16.5	4.6	4.3	56.4	34.1	7.1	8.2	3.2	-1.9	-5.2
LU	4.9	59.8	3.3	10.7	7.9	4.9	-0.5	306.5	21.0	5.8	-2.0	0.2p	-0.5	-2.5
HU	2.1	-52.0	2.0	8.4	12.4	10.9	4.3	69.3	70.2	4.3	-9.2	3.3	-1.7	-7.1
MT	8.9	62.7	4.9	24.0	3.2	5.1z	7.5	129.8	45.8	4.1	2.3	5.9	-1.3	-2.5
NL	9.9	70.7	3.2	1.7	3.0z	7.4	4.5z	241.6z	52.4	4.9	-3.3z	0.7	-1.6	-4.1
AT	2.2	3.7	4.8	3.9	4.7	2.5	3.9	121.0	74.0	5.5	1.7	1.3	-0.3	-1.2
PL	-0.5	-55.8	0.1	25.8	8.1z	4.9	3.4	76.1	48.9	5.0	3.0	2.0	-2.0	-9.1
PT	0.9	-105.6	3.1	9.4	5.3z	8.9	-0.1z	154.3z	122.2	9.1	0.7	1.7	-4.1	-11.7
RO	-3.3	-44.1	-0.7	23.7	33.6z	1.8	1.9z	47.8z	35.0	5.0	3.3	1.7	-1.2	-5.5
SI	5.5	-18.9	2.0	20.4	6.1	7.4	1.3	72.8	70.4	6.6	4.1	3.2	-2.5	-7.5
SK	-2.4	-68.1	2.5	3.2	10.9	5.0	2.0	90.9	49.4	8.1	8.9o	1.5	-3.6	-11.6
FI	-1.4	-2.0	3.0	-3.0	-2.6	-0.2	1.6	142.1	59.0	8.3	19.9	2.1	-0.7	-5.4
SE	2.8	10.3	-4.0	-6.3	7.4	-3.0	9.0	200.0	38.8	6.6	-2.9	1.2	-0.3	-3.6
UK	-4.3	-10.5	-13.0	-3.8	7.8	0.7	5.3	169.1	85.9	4.4	-0.6	1.0	-0.5	-3.3

Številke na obarvanem ozadju dosegajo prag ali so nad njim. Oznake: p: prekinitev v časovni seriji podatkov, ro: različna opredelitev, o: ocenjeno, z: začasni podatek.

1) Kazalniki zaposlenosti: glej str. 2 poročila o mehanizmu opozarjanja za leto 2016. 2) Indeks cen stanovanjskih nepremičnin za EL, o = vir: nacionalna centralna banka. 3) Nominalni stroški dela na enoto za HR, ro: za podatke o zaposlenosti se uporablja nacionalni koncept namesto domačega. 4) Stopnja brezposelnosti za BE: revizija raziskovalne metodologije. 5) Obveznosti finančnega sektorja skupaj za SK: ocenjeni so izvedeni finančni instrumenti.

Vir: Evropska komisija, Eurostat in Generalni direktorat za gospodarske in finančne zadeve (za realni efektivni devizni tečaj), podatki MDS in WEO (za količine izvoza blaga in storitev na svetovni ravni).

