EVROPSKA
KOMISIJA

Bruselj, 21.11.2018
COM(2018) 758 final

POROČILO KOMISIJE

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

Poročilo o mehanizmu opozarjanja za leto 2019

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

{SWD(2018) 466 final}

Poročilo o mehanizmu opozarjanja je začetna točka letnega cikla postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, katerega namen je opredeliti in odpraviti neravnotežja, ki ovirajo nemoteno delovanje gospodarstev držav članic ali gospodarstva EU ter lahko ogrozijo pravilno delovanje ekonomske in monetarne unije.

Poročilo o mehanizmu opozarjanja temelji na pregledu izbranih kazalnikov ter širšem naboru pomožnih kazalnikov 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 opredeli, 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. Ugotovitve poglobljenih pregledov bodo vključene v priporočila za posamezne države v okviru evropskega semestra za usklajevanje ekonomskih politik. Ti pregledi bodo predvidoma objavljeni februarja 2019, pred svežnjem evropskega semestra s priporočili za posamezne države članice.

1. POVZETEK

S tem poročilom se začenja osmi letni krog postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji (MIP)[1]. Namen postopka je odkriti neravnotežja, ki ovirajo nemoteno delovanje gospodarstev držav članic, in 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. Letni pregled rasti, sprejet hkrati s tem poročilom, vsebuje oceno gospodarskih in socialnih razmer v Evropi in določa širše prednostne naloge politik za EU kot celoto za naslednje leto.

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[2]. Poročilo o mehanizmu opozarjanja je orodje za pregled ekonomskih neravnotežij, ki se objavi na začetku vsakega letnega cikla usklajevanja ekonomskih politik. Temelji predvsem na ekonomski razlagi pregleda kazalnikov z okvirnimi pragovi skupaj z nizom pomožnih kazalnikov. Poročilo 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[3]. V zvezi s tem analiza iz tega poročila dopolnjuje oceno

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

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

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

Ocena v poročilu o mehanizmu opozarjanja upošteva gospodarsko rast, ki je kljub manjši upočasnitvi še vedno široko osnovana. V gospodarski napovedi Evropske komisije iz jeseni 2018 se predvideva, da bo realna rast BDP v letu 2018 znašala 2,1 %, v letu 2019 pa 1,9 %, tako za EU kot za euroobmočje, kar pomeni, da se bo nekoliko upočasnila glede na rast v višini 2,4 %, zabeleženo za leto 2017. V vseh državah članicah se pričakuje pozitivna rast. Pogoji zaposlovanja naj bi se dodatno izboljšali in postopno privedli do bolj trajne rasti plač, kar bi spodbudilo potrošnjo in sčasoma podprlo dinamiko osnovne inflacije, ki bi se približala inflacijskemu cilju monetarnih organov. Pričakuje se, da bo rast naložb ostala trdna kljub rahli upočasnitvi. Na drugi strani se kažejo znaki nižanja prispevka neto izvoza k rasti zaradi večje negotovosti v zvezi z okoljem trgovinske politike in nedavnega dviga vrednosti eura. V celoti gledano ostajajo obeti za rast trdno zasidrani v zdravih temeljih, vključno z na splošno močnimi trgi dela, ugodnimi kreditnimi pogoji ter izboljšanimi bilancami stanja ter dobički bank in nefinančnih družb, vendar naj bi se rast upočasnila, ko bo cikel na glavnih svetovnih območjih dozorel[4].

Odpravljanje makroekonomskih neravnotežij v EU napreduje, pri čemer ga podpira večja nominalna rast BDP, vendar so obeti na srednji rok manj predvidljivi zaradi večje negotovosti. Gospodarska rast in stopnje inflacije, ki se postopoma približujejo ciljnim vrednostim, prispevajo k zmanjševanju deleža javnega dolga v BDP. Vendar zasebni in javni dolgovi ostajajo na zgodovinsko visokih ravneh, v bilancah stanja v finančnem sektorju pa so še vedno prisotne ranljivosti. Ker se inflacija postopoma približuje cilju ECB, se krepi argument za normalizacijo monetarne politike, kar bi vplivalo na stroške izposojanja, cene sredstev in bilance stanja. Na podlagi tega bi lahko številni dejavniki povzročili preobrat v odnosu do tveganja, z učinki na zaupanje, ki bi vplivali na države članice, ki se soočajo s slabšimi obeti za javne finance ali finančni sektor ali so izpostavljene negativnim šokom za gospodarsko rast (vključno s tistimi, ki so povezani s posledicami izstopa Združenega kraljestva iz EU). Številna negativna tveganja izhajajo iz okolja zunaj EU, zlasti v zvezi z uresničitvijo protekcionističnih ukrepov trgovinske politike, posledicami geopolitičnih napetosti, zlasti za cene energije, koncem fiskalne ekspanzije ZDA ob zaostrovanju denarne politike ter posledicami za kapitalske tokove in devizne tečaje, ki izhajajo iz normalizacije neusklajene denarne politike na različnih področjih svetovnega gospodarstva[5]. Medsebojno delovanje teh virov tveganj nagiba ravnovesje tveganj na negativno stran, zaradi česar so obeti vedno bolj negotovi, in sicer v razmerah,

[3] 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 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.“

[4] Glej npr. ECB, Economic Bulletin, številka 5/2018.

[5] Glej tudi Mednarodni denarni sklad, poročilo World Economic Outlook, oktober 2018.

ko je možnost blaženja pretresov z zasebnimi in javnimi prihranki v pomembnem številu držav članic omejena.

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

- **Ponovno uravnoteženje stanj na tekočih računih se mora nadaljevati.** Veliki primanjkljaji na tekočih računih so bili v večini držav članic odpravljeni, v nekaj primerih pa so za ohranitev ustrezne hitrosti zmanjšanja ravni neto zunanjih obveznosti potrebni preudarnejši zunanji položaji. Do zmanjšanj nekaterih največjih presežkov na tekočih računih je prišlo šele pred kratkim, pri čemer ta ostajajo skromna. V številnih državah članicah na tekoče račune vedno bolj vplivajo čezmejni posli, povezani z dejavnostmi multinacionalnih družb in mednarodno usmerjenih storitvenih sektorjev, ki vplivajo tako na trgovinske bilance kot na salde dohodkov.

- **Stanja mednarodnih naložb ostajajo neuravnotežena, prilagajanje pa poteka postopoma.** Visoka negativna neto stanja mednarodnih naložb (NIIP), zabeležena v državah članicah, ki so imele v preteklosti velike primanjkljaje na tekočem računu, se odpravljajo zaradi stanj zunanjih tokov, ki so blizu ravnotežja ali v presežku, in ponovne nominalne rasti BDP, ki jih je treba ohraniti, da se bo doseglo zmanjšanje obveznosti na bolj razumne ravni. V državah z velikimi presežki neto stanja mednarodnih naložb še naprej rastejo.

- **Razmere v zvezi s stroškovno konkurenčnostjo za več držav članic postajajo manj ugodne in na splošno manj podpirajo ponovno bolj simetrično uravnoteženje.** Od leta 2016 stroški dela na enoto v večini držav članic EU rastejo hitreje, pri čemer je močna pospešitev zabeležena zlasti v državah članicah EU iz srednje in vzhodne Evrope, deloma zaradi ozkih grl na strani ponudbe delovne sile. Rast stroškovne konkurenčnosti po krizi je bila v neto dolžnicah iz euroobmočja hitrejša kot v neto upnicah. Vendar se v zadnjem času prednost neto dolžnic v smislu dinamike stroškovne konkurenčnosti glede na upnice upočasnjuje zaradi razmer na trgu dela, ki jih zaznamuje visoko povpraševanju po delu na eni strani in nizka stopnja brezposelnosti na drugi strani, in počasnejšega izboljševanja produktivnosti, hkrati pa z delovno silo še vedno nezadostno preskrbljeni trgi dela v neto upnicah še niso privedli do znatne pospešitve rasti plač. Ta nedavni razvoj na področju stroškovne konkurenčnosti se ne odraža povsem v ustreznem poslabšanju cenovne konkurenčnosti, verjetno zaradi izravnalnega učinka nižjih marž. Ta učinek bi lahko bil eden od razlogov, zakaj ni dokazov prima facie, ki bi kazali na to, da so izgube stroškovne konkurenčnosti že negativno vplivale na rast deležev na izvoznih trgih, vendar bi lahko učinki postali vidni, če se bo ta trend nadaljeval.

- **Razdolževanje zasebnega sektorja še poteka, pri čemer se vse bolj opira na ponovno nominalno rast.** Deleži zasebnega dolga v BDP upadajo v večjem številu držav članic kot pred letom. To je posledica višje nominalne rasti BDP, saj aktivno razdolževanje, tj. zmanjševanje zadolženosti na podlagi upadajočih ravni dolga v nominalnem smislu, poteka le v nekaj državah in je počasno. Aktivno razdolževanje je v glavnem omejeno na podjetniški sektor, saj se je dinamika pri posojanju gospodinjstvom okrepila. Razdolževanje je v podjetniškem sektorju še vedno hitrejše kot v sektorju gospodinjstev tudi zato, ker so ravni

dolga v podjetniškem sektorju višje in je zato učinek nominalne rasti BDP na delež dolga večji.

- **V državah z visokimi stopnjami javnega dolga se je razdolževanje s strani države začelo šele pred kratkim in poteka počasi**. Kljub ponovni nominalni rasti in nižjim plačilom obresti, ki so prispevali k zmanjševanju deleža javnega dolga v BDP v večini držav članic, v vedno večjem številu držav fiskalna politika postaja manj restriktivna, kar ima prociklične učinke in lahko vpliva na možnost blaženja pretresov v slabih razmerah.

- **Razmere v bančnem sektorju EU se izboljšujejo, vendar se v nekaterih državah članicah banke še naprej soočajo z nizkimi stopnjami dobičkonosnosti in visokimi ravnmi slabih posojil.** Dobičkonosnost se je izboljšala zlasti v državah, kjer je za bančni sektor značilna nizka dobičkonosnost. Delež slabih posojil se je še zmanjšal, zlasti v državah članicah, kjer so ravni slabih posojil najvišje. Količniki kapitaliziranosti so se v večini držav še izboljšali. Vrednotenja lastniškega kapitala bank so se večala do začetka leta 2018, nato pa je prišlo do popravka navzdol.

- **Rast cen stanovanjskih nepremičnin se je pospešila in postaja pozitivna v vedno več državah članicah, več pa jih kaže možne znake precenjenosti.** Hkrati se je rast cen stanovanjskih nepremičnin nedavno umirila v državah, kjer so znaki precenjenosti najočitnejši. Nasprotno je precej hitrejšo rast opaziti zlasti v državah, kjer trenutno ni znakov precenjenosti ali pa ti niso izraziti.

- **Trgi dela se še naprej izboljšujejo in plače postopoma ponovno začenjajo rasti.** Stopnje brezposelnosti se še naprej zmanjšujejo, tudi pri mladih in dolgotrajno brezposelnih, vendar je brezposelnost v nekaterih državah članicah še vedno visoka, udeležba na trgu dela pa nizka, čeprav se marsikje povečuje. Socialna stiska se zmanjšuje kljub dolgotrajni brezposelnosti in nižjim prihodkom v številnih državah[6]. Rast plač na ravni euroobmočja ostaja pod ravnjo, ki bi jo bilo mogoče pričakovati ob trenutnih stopnjah brezposelnosti na podlagi preteklih podatkov. Plače v državah EU pa vendarle postopoma ponovno rastejo, čeprav z različno hitrostjo, kar je na splošno posledica obsega nizke brezposelnosti in visokega povpraševanja na trgih dela in ozkih grl na strani ponudbe delovne sile v nekaterih državah.

Težavam pri ponovnem uravnoteženju euroobmočja je treba nameniti posebno pozornost. Presežek na tekočem računu euroobmočja se je leta 2016 stabiliziral in je nato ostal na splošno nespremenjen. Po obsegu je največji na svetu in presega ravni, skladne z gospodarskimi temelji. Zaradi medsebojne povezanosti in učinkov prelivanja znotraj euroobmočja je potrebna ustrezna kombinacija politik v državah euroobmočja, da se zagotovi, da je ponovna rast vzdržna in združljiva z makroekonomsko stabilnostjo. V neto dolžnicah je za zmanjšanje velikega obsega tujih in domačih dolgov treba ohraniti preudarne salde tekočih računov in zagotoviti ustrezno hitrost zmanjševanja dolgov, ne da bi se pri tem ogrozil cilj povečanja potenciala za rast in z namenom preprečiti tveganje prociklične zaostritve v času slabih gospodarskih razmer. V neto upnicah bi obravnavanje trajnih

[6] Glej okvir 3 za pregled nedavnih pomembnejših dogodkov na področju zaposlovanja in socialnih zadev v EU.

velikih presežkov s pomočjo politik, ki spodbujajo naložbe in obravnavajo stagniranje plač, prispevalo k povečevanju potenciala za rast in doseganju rasti, ki je manj odvisna od tujega povpraševanja. V okviru 2 je širše obravnavana razsežnost euroobmočja pri neravnotežjih.

Na splošno se tveganja, povezana z obstoječimi neravnotežji, po zaslugi gospodarske rasti še vedno zmanjšujejo, vendar so še vedno prisotne ranljivosti, povezane z neravnotežji na strani stanj, prisotni pa so tudi znaki morebitnih nevzdržnih trendov. Potencialni viri tveganja so na splošno enaki kot tisti iz poročila o mehanizmu opozarjanja za leto 2018. Še vedno so prisotni veliki presežki, hkrati pa razvoj na področju konkurenčnosti manj podpira ponovno uravnoteženje. Gospodarska rast je prispevala k razdolževanju zasebnega sektorja, vendar je to še vedno neenakomerno, saj se visoke ravni dolga ne odpravljajo dovolj hitro. Kar je še pomembneje, ob počasnejšem aktivnem razdolževanju v zasebnem in zlasti javnem sektorju se postavlja vprašanje, ali bi se lahko razdolževanje v prihodnje vedno bolj zanašalo na potencialno rast BDP. Ta izziv poudarja potrebo po nadaljevanju procesa reform, ki se je v zadnjih letih začel v vrsti držav EU, in ohranjanja politik in reform, katerih cilj je povečati potencial za rast, visoko na dnevnem redu[7]. Glede na vedno bolj negotove srednjeročne obete so prizadevanja za razdolževanje zasebnega in javnega sektorja v trenutnem obdobju nadaljnje gospodarske rasti ključnega pomena, tudi ker lahko nizka zadolženost pripomore k ublažitvi negativnih šokov za gospodarsko rast, ko se gospodarski pogoji poslabšajo in se tveganja uresničijo. Hkrati so v več državah prisotni znaki morebitnega pregrevanja, ki so povezani predvsem s hitro rastočimi stroški dela na enoto, ki pomenijo manjšo stroškovno konkurenčnost, in dinamično rastjo cen stanovanjskih nepremičnin, ki so že tako bile na razmeroma visokih ravneh. Glede na to, da je bila odpravljena večina neravnotežij na strani tokov in da se resnost neravnotežij na strani stanj postopno zmanjšuje, ter glede na možne znake pregrevanja v več državah se pri nadzoru v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji vedno več pozornosti namenja spremljanju morebitnih nevzdržnih trendov in preprečevanju nastajanja tveganj, ki bi se lahko uresničila v srednjeročnem obdobju.

Za več držav članic, obravnavanih v poročilu o mehanizmu opozarjanja, bodo podrobnejše in celovitejše analize vsebovali poglobljeni pregledi. Podobno kot v zadnjih letnih ciklih bodo poglobljeni pregledi sestavni del poročil o državah, v katerih službe Komisije analizirajo ekonomske in socialne izzive v državah članicah. 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 Komisija 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, izdanih državam članicam[8]. 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 poglobljeni

[7] Glej tudi Evropska komisija, Letni pregled rasti za leto 2019.

[8] Člen 6 Uredbe (EU) št. 1176/2011.

pregledi pripravljeni, da se oceni, ali se obstoječa neravnotežja zmanjšujejo, ali vztrajajo ali se poslabšujejo, ob tem pa preuči politike za njihovo odpravljanje, ki se izvajajo. Poglobljeni pregledi so zato predvideni za 11 držav članic, za katere so bila na podlagi rezultatov poglobljenih pregledov v letu 2018 ugotovljena neravnotežja[9]. Te države so **Bolgarija, Hrvaška, Ciper, Francija, Nemčija, Irska, Italija, Nizozemska, Portugalska, Španija** in **Švedska**.

Poglobljena pregleda bosta pripravljena tudi za Grčijo, za katero se prvič izvaja nadzor v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji , in za Romunijo. Na podlagi analize iz poročila o mehanizmu opozarjanja bo izdan poglobljeni pregled za **Grčijo**, ki je bila prej izključena iz nadzora v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, ker je bila do avgusta 2018 vključena v program za makroekonomsko prilagoditev v okviru finančne pomoči[10]. Ocena iz poročila o mehanizmu opozarjanja ne kaže na znatna dodatna tveganja v primerjavi s tistimi, opredeljenimi v zadnjih razpoložljivih poglobljenih pregledih, za vrsto držav članic, za katere se je v zadnjih letih prenehal nadzor v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, to je za Slovenijo (za katero za leto 2018 niso bila ugotovljena neravnotežja), Finsko (konec nadzora leta 2017), Belgijo in Madžarsko (konec nadzora leta 2016). Razmere so prav tako niso bistveno spremenile v Avstriji, kjer v oceni iz poglobljenega pregleda za leto 2016 niso bila ugotovljena nobena neravnotežja. Tudi primer Estonije je bil analiziran v poglobljenem pregledu leta 2016, v katerem prav tako niso bila ugotovljena neravnotežja. Kljub znatni rasti stroškov dela na enoto od takrat so bili učinki na zunanji saldo zanemarljivi, argument za novi poglobljeni pregled za Estonijo pa ni dovolj trden, čeprav je potrebno skrbno spremljanje v prihajajočem poročilu o državi. Po drugi strani je utemeljeno pripraviti poglobljeni pregled za analizo stanja v **Romuniji**, da se ocenita razvoj in možna ponovna pojavitev tveganih trendov, ki so bili opredeljeni že v prejšnjih poglobljenih pregledih (leta 2015 in 2016), zlasti v zvezi s konkurenčnostjo in zunanjim saldom. Skrbna analiza v poročilih za posamezne države se zdi utemeljena za tveganja, povezana z razvojem na trgih stanovanjskih nepremičnin v vrsti držav članic (Avstrija, Belgija, Češka, Danska, Madžarska, Luksemburg in Združeno kraljestvo) in razvojem na področju konkurenčnosti (Češka, Estonija, Madžarska, Latvija in Litva)[11]. Na podlagi poročila o mehanizmu opozarjanja je torej treba opraviti poglobljene preglede za skupaj 13 držav članic (v prejšnjem ciklu 12).

[9] Glej „Evropski semester 2018: Ocena napredka pri strukturnih reformah in preprečevanju in odpravljanju makroekonomskih neravnotežij ter rezultati poglobljenih pregledov v skladu z uredbo (EU) št. 1176/2011“ – COM(2018) 120 final/2 z dne 7. marca 2018.

[10] Države članice, v katerih se izvaja program za makroekonomsko prilagoditev, povezan s finančno pomočjo, so izvzete iz nadzora v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji (člen 11 Uredbe (EU) št. 472/2013 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 21. maja 2013 o okrepitvi gospodarskega in proračunskega nadzora v državah članicah euroobmočja, ki so jih prizadele ali jim grozijo resne težave v zvezi z njihovo finančno stabilnostjo).

[11] Novembra 2016 je Evropski odbor za sistemska tveganja (ESRB) izdal opozorila za posamezne države glede srednjeročnih ranljivosti v sektorju stanovanjskih nepremičnin osmim državam članicam EU: Avstriji, Belgiji, Danski, Finski, Luksemburgu, Nizozemski, Švedski in Združenemu kraljestvu.

Okvir 1: **Spremembe, ki so bile uvedene za pomožne kazalnike v preglednici postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji**

Preglednica v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji je dopolnjena z nizom pomožnih kazalnikov. Kot je določeno v uredbi o postopku v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji (Uredba (EU) št. 1176/2011), se pri ekonomski razlagi preglednice ne uporabljajo zgolj glavni kazalniki iz preglednice, temveč tudi dodatni relevantni kazalniki in informacije. Od uvedbe nadzora v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji je ekonomsko razlago glavnih kazalnikov dopolnjeval niz pomožnih kazalnikov. Za razliko od glavnih kazalnikov za pomožne kazalnike ni pragov (glej preglednico 2.1).

V skladu z uredbo o postopku v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji mora Komisija redno pregledovati in po potrebi revidirati preglednico postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji. Preglednica je bila od začetka postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji večkrat revidirana. Leta 2012 je bil dodan glavni kazalnik za finančni sektor (skupne obveznosti finančnega sektorja). Leta 2013 je bila revidirana opredelitev vrste glavnih spremenljivk preglednice (realni efektivni devizni tečaj, dolg zasebnega sektorja in kreditni tok), dodani pa so bili tudi nekateri pomožni kazalniki (vključno z nizom socialnih in zaposlitvenih kazalnikov). Leta 2015 so bili dodani glavni zaposlitveni kazalniki. Na splošno so bile spremembe ciljno usmerjene in omejene.

Poročilo o mehanizmu opozarjanja uvaja nekatere spremembe pomožnih kazalnikov, da se bodo lahko izkoristila izboljšanja razpoložljivih statističnih podatkov in zagotovila relevantnost kazalnikov. S temi zadnjimi revizijami niza pomožnih kazalnikov se želi izkoristiti izboljšane statistične podatke o plačilnih bilancah in o bančnem sektorju (zlasti o slabih posojilih) ter prispevati k temu, da preglednica upošteva kazalnike, ki se že na splošno veliko uporabljajo pri analizi poročila o mehanizmu opozarjanja in poglobljenih pregledov. Kot v prejšnjih revizijah preglednice je bilo opravljeno ustrezno posvetovanje z Evropskim parlamentom in Svetom (vključno z njegovimi strokovnimi odbori), Evropski odbor za sistemska tveganja pa je bil o njih obveščen. Te revizije je mogoče povzeti, kot sledi[12]:

- *Neto zunanji dolg* je nadomeščen z *neto stanjem mednarodnih naložb razen instrumentov brez tveganja neplačila* (*NIIP excluding non-defaultable instruments – NENDI*), da bi se pridobila širša slika pozicij do tujine (tako sredstev kot obveznosti), ki vključujejo tveganje neplačila. Novi kazalnik uporablja revidirano metodologijo za statistične podatke o plačilnih bilancah (z BPM5 na BPM6), ki omogoča natančnejšo razčlenitev sredstev in obveznosti do tujine. V primerjavi z neto zunanjim dolgom NENDI: (i) izključuje neto dolgove iz naslova neposrednih tujih naložb znotraj podjetij, ki v nekaterih primerih predstavljajo velik delež čezmejnega dolga, ne da bi pri tem predstavljali tveganje za solventnost; (ii) vključuje delnice vzajemnih skladov, ki so včasih zelo velika postavka in so večinoma krite z obveznicami; in (iii) vključuje neto izvedene finančne instrumente. Z drugega vidika je NENDI 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.
- Kazalnik *nekonsolidiranega finančnega vzvoda finančnega sektorja* iz nacionalnih računov je nadomestil *konsolidirani finančni vzvod v bančnem sektorju, domači in tuji subjekti* iz konsolidiranih bančnih podatkov ECB, ki omogoča bolj jasno ekonomsko razlago, je primerljiv

[12] Več podrobnosti o statističnih opredelitvah novih kazalnikov je na voljo v delovnem dokumentu služb Komisije „Predvidena revizija izbranih pomožnih kazalnikov preglednice postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem“, Tehnična opomba; https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

med državami in dosledno temelji na knjigovodskih vrednostih, tudi kadar zajema samo bančni sektor.

- Dodana sta dva kazalnika, ki se redno uporabljata pri analizi v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji: prvi, *dolg gospodinjstev (konsolidirano)*, ki dopolnjuje glavni kazalnik dolga zasebnega sektorja; in druga, *bruto slaba posojila*, ki zagotavlja dodatne informacije za oceno dolga zasebnega sektorja. Slednja sta se lahko dodala zaradi razpoložljivosti podatkov, primerljivih med državami, v konsolidiranih bančnih statistikah ECB od leta 2015.
- Da bi preglednica ostala relevantna in ustrezno omejena, je skupno število kazalnikov ostalo nespremenjeno pri 28. Dva pomožna kazalnika, ki sta bila prej vključena, sta opuščena: (i) desetletna sprememba nominalnih stroškov dela na enoto (ker se prekriva s podatki o triletni spremembi stroškov dela na enoto med glavnimi kazalniki in podatki o desetletni spremembi stroškov dela na enoto, ki se nanašajo na euroobmočje, ki so prav tako med pomožnimi kazalniki); (ii) nekonsolidirani dolg zasebnega sektorja (ki ga je nadomestil glavni kazalnik konsolidiranega dolga zasebnega sektorja).

2. 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 zajema 14 kazalnikov in okvirnih pragov za področja, kot so zunanji položaj, konkurenčnost, zasebni dolg, stanovanjski trgi, bančni sektor in zaposlovanje. Temelji na dejanskih podatkih dobre statistične kakovosti, da bi zagotovili stabilnost in doslednost podatkov med državami. Zato preglednica, uporabljena v tem poročilu, vključuje podatke do leta 2017. 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[13]. Razlago preglednice dopolnjuje niz pomožnih kazalnikov. V poročilu o mehanizmu opozarjanja so upoštevani tudi novejši podatki in dodatne informacije, spoznanja, ki izhajajo iz okvirov za ocenjevanje, ter ugotovitve v obstoječih poglobljenih pregledih in ustreznih analizah kot tudi napoved služb Komisije iz jeseni 2018.

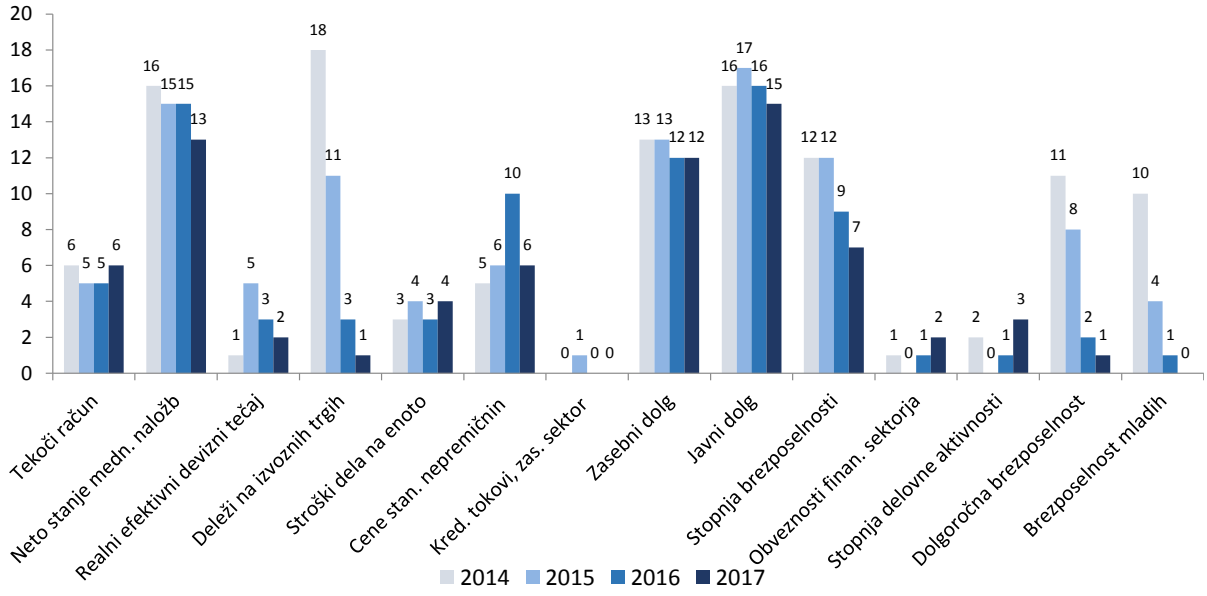
Spremenljivke iz preglednice, ki se nanašajo na leto 2017, kažejo na vztrajna neravnotežja na strani stanj, ki pa se postopno zmanjšujejo. Kar zadeva javni dolg, neto stanje mednarodnih naložb in zasebni dolg, so še naprej pogoste vrednosti nad pragom iz pregleda iz poročila o mehanizmu opozarjanja (graf 1)[14]. Število držav članic, pri katerih so ti trije kazalniki presegali prag, je nekoliko

[13] 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, št. 39.

[14] 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 1, 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 poročilo o mehanizmu opozarjanja za leto 2019 je bil 24. oktober 2018.

pod pogostostjo, zabeleženo v preglednicah iz prejšnjih letih, in potrjuje dolgotrajno naravo teh neravnotežij na strani stanj ter prilagoditev, ki poteka le postopoma. Večina primerov saldov tekočega računa, ki so nad pragom, je v veliki meri povezana z vztrajno velikimi presežki; povečanje števila vrednosti, ki so nad pragom, leta 2017 je posledica večjega števila velikih primanjkljajev. Okrevanje zaposlovanja, ki je trenutno v teku, se odraža v nadaljnjem zmanjšanju števila držav EU z rezultati, ki presegajo prag stopnje brezposelnosti, še več zmanjšanj pa se nanaša na kazalnike brezposelnosti mladih in dolgotrajne brezposelnosti zaradi njihove običajno večje občutljivosti na razmere na trgu dela. Kljub razširjenemu in trdnemu okrevanju cen stanovanjskih nepremičnin po Evropi preglednica kaže, da je število držav članic, ki so presegle prag za rast cen stanovanjskih nepremičnin, manjše, saj so nekatere države, katerih vrednosti so bile nekoliko nad pragom, medtem padle pod prag. Število držav z rastjo stroškov dela na enoto nad pragom je ostalo na splošno stabilno, prag za realni efektivni devizni tečaj pa presega manjše število držav, in to le v primerih, ko je realni devizni tečaj nižji od spodnjega praga. Število držav članic, ki beležijo izgube deležev na izvoznih trgih, ki presegajo prag, se je še dodatno zmanjšalo.

Graf 1: Število držav, pri katerih spremenljivke presegajo prag



Vir: Eurostat.
Opomba: število držav, pri katerih spremenljivke presegajo prag, temelji na podatkih iz pregledov, objavljenih z ustreznimi letnimi poročili o mehanizmu opozarjanja. Morebitne naknadne revizije podatkov lahko pomenijo razliko med številom vrednosti, pri katerih je prag presežen, izračunanem z uporabo najnovejših podatkov glede spremenljivk, in številom, ki je navedeno v zgornjem grafu.

Večina držav EU še naprej beleži tekoče račune, ki so uravnoteženi ali v presežku, v nekaterih državah pa še vedno obstajajo veliki presežki na tekočem računu, ki se v najboljšem primeru zgolj nekoliko zmanjšujejo. Na splošno so bile nedavne spremembe saldov tekočega računa razmeroma omejene (graf 3). Večina velikih in nevzdržnih primanjkljajev na tekočih računih je bila prilagojena že v prvih letih desetletja in se je spremenila v presežke ali uravnotežene položaje, ki so se v zadnjih letih ohranili in pogosto nekoliko izboljšali. Veliki presežki v neto upnicah so na splošno ostali skoraj nespremenjeni ali pa so se celo povečali. Na salde tekočih računov zgolj v omejenem

obsegu vplivajo ciklični dejavniki: razlika med dejanskimi in ciklično prilagojenimi tekočimi računi je na splošno majhna in se še zmanjšuje zaradi zmanjševanja proizvodnih vrzeli (graf 2)[15]. Najnovejši rezultati v zvezi s tekočimi računi v večini držav EU presegajo to, kar je bilo mogoče pričakovati na podlagi gospodarskih temeljev (na primer staranja in relativne višine dohodka na prebivalca)[16]. Vendar so lahko v nekaterih primerih nedavni rezultati še vedno nezadostni za ustrezno hitro zmanjšanje stanja neto zunanjih obveznosti. Na splošno uravnoteženi položaji na tekočih računih v letu 2017 so v manjši meri kot poprej posledica cikličnih pogojev, saj se negativne proizvodne vrzeli v državah članicah zmanjšujejo ali postajajo pozitivne. Zaradi rastočih cen nafte je razvoj energetske bilance skoraj povsod odstopal od skupne bilance, vendar pogosto samo nekoliko (glej preglednico 2.1 v prilogi za podatke o energetski bilanci).

- **Ciper je država članica, ki beleži največji primanjkljaj na tekočem računu, ki je prekoračil prag iz postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji** (na podlagi triletnega povprečja za obdobje do leta 2017). Letni podatki so se v zadnjih letih poslabšali samo za Ciper. Rezultati so **pod tem, kar bi bilo mogoče pričakovati na podlagi temeljev in kar je potrebno za izboljšanje neto stanja mednarodnih naložb z ustrezno hitrostjo**, poslabšanja tekočega računa v letu 2017 pa ni mogoče pojasniti z učinki cikla. Zunaj euroobmočja je pod pragom iz preglednice postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji tekoči račun Združenega kraljestva.
- Leta 2017 je samo **pet drugih držav članic zabeležilo primanjkljaje na tekočem računu**: Finska, Francija, Grčija, Romunija in Slovaška, pri čemer sta samo zadnji dve zabeležili vrednosti, višje od 1 % BDP. **Romunija je zabeležila poslabšanje** primanjkljaja na tekočem računu, za katerega je v videti, da je pod temelji za leto 2017. **Grčija izstopa zaradi velikega prispevka negativne proizvodne vrzeli** za nizek nominalni primanjkljaj tekočega računa; ob upoštevanju cikla se zdi tekoči račun pod ravnjo, potrebno za hitro zmanjšanje neto stanja mednarodnih naložb, in pod standardno ravnjo tekočega računa.
- V **državah z visokimi negativnimi neto stanji mednarodnih naložb**, kot sta Portugalska in Španija, so tekoči računi presegli raven, ki bi se lahko pričakovala na podlagi temeljev, vendar v primeru Portugalske ne dovolj, da bi zagotovili izboljšanje neto stanja mednarodnih naložb z ustrezno hitrostjo. Hrvaška je zabeležila presežek, ki spodbuja zmanjševanje neto stanja

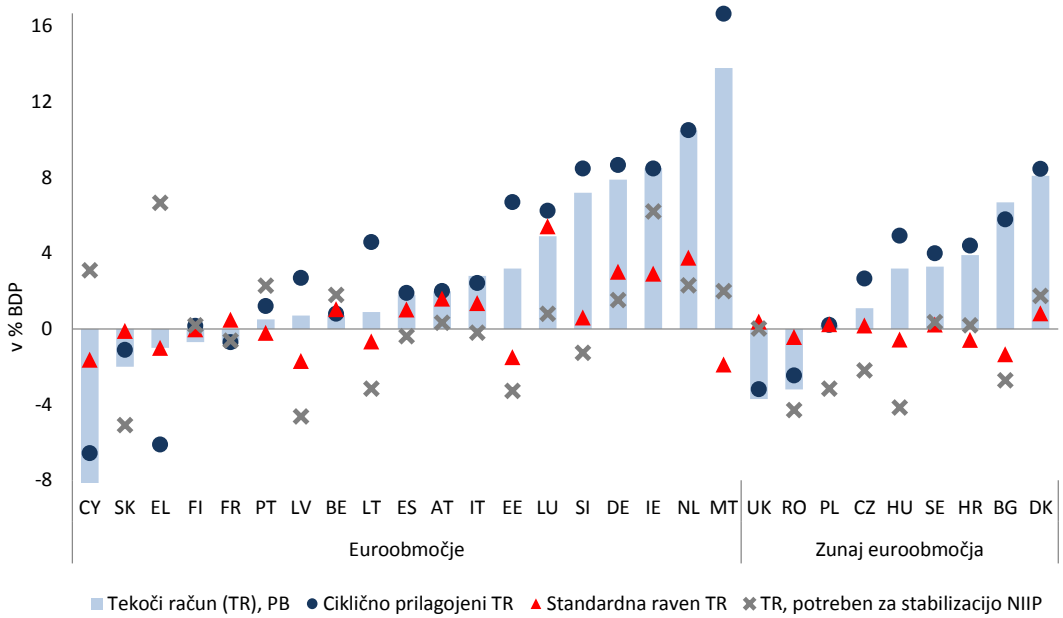
[15] Ciklično prilagojeni saldi tekočih računov upoštevajo učinek cikla, tako da se prilagodijo za domačo proizvodno vrzel in proizvodno vrzel v trgovinskih partnericah, glej M. Salto in A. Turrini (2010), „Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment“, European Economy, Discussion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

[16] 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. Metodologija je sorodna metodologiji „The External Balance Assessment (EBA) Methodology“, S. Phillips et al., 2013, IMF Working Paper, 13/272. 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.

mednarodnih naložb z zadovoljivo hitrostjo. Irska je po nedavnih znatnih popravkih navzdol za nazaj v letu 2017 zabeležila velik presežek na tekočem računu, medtem ko je v letu 2016 še beležila primanjkljaj. V primeru Irske so na podatke o tekočem računu znatno vplivali čezmejni posli, povezani z dejavnostmi multinacionalnih družb.

- **Prag iz preglednice postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji trenutno zaradi presežkov presegajo štiri države EU**. Vrednosti nad pragom se že več let beležijo na Danskem, v Nemčiji in na Nizozemskem, nedavno pa tudi na Malti. Leta 2017 je nemški presežek padel za 0,5 % BDP, presežek Nizozemske pa se je povečal za 2,5 % BDP. V vseh štirih primerih so ti presežki precej **nad tem, kar je mogoče pojasniti s temelji**, vedno za vsaj 5 odstotnih točk BDP. Dinamiko presežkov na Nizozemskem in Malti v veliki meri poganjajo čezmejni posli, povezani z dejavnostmi multinacionalnih družb in mednarodno usmerjenih storitvenih sektorjev, ki vplivajo tako na trgovinske bilance kot na salde dohodkov. Več drugih držav že nekaj let beleži presežke na tekočem računu, čeprav so ti pod pragom, kar velja tudi za velike države euroobmočja, zlasti Italijo (za več informacij o presežku na tekočem računu v euroobmočju glej tudi okvir 2).

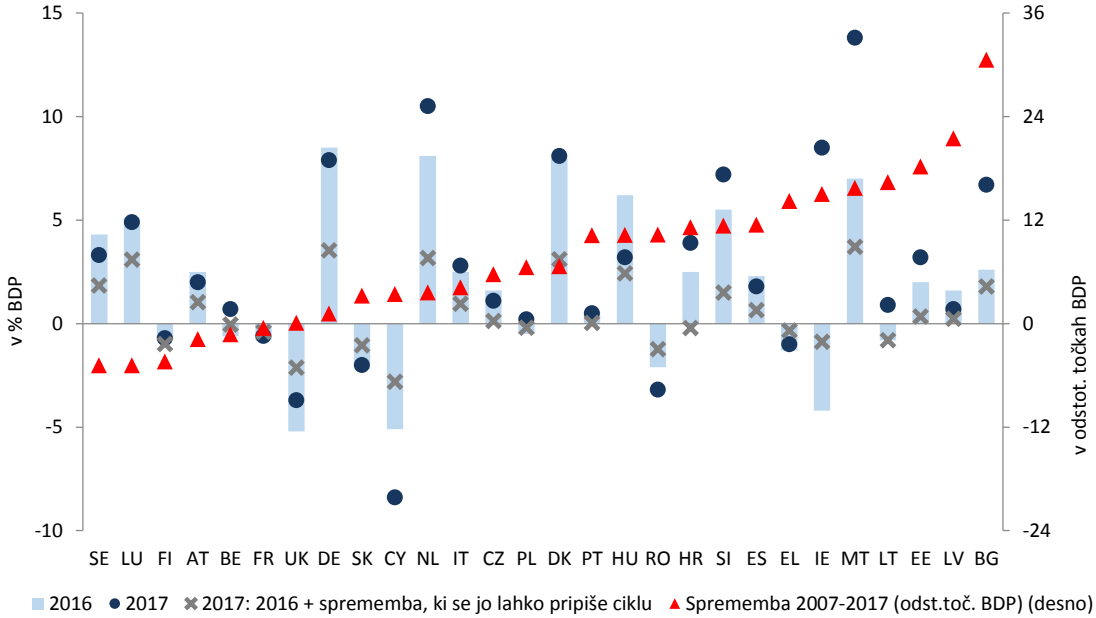
Graf 2: Saldi tekočega računa in referenčne vrednosti v letu 2017



Vir: Eurostat (podatki po BPM6) in izračuni služb Komisije.
Opomba: države so razvrščene glede na saldo tekočega računa v letu 2017. *Ciklično prilagojeni saldi tekočega računa*: glej opombo 15. *Standarde ravni tekočega računa*: glej opombo 16. Referenčna vrednost za *tekoči račun, potreben za stabilizacijo NIIP*, je opredeljena 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[17].

[17] Za metodologije v zvezi z refeferenčnimi vrednostmi za tekoče račune glej L. Coutinho et al. (2018); za previdnostne pragove neto stanja mednarodnih naložb za posamezne države glej opombo **Error! Bookmark not defined.**.

Graf 3: gibanje saldov tekočega računa



Vir: Eurostat in izračuni služb Komisije.
Opomba: države so predstavljene v naraščajočem vrstnem redu glede na spremembo neto stanja mednarodnih naložb kot deleža BDP med letoma 2007 in 2017. Sprememba, ki se lahko pripiše ciklu, se izračuna kot sprememba tekočega računa, ki ni upoštevana v spremembi ciklično prilagojenega salda tekočega računa; glej opombo 15.

Neto stanje mednarodnih naložb se še naprej izboljšuje v skoraj vseh državah članicah, izrazito negativno stanje pa povzroča zaskrbljenost v nekaterih. Neto stanja mednarodnih naložb so v številnih državah članicah EU še vedno zelo negativna (graf 4). V večini držav EU z negativnim neto stanjem mednarodnih naložb stanje zunanjih obveznosti presega neto stanje mednarodnih naložb, ki bi se lahko pričakovalo na podlagi gospodarskih temeljev, medtem ko se zdi, da je le v manjšem številu primerov pod previdnostnim pragom[18]. V nekaterih državah je stanje zunanjih obveznosti veliko tudi, če se izračuna brez upoštevanja manj tveganih finančnih instrumentov (NENDI). Izboljšanje neto stanja mednarodnih naložb se je v letu 2017 nadaljevalo zaradi pogosto pozitivnih rezultatov pri tekočih računih in ponovne nominalne rasti BDP (graf 5). Izboljšanja so bila v glavnem nekoliko manjša kot v prejšnjih letih, učinki vrednotenja pa so pogosto manj prispevali k izboljšanju neto stanja mednarodnih naložb ali pa ga celo nekoliko zmanjšali. Predznak pri spremembah neto stanja mednarodnih naložb in njihov obseg nista bila zelo povezana z začetnim neto stanjem mednarodnih naložb, vendar so neto dolžnice leta 2017 v večini primerov izboljšale ali stabilizirale svoje rezultate.