Preglednica 2.1: Pomožni kazalniki, 2018

Leto 2018	Realni BDP (1-letna sprememba v %)	Bruto investicije v osnovna sredstva (v % BDP)	Bruto domači odhodki za raziskave in razvoj (v % BDP)	Tekoči + kapitalski račun (neto posojanje-izposojanje) (v % BDP)	Neto stanje mednarodnih naložb razen instrumentov brez tveganja neplačila (v % BDP)	Neposredne tuje naložbe v poročevalskem gospodarstvu – tokovi (v % BDP)	Neposredne tuje naložbe v poročevalskem gospodarstvu – stanja (v % BDP)	Neto trgovinska bilanca energetskih proizvodov (v % BDP)	Realni efektivni devizni tečaj – trgovinske partnerice euroobmočja (3-letna sprememba v %)	Izvozni rezultati v primerjavi z naprednimi gospodarstvi (5-letna sprememba v %)	Pogoji menjave (5-letna sprememba v %)	Obseg deleža na izvoznih trgih (1-letna sprememba v %)	Produktivnost dela (1-letna sprememba v %)	Bruto nedonosna posojila domačih in tujih subjektov (v % bruto posojil)	Stroškovna učinkovitost dela na enoto v primerjavi z EO (10-letna sprememba v %)	Indeks cen stanovanjskih nepremičnin (2015 = 100) – nominalni (3-letna sprememba v %)	Gradnja stanovanjskih nepremičnin (v % BDP)	Zadolženost gospodinjstev, konsolidirana (vključno z NPISG, v % BDP)	Konsolidirana zadolženost bančnega sektorja – domači in tuji subjekti (sredstva/lastniški kapital skupaj)
BE	1.5	23.8	/	-1.0	36.6	-11.8	170.1	-3.5	2.8	-3.4	0.3	-2.2	0.1	2.3z	0.7	9.4z	5.8	60.9	13.1z
BG	3.1	18.8	0.8z	6.4	35.4	1.9	82.3	-3.4	-1.1	11.1	7.5	-1.7	3.2z	7.7z	43.3	24.0	2.7	23.4	7.5z
CZ	3.0	25.5	1.9z	0.6	28.3	3.5	77.5	-2.9	7.6	9.7	1.9	1.0	1.6	2.1z	5.0	30.0z	4.0	32.3	12.5z
DK	1.5	22.4	3.1z	7.1	11.0	0.3	55.5	-0.2	-1.8	-3.5	1.6	-3.0	-0.3	2.3z	-2.2	14.8	4.8	126.4	16.4z
DE	1.5	21.2	3.1e	7.4	44.7	2.7	44.7	-2.0	0.4	1.1	3.5	-1.3	0.2	1.4z	11.4	21.7	6.3	53.6	13.9z
EE	4.8	23.9	1.4z	3.4	25.7	3.8	92.7	-1.0	4.1	-1.3	4.3	0.9	3.5	1.3z	16.2	17.1	4.6	38.9	6.9z
IE	8.2	23.4	1.2	-5.8	-251.7	16.8	466.2	-1.4	-3.0	73.8	-0.5	7.0	4.8	5.5z	-42.0	31.4	2.4	41.7	6.7z