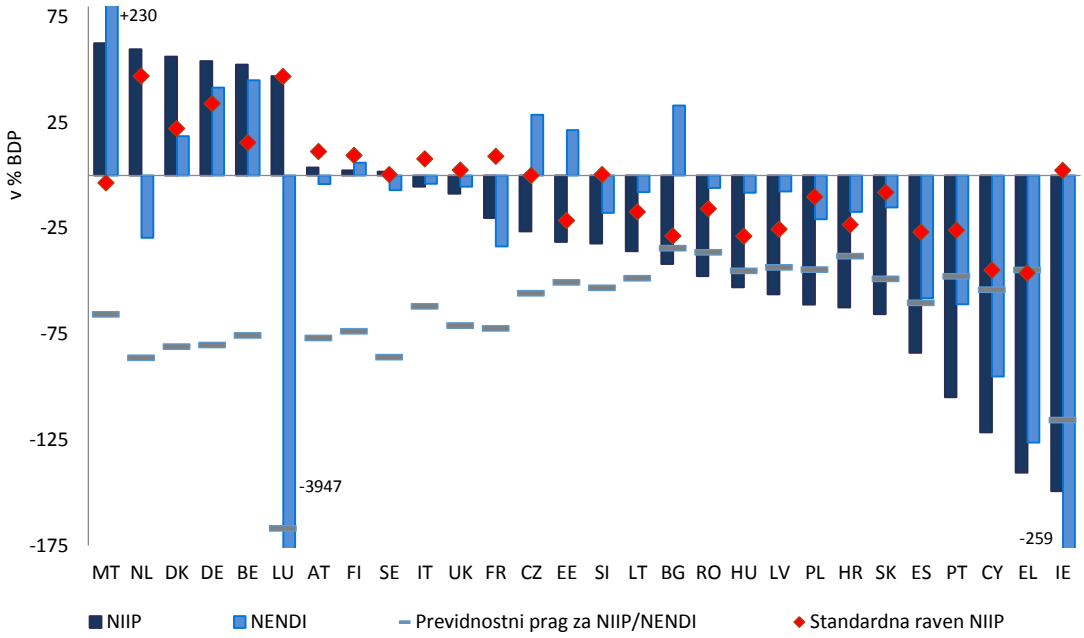
[18] Neto stanje mednarodnih naložb v skladu s temelji se pridobi kot seštevek standardnih ravni tekočega računa v danem obdobju (glej tudi opombo **Error! Bookmark not defined.**). Previdnostni pragovi za neto stanje mednarodnih naložb se določijo z največjim možnim povečanjem moči znakov pri napovedovanju 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, „Benchmarks for Net International Investment Positions“, European Economy, Discussion Paper, v pripravi.

- V letu 2017 **je skoraj polovica držav članic zabeležila neto stanje mednarodnih naložb, ki je bilo slabše od praga iz preglednice** v višini –35 % BDP. Nekatere so še naprej presegale –100 % BDP (Ciper, Grčija, Irska in Portugalska), Španija pa –80 % BDP; tudi Bolgarija, Hrvaška, Madžarska, Latvija, Litva, Poljska, Romunija in Slovaška še vedno zaostajajo za pragom –35 % BDP.
- V državah z **visoko negativnimi neto stanji mednarodnih naložb** so rezultati na splošno **pod referenčnimi vrednostmi za posamezne države**, tako standardnimi ravnmi neto stanja mednarodnih naložb kot previdnostnimi pragovi za neto stanje mednarodnih naložb. To velja za Irsko, Grčijo, Ciper, Portugalsko in tudi Španijo. Grčija je zabeležila manjše poslabšanje neto stanja mednarodnih naložb, na Portugalskem pa je to ostalo nespremenjeno, pri čemer so v obeh primerih učinki vrednotenja v letu 2017 nekoliko zmanjšali neto stanje mednarodnih naložb; vse druge države članice so izboljšale svoje rezultate. Za ta, najbolj negativna neto stanja mednarodnih naložb, je značilen velik **vpliv neto obveznosti za dolg**[19]. Številke za Ciper in Irsko je treba obravnavati tudi ob upoštevanju pomena dejavnosti multinacionalnih družb in mednarodno usmerjenih storitvenih sektorjev za ti dve državi; v Grčiji pa ob upoštevanju velikega zunanjega javnega dolga po zelo ugodnih obrestnih merah.
- V državah s **srednje visokimi negativnimi neto stanji mednarodnih naložb**, ki so še vedno pod pragom –35 % BDP iz preglednice, so neto stanja mednarodnih naložb pogosto pod standardno ravnjo in v nekaterih primerih nekoliko pod previdnostnim pragom. V teh državah ima lastniški kapital velik vpliv na negativno neto stanje mednarodnih naložb, tudi zaradi neto stanj vhodnih neposrednih tujih naložb. V državah z **zmernimi stanji mednarodnih naložb** so neto stanja mednarodnih naložb pogosto nad zadevnimi standardnimi ravnmi, razen pri Franciji in Sloveniji, kjer so pod njimi.
- V večini držav z **velikimi in pozitivnimi neto stanji mednarodnih naložb** so ta stanja nad standardno ravnjo in so se v letu 2017 povečevala zaradi velikih presežkov na tekočih računih. Nizozemska in Danska sta zabeležili neznatno zmanjšanje neto stanja mednarodnih naložb zaradi negativnih učinkov vrednotenja. Malta in Nizozemska sta leto 2017 zaključili z neto stanjem mednarodnih naložb v višini približno 60 % BDP, Belgija, Danska in Nemčija v višini nad 50 %[20].

[19] Kot je razvidno iz spremenljivke NENDI, tj. neto stanja mednarodnih naložb, iz katerega so izključeni instrumenti brez tveganja neplačila. Na drugi strani je pozitivno, da so bila izboljšanja neto stanja mednarodnih naložb v teh državah v letu 2017 večinoma posledica izboljšav NENDI.

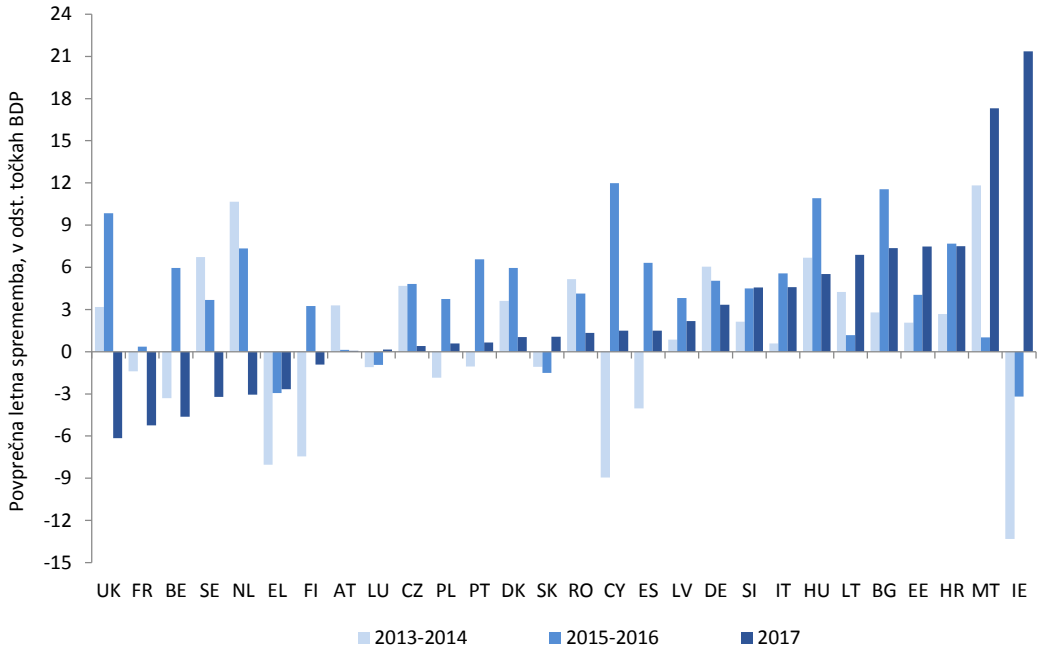
[20] Pomen NENDI se v tej skupini držav precej razlikuje, kar odraža tudi pomen njihovih finančnih središč, kot v Luksemburgu in na Malti, ali obveznosti za zunanji dolg bank in sedežev multinacionalk kot na Nizozemskem.

Graf 4: Neto stanja mednarodnih naložb in referenčne vrednosti za leto 2017



Vir: Eurostat (BPM6 in ESR10), izračuni služb Komisije.
Opomba: države so predstavljene v padajočem vrstnem redu glede na neto stanje mednarodnih naložb kot delež BDP v letu 2017. NENDI je neto stanje mednarodnih naložb, iz katerega so izključeni instrumenti brez tveganja neplačila; za več informacij glej okvir 1. Za pojma standardna raven neto stanja mednarodnih naložb in previdnostni prag za neto stanje mednarodnih naložb glej opombo 18.

Graf 5: Dinamika neto stanj mednarodnih naložb



Vir: Eurostat.

Opomba: države so predstavljene v padajočem vrstnem redu glede na spremembo neto stanja mednarodnih naložb kot deleža BDP v letu 2017.

Razvoj na področju stroškovne konkurenčnosti manj podpira ponovno uravnoteženje. Za vzorce stroškov dela na enoto po krizi je bila značilna razmeroma šibka dinamika v državah, ki so se po odpravi velikih primanjkljajev na tekočem računu soočale z zmanjšanjem povpraševanja. Rast stroškov dela na enoto se je ponovno začela ob gospodarskem okrevanju, vendar je ostala razmeroma šibka kljub vedno manjši ponudbi delovne sile na trgih dela in visokem povpraševanju po njej. Opazen pospešek pri rasti stroškov dela na enoto je bil zabeležen v več državah srednje in vzhodne Evrope: od leta 2012 v Bolgariji in Estoniji, 2013 v Latviji in Litvi ter 2016 na Češkem, na Madžarskem in v Romuniji. V večini držav članic se je rast stroškov dela na enoto v letu 2017 dodatno pospešila zaradi utrditve gospodarske rasti, ki pa je ni spremljalo večje povečanje stroškov dela v velikih neto upnicah. Zato se je ohranila težnja, ki se je začela leta 2016, k vzorcu razvoja stroškovne konkurenčnosti, ki v manjši meri podpira ponovno uravnoteženje (glej tudi okvir 2).

- **Rast stroškov dela na enoto se je v večini držav članic pospešila**. Rast stroškov dela na enoto v zadnjih letih je bila zlasti izrazita v Bolgariji, Estoniji, Latviji in Litvi (graf 6); za vse te države je bil prekoračen prag iz preglednice. V letu 2017 je pospešitev rasti stroškov dela na enoto iz prejšnjih let jasno izstopala v Bolgariji in Romuniji, v manjši meri pa tudi na Češkem, v Luksemburgu in na Slovaškem. Ocene za leto 2018 kažejo na scenarije nadaljevanja dinamike rasti stroškov dela na enoto v številnih od teh držav, pri čemer naj bi se rast opazneje pospešila na Češkem, Madžarskem, v Latviji, Litvi in Romuniji, v Bolgariji pa naj bi se nekoliko umirila, vendar še vedno ostala visoka.

- **Vzorec rasti stroškov dela na enoto med državami na splošno odraža razlike med trgi dela glede ponudbe delovne sile in povpraševanja po njej.** Države, v katerih stroški dela na enoto rastejo najhitreje, so na splošno tiste, ki beležijo nižje stopnje brezposelnosti (graf 8). Za države, ki so v preteklih letih beležile hitro rast BDP, zlasti baltske države in vrsto drugih vzhodnoevropskih držav, je značilna nizka ali zmerna brezposelnost ter visoka stopnja rasti stroškov dela na enoto, medtem ko je dinamika stroškov dela na splošno bolj umirjena v državah z višjo stopnjo brezposelnosti. Tako razmerje se pričakuje na podlagi dinamike Phillipsove krivulje, vendar to velja zgolj deloma, saj nekatere države kažejo znatno stopnjo rasti stroškov dela na enoto, ki presega to, kar bi se pričakovalo glede na razmerje, zlasti baltske države, Bolgarija, Češka, Madžarska in Romunija. Hkrati je rast stroškov dela na enoto v drugih državah (npr. Hrvaška, Finska in Irska) nižja od pričakovane. V prvi skupini držav je lahko močna rast plač povezana tudi s pomanjkanjem delovne sile, povezanim z izseljevanjem, pomanjkanjem znanj in spretnosti ter neskladij med ponudbo znanj in spretnosti ter povpraševanjem po njih[21].

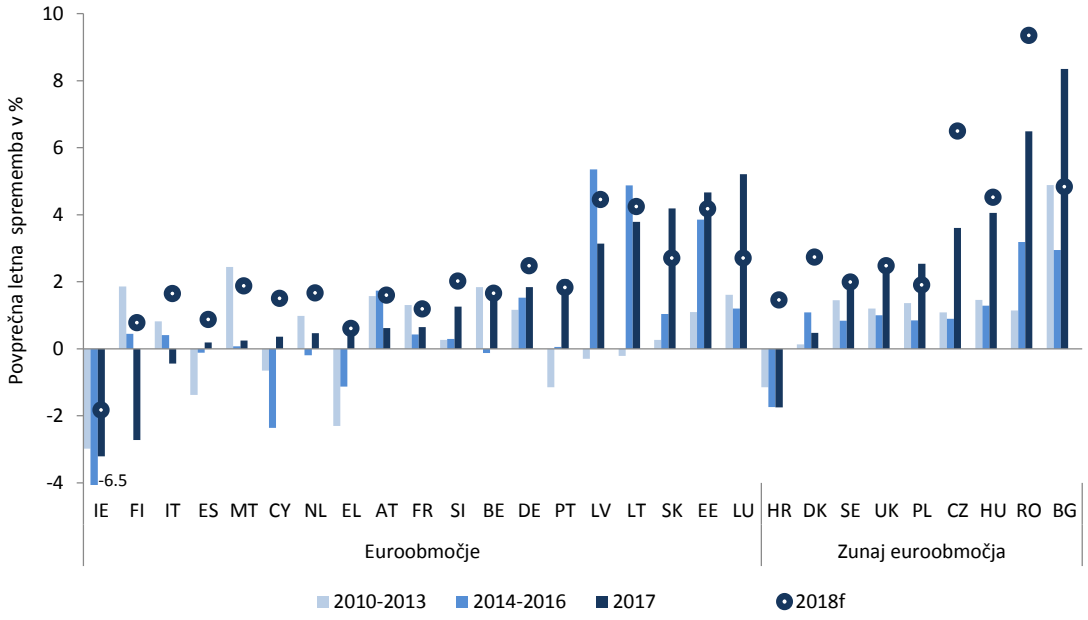
- **Nominalna rast plač je največ prispevala k rasti stroškov dela na enoto, ki je bila zabeležena v letu 2017**. V večini držav članic je k rasti stroškov dela na enoto največ prispevala nominalna rast plač, produktivnost dela pa je imela sorazmerno manjšo vlogo. Produktivnost dela je na splošno prispevala k upočasnitvi rasti stroškov dela na enoto, tako zaradi poglabljanja

[21] Glej npr. Evropska komisija (2018), „Labour markets and wage developments in Europe“, Letni pregled 2018, ter Z. Darvas in I. Gonçalves Raposo (2018), „The ever-rising labour shortages in Europe“, Bruegel Blog Post, 25. januar 2018.

kapitala kot rasti skupne faktorske produktivnosti, medtem ko je zmanjšanje števila opravljenih ur pogosto pomenilo manjšo produktivnost (graf 7).

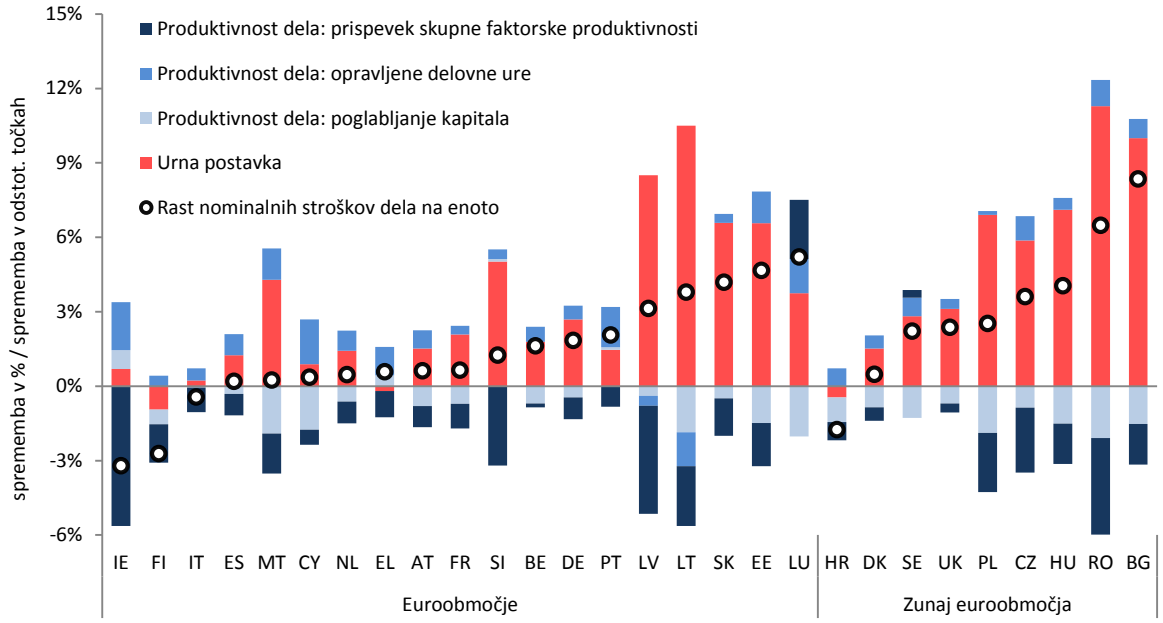
- **Vzorci rasti stroškov dela na enoto so vedno manj povezani s potrebami po zunanjem uravnoteženju.** Medtem ko je bila v kriznem obdobju brezposelnost višja v neto dolžnicah, v katerih je prišlo do preobrata na tekočem računu in posledičnega upada povpraševanja, se stopnje brezposelnosti od začetka gospodarskega okrevanja zbližujejo, kar pomeni, da so vzorci rasti stroškov dela na enoto, ki na splošno odražajo različna stanja v zvezi z nezadostno ponudbo delovne sile na trgih dela, vedno manj povezani s potrebami po zunanjem uravnoteženju. V letu 2017 in kot potrditev že ugotovljenega vzorca v letu 2016 so nekatere neto dolžnice po letih zmanjšanja ali stagnacije ponovno zabeležile rast stroškov dela na enoto, pri čemer je bila pospešitev rasti opaznejša na Cipru, v Grčiji in na Portugalskem. Hkrati pa z delovno silo še vedno podhranjeni trgi dela v neto upnicah še niso privedli do znatne pospešitve rasti plač.

Graf 6: Rast stroškov dela na enoto v zadnjih letih



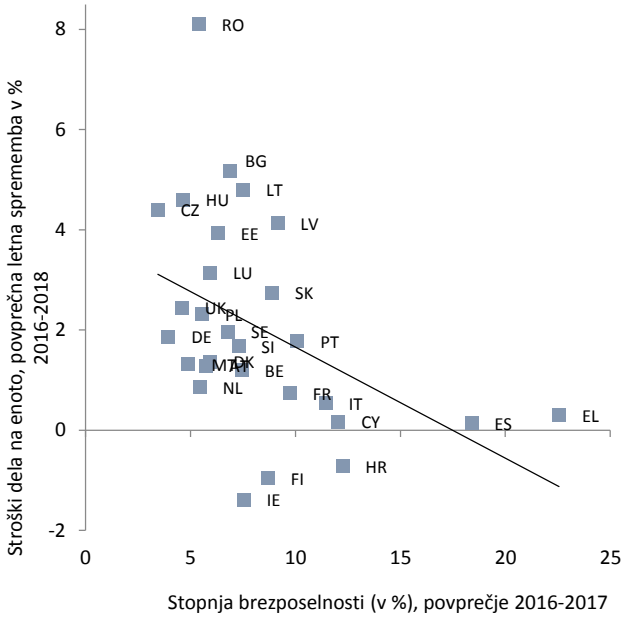
Vir: AMECO; podatki za leto 2018 so vzeti iz gospodarske napovedi Evropske komisije iz jeseni 2018.
Opomba: države so predstavljene v naraščajočem vrstnem redu glede na rast stroškov dela na enoto v letu 2017.

Graf 7: Rast stroškov dela na enoto in njeni gonilni dejavniki, 2017



Vir: AMECO in izračuni služb Komisije.
Opomba: države so predstavljene v naraščajočem vrstnem redu glede na rast stroškov dela na enoto v letu 2017. 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 8: Rast stroškov dela na enoto in stopnja brezposelnosti



Vir: AMECO.

Razvoj cenovne konkurenčnosti, izmerjen na podlagi realnih efektivnih deviznih tečajev (REER), samo delno odraža spremembe stroškovne konkurenčnosti, ki temeljijo na stroških dela na enoto. Razlike v rasti stroškov dela na enoto so povzročile povečanje oziroma zmanjšanje stroškovne konkurenčnosti za države članice EU, kadar se je merila z realnimi efektivnimi deviznimi tečaji na podlagi stroškov dela na enoto, pri katerih se upoštevajo tako spremembe rasti stroškov dela na enoto v primerjavi s konkurenti na domačem trgu in na trgih tretjih držav kot tudi razvoj nominalnih deviznih tečajev (graf 9).

- V zadnjih letih je **večina držav članic euroobmočja zabeležila zmanjšanje realnega efektivnega deviznega tečaja na podlagi stroškov dela na enoto**, kar pomeni, da je bilo primerljivo zmanjšanje stroškov dela zadostno, da je izravnalo efektivno povišanje vrednosti eura od leta 2016. **Nekaj držav članic euroobmočja**, **zlasti baltskih, pa je namesto tega beležilo izgube stroškovne konkurenčnosti**, merjene z realnim efektivnim deviznim tečajem na podlagi stroškov dela na enoto. Med državami, ki niso v euroobmočju, so bile spremembe realnega efektivnega deviznega tečaja na podlagi stroškov dela na enoto večinoma povezane z nihanji nominalnih deviznih tečajev, merjenih z nominalnimi efektivnimi deviznimi tečaji (NEER). Znižanje vrednosti valut je pomenilo povečanje konkurenčnosti na Poljskem, v Romuniji, na Švedskem in v Združenem kraljestvu; povišanja vrednosti valut so imele največ posledic za Bolgarijo in Češko. V zadnjih letih so bila povečanja stroškovne konkurenčnosti, merjena s spremembami realnega efektivnega deviznega tečaja na podlagi stroškov dela na enoto, na splošno večja v neto dolžnicah. Dejstva so skladna z zgoraj opisanim glede dinamike stroškov dela na enoto.

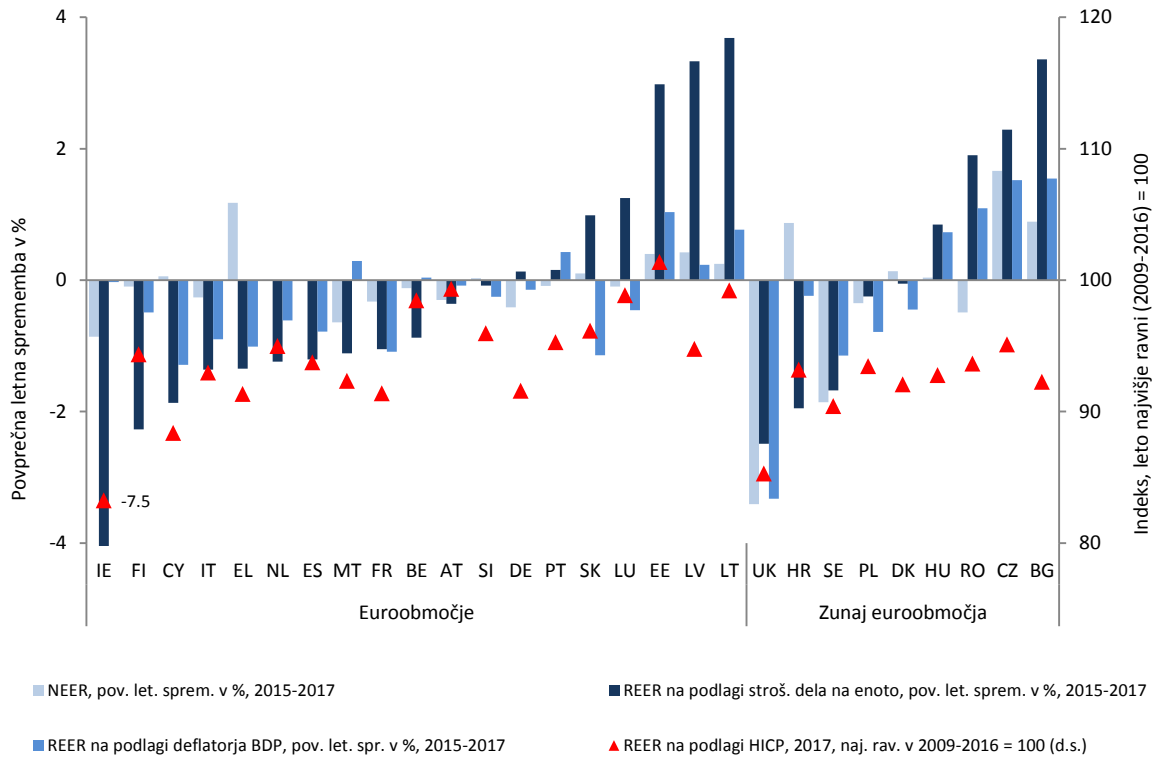
- **Dinamika cenovne konkurenčnosti**, merjena z realnim efektivnim deviznim tečajem na podlagi deflatorja BDP, **je bila bolj umirjena od dinamike stroškovne konkurenčnosti**, merjene v skladu z realnim efektivnim deviznim tečajem na podlagi stroškov dela na enoto. To pomeni, da je del spremembe stroškov dela na enoto vplival na marže, namesto da bi se odrazil v cenah (graf 9). Podatki kažejo, da je bilo **nižanje marž** še zlasti izrazito v državah, ki beležijo velike izgube stroškovne konkurenčnosti, zlasti v baltskih državah, Bolgariji in Romuniji[22].

- V številnih državah so se zelo zmerne ali **negativne stopnje inflacije cen življenjskih potrebščin** izrazile v velikih **povečanjih konkurenčnosti**, kot je bila izmerjena z realnim efektivnim deviznim tečajem na podlagi harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin. Dve državi, Ciper in Irska, sta bili leta 2017 celo pod spodnjim pragom iz preglednice. V večini držav je **trenutni položaj na področju konkurenčnosti ugodnejši kot pred krizo, saj je stopnja realnega efektivnega deviznega tečaja na podlagi harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin** pod vrednostjo, ki je bila zabeležena pri prejšnjih najvišjih ravneh. Realno znižanje vrednosti valut je v večini primerov sovpadalo z zmanjšanjem relativne cene nemenjalnega blaga in povečanim deležem menjalnega blaga v gospodarstvu, kar je povečalo

[22] 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.

možnosti za dinamiko rasti na podlagi izvoza. Vendar so v nekaj državah, zlasti v Avstriji, Estoniji in Litvi, trenutne vrednosti realnega efektivnega deviznega tečaja na podlagi harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin blizu ali nad prejšnjimi najvišjimi ravnmi.

Graf 9: Nominalni in realni efektivni devizni tečaji (NEER in REER)



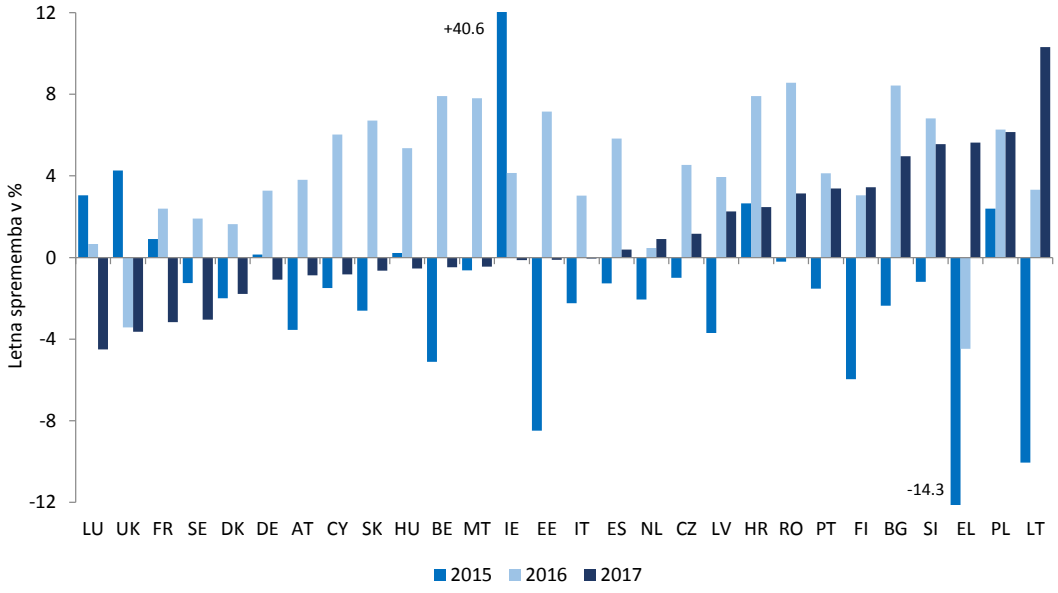
Vir: AMECO.

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 2015 in 2017. Realni efektivni devizni tečaj na podlagi stroškov dela na enoto in deflatorja BDP ter nominalni efektivni devizni tečaj sta izračunana glede na 37 trgovinskih partneric; realni efektivni devizni tečaj na podlagi harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin je izračunan glede na 42 trgovinskih partneric, kot v preglednici iz poročila o mehanizmu opozarjanja.

Večina držav članic EU beleži povečanja deležev na izvoznih trgih, vendar ta postajajo manj izrazita. Skupna sprememba deleža na izvoznih trgih v zadnjih 5 letih, zabeležena v letu 2017, kaže pozitivne vrednosti v večini držav članic EU in samo v eni državi (Grčiji) so izgube deležev na izvoznih trgih presegle prag iz preglednice. Novejši podatki kažejo drugačno sliko, pri čemer povečanja deležev še vedno prevladujejo, vendar v letu 2017 postajajo zmernejša zaradi povišanja vrednosti eura in manj ugodne dinamike cen blaga. Medtem ko je izvozna aktivnost držav EU v letu 2017 še naprej okrevala, se je hkrati rast izvoza drugih gospodarstev leta 2017 približala tisti v EU, pri čemer se je pospešila glede na prejšnja leta[23].

- Ta zadnji, na splošno pozitiven trend pri deležih na izvoznih trgih za EU so podprli ponovno povečanje povpraševanja po izvozu znotraj EU in povečanje konkurenčnosti, kot je bilo opisano zgoraj. **Povečanja tržnih deležev so bila na splošno nekoliko bolj izrazita v neto dolžnicah ter v srednje- in nekaterih vzhodnoevropskih državah**, kar pomeni, da je močnejše povečanje konkurenčnosti v teh državah pomenilo tudi prednost pri prodiranju na izvozne trge.
- Novejši podatki o letnih spremembah tržnih deležev kažejo na povečanje v letu 2016, ki mu sledijo na splošno bolj zmerni rezultati za leto 2017 (graf 10). **Povečanja so v letu 2017 umirila v skoraj vseh državah članicah EU**, močnejša povečanja pa so bila zabeležena v Grčiji in Litvi, kar kaže na odpravljanje prejšnjih velikih izgub.

Graf 10: Spremembe deležev na izvoznih trgih, zadnja leta;



Vir: Eurostat, izračuni služb Komisije.
Opomba: države so predstavljene v naraščajočem vrstnem redu glede na letne spremembe deležev na izvoznih trgih v letu 2017.

[23] Glej jesensko napoved Evropske komisije iz leta 2018 in MDS (2018), World Economic Outlook, oktober 2018. Glej tudi preglednico 2.1 v Prilogi za izvozne rezultate glede na razvita gospodarstva.

Okvir 2: Razsežnost euroobmočja pri makroekonomskih neravnotežjih

Tekoči račun euroobmočja se je stabiliziral na zelo visokih ravneh. Saldo tekočega računa euroobmočja se je po krizi leta 2008 do leta 2016 vidno povečal. Od takrat se je njegova vrednost v letih 2016 in 2017 na podlagi statističnih podatkov o plačilni bilanci ustalila na približno 3,2 % BDP[24]. Presežek na tekočem računu euroobmočja je še vedno največji na svetu in po ocenah presega vrednost, ki bi jo pričakovali na podlagi gospodarskih temeljev (približno 1,5 % BDP euroobmočja)[25]. Ob nespremenjenih politikah naj bi se presežek na tekočem računu euroobmočja glede na jesensko napoved Evropske komisije iz leta 2018 do leta 2020 nekoliko znižal[26]. Dejavniki, ki bi lahko prispevali k zmanjšanju presežka, vključujejo relativno oslabitev cikličnih pogojev na drugih območjih svetovnega gospodarstva, uresničenje učinkov omejevalnih trgovinskih politik in nedavnega efektivnega povišanja vrednosti eura, možno nadaljnje povečevanje vrednosti eura (med drugim zaradi pritiskov trga navzgor, ki so posledica stalnega velikega zunanjega presežka) ali podaljšanje trenutnega trenda višanja cen nafte.

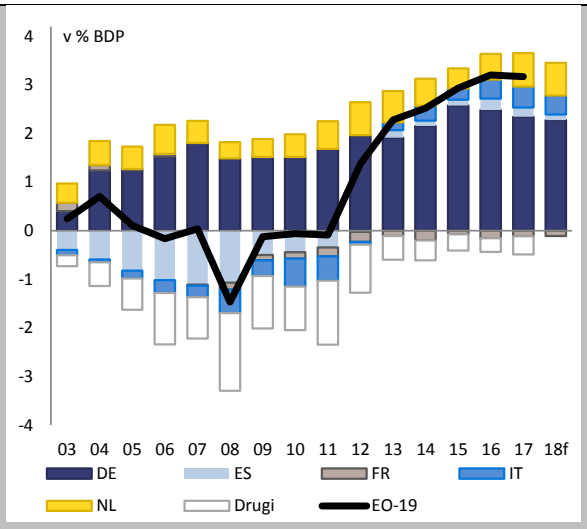
Graf B.1: Razvoj tekočega računa euroobmočja: razčlenitev po državah

Graf B.2: Razvoj tekočega računa euroobmočja: razčlenitev po postavkah

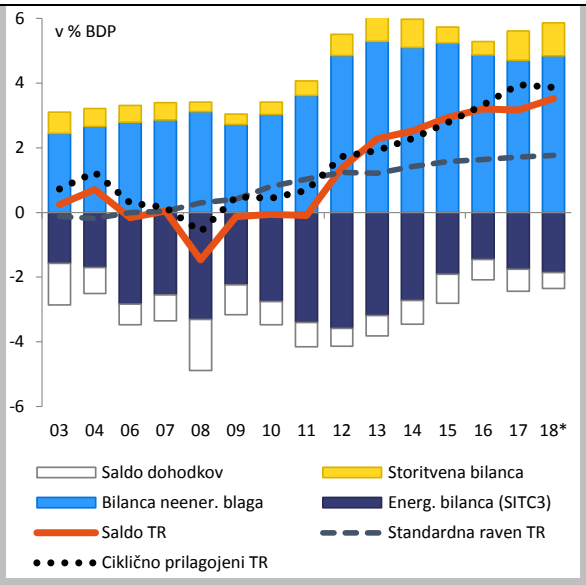
[24] Podatki o saldu tekočega računa euroobmočja, ki temeljijo na plačilnobilančnih podatkih, so bili nedavno popravljeni nekoliko navzdol, in trenutno kažejo presežek, ki je nižji za okrog 0,3 oziroma 0,1 odstotne točke BDP za leto 2015 oziroma 2016 glede na podatke, ki so bili na voljo pred enim letom. Saldo tekočega računa euroobmočja kot celote naproti preostalemu svetu je tako leta 2016 kot 2017 znašal 3,2 % BDP glede na podatke iz plačilne bilance in nacionalnih računov. Vendar znaša vsota tekočih računov posameznih držav članic 3,5 % oziroma 4 % BDP euroobmočja za leto 2016 oziroma 2017. Odstopanja med vrednostjo za euroobmočje kot celoto in vsoto saldov tekočih računov posameznih držav članic so posledica prilagoditev za asimetrije sporočenih podatkov držav članic.

[25] Za metodologijo za izračun saldov tekočih računov v skladu s temelji (standardna raven tekočega računa) glej opombo **Error! Bookmark not defined.** in sklice v njej. MDS (External Sector Report 2018) prav tako ocenjuje, da bi morala biti standardna raven salda tekočega računa euroobmočja približno 1,5 % BDP.

[26] Napoved na podlagi podatkov o nacionalnih računih.



Vir: AMECO, podatki o plačilni bilanci.



Vir: Eurostat, podatki o plačilni bilanci.
Opomba: „18*“ se nanaša na drsečo sredino podatkov za štiri četrtletja do 2. četrtletja leta 2018.

Nastanek presežka euroobmočja odraža popravek tekočih računov, ki so bili prej v primanjkljaju, skupaj z nadaljnjim obstojem velikih presežkov. Saldo tekočega računa euroobmočja je bilo pred letom 2008 večinoma uravnotežen, nato je v tistem letu zabeležil primanjkljaj zaradi velikega upada svetovnega povpraševanja po izvozu in po finančni krizi leta 2008 prešel v presežek, in sicer predvsem zaradi hitrega zmanjšanja velikih primanjkljajev po preobratu zasebnih čezmejnih finančnih tokov (graf B.1). Presežek se je dodatno povečal po letu 2011 zaradi širitve dolžniške krize v Španijo in Italijo ter posledičnim upadom domačega povpraševanja, ki je prispeval k temu, da se je saldo tekočega računa teh dveh držav prevesil v presežek. Od leta 2011 se je postopoma povečeval tudi velik presežek tekočega računa Nemčije. Trenutno je presežek na tekočem računu euroobmočja predvsem posledica velikih presežkov v Nemčiji in na Nizozemskem, katerih skupni zunanji položaj predstavlja večino presežka euroobmočja (graf B.1). Od leta 2016 postopno zmanjševanje presežka na tekočem računu Nemčije prispeva k stabilizaciji presežka, ki ga je zabeležilo euroobmočje.

Nedavni razvoj tekočega računa euroobmočja je bil povezan predvsem z energetsko bilanco, saldom prihodkov in storitveno bilanco. V bilanci neenergetskega blaga je bilo v obdobju po finančni krizi zabeleženo izboljšanje, kar odraža relativno šibek ciklični položaj euroobmočja v primerjavi z drugimi svetovnimi območji in predstavlja večino izboljšanja tekočega računa (graf B.2). V istem obdobju je ciklično prilagojeni saldo tekočega računa euroobmočja dosledno beležil manjše izboljšanje. Z letom 2013 se je ob okrevanju rasti BDP v euroobmočju presežek blagovne bilance stabiliziral in se začel zelo rahlo zmanjševati zaradi solidnih izvoznih rezultatov v smislu vrednosti in obsega v primerjavi z drugimi razvitimi gospodarstvi[27]. Gibanje energetske bilance po krizi je bilo v

[27] Glej npr. ECB, Economic Bulletin, številka 05/2018, okvir 2.

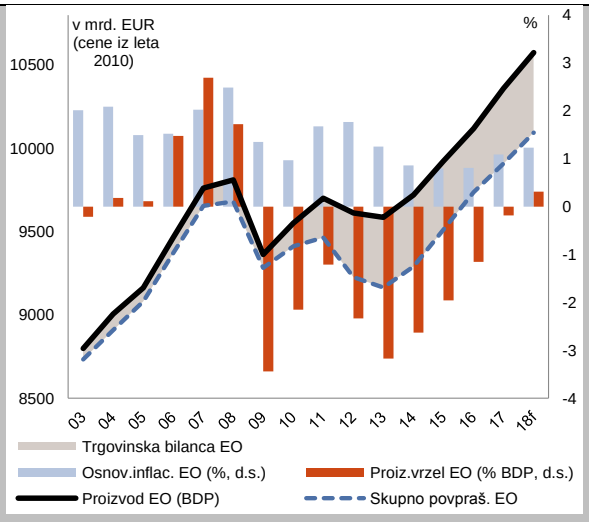
glavnem posledica sprememb cen nafte. Po velikem padcu v letu 2008 so si cene nafte med letoma 2009 in 2011 opomogle ter ponovno padle med letoma 2014 in 2016, kar je prispevalo k spremembam v nasprotni smeri v energetski bilanci euroobmočja. Okrevanje cen nafte, ki se je začelo sredi leta 2016, je vzrok za poslabšanje energetske bilance, zabeleženo od takrat[28]. Negativni prispevek energetske bilance k presežku euroobmočja od leta 2016 se je izravnal z izboljšanjem storitvene bilance. Saldo dohodkov kljub izboljšanju salda dohodkov iz kapitala, povezanega s pozitivnim in rastočim neto stanjem mednarodnih naložb na skupni ravni euroobmočja, ostaja negativen in se je leta 2017 zaradi dinamike, zabeležene pri neto dohodkih podjetij, poslabšal.

Gibanje presežka euroobmočja je povezano z domačim povpraševanjem, ki zaostaja za gospodarsko aktivnostjo in trajnim povpraševanjem po izvozu, ki temelji na podpornem globalnem povpraševanju po evropskem blagu in storitvah ter boljšem konkurenčnem položaju. Razlika med skupnim dohodkom in porabo, ki ustreza neto izvozu, se je širila od začetka finančne krize leta 2008 do leta 2016 (glej graf B.3). Na začetku krize je oslabljena dinamika povpraševanja odražala obsežen proces razdolževanja v zasebnem sektorju, zlasti v neto dolžnicah, ki so se soočale z nenadno zaustavitvijo pritokov na tekočem računu, medtem ko je večje neto zadolževanje sektorja država pomagalo ublažiti učinek krize na dohodke (graf B.4). Po poslabšanju dolžniške krize v euroobmočju leta 2011 se je razdolževanje začelo tudi v sektorju država, ki je od takrat najbolj prispeval k povečanju skupnega neto stanja posojil euroobmočja. Obseg neto posojil za sektor gospodinjstev je trenutno dvakrat večji v primerjavi z obdobjem pred krizo, medtem ko nefinančne družbe, ki običajno beležijo potrebe po neto izposojanju, od leta 2013 izkazujejo pozitivno neto stanje posojil. Neto stanje posojil držav ostaja negativno in je šele pred kratkim doseglo ravni, skladne z zmanjšanjem deležev javnega dolga v večini držav euroobmočja. Kljub aktivnemu razdolževanju je dolgotrajna stagnacija nominalnega BDP po krizi povzročila, da je delež dolga v BDP ostal na zgodovinsko visokih ravneh za gospodinjstva, gospodarske družbe in vlade v številnih državah euroobmočja. Razdolževanje trenutno poteka v ugodnih gospodarskih razmerah.

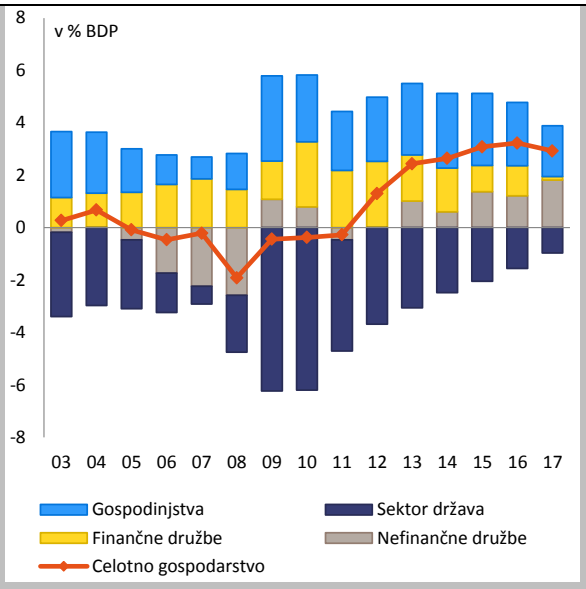
Graf B.3: Proizvod, domače povpraševanje, neto izvoz in osnovna inflacija v euroobmočju

Graf B.4: Neto izposojanje/neto posojanje v euroobmočju po sektorjih

[28] Pri ocenjevanju obetov glede energetske bilance bi bilo treba upoštevati tudi postopno strukturno izboljšanje energetske bilance euroobmočja ob dani ravni cen nafte, ki je povezano z manjšim deležem energijsko intenzivnih dejavnosti in povečano energijsko učinkovitostjo proizvodnih procesov. Glej npr. IAE (2018), „Energy Efficiency 2017“, Mednarodna agencija za energijo.