EL	1.9z	11.1z	1.2z	-2.6	-130.6	1.8	18.5	-2.4z	-1.5	4.7	3.6z	5.3z	0.2z	41.6z	-15.1	-1.9o	0.7z	56.5	11.5z
ES	2.4z	19.4z	/	2.4	-53.6	3.4	65.4	-2.1z	-0.2	2.5	-2.3z	-1.2z	0.1z	3.7z	-14.5	18.6	5.3z	59.0	13.6z
FR	1.7z	22.9z	/	-0.6	-33.0	2.2	45.8	-1.9z	-0.1	-2.2	2.8z	0.1z	0.7z	2.7z	-0.3	7.2	6.4z	60.0	15.3z
HR	2.6z	20.1z	/	3.3	-13.7	1.9	48.1	-3.2z	1.2	20.5	1.8z	4.0z	0.8ro	7.3z	-15.5	11.1	/	34.2	7.5z
IT	0.8	17.7	/	2.6	-6.2	1.9	27.3	-2.3	-1.3	-1.7	6.0	-1.6	-0.1	8.4z	-1.2	-1.4	4.2	41.0	13.1z
CY	4.1z	19.1z	/	-3.8	-175.0	22.2	1890.1	-4.2z	-3.2	14.2	1.4z	1.2z	0.0z	20.2z	-9.7	4.4	5.8z	97.0	14.1z
LV	4.6	22.5	0.6z	1.1	-2.4	1.3	55.5	-3.4	1.3	6.5	5.0	0.6	3.0	5.3z	-4.4	29.3	2.2	20.8	7.8z
LT	3.6	20.5	0.9z	1.8	-2.7	2.7	43.4	-4.0	3.0	1.4	4.5	2.9	2.2	2.6z	7.9	23.2	2.7	22.9	10.4z
LU	3.1	16.8	/	6.1	-3523.8	-722.2	7466.2	-3.3	0.4	8.5	-0.2	-2.9	-0.6	0.8z	13.4	19.9	3.8	66.3	14.6z
HU	5.1	25.2	1.5	2.1	-4.2	-43.8	163.1	-3.8	-1.0	6.3	0.3	0.9	2.7	5.3z	9.1	45.5	3.0	18.0	9.4z
MT	6.8	19.0	0.6	12.3	248.0	32.2	1568.6	-8.5	0.3	21.5	2.0	-0.8	1.3	3.1z	4.5	17.5z	5.2	49.4	12.1z
NL	2.6z	20.3z	/	10.8	-14.0	-27.3	581.8	-1.5z	-0.8	-0.4	1.1z	0.3z	0.1z	1.9z	-1.8	23.6	4.8z	102.4z	16.1z
AT	2.4	23.9	3.2z	2.3	-5.0	0.9	67.4	-2.5	1.7	1.8	1.5	2.5	0.7	2.6z	4.7	19.6	4.5	49.6	11.4z
PL	5.1	18.2	1.2z	1.1	-16.9	2.8	47.8	-2.8	-3.0	23.2	3.8	3.6	4.8z	6.2z	-0.1	12.7	2.0	35.1	9.3z
PT	2.4z	17.6z	1.4z	1.4	-57.1	2.7	79.0	-2.5z	-0.3	7.2	4.8z	0.4z	0.1z	9.4z	-6.6	29.0	3.0z	66.9	11.0z
RO	4.0z	21.2z	/	-3.4	-3.9	3.1	44.0	-1.6z	-4.1	21.2	5.3z	2.0z	3.7z	5.3z	25.9	18.6	3.5z	16.0	9.3z
SI	4.1	19.2	2.0z	5.2	-1.9	2.8	39.1	-2.9	-0.4	18.0	2.6	3.2	0.9	6.0z	-0.3	22.5	2.1	27.0	8.2z
SK	4.0	21.2	0.8	-1.3	-16.5	2.4	69.2	-4.1	-0.4	1.1	-1.7	2.0	2.0	3.2z	3.9	21.3	3.4	42.1	9.5z
FI	1.7	23.7	2.8	-1.3	3.9	-1.9	48.9	-2.0	-1.4	-5.0	3.4	-1.2	-0.9	1.5z	1.9	2.9	7.3	65.4	16.1z
SE	2.3	25.9	3.3	1.7	-11.4	1.6	81.1	-1.3	-7.6	-8.2	-1.1	-0.3	0.4	1.0z	6.2	14.4	5.4	87.9	18.8z
UK	1.4	17.0	/	-4.5	4.9	1.3	83.9	-0.7	-16.2	-5.7	3.3	-4.3	0.2	1.2z	7.8	15.4	3.8	87.2	15.3z