Vir: AMECO.



Vir: Eurostat.

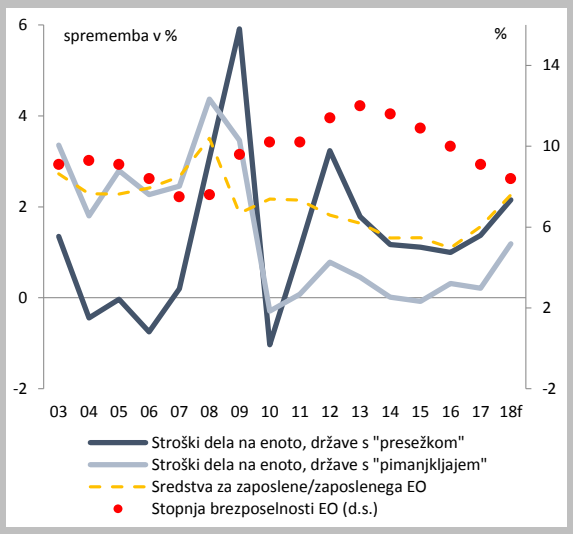
Še vedno ostajajo izzivi, ki so povezani z vztrajnostjo neravnotežij na strani stanj, trajnostjo trenutne gospodarske rasti in omejenim manevrskim prostorom za ublažitev negativnih šokov v državah z visokim dolgom. Po skoraj desetletju šibke dinamike domače povpraševanje v euroobmočju okreva, proizvodna vrzel postaja pozitivna, inflacija pa naj bi se postopoma približala cilju monetarnih organov (graf B.3). Trenutna rast podpira odpravo neravnotežij na strani stanj, vendar se bo treba v prihodnje soočiti še z veliko izzivi. Prvič, negotovo je, kako trajna je trenutna rast, saj pogoji za zagotavljanje vzdržne rasti niso povsod izpolnjeni, zlasti zaradi vztrajnih naložbenih vrzeli, nezadostnih okvirnih pogojev za spodbujanje rasti produktivnosti in neizkoriščenega potenciala človeškega kapitala[29]. Drugič, ponovno uravnoteženje v euroobmočju je še vedno nepopolno. Za države, ki so imele v preteklosti visoke primanjkljaje, je še vedno značilno visoko negativno neto stanje mednarodnih naložb, skupaj z velikim zasebnim ali javnim dolgom, ki predstavlja tveganja. Poleg tega so države, ki jih obremenjuje visok dolg, na splošno tudi tiste, ki se lahko razmeroma manj zanašajo na rast potencialnega proizvoda za zmanjšanje deleža dolga, kar pomeni, da bodo možnosti za uporabo zasebnih in javnih prihrankov za ublažitev negativnih šokov za gospodarsko rast verjetno omejene (graf B.6).

Simetrično uravnoteženje v euroobmočju bi pripomoglo k obnovitvi trajnostne rasti ob hkratnem zagotavljanju makroekonomske stabilnosti v prihodnosti. Potrebna je ustrezna kombinacija politik za zagotovitev, da bo rast v prihodnje vzdržna in skladna z makroekonomsko stabilnostjo. V neto dolžnicah je za zmanjšanje velikega obsega tujih in domačih dolgov treba ohraniti preudarne salde tekočih računov in zagotoviti ustrezno hitrost zmanjševanja dolgov ob ohranjanju cilja povečanja potenciala za rast z ustreznimi naložbami in reformami in preprečevanju tveganja

[29] Glej Evropska komisija, Letni pregled rasti za leto 2019, ter B. Pierluigi in D. Sondermann (2018), „Macroeconomic imbalances in the euro area: where do we stand?“ ECB Occasional Paper št. 211/2018.

prociklične zaostritve v času slabih gospodarskih razmer. Povečanje obetov glede produktivnosti je zlasti potrebno v neto dolžnicah, v katerih je treba zagotoviti vzdržnost dolgov in tak razvoj relativne konkurenčnosti, ki bolj podpira ponovno uravnoteženje, saj se je naraščanje relativne konkurenčnosti neto dolžnic, ki se je začelo leta 2012, nedavno začelo umirjati (graf B.5). Na drugi strani bi politike za spodbujanje naložb in obravnavanje stagniranja plač pomagale pri odpravljanju vztrajno velikih presežkov v neto upnicah, hkrati pa prispevale k podpiranju potenciala za rast in k temu, da bodo obeti za rast manj odvisni od tujega povpraševanja.

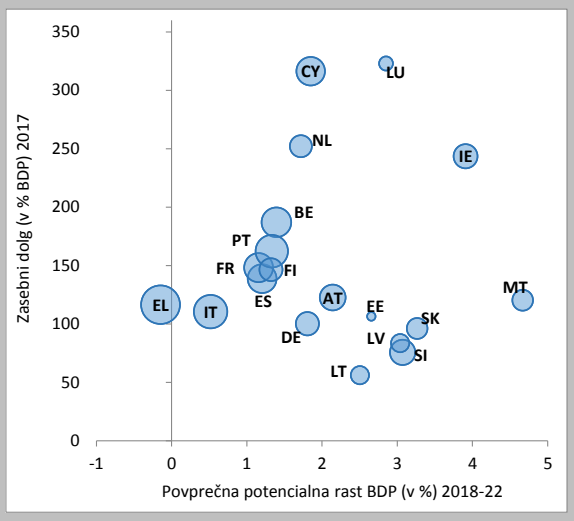
Graf B.5: Ponovno uravnoteženje v euroobmočju (gibanje brezposelnosti, plač in stroškov dela na enoto)



Vir: AMECO.

Opomba: države s „presežkom“ so Avstrija, Belgija, Finska, Nemčija, Luksemburg in Nizozemska; vse druge trenutne članice euroobmočja veljajo za države s „primanjkljajem“.

Graf B.6: Dolg in obeti za potencialno rast v državah euroobmočja



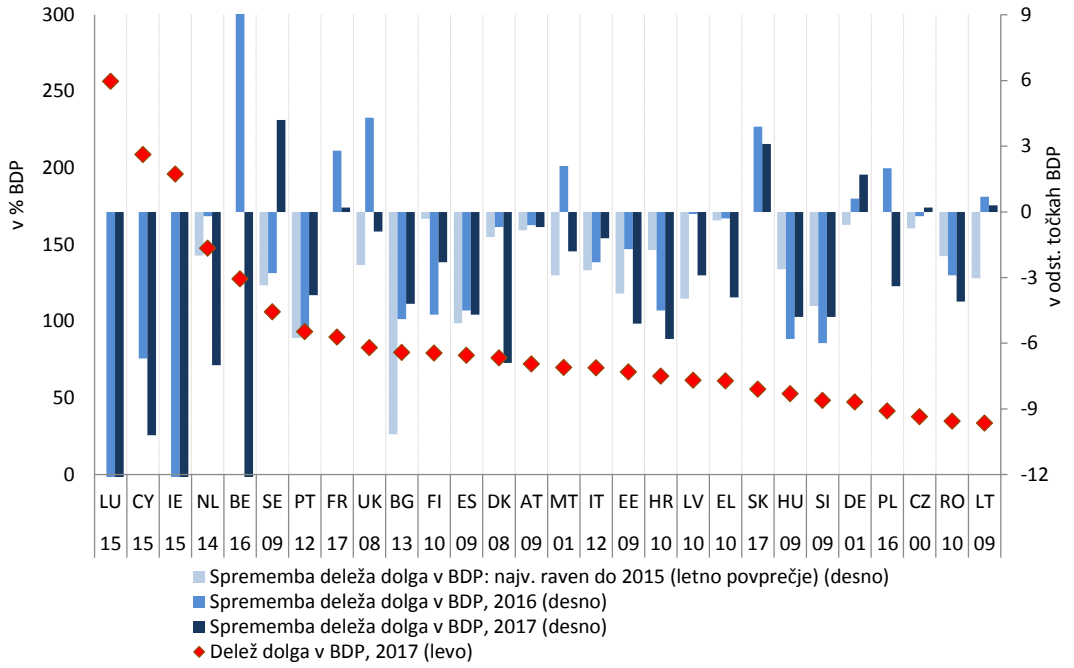
Vir: AMECO.

Opomba: velikost mehurčkov predstavlja vrednost javnega dolga (v % BDP) v letu 2017.

Deleži dolga zasebnega sektorja postopoma padajo, vendar so še vedno visoki v vrsti držav članic. Dvanajst držav članic je v letu 2017 preseglo prag iz preglednice glede zasebnega dolga, in sicer iste države kot v lanskem poročilu o mehanizmu opozarjanja. Deleži zasebnega dolga so največji na Cipru, Irskem, v Luksemburgu in na Nizozemskem, čeprav na njihove podatke vplivajo čezmejne transakcije, povezane z dejavnostmi multinacionalnih družb. Izrazito visoke ravni zasebnega dolga so zabeležene tudi v Belgiji, na Danskem, Portugalskem, Švedskem in v Združenem kraljestvu, pri čemer zasebni dolg presega 160 % BDP. Relativni prispevek gospodinjstev in nefinančnih družb k visokim stopnjam zasebnega dolga se med državami članicami razlikuje. V Belgiji, na Irskem in v Luksemburgu se lahko visok delež skupnega zasebnega dolga pripiše predvsem zadolženosti nefinančnih družb. Nasprotno pa je na Danskem in v Združenem kraljestvu za velik delež zasebnega dolga odgovoren sektor gospodinjstev. Ciper, Nizozemska, Švedska in Portugalska imajo razmeroma visoke stopnje dolga tako v podjetniškem sektorju kot tudi pri gospodinjstvih. Razlike v dolgu med državami se lahko v veliki meri pojasnijo z razlikami v temeljnih dejavnikih, ki upravičujejo akumulacijo dolga, vključno z obeti za rast in naložbe, ter finančnim razvojem. Pri oceni ravni dolga bi bilo zato treba upoštevati te dejavnike, pa tudi druge elemente, ki vplivajo na tveganja, ki jih predstavljajo visoki dolgovi z vidika prihodnosti[30].

[30] 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). Prvo merilo omogoča oceno zasebnega dolga glede na vrednosti, ki se lahko pojasnijo na podlagi gospodarskih temeljev. Drugo merilo je sestavljeno iz previdnostnih pragov, ki temeljijo na največjem možnem povečanju moči znakov pri napovedovanju bančnih kriz in vključujejo informacije o kapitalizaciji bank, javnem dolgu in ravni gospodarske razvitosti za posamezne države. V večini držav članic EU deleži zasebnega dolga v razmerju do BDP, ki presegajo prag iz preglednice stanja iz poročila o mehanizmu opozarjanja, presegajo tudi obe referenčni merili za posamezne države.

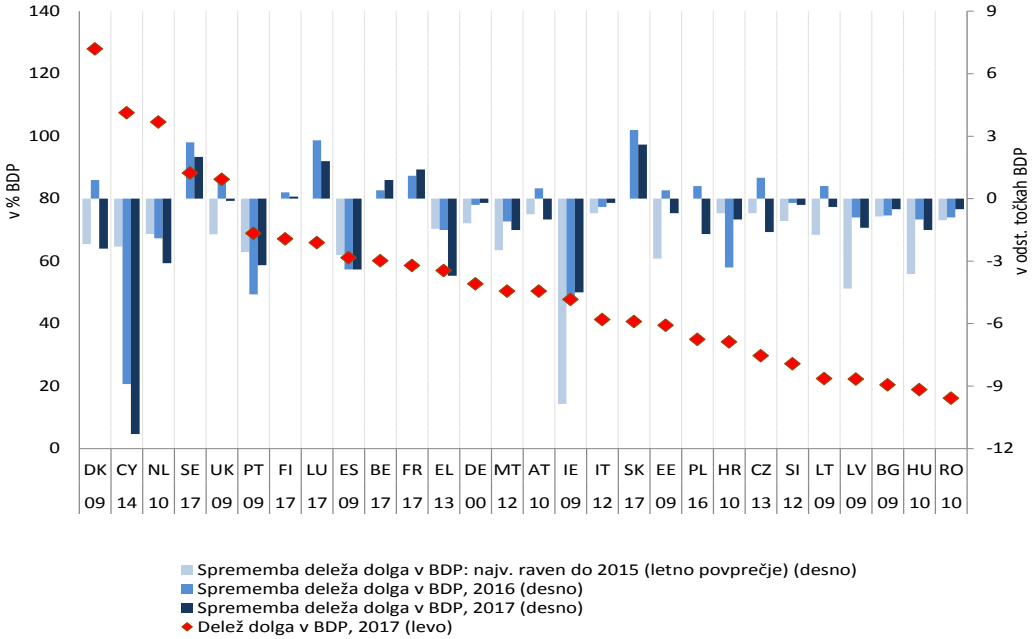
Graf 11: Potek razdolževanja nefinančnih družb



Vir: Konsolidirani letni sektorski računi Eurostata, izračuni služb Komisije.

Opomba: države so predstavljene v padajočem vrstnem redu glede na delež dolga v BDP v letu 2017. Številke pod oznakami držav označujejo leto z najvišjo ravnjo. Povečanje do najvišje ravni je bilo izračunano glede na začetno leto, ki ni bilo leto 2000, za Hrvaško in Irsko (2001) ter Ciper (2006). Prikazi za LU, IE, BE so bili skrajšani, da ustrezajo merilu.

Graf 12: Potek razdolževanja gospodinjstev

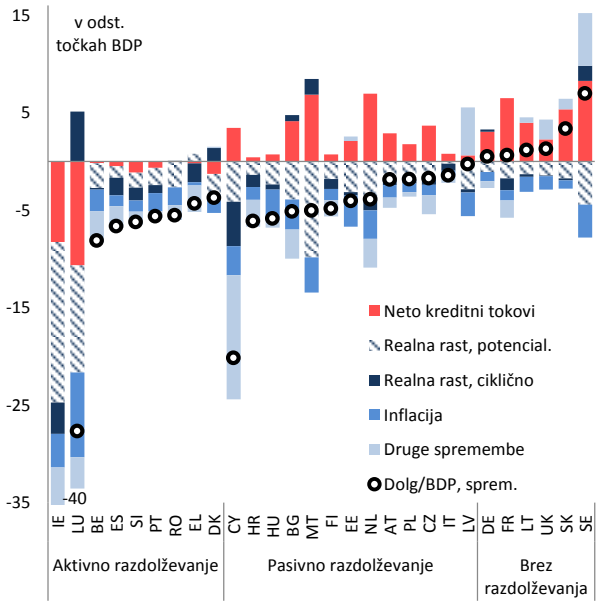


Vir: Konsolidirani letni sektorski računi Eurostata, izračuni služb Komisije.
Opomba: države so predstavljene v padajočem vrstnem redu glede na delež dolga v BDP v letu 2017. Številke pod oznakami držav označujejo leto z najvišjo ravnjo. Povečanje do najvišje ravni je bilo izračunano glede na začetno leto, ki ni bilo leto 2000, za Hrvaško in Irsko (2001).

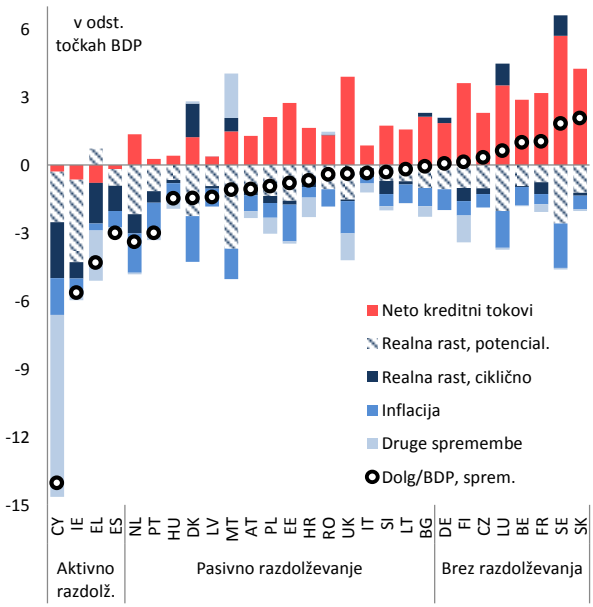
Deleži zasebnega dolga v BDP se zmanjšujejo z najvišje dosežene ravni v večini držav članic, in sicer s hitrostjo, ki ni vedno v skladu s potrebami po razdolževanju. Razdolževanje se je začelo najprej v nefinančnih družbah in je bilo hitrejše v primerjavi s tistim v sektorju gospodinjstev zaradi bolj negativnih neto kreditnih tokov v podjetniškem sektorju in zaradi močnejšega učinka nominalne rasti pri zmanjšanju deleža dolga v BDP glede na večji obseg deleža dolga podjetij v primerjavi z gospodinjstvi.

- V številnih državah so **nefinančne družbe** uspele približno vsaj za polovico zmanjšati delež dolga v BDP, ki se je nakopičil med letom 2000 in letom, v katerem je dosegel najvišjo raven (Hrvaška, Danska, Estonija, Madžarska, Italija, Latvija, Litva, Portugalska, Romunija, Slovenija, Španija, Švedska in Združeno kraljestvo). Vendar hitrost razdolževanja ni bila vedno skladna s potrebami po razdolževanju, saj je bilo v štirih državah z nekaterimi najvišjimi deleži podjetniškega dolga (Luksemburg, Irska, Ciper, Nizozemska in Belgija) razdolževanje podjetij skromno glede na zadolženost, medtem ko se je delež dolga nefinančnih družb v Franciji še naprej povečeval (graf 11).
- Delež zadolženosti **gospodinjstev** se je v zadnjih dveh letih zmanjšal v treh državah članicah, kjer so gospodinjstva najbolj zadolžena (Ciper, Danska in Nizozemska), pa tudi v drugih državah z visokim dolgom, na primer Grčiji, Portugalski in Španiji (graf 12). V Združenem kraljestvu se je razdolževanje gospodinjstev zaustavilo, relativno visoka deleža dolga na Finskem in Švedskem pa sta se še naprej povečevala.

Graf 13: Razčlenitev sprememb deleža dolga v BDP pri nefinančnih družbah (prvo četrtletje leta 2018)



Graf 14: Razčlenitev sprememb deleža dolga v BDP pri gospodinjstvih (prvo četrtletje leta 2018)



Viri: nekonsolidirani četrtletni sektorski računi Eurostata, izračuni služb Komisije.
Opombe: v grafih je predstavljena razčlenitev medletnega razvoja nekonsolidiranega razmerja med dolgom in BDP na pet komponent: kreditne tokove, potencialno in ciklično realno rast BDP, inflacijo 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.

Razdolževanje je vse bolj odvisno od višjih stopenj nominalne rasti BDP. Kreditni tokovi v zasebnem sektorju okrevajo, a so še vedno skromni in v letu 2017 ni nobena država članica presegla praga iz preglednice. Nominalna rast BDP je zmanjšala pritisk na aktivno razdolževanje, zaradi česar manj držav beleži negativne kreditne tokove bodisi podjetjem bodisi gospodinjstvom in negativne tokove, ki v povprečju izkazujejo nižjo absolutno vrednost (grafa 13 in 14). Poleg tega so se nekatere države, ki se prej niso razdolževale, začele razdolževati „pasivno“, tj. samo zato, ker nominalna rast BDP zmanjšuje deleže dolga v BDP in ker neto kreditni tokovi povečujejo dolg. To velja za Italijo, Avstrijo in Češko, kar zadeva nefinančne družbe, ter Avstrijo, Estonijo in Poljsko, kar zadeva sektor gospodinjstev. Kot je prikazano v grafih 13 in 14, se za dobršen del nedavnih stopenj nominalne rasti ocenjuje, da je cikličen (npr. na Cipru, v Grčiji, Španiji, na Portugalskem in na Hrvaškem). V prihodnje bodo obeti za nadaljnje pasivno razdolževanje vse bolj odvisni od potenciala za rast, saj se bo ciklična komponenta rasti začela umirjati, ker proizvodne vrzeli postajajo pozitivne v vedno večjem številu držav.

Razmere v bančnem sektorju EU se izboljšujejo, vendar se v nekaterih državah banke še naprej soočajo z nizkimi stopnjami dobičkonosnosti in visokimi ravnmi slabih posojil. To velja zlasti za Grčijo, Ciper, Italijo in Portugalsko (grafa 15 in 16). Pozitivno je, da je bilo v letu 2017 okrevanje dobičkonosnosti bančnega sektorja v teh državah še posebej močno, zmanjšanje slabih posojil pa je bilo pogosto precej obsežno.

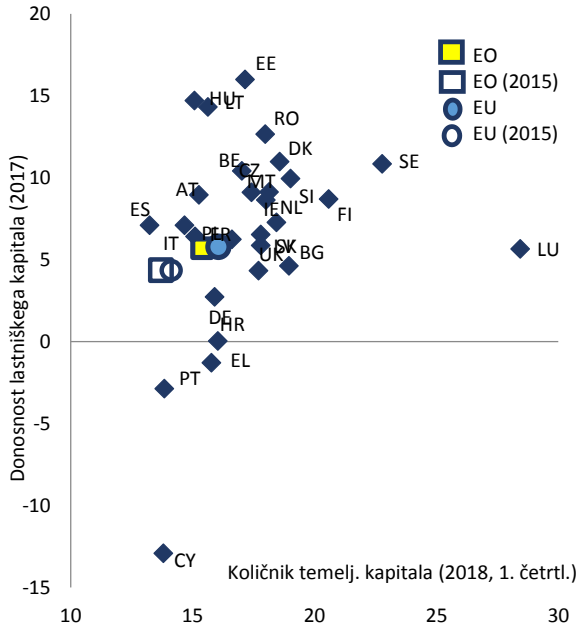
- **Rast obveznosti finančnega sektorja se je v letu 2017 v večini držav EU upočasnila** in v vseh razen dveh državah članicah ostaja zanesljivo v okviru praga iz preglednice.[31] Bančni kreditni tokovi so se po predhodnem povečanju v letu 2017 umirili, pri čemer je rast bančnih posojil za sektor gospodinjstev močnejša kot za nefinančne družbe.
- **V večini držav članic so se v preteklem letu izboljšali dobičkonosnost bank in kapitalski deleži**. Vrednotenja lastniškega kapitala bank so se povečevala do začetka leta 2018, nato pa je prišlo do popravka navzdol, kar je delno izravnalo prejšnje povečanje, ki je bilo delno povezano s sploščitvijo krivulj donosnosti in s tem povezanim zmanjšanjem obrestnih marž. V nekaterih državah članicah je prisotna kombinacija nizke dobičkonosnosti, kapitalskih deležev na spodnji strani porazdelitve med državami in visokih ravni slabih posojil.
- **Ravni slabih posojil so v številnih državah članicah še vedno visoke.** Delež slabih posojil v letu 2017 je zlasti visok v Grčiji in na Cipru, kjer znaša 45 % oziroma 30 % vseh posojil, ter v Italiji, na Portugalskem, v Bolgariji, na Irskem in na Hrvaškem, kjer delež ostaja blizu 10 % vseh posojil[32]. Po rasti v obdobju po krizi se je obseg slabih posojil po EU začel zmanjševati z različno hitrostjo. **Najnovejši podatki kažejo nadaljnji napredek pri zmanjševanju slabih posojil**, tudi v državah z velikimi deleži slabih posojil (razen Grčije), zlasti na Portugalskem in v Italiji (graf 16)[33].

[31] Izjemi sta Češka in Slovaška. V primeru prve je hitra rast obveznosti finančnega sektorja v letu 2017 v veliki meri posledica finančnih transakcij pred iztekom zaveze glede deviznega tečaja in zato ne odraža domače posojilne dejavnosti. Na Slovaškem je povečanje mogoče pojasniti predvsem s povečanjem obveznosti centralne banke do subjektov zunaj euroobmočja. To bi lahko bilo povezano s storitvami upravljanja rezerv, ki jih zagotavlja Narodna banka Slovaške in ki nimajo neposrednega učinka na domače gospodarstvo.

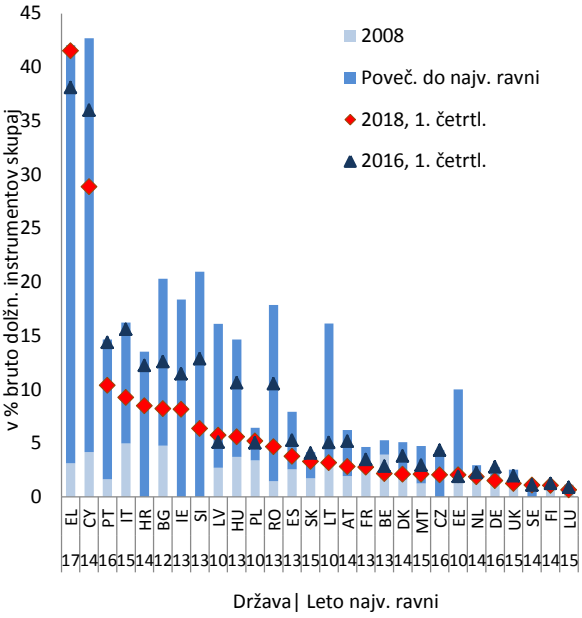
[32] Slaba posojila so v nizu pomožnih kazalnikov iz preglednice opredeljena kot skupna bruto slaba posojila in predujmi kot odstotek skupnih bruto posojil in predujmov (bruto knjigovodska vrednost), za sektor poročanja „domače bančne skupine in samostojne banke, hčerinske družbe pod tujim nadzorom ter podružnice pod tujim nadzorom, vse institucije“. Vrednosti so navedene v preglednici 2.1.

[33] Harmonizirani deleži slabih posojil so na voljo šele od leta 2014; graf 17 prikazuje 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 slabih posojil. Največja razlika med obema deležema trenutno znaša 4 odstotne točke (za Grčijo), za večino držav članic pa znaša manj kot 1 odstotno točko.

Graf 15: Dobičkonosnost bank in kapitalski deleži



Graf 16: Nedonosni dolžniški instrumenti



Viri: ECB, izračuni služb Komisije
Opombe: podatki o bruto nedonosnih dolžniških instrumentih za CZ, HR, SE in SI za leto 2008 niso na voljo.

Cene stanovanjskih nepremičnin so v letu 2017 še naprej rasle v skoraj vseh državah EU, vendar se zdi, da se tam, kjer so znaki precenjenosti najmočnejši, cene umirjajo. Kljub nadaljnji stalni rasti cen stanovanjskih nepremičnin po vsej EU podatki za leto 2017 kažejo, da je rast cen stanovanjskih nepremičnin v manj državah nad pragom iz preglednice kot v letu 2016. Leta 2017 je le šest držav (Bolgarija, Češka, Irska, Nizozemska, Portugalska in Slovenija) imelo vrednosti nad pragom, medtem ko je bilo v poročilu o mehanizmu opozarjanja za leto 2018 na podlagi podatkov iz leta 2016 identificiranih deset držav, ki so bile nad pragom. Te spremembe odražajo srednje do zmerno zmanjšanje vrednosti nad pragom in pospešitev rasti cen v nekaj državah. Negativna rast realnih cen stanovanjskih nepremičnin je bila v letu 2017 zabeležena samo v Grčiji in Italiji. Novejši podatki kažejo, da so stopnje rasti v prvi polovici leta 2018 glede na leto poprej bile nad 6-odstotnim pragom iz preglednice na Madžarskem, Irskem, v Latviji, na Nizozemskem, Portugalskem, Slovaškem in v Sloveniji.

- Zaradi podaljšanja trajnih stopenj rasti realnih cen stanovanjskih nepremičnin so se **cene stanovanjskih nepremičnin vrnile na ali presegle najvišje vrednosti iz obdobja pred krizo** v vrsti držav, in sicer v Avstriji, Belgiji, na Češkem, v Nemčiji, Luksemburgu ter na Malti in Švedskem. Stopnje rasti realnih cen stanovanjskih nepremičnin, ki so višje od stopenj rasti

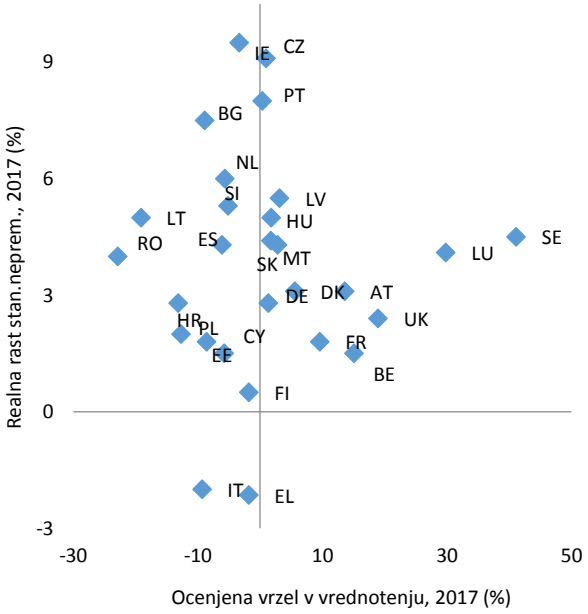
prihodkov in drugih ustreznih spremenljivk, dvigujejo cene stanovanjskih nepremičnin na **ravni, ki kažejo na možno precenjenost v vedno več državah** (graf 17)[34].

- Do **pospešitev** rasti realnih cen stanovanjskih nepremičnin je leta 2017 prišlo zlasti v **državah z negativnimi ali rahlo pozitivnimi vrzelmi v vrednotenju** (graf 18). Na drugi strani so bile **upočasnitve** zabeležene v **državah, ki so izkazovale močnejše znake precenjenosti**, med drugim zaradi omejitev glede cenovne dostopnosti, izvajanja makrobonitetnih politik in mehanskega vpliva na rast realnih cen stanovanjskih nepremičnin, povezanega s povišanjem stopenj inflacije (npr. v Avstriji, Luksemburgu in Združenem kraljestvu). Najvišje stopnje rasti cen stanovanjskih nepremičnin se trenutno beležijo v državah z zmernimi znaki ali brez znakov precenjenosti. Četrtletni podatki, tudi za začetek leta 2018, kažejo pospešitve v Estoniji, na Hrvaškem, Madžarskem, Poljskem, Portugalskem, v Sloveniji in na Slovaškem. Upočasnitve se beležijo zlasti v Bolgariji, na Češkem, v Romuniji in na Švedskem, kjer je rast cen stanovanjskih nepremičnin v prvi polovici leta 2018 na medletni osnovi postala negativna[35]. Irska, Portugalska in Slovenija so v prvi polovici leta 2018 zabeležile dvomestne stopnje rasti glede na leto poprej.
- V številnih državah, vključno z Dansko, Luksemburgom, Švedsko in Združenim kraljestvom, **precenjene cene stanovanjskih nepremičnin spremljajo visoke ravni zadolženosti gospodinjstev**. Za Nizozemsko je značilna zelo visoka zadolženost gospodinjstev. Rast obsega hipotekarnih posojil je bila leta 2017 zlasti hitra (nad 5 % glede na prejšnje leto) v Avstriji, Belgiji, Bolgariji, na Češkem, v Estoniji, Franciji, Litvi, Luksemburgu, na Malti, na Poljskem, v Romuniji in na Slovaškem.

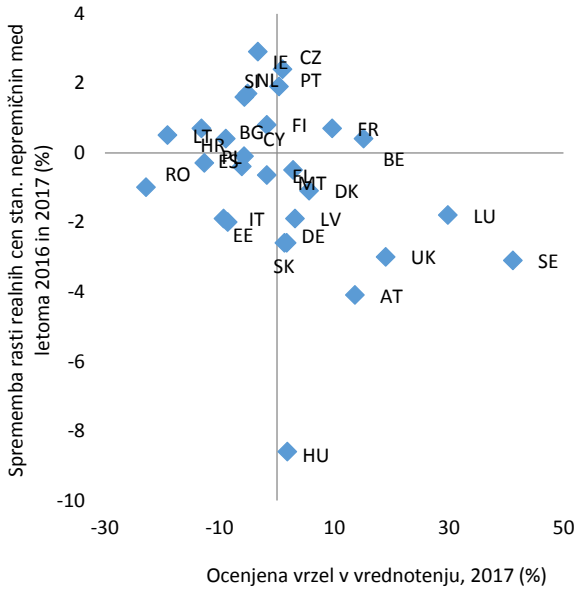
[34] Analiza vrednotenja cen temelji na povprečju treh kazalnikov: (i) vrzeli v cenovni dostopnosti (odklon razmerja med cenami in dohodki glede na dolgoročno povprečje); (ii) vrzeli v dividendah (odklon razmerja med cenami in najemninami od dolgoročnega povprečja); ter (iii) ocen odklonov cen stanovanj od ravnotežnih vrednosti, ki temeljijo na temeljnih dejavnikih povpraševanja in ponudbe na trgu nepremičnin. Glej N. Philiponnet in A. Turrini (2017), „Assessing House Price Developments in the EU“, European Commission Discussion Paper 048, maj 2017. Alternativni kazalnik, ki temelji na razmerjih med ravnmi cen stanovanjskih nepremičnin in razpoložljivim dohodkom gospodinjstev na prebivalca, kaže, da bi lahko bile cene precenjene na Hrvaškem, Cipru in v Estoniji, medtem ko so znaki precenjenosti manj očitni za Dansko, Češko in Latvijo (glej evropsko gospodarsko napoved Evropske komisije iz zime 2016, European Economy, Institutional Paper, št. 20, 2016 (okvir 1.4)).

[35] Države, o katerih se poroča, so tiste, pri katerih so stopnje rasti realnih cen stanovanjskih nepremičnin v prvi polovici leta 2018 nad ali pod letno stopnjo rasti v letu 2017 za vsaj 2 odstotni točki.

Graf 17: Spremembe cen stanovanjskih nepremičnin in vrzeli v vrednotenju v letu 2017



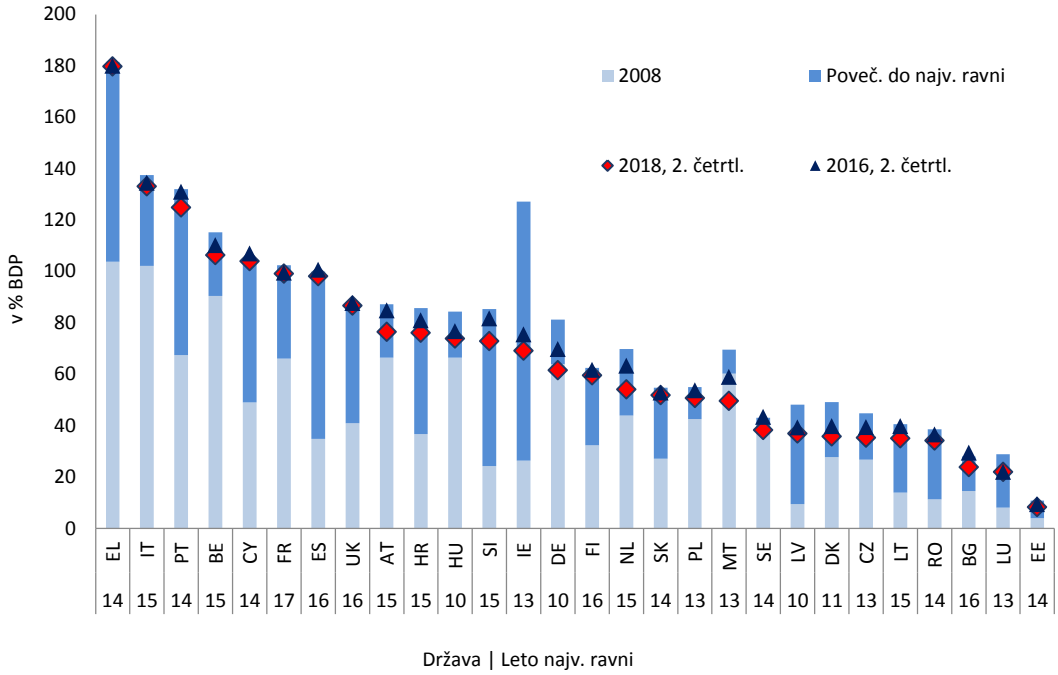
Graf 18: Vrzeli v vrednotenju in spremembe rasti cen med letoma 2016 in 2017



Vir: Eurostat in izračuni služb Komisije.
Opomba: precenitvena vrzel je bila ocenjena kot povprečje treh kazalnikov, in sicer odklona 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 opombo 34.

Deleži javnega dolga so v EU prenehali rasti, vendar so ravni dolga v številnih državah še vedno visoke. V letu 2017 so vrednosti iz preglednice presegle prag v 15 državah članicah. V Belgiji, Grčiji, Italiji in na Portugalskem je raven dolga višja od 100 % BDP, pri čemer so se leta 2018 za Italijo znatno povečali stroški financiranja. Javni dolg osmih držav (Belgije, Cipra, Finske, Francije, Irske, Portugalske, Španije in Združenega kraljestva) je nad 60 % BDP in v kombinaciji z zadolženostjo zasebnega sektorja presega zadevni prag. Deleži javnega dolga v BDP so na splošno začeli upadati (graf 19). Vendar se je v državah z visokimi stopnjami javnega dolga razdolževanje začelo šele pred kratkim in poteka počasi. Med vsemi državami EU naj bi se delež dolga leta 2019 povečal le v Litvi in Romuniji. Na splošno razdolževanje sektorja država poteka v razmerah postopnega izboljševanja proračunskih položajev v zadnjih letih, nadaljnje nominalne rasti BDP in nižjih plačil obresti. Vendar se pričakuje, da bo vedno več držav začelo izvajati prociklične, manj restriktivne proračunske politike, po možnosti na račun manevrskega prostora, ki bo v prihodnosti na voljo za blažitev negativnih šokov za gospodarsko rast.

Graf 19: Javni dolg



Vir: Eurostat.

Okvir 3: **Gibanja na področju zaposlovanja in socialnih zadev**

Trgi dela v EU so se v letu 2017 in prvi polovici leta 2018 še naprej izboljševali, pri čemer so se razlike v EU zmanjšale s prej visokih ravni. Zaposlenost je še narasla in dosegla novo najvišjo vrednost v številu zaposlenih v EU kot celoti. Brezposelnost pada v vseh državah članicah, čeprav v več državah ostaja visoka. Okrevanje je prispevalo k zmanjšanju nekaterih kazalnikov revščine, vendar so socialne razmere v nekaterih državah članicah še vedno zaskrbljujoče. Od leta 2008 se je relativno tveganje revščine v EU povečalo, vendar se je resna materialna prikrajšanost zmanjšala, zlasti v vzhodnoevropskih državah članicah, v katerih je bila na začetku visoka.

Leta 2017 se je *stopnja brezposelnosti* v vseh državah članicah znižala. Izboljšanje je bilo največje v državah z nekaterimi od najvišjih stopenj brezposelnosti (znižanje za najmanj 2 odstotni točki na Hrvaškem, v Grčiji, na Portugalskem in v Španiji). Kljub temu pa je sedem držav članic (Grčija, Španija, Hrvaška, Ciper, Italija, Portugalska in Francija) v zadnjih treh letih presegalo pragove kazalnikov iz preglednice postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za povprečno 10 %. Stopnja brezposelnosti je bila leta 2017 v približno dveh tretjinah držav članic še vedno višja kot leta 2008. Stopnja brezposelnosti v EU kot celoti in v euroobmočju je bila za 3 odstotne točke pod najvišjo ravnjo, doseženo leta 2013, vendar še vedno za 0,5 oziroma 1,5 odstotne točke višja kot leta 2008. V prvi polovici leta 2018 se je še naprej postopoma zniževala, pri čemer se je do drugega četrtletja 2018 znižala na 6,9 % v EU in 8,3 % v euroobmočju.

***Stopnje zaposlenosti* so se zvišale v skoraj vseh državah članicah, s čimer se nadaljuje pozitiven razvoj v zadnjih letih.** Stopnja zaposlenosti (oseb v starosti 20–64 let) je v letu 2017 dosegla 72,1 % v celotni EU, s čimer je presegla najvišjo raven iz obdobja pred krizo, tj. 70,3 %, zabeleženo v letu 2008. V drugem četrtletju leta 2018 se je še naprej zviševala in dosegla rekordnih 73,2 %.

***Stopnje delovne aktivnosti* so se še naprej povečevale skoraj povsod v EU.** Samo tri države so v zadnjih treh letih zabeležile nižjo stopnjo delovne aktivnosti, Španija (–0,3 odstotne točke), Ciper (–0,4) in Luksemburg (–0,6). V vseh treh primerih zmanjšanje presega prag iz preglednice v višini –0,2 odstotne točke. Skupno je stopnja delovne aktivnosti v letu 2017 znašala 73,3 % za EU in 73,1 % za euroobmočje, kar je 2,5 oziroma 2 odstotni točki več od ravni iz leta 2008. Ta naraščajoči trend je večinoma posledica večje udeležbe starejših delavcev in žensk na trgu dela.

Stopnje dolgotrajne brezposelnosti in brezposelnosti mladih so še vedno visoke v različnih državah EU, vendar so se izboljšale bolj kot preostali del trga dela. *Dolgotrajna brezposelnost* se je leta 2017 v vseh državah članicah zmanjšala. Samo dve državi sta zabeležili stopnje, ki so višje kot pred tremi leti: v Avstriji je dolgotrajna brezposelnost znašala 1,8 % (0,3 odstotne točke več kot leta 2014), na Finskem pa 2,1 % (povečanje za 0,2 odstotne točke od leta 2014). Nobeno do teh povečanj ne presega praga 0,5 odstotne točke. Najvišja stopnja dolgotrajne brezposelnosti je bila zabeležena v Grčiji (15,6 %), Španiji (7,7 %), Italiji (6,5 %) in na Slovaškem (5,1 %). V treh letih do leta 2017 se je *stopnja brezposelnosti mladih* v vseh državah EU znižala. Padec za 10 odstotnih točk ali več v istem obdobju je bil zabeležen v Bolgariji, na Hrvaškem, Cipru, Portugalskem, Slovaškem in v Španiji. Vendar je stopnja brezposelnosti mladih še vedno nad 30 % v Grčiji, Italiji in Španiji, medtem ko je delež mladih, ki niso zaposleni, se ne izobražujejo ali usposabljajo, še vedno nad 15 % v Bolgariji, na Hrvaškem, Cipru, v Grčiji, Italiji in Romuniji.

Čeprav se socialne razmere izboljšujejo, so še vedno zaskrbljujoče v različnih državah EU, kot

kažejo standardna merila revščine in prikrajšanosti. Delež ljudi, ki jim grozi revščina ali socialna izključenost, se je med letoma 2016 in 2017 v EU zmanjšal za eno odstotno točko na 22,5 %[36]. To je za približno eno odstotno točko pod stopnjo, zabeleženo ob začetku krize, in za okrog dve odstotni točki pod najvišjo ravnjo iz leta 2013. Večina držav je v letu 2017 zabeležila zmanjšanje. V Avstriji, na Danskem, v Luksemburgu in na Nizozemskem so bila zabeležena povečanja, vendar z razmeroma nizkih ravni. Stopnja tveganja revščine ali socialne izključenosti se je med državami znatno razlikovala od na eni strani 38,9 % v Bolgariji, ki ji sledijo Romunija, Grčija in Litva, in do približno 12 % na Češkem, ki ji sledijo Finska, Slovaška in Nizozemska, na drugi strani. Ta dinamika na področju revščine in socialne izključenosti odraža različen razvoj različnih elementov kazalnika. Delež ljudi, ki jim grozi revščina, se je v nekaterih državah članicah povečal, medtem ko se je v drugih v zadnjih letih zmanjšal: največje povečanje v obdobju treh let je bilo zabeleženo v Litvi (3,8 odstotne točke) in Luksemburgu (2,3), medtem ko je bilo znatno zmanjšanje zabeleženo v Grčiji (1,9) in na Poljskem (2,0). Nasprotno pa se je stopnja resne materialne prikrajšanosti v triletnem obdobju (in tudi v letu 2017) v večini držav članicah EU znižala; na Madžarskem, v Latviji, na Malti in v Romuniji se je v triletnem obdobju znižala za več kot 5 odstotnih točk. In končno, medtem ko je v večini držav okrevanje povzročilo upad deleža ljudi (mlajših od 60 let), ki živijo v gospodinjstvih z zelo nizko intenzivnostjo dela, se je ta delež v obdobju treh let do leta 2017 povečal na Finskem in v Litvi, revščina zaposlenih pa se je v zadnjih dveh letih ustalila na najvišji ravni 9,6 % za EU kot celoto.