Oznake: ro: različna opredelitev, o: ocenjeno, z: začasni podatek.

1) Uradni rok za posredovanje podatkov o bruto domačih odhodkih za raziskave in razvoj za leto 2018 je 31. oktober 2019, podatki pa so bili pridobljeni 25. oktobra 2019. 2) Indeks cen stanovanjskih nepremičnin za EL, o = vir: nacionalna centralna banka. 3) Produktivnost dela za HR, ro: za podatke o zaposlenosti se uporablja nacionalni koncept namesto domačega.

Vir: Evropska komisija, Eurostat in Generalni direktorat za gospodarske in finančne zadeve (za realni efektivni devizni tečaj), Evropska centralna banka (za konsolidirano zadolženost bančnega sektorja ter bruto nedonosna posojila – domači in tuji subjekti), podatki MDS in WEO (za količine izvoza blaga in storitev na svetovni ravni).

Preglednica 2.1 (nadaljevanje): Pomožni kazalniki, 2018

Leto 2018	Stopnja zaposlenosti (1-letna sprememba v %)	Stopnja delovne aktivnosti – v % celotnega preb., starostna skupina 15–64 let	Stopnja dolgotrajne brezposelnosti – v % aktivnega preb., starostna skupina 15–74 let	Stopnja brezposelnosti mladih – v % aktivnega preb., starostna skupina 15–24 let	Mladi, ki niso zaposleni, se ne izobražujejo ali usposabljajo – v % celotnega prebivalstva, starostna skupina 15–24		Ljudje, ki jim grozi revščina ali socialna izključenost – v % celotnega prebivalstva		Ljudje, ki jim grozi revščina po socialnih transferjih – v % celotnega prebivalstva		Resno materialno prikrajšane osebe – v % celotnega prebivalstva		Ljudje, ki živijo v gospodinjstvih z zelo nizko intenzivnostjo dela – v % cel. preb., star. skupina 0–59 let	
					%	3-letna sprememba v o.t.	%	3-letna sprememba v o.t.	%	3-letna sprememba v o.t.	%	3-letna sprememba v o.t.	%	3-letna sprememba v o.t.
BE	1.4	68.6	2.9	15.8	9.2	-3.0	19.8	-1.3	16.4	1.5	4.9	-0.9	12.1	-2.8
BG	-0.1z	71.5	3.0	12.7	15.0	-4.3	32.8	-8.5	22.0	0.0	20.9	-13.3	9.0	-2.6
CZ	1.3	76.6	0.7	6.7	5.6	-1.9	12.2	-1.8	9.6	-0.1	2.8	-2.8	4.5	-2.3
DK	1.8	79.4	1.1	10.5	6.8	0.6	17.4	-0.3	12.7	0.5	3.4	-0.3	11.1	-0.5
DE	1.4	78.6	1.4	6.2	5.9	-0.3	18.7	-1.3	16.0	-0.7	3.1	-1.3	8.1	-1.7
EE	1.2	79.1	1.3	11.9	9.8	-1.0	24.4	0.2	21.9	0.3	3.8	-0.7	5.2	-1.4
IE	3.2	72.9	2.1	13.8	10.1	-4.2	/	/	/	/	/	/	/	/
EL	1.7z	68.2	13.6	39.9	14.1	-3.1	31.8	-3.9	18.5	-2.9	16.7	-5.5	14.6	-2.2
ES	2.2z	73.7	6.4	34.3	12.4	-3.2	26.1	-2.5	21.5	-0.6	5.4	-1.0	10.7	-4.7
FR	1.0z	71.9	3.8	20.7	11.1	-0.9	17.4	-0.3	13.4	-0.2	4.7	0.2	8.0	-0.6
HR	1.8ro	66.3	3.4	23.4	13.6	-4.5	24.8	-4.3	19.3	-0.7	8.6	-5.1	11.2	-3.2
IT	0.9	65.6	6.2	32.2	19.2	-2.2	27.3	-1.4	20.3	0.4	8.5	-3.0	11.3	-0.4
CY	4.1z	75.0	2.7	20.2	13.2	-2.1	23.9	-5.0	15.4	-0.8	10.2	-5.2	8.6	-2.3
LV	1.6	77.7	3.1	12.2	7.8	-2.7	28.4	-2.5	23.3	0.8	9.5	-6.9	7.6	-0.2
LT	1.4	77.3	2.0	11.1	8.0	-1.2	28.3	-1.0	22.9	0.7	11.1	-2.8	9.0	-0.2
LU	3.7	71.1	1.4	14.1	5.3	-0.9p	21.9	3.4	18.3	3.0	1.3	-0.7	8.3	2.6
HU	2.4	71.9	1.4	10.2	10.7	-0.9p	19.6	-8.6	12.8	-2.1	10.1	-9.3	5.7	-3.7
MT	5.4	74.7	1.1	9.1	7.3	-3.2	19.0	-4.0	16.8	0.2	3.0	-5.5	5.5	-3.7
NL	2.5z	80.3	1.4	7.2	4.2	-0.5	16.7	0.3	13.3	1.7	2.4	-0.2	8.6	-1.6
AT	1.7	76.8	1.4	9.4	6.8	-0.7	17.5	-0.8	14.3	0.4	2.8	-0.8	7.3	-0.9
PL	0.3z	70.1	1.0	11.7	8.7p	-2.3p	18.9	-4.5	14.8	-2.8	4.7	-3.4	5.6	-1.3
PT	2.3z	75.1	3.1	20.3	8.4	-2.9	21.6	-5.0	17.3	-2.2	6.0	-3.6	7.2	-3.7
RO	0.2z	67.8	1.8	16.2	14.5	-3.6	32.5	-4.9	23.5	-1.9	16.8	-5.9	7.4	-0.5
SI	3.2	75.0	2.2	8.8	6.6	-2.9	16.2	-3.0	13.3	-1.0	3.7	-2.1	5.4	-2.0
SK	2.0	72.4	4.0	14.9	10.2	-3.5	/	/	/	/	/	/	/	/
FI	2.6	77.9	1.6	17.0	8.5	-2.1	16.5	-0.3	12.0	-0.4	2.8	0.6	10.8	0.0
SE	1.9	82.9	1.2	16.8	6.1	-0.6	18.0	-0.6	16.4	0.1	1.6	0.5	9.1	0.4
UK	1.2	77.9	1.1	11.3	10.4	-0.7	/	/	/	/	4.6z	-1.5z	/	/

Oznake: p: prekinitev v časovni seriji podatkov, ro: različna opredelitev, z: začasni podatek.

1) Stopnja zaposlenosti za HR, ro: za podatke o zaposlenosti se uporablja nacionalni koncept namesto domačega. 2) Mladi, ki niso zaposleni, se ne izobražujejo ali usposabljajo za PL: spremembe postopka ponderiranja. 3) Uradni rok za posredovanje podatkov o kazalnikih dohodka in življenjskih pogojev (EU-SILC) za leto 2018 je 30. november 2019, medtem ko so bili podatki pridobljeni 25. oktobra 2019.

Vir: Evropska komisija in Eurostat.