[36] Kazalnik *stopnje tveganja revščine ali socialne izključenosti* ustreza deležu oseb, ki so ranljive po najmanj enem 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. V času priprave tega poročila so bili podatki za leto 2017 na voljo za vse države, razen za Irsko in Združeno kraljestvo.

3. POVZETEK GLAVNIH IZZIVOV PO DRŽAVAH ČLANICAH, PRIMERI IN POSLEDICE ZA NADZOR

Na splošno so v številnih državah članicah še vedno prisotna tveganja v različnih kombinacijah. Stopnja resnosti izzivov za makroekonomsko stabilnost se po državah članicah zelo razlikuje, odvisno od narave in razsežnosti ranljivosti in nevzdržnih trendov ter načina njihovega medsebojnega učinkovanja in kombiniranja. Glavni viri tveganj se kombinirajo v skladu z vrsto tipologij, ki so povzete tukaj:

- Številne države članice so predvsem izpostavljene *več in medsebojno povezanim ranljivostim v zvezi s stanji*. To običajno velja za 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. Ti državi se še vedno soočata z obravnavanjem znatnih potreb po razdolževanju v okviru omejenega fiskalnega manevrskega prostora, visokih (vendar padajočih) ravni brezposelnosti in skromne potencialne rasti.
    - Na Hrvaškem, Irskem, Portugalskem in v Španiji so ranljivosti, ki izhajajo iz stanj iz preteklosti, prav tako znatne, številne in medsebojno povezane. Za Bolgarijo je značilna visoka zadolženost podjetij skupaj z nerešenimi težavami v finančnem sektorju. V teh državah se neravnotežja na strani stanj zmanjšujejo zaradi gospodarske rasti, ki jo v nekaterih primerih spremljajo ponovni stroškovni pritiski, ki se izražajo na ravni cen stanovanjskih nepremičnin (zlasti na Irskem in vedno bolj tudi na Portugalskem), in vedno počasnejše naraščanje stroškovne konkurenčnosti (velika povečanja stroškov dela na enoto so bila zabeležena predvsem v Bolgariji).
- V nekaj državah članicah so ranljivosti zlasti povezane z *velikim dolgom sektorja država* ter pomisleki glede *rasti potencialnega proizvoda* in *konkurenčnosti*. To velja zlasti za Italijo, kjer so ranljivosti povezane tudi z bančnim sektorjem in visoko ravnjo slabih posojil, ki sicer zadnje čase hitro upada. Belgija in Francija se prav tako soočata z vprašanji glede visokega dolga sektorja država in potencialne rasti v razmerah slabše konkurenčnosti, ne pa tudi s podobnimi morebitnimi tveganji za javni dolg, ki bi izhajala iz ranljivih bank. V Franciji razmeroma visok delež dolga podjetij narašča. V Belgiji razmeroma visok dolg gospodinjstev spremlja morebitna precenjenost cen stanovanjskih nepremičnin.
- 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 velja zlasti za Nemčijo in Nizozemsko. Pri Nemčiji je to povezano z razdolževanjem v vseh sektorjih gospodarstva, čeprav deleži dolga primerjalno niso visoki. Na Nizozemskem velik presežek spremljata visoka stopnja zadolženosti gospodinjstev in močna rast cen stanovanjskih nepremičnin. Veliki in stalni presežki lahko pomenijo neizkoriščene priložnosti za rast in domače naložbe, kar lahko vpliva na preostali del euroobmočja v razmerah inflacije, ki je še vedno pod ciljno, ter zunanjega okolja, ki postaja vse bolj negotovo in lahko postane manj ugodno.

- V nekaterih državah članicah *gibanje cenovnih ali stroškovnih spremenljivk kaže morebitne znake pregrevanja, zlasti v primeru trga stanovanjskih nepremičnin ali trga dela*.
    - Na Švedskem in v manjšem obsegu v Avstriji, na Danskem, v Luksemburgu, na Nizozemskem in v Združenem kraljestvu vztrajna rast cen stanovanjskih nepremičnin poteka v razmerah morebitnih precenitvenih vrzeli in znatnih ravni zadolženosti gospodinjstev, vendar nedavni podatki kažejo, da se cene nepremičnin umirjajo. V številnih državah močno rast cen stanovanjskih nepremičnin spremljajo bolj omejeni znaki precenjenosti in omejen dolg gospodinjstev (npr. Češka, Madžarska in Latvija).
    - Na Češkem, v Estoniji, na Madžarskem, v Latviji, Litvi in Romuniji stroški dela na enoto še naprej razmeroma hitro rastejo, medtem ko se cenovna konkurenčnost zmanjšuje. V primeru Romunije se pospešitev rasti stroškov dela beleži v razmerah vedno večjega primanjkljaja na tekočem računu in procikličnih fiskalnih politik, ki bi lahko še povečale morebitne pritiske zaradi pregrevanja.

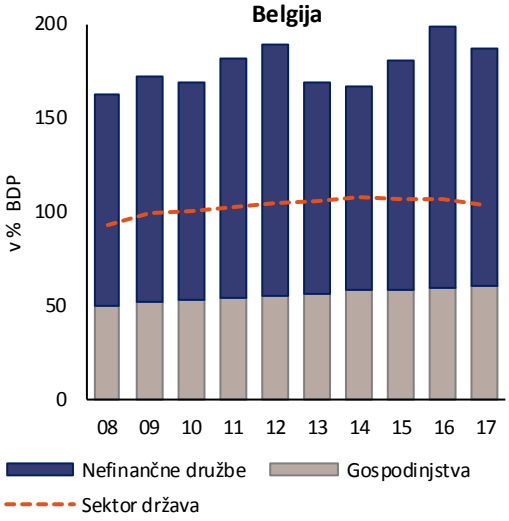
Napovedani poglobljeni pregledi bodo pripomogli k dodatni poglobitvi analize teh izzivov in ocene potrebnih politik.

Poglobljeni pregled je treba opraviti za 13 držav članic, in sicer Bolgarijo, Ciper, Francijo, Grčijo, Hrvaško, Irsko, Italijo, Nemčijo, Nizozemsko, Portugalsko, Romunijo, Španijo in Švedsko. Za enajst od teh držav članic je bil poglobljeni pregled opravljen tudi v prejšnjem letnem ciklu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji. V skladu z ustaljeno prakso bo pripravljen nov poglobljeni pregled za oceno, ali se ugotovljena neravnotežja zaostrujejo ali odpravljajo, z namenom posodobitve obstoječe ocene. Te države članice so Bolgarija, Hrvaška, Ciper, Francija, Nemčija, Irska, Italija, Nizozemska, Portugalska, Španija in Švedska. Poglobljeni pregled bo opravljen tudi za Grčijo, da se ocenijo možna neravnotežja, ki izhajajo iz več virov, zlasti pa iz ranljivosti v zvezi s stanji. Grčija je bila prej izključena iz nadzora v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, ker je bila do avgusta 2018 vključena v program za makroekonomsko prilagoditev v okviru finančne pomoči. Ocena iz poročila o mehanizmu opozarjanja ne kaže na dodatna tveganja v primerjavi s tistimi, opredeljenimi v zadnjih razpoložljivih poglobljenih pregledih, za vrsto držav članic, za katere se je v zadnjih letih prenehal nadzor v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji (za Slovenijo leta 2018, za Finsko leta 2017 ter za Belgijo in Madžarsko leta 2016), ali za katere v poglobljenih pregledih niso bila ugotovljena neravnotežja (za Avstrijo in Estonijo leta 2016). Namesto tega se zdi utemeljeno pripraviti poglobljeni pregled za Romunijo, da se ocenita razvoj in možna ponovna pojavitev tveganih trendov, ki so bili opredeljeni že v prejšnjih poglobljenih pregledih, zlasti v zvezi s konkurenčnostjo in zunanjim saldom.

4. 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 zasebni in javni dolg.

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



Vir: Eurostat

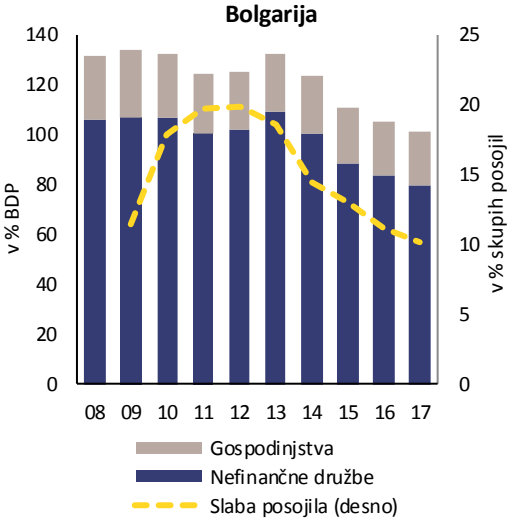
Zunanja vzdržnost temelji na izboljšanju salda tekočega računa in ugodnega neto stanja mednarodnih naložb. Po nekaj letih upočasnitve rasti plač se je rast stroškov dela na enoto povečala, vendar ostaja omejena. Leta 2017 je bilo zabeleženo manjše zmanjšanje deleža na izvoznih trgih. Zasebni dolg je razmeroma visok, zlasti pri nefinančnih družbah, čeprav podatke o dolgu napihuje razširjeno posojanje znotraj skupin med subjekti v različnih državah. Tveganja, povezana z zadolženostjo gospodinjstev, izvirajo predvsem iz trga stanovanjskih nepremičnin, na katerem je bila realna rast cen stanovanjskih nepremičnin v zadnjih letih skromna, čeprav za hitro rast pred letom 2008 ni bilo nobenega popravka. Javni dolg se je izravnal in nekoliko zmanjšal v primerjavi z najvišjo ravnjo leta 2014. Kljub temu visoka raven dolga še vedno predstavlja velik izziv za dolgoročno vzdržnost javnih financ. Razmere na trgu dela so se izboljšale, brezposelnost pa se še naprej zmanjšuje, vključno z dolgotrajno brezposelnostjo in brezposelnostjo mladih. Stopnja delovne aktivnosti ostaja nizka v primerjavi z drugimi državami EU, kar je v nasprotju z visokim in naraščajočim številom prostih delovnih mest.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana predvsem z javno, pa tudi zasebno zadolženostjo, vendar čeprav se zdijo tveganja omejena. Zato Komisija na tej stopnji ne bo izvedla nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

Bolgarija: Za Bolgarijo je bilo marca 2018 ugotovljeno, da se sooča z *neravnotežji*, zlasti v zvezi z ranljivostmi v finančnem sektorju in visoko ravnjo zadolženosti ter slabih posojil v podjetniškem sektorju. V posodobljeni preglednici trije kazalniki presegajo okvirni prag, in sicer so to neto stanje mednarodnih naložb, rast nominalnih stroškov dela na enoto in rast realnih cen stanovanjskih nepremičnin.

Presežek na tekočem računu se je leta 2017 še dodatno povečal, medtem ko negativno neto stanje mednarodnih naložb odraža predvsem, da so se neposredne tuje naložbe

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



Vir: Eurostat in ECB

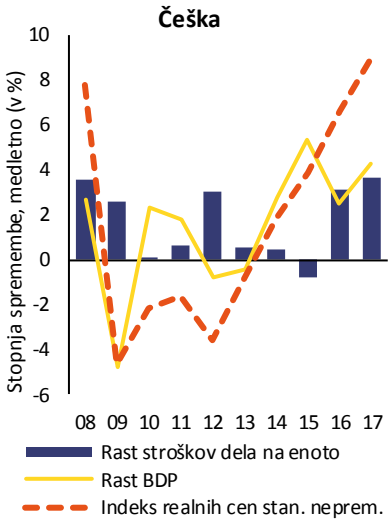
še povečale. Rast stroškov dela na enoto se je v letu 2017 izrazito povečala, vendar je realni efektivni devizni tečaj ostal na splošno stabilen, deleži na izvoznih trgih pa so se nekoliko povečali. Visok dolg podjetij je še vedno zaskrbljujoč, čeprav se je delež dolga v zadnjih nekaj letih postopoma zmanjšal, deloma zaradi močne nominalne rasti BDP. Kreditni tokovi se ponovno krepijo, kar bo upočasnilo proces razdolževanja, vendar bi lahko tudi podprlo tudi večje zasebne naložbe in večjo potencialno rast. Delež slabih posojil, ki se sicer zmanjšuje, ostaja prav tako zelo visok, zlasti za podjetniški sektor. Čeprav je bil po pregledu kakovosti sredstev leta 2016 dosežen napredek pri izboljšanju nadzora finančnega sektorja, je treba še vedno opozoriti na nekatere ranljivosti, med drugim na posle med povezanimi osebami in izpostavljenost do sredstev, ki jih je težko ovrednotiti. Realne cene stanovanjskih nepremičnin so se hitro zvišale, obseg gradbenih in hipotekarnih posojil pa se je tudi povečal. Na tej stopnji še ni znakov precenjenosti, vendar trenutna dinamika na trgu stanovanjskih nepremičnin zahteva posebno pozornost. V tem okviru pozitivnega cikličnega razvoja se je brezposelnost še dodatno zmanjšala, zlasti za mlade in dolgotrajno brezposelne, stopnja delovne aktivnosti pa se je izboljšala.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana s preostalimi ranljivostmi v finančnem sektorju in dolgom podjetij. Zato se zdi Komisiji primerno, tudi ob upoštevanju ugotovljenega neravnotežja v marcu 2018, 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 realne cene stanovanjskih nepremičnin skupne obveznosti finančnega sektorja.

Saldo tekočega računa se izboljšuje in je v letu 2017 kazal majhen presežek. Izteku zaveze glede deviznega tečaja aprila 2017 je sledilo povečanje realnega efektivnega deviznega tečaja, neto stanje mednarodnih naložb pa se je še naprej krepilo, čeprav počasneje kot v prejšnjih letih. Nominalni stroški dela na enoto so se zvišali zaradi močne rasti plač in njihova rast naj bi se še pospešila zaradi akutnega pomanjkanja delovne sile na trgu dela. Kljub temu, da se je realni efektivni devizni tečaj povečal, so se deleži na izvoznih trgih v zadnjih letih nekoliko okrepili. Realna rast cen stanovanjskih nepremičnin in hipotekarnih posojil se je še pospešila in zahteva tesno spremljanje. Vendar je dolg zasebnega sektorja zmeren, vključno z dolgom gospodinjstev, ki je stabilen. Javni dolg je nizek in se še naprej zmanjšuje ob podpori proračunskega presežka sektorja država. Rast obveznosti finančnega sektorja se je v letu 2017 znatno pospešila in presegla okvirni prag. Razlog za to je bilo predvsem kupovanje vlog, denominiranih v CZK, s strani nerezidentov pred iztekom zaveze glede deviznega tečaja. 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: službe Komisije

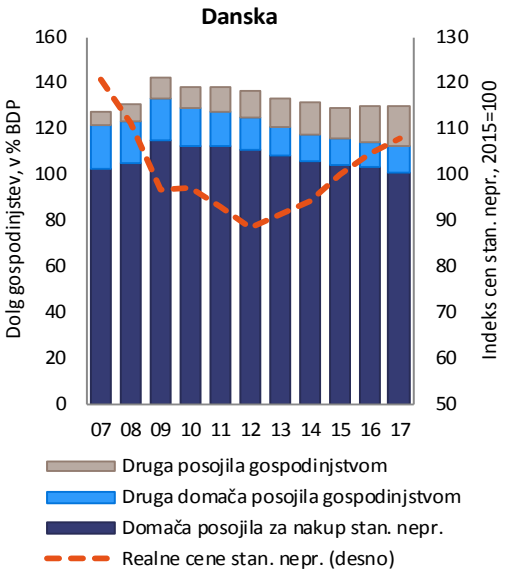
Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana s konkurenčnostjo in pritiski na trgu stanovanjskih nepremičnin, čeprav se tveganja na tej stopnji zdijo omejena. Zato se Komisiji na tej

stopnji ne zdi potrebno izvajati nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

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

Saldo tekočega računa še vedno kaže velike presežke. Zaporedni presežki so privedli do velikega pozitivnega neto stanja mednarodnih naložb, kar ustvarja pozitivne neto primarne dohodke, to pa krepi pozitivni saldo tekočega računa. Rast stroškov dela na enoto je umirjena, čeprav razmere na trgu dela v zvezi z nezadostno ponudbo delovne sile pritiskajo na plače in je dinamika produktivnosti omejena. Rast deležev na izvoznih trgih ostaja večinoma nespremenjena. Kljub upočasnitvi na nacionalni ravni so cene stanovanjskih nepremičnin na glavnih metropolitanskih območjih še naprej rasle hitreje. Ta razvoj je treba pozorno spremljati. Zadolženost gospodinjstev kot odstotek BDP ostaja najvišja v EU in se le počasi zmanjšuje v razmerah skromne rasti posojil. Gospodinjstva so še naprej povečevala svoje prihranke, kar odraža prizadevanja za zmanjšanje dolga, sprejeti pa so bili ukrepi makrobonitetne politike za omejevanje najemanja tveganih posojil. Zadolženost podjetij po drugi ostaja zmerna. Trg dela se še naprej izboljšuje, rast zaposlovanja je trdna, pomanjkanje delovne sile pa postaja vse bolj razširjeno.

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



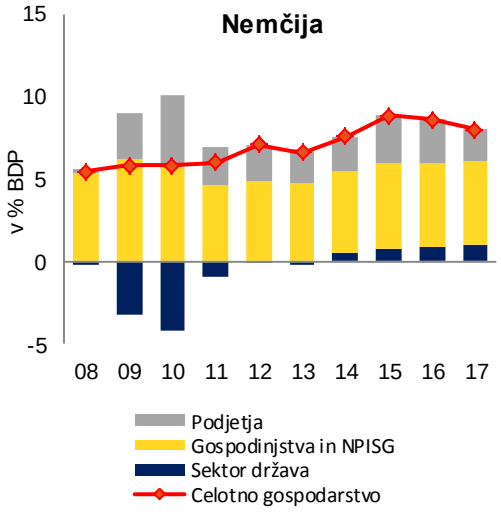
Vir: Eurostat in ECB

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana s tekočim računom, zasebnim dolgom in stanovanjskim sektorjem, vendar 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 marca 2018 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 še naprej presegata okvirni prag, in sicer presežek na tekočem računu in javni dolg.

Tekoči račun še naprej kaže zelo velike presežke, čeprav se je leta 2017 nekoliko zmanjšal na letni osnovi. Ob stalni rasti domačega povpraševanja naj bi se presežek na tekočem računu še naprej zmanjševal, vendar naj bi ostal na visoki ravni in povzročil dodatno povečanje neto stanja

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



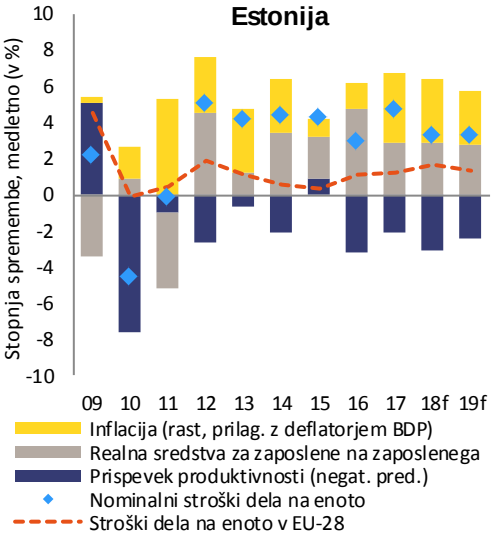
Vir: službe Komisije

mednarodnih naložb. Rast stroškov dela na enoto ostaja skromna. Rast izvoza se je leta 2017 okrepila, vendar so se deleži na izvoznih trgih nekoliko zmanjšali. Razdolževanje zasebnega sektorja se nadaljuje kljub majhnemu dolgu tega sektorja. Hkrati se naložbe podjetij povečujejo glede na BDP. Tudi naložbe v stanovanjske nepremičnine se še naprej povečujejo, vendar še vedno zaostajajo za potrebami po stanovanjskih objektih na metropolitanskih območjih. Realna rast cen 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. Rast posojil se postopoma krepi. Stopnja varčevanja gospodinjstev ostaja na povišani ravni kljub zmerni rasti plač in močni zasebni potrošnji, kar odraža večje prilive razdeljenega dobička podjetij. Javni dolg se je še naprej zmanjševal in bo predvidoma padel pod prag 60 % BDP do leta 2019, medtem ko so precejšnji zaostanki v javnih naložbah še vedno veliki. Skupna brezposelnost, brezposelnost mladih in dolgotrajna brezposelnost so se dodatno znižale in so še vedno zelo nizke.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z vztrajnim presežkom prihrankov nad naložbami, ki se odraža v visokem in zgolj postopoma padajočem presežku na tekočem računu, kar poudarja potrebo po nadaljnjem ponovnem uravnoteženju. Zato se zdi Komisiji koristno, tudi ob upoštevanju ugotovljenega neravnotežja v marcu 2018, 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 rast nominalnih stroškov dela na enoto presega okvirni prag.

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



Vir: službe Komisije

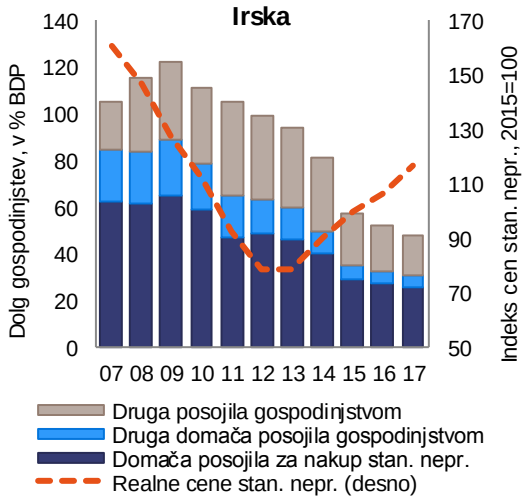
Presežek na tekočem računu se je v letu 2017 še povečal, neto stanje mednarodnih naložb pa se je izboljšalo in doseglo raven znotraj praga. Nominalni stroški dela na enoto še naprej rastejo po visoki stopnji, kar odraža inflacijo in živahno rast plač. Dinamika produktivnosti je bila omejena, kar je nekoliko vplivalo na kazalnike stroškovne konkurenčnosti. Realni efektivni devizni tečaj se je še naprej višal, deleži na izvoznih trgih pa so bili stabilni. Realna rast cen stanovanjskih nepremičnin je bila v zadnjih letih dinamična, vendar se je v letu 2017 upočasnila na zmerne ravni. Razdolževanje zasebnega sektorja je v teku, raven javnega dolga pa je zelo nizka. Na trgu dela prihaja do nezadostne ponudbe delovne sile, vendar je priseljevanje do neke mere ublažilo njeno pomanjkanje.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z nominalnimi stroški dela na enoto, 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 marca 2018 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, realni efektivni devizni tečaj, zasebni dolg, javni dolg in letna sprememba realnih cen stanovanjskih nepremičnin.

Stanje na tekočem računu je leta 2017 kazalo velik presežek v primerjavi z znatnim primanjkljajem leta 2016 in presežki v letih pred tem. Nestanovitnost v zvezi z uvozom intelektualne lastnine in pogodbeno proizvodnjo je v zadnjih letih prispevala k tem nihanjem salda tekočega računa. [37] Neto stanje mednarodnih naložb se še naprej izboljšuje, vendar je še vedno zelo negativno, predvsem zaradi dejavnosti multinacionalnih družb z omejenimi povezavami z domačim gospodarstvom. Močna rast produktivnosti, ki so jo v zadnjih letih prav tako napihnile dejavnosti multinacionalk, je prispevala k večji konkurenčnosti. Zasebni dolg ostaja 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. Glede na učinek multinacionalnih družb na skupni dolg podjetij je težje oceniti stanje domačih nefinančnih družb. Rast cen stanovanjskih nepremičnin je od leta 2014 zelo dinamična, predvsem zaradi omejitev na strani ponudbe, in jo je treba pozorno spremljati. Zaradi močnega gospodarskega okrevanja se delež javnega dolga v BDP sicer znižuje, vendar ostaja visok. Delež slabih posojil se je v zadnjih letih zmanjševal, vendar je še vedno visok. Čeprav so banke dobro kapitalizirane, so se stopnje rezervacij znižale. Njihova dobičkonosnost, čeprav je še vedno omejena, se postopno izboljšuje. Stopnja brezposelnosti se je leta 2017 znižala pod prag v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, dolgotrajna brezposelnost in brezposelnost mladih pa se še naprej zmanjšujeta.

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



Vir: Eurostat, službe Komisije in ECB

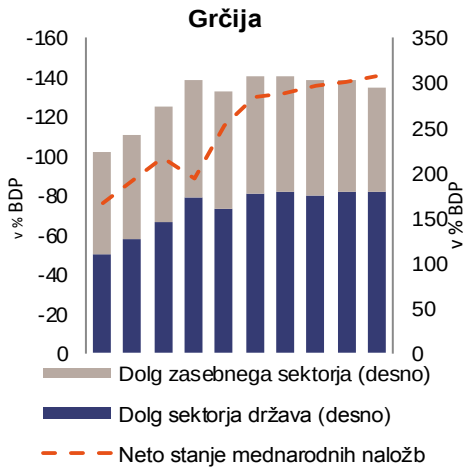
[37] Pogodbena proizvodnja je proces, pri katerem rezidenčne multinacionalne družbe izdajajo pogodbe tujim podjetjem za proizvodnjo blaga v njihovem imenu. Ker je to blago last rezidenčnih družb, se njegova prodaja evidentira kot izvoz rezidenčne države, čeprav ne vstopi v domače gospodarstvo.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z nestanovitnostjo zunanjega položaja ter obsegom zasebnega in javnega dolga, pa tudi s hitro rastjo cen stanovanjskih nepremičnin in razmeroma velikim deležem slabih posojil. Zato se zdi Komisiji primerno, tudi ob upoštevanju ugotovljenih neravnotežij v marcu 2018, da nadalje prouči obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.

Grčija: Grčija je bila od leta 2010 do nedavnega vključena v programe finančne pomoči. Zato se je nadzor nad neravnotežji in popravljalnimi ukrepi izvajal v okviru programov in ne v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji. Grčija je v preteklih letih sprejela pomembne ukrepe za zmanjšanje neravnotežij na strani tokov in obvladovanje povezanih tveganj, vendar naj bi se obstoječa neravnotežja ohranila. To se odraža v posodobljeni preglednici, kjer več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer neto stanje mednarodnih naložb, izguba deležev na izvoznih trgih, javni dolg in stopnja brezposelnosti.

Medtem ko beleži zasebni sektor pozitivno neto stanje mednarodnih naložb, visok delež zunanjega javnega dolga pomeni, da je neto stanje mednarodnih naložb na splošno zelo negativno. Čeprav je bil velik del zunanjega javnega dolga prejet po zelo ugodnih obrestnih merah, bo za dolgoročno vzdržnost neto stanja mednarodnih naložb treba ohraniti nedavne izboljšave na tekočem računu v okolju vedno večjega domačega povpraševanja. V zadnjih petih letih so bile ugotovljene znatne izgube deležev na izvoznih trgih, vendar se zdi, da se je v letu 2017 trend obrnil. Delež javnega dolga v BDP je zelo visok, čeprav naj bi se po pričakovanjih zmanjšal, njegova vzdržnost pa je podprta z dogovorom Evroskupine iz junija 2018. Cene stanovanjskih nepremičnin so se v letu 2017 realno še naprej zniževale, vendar so se v začetku leta 2018 stabilizirale. Rast posojil ostaja negativna, medtem ko se razdolževanje zasebnega sektorja nadaljuje. Visoka raven slabih posojil ovira ponovno vzpostavitev zdravega kreditnega toka v gospodarstvo, kar je potrebno za srednjeročno podporo rasti. Brezposelnost se znižuje, vendar je še vedno visoka, zlasti dolgotrajna brezposelnost in brezposelnost mladih.

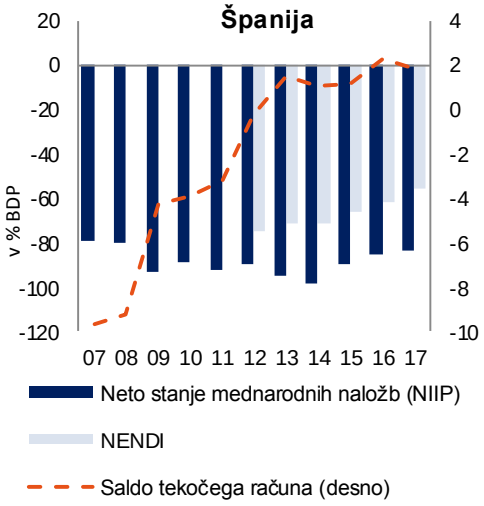
Graf A8: ***NIIP, zasebni dolg in javni dolg***



Vir: Eurostat

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z visokim javnim in zunanjim dolgom, nizkimi prihranki in visoko ravnjo slabih posojil, vse v razmerah visoke brezposelnosti, nizke rasti produktivnosti in šibke naložbene dejavnosti. Zato se zdi Komisiji primerno, da omenjena tveganja dodatno prouči v poglobljeni analizi z namenom oceniti, ali obstaja neravnotežje.

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



Vir: službe Komisije

Španija: Komisija je marca 2018 ugotovila, da v Španiji obstajajo *makroekonomska neravnotežja*, zlasti v zvezi z visokimi ravnmi zunanjega in notranjega dolga zasebnega in javnega sektorja v razmerah visoke brezposelnosti. V

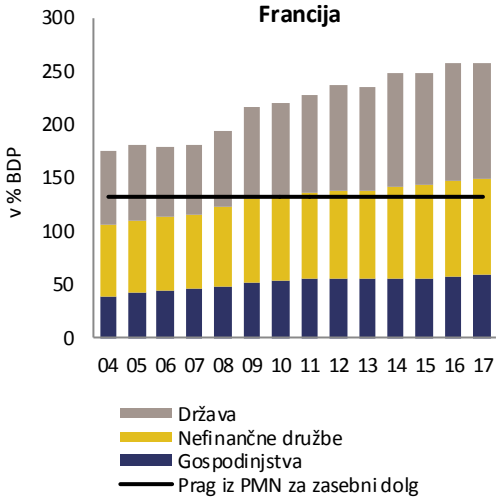
posodobljeni preglednici več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer neto stanje mednarodnih naložb, delež zasebnega dolga in javnega dolga, stopnja brezposelnosti ter rast stopnje delovne aktivnosti.

Ponovno zunanje uravnoteženje se je nadaljevalo, vendar razmeroma počasi, in čeprav se je neto stanje mednarodnih naložb izboljšalo, je še vedno zelo visoko. Rast nominalnih stroškov dela na enoto je bila stabilna v razmerah omejene rasti plač in nizke rasti produktivnosti. Rast deležev na izvoznih trgih je bila na medletni ravni zmerna kljub rahlemu povišanju realnega efektivnega deviznega tečaja v letu 2017. Dolg zasebnega sektorja, zlasti podjetij, se je v letu 2017 še naprej zmanjševal, vendar so potrebe po razdolževanju še vedno prisotne. Poleg tega so začela pritekati sveža posojila, ki podpirajo povečanje naložb. Za gospodinjstva hitrost zmanjševanja dolga med drugim zavira veliko povečanje potrošniških kreditov. Cene stanovanjskih nepremičnin, ki so bile v preteklosti podcenjene, so v zadnjih letih okrevale. V zadnjih nekaj letih je močna gospodarska rast največ prispevala k zmanjšanju javnofinančnega primanjkljaja, vendar vztrajni primanjkljaji pomenijo, da se delež javnega dolga zmanjšuje le počasi. Brezposelnost se hitro znižuje, vendar je še vedno zelo visoka, zlasti med mladimi. Hkrati je zaradi nizke rasti produktivnosti povečanje konkurenčnosti odvisno od stroškovnih prednosti.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z zunanjo vzdržnostjo, zasebnim in javnim dolgom ter prilagoditvijo trga dela v razmerah šibke rasti produktivnosti. Zato se zdi Komisiji koristno, tudi ob upoštevanju ugotovljenih neravnotežij v marcu 2018 in njihovega čezmejnega pomena, da dodatno prouči nadaljnji obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.

Francija: Komisija je marca 2018 ugotovila, da v Franciji obstajajo *makroekonomska neravnotežja*, zlasti v zvezi z visokim javnim dolgom in šibko konkurenčnostjo v razmerah nizke rasti produktivnosti. V posodobljeni preglednici so kazalniki javnega in zasebnega dolga ter stopnje brezposelnosti blizu okvirnega praga ali ga presegajo.

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



Vir: Eurostat

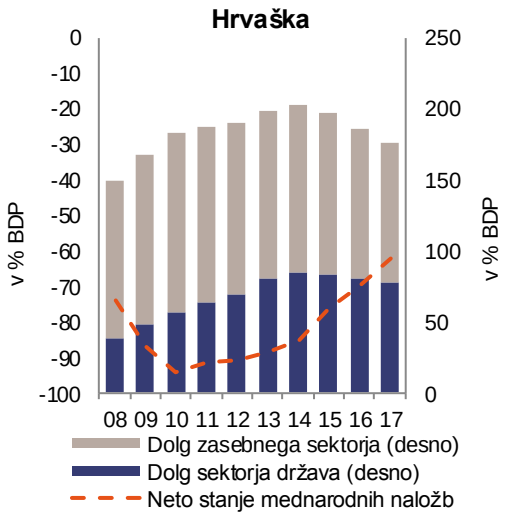
Primanjkljaj na tekočem računu je bil v letu 2017 na splošno stabilen, neto stanje mednarodnih naložb pa se je poslabšalo. Kljub povečanju rasti izvoza so se deleži na izvoznih trgih leta 2017 nekoliko zmanjšali, realni efektivni devizni tečaj pa se je stabiliziral. Zaradi zmernosti gibanja plač je bila rast stroškov dela na enoto omejena. Vendar je dinamika produktivnosti ostala počasna. Ranljivosti, ki izhajajo iz visokega in še vedno rastočega javnega dolga, ostajajo velik razlog za zaskrbljenost. Kombinacija visokega javnega in zasebnega dolga pomeni dodatno ranljivost. Dolg zasebnega sektorja je razmeroma visok, zlasti za nefinančne družbe, medtem ko se rast posojil nekoliko povečuje. Realne cene stanovanjskih nepremičnin so se zmerno povečale. Razmere na trgu dela se izboljšujejo, pri čemer se kazalnik brezposelnosti giblje znotraj praga.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z visoko zadolženostjo in šibko konkurenčnostjo v razmerah nizke rasti produktivnosti. Zato se zdi Komisiji primerno, tudi ob

upoštevanju ugotovljenega neravnotežja v marcu 2018, da nadalje prouči obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.

Hrvaška: Komisija je marca 2018 ugotovila, da na Hrvaškem obstajajo *čezmerna makroekonomska neravnotežja*, povezana z visokimi ravnmi javnega, zasebnega in zunanjega dolga, večinoma denominiranega v tuji valuti, v razmerah nizke potencialne rasti. V posodobljenem pregledu več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer neto stanje mednarodnih naložb, javni dolg in stopnja brezposelnosti.

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



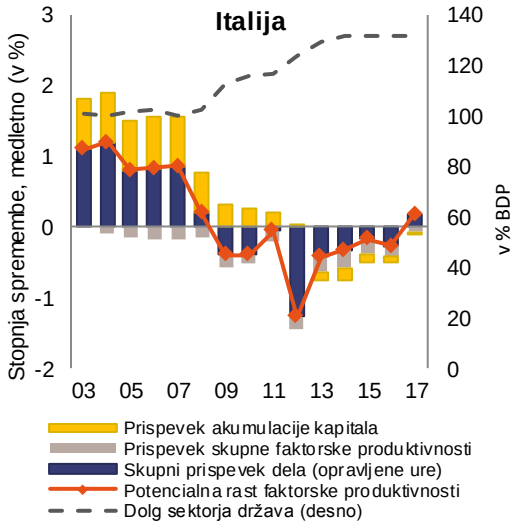
Vir: Eurostat

Negativno neto stanje mednarodnih naložb, ki v veliki meri odraža neposredne tuje naložbe, se je ob podpori rastočega presežka na tekočem računu okrepilo, čeprav ostaja zunaj praga in je izpostavljeno vztrajnim valutnim tveganjem. Negativna rast nominalnih stroškov dela na enoto kaže na nadaljnje povečanje stroškovne konkurenčnosti, čeprav je bil realni efektivni devizni tečaj stabilen. Posledično je Hrvaška v letu 2017 še naprej povečevala tržne deleže, vendar počasneje kot v prejšnjih letih. Dolg zasebnega sektorja se je še naprej zmanjševal kljub okrevanju kreditnih tokov v letu 2017. Zmanjšanje obsega slabih posojil v bančnem sektorju se je upočasnilo, slaba posojila pa še naprej predstavljajo velik delež posojil nefinančnim družbam. Delež javnega dolga se je v letu 2017 še dodatno zmanjšal, tudi zaradi izboljšanja salda sektorja država. Stopnja brezposelnosti se je še naprej zmanjševala. Vendar udeležba na trgu dela ostaja zelo nizka in v povezavi s počasnim razvojem produktivnosti še naprej negativno vpliva na potencialno rast. Tveganja, povezana z največjim delodajalcem v državi, skupino Agrokor, so se zmanjšala, potem ko so njeni upniki sprejeli načrt prestrukturiranja dolga.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja še vedno visoke, vendar padajoče ravni dolga in izpostavljenosti valutnemu tveganju v vseh gospodarskih sektorjih ter pomen večje potencialne rasti za trajno odpravo neravnotežij. Zato se zdi Komisiji koristno, tudi ob upoštevanju ugotovljenega čezmernega neravnotežja v marcu 2018, da dodatno prouči nadaljnji obstoj makroekonomskih tveganj in spremlja napredek pri odpravljanju čezmernih neravnotežij.

Italija: Komisija je marca 2018 ugotovila, da v Italiji obstajajo *čezmerna makroekonomska neravnotežja*, zlasti v zvezi s tveganji, ki izhajajo iz zelo visokega javnega dolga in dolgotrajno šibke konkurenčnosti v razmerah visokega deleža slabih posojil in brezposelnosti. V posodobljeni preglednici dva kazalnika presegata okvirni prag, in sicer javni dolg in stopnja brezposelnosti.

Graf A12: ***Potencialna rast in javni dolg***



Vir: službe Komisije

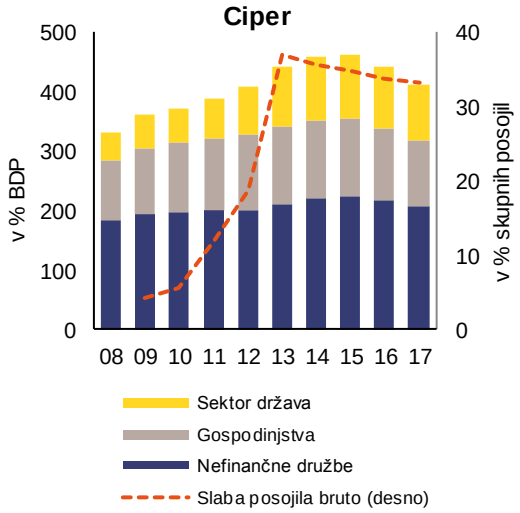
Zunanji položaj je razmeroma trden s presežki na tekočem računu in izboljšanjem neto stanja mednarodnih naložb. Delež javnega dolga se je leta 2017 stabiliziral na zelo visoki ravni, vendar vladni fiskalni načrti, okrevanje, ki je slabše od pričakovanega, in višji stroški izposojanja zmanjšujejo možnosti za znižanje deleža dolga v BDP v prihodnosti. Hkrati šibka rast produktivnosti in zmanjševanje delovno sposobnega prebivalstva vplivata na potencialno rast Italije. Nizka rast produktivnosti izhaja iz dolgotrajnih strukturnih pomanjkljivosti, vključno s poslovnim okoljem, ki je manj ugodno kot v primerljivih državah, finančnimi omejitvami, pomanjkanjem visoko usposobljenih ljudi in nizko ravnjo naložb v neopredmetena sredstva. Sanacija bilanc stanja bank je napredovala, italijanski bančni sektor pa je leta 2017 spet postal dobičkonosen. Vendar so še vedno prisotne ranljivosti, zlasti za srednje velike in male banke, ki imajo v bilancah še vedno velike količine slabih posojil iz preteklosti in so bolj izpostavljene tveganju državnih posojilojemalcev kot velike banke. Razmere na trgu dela se postopoma izboljšujejo, vendar je stopnja brezposelnosti še vedno visoka, in sicer je precej nad ravnmi pred krizo, zlasti za mlade in dolgotrajno brezposelne. Skupna stopnja delovne aktivnosti sicer raste, vendar ostaja pod povprečjem v euroobmočju. Zaradi potekajočega okrevanja so se makroekonomska neravnotežja v Italiji nehala slabšati, vendar so še vedno zelo velika in se odpravljajo le postopoma. Upočasnitev realne rasti BDP in ponovne napetosti na trgu državnih obveznic bi lahko ogrozile doseženi napredek.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z visoko ravnjo javnega dolga v razmerah večje nestanovitnosti trgov in visoke brezposelnosti. Dinamika produktivnosti ostaja šibka zaradi ponovnih skrbi glede negativnih povratnih učinkih med bankami in državo. Zato se zdi Komisiji primerno, tudi ob upoštevanju ugotovljenega čezmernega neravnotežja v marcu 2018, da dodatno prouči nadaljnji obstoj makroekonomskih tveganj in spremlja napredek pri odpravljanju čezmernih neravnotežij.

Ciper: Komisija je marca 2018 ugotovila, da na Cipru obstajajo *čezmerna makroekonomska neravnotežja*, zlasti v zvezi z velikim zasebnim, javnim in zunanjim dolgom ter visokim deležem slabih posojil v bančnem sistemu. V posodobljeni preglednici več kazalnikov v letu 2017 še vedno presega okvirni prag, in sicer tekoči račun, neto stanje mednarodnih naložb, realni efektivni devizni tečaj, dolg zasebnega sektorja in javni dolg, stopnja brezposelnosti in sprememba stopnje delovne aktivnosti.

Primanjkljaj na tekočem računu se je leta 2017 povečal zaradi močne rasti uvoza, negativno neto stanja mednarodnih naložb pa je še vedno veliko. Prilagajanje stroškovne konkurenčnosti se je upočasnilo, ker so se stroški dela na enoto rahlo povečali, realni efektivni devizni tečaj pa se je stabiliziral. Raven zasebne zadolženosti je med najvišjimi v EU, in sicer tako za gospodinjstva kot tudi za podjetja, proces razdolževanja pa je počasen. Zlasti prihranki gospodinjstev so negativni. Prilagoditev realnih cen stanovanjskih nepremičnin navzdol je dosegla dno in cene stanovanj so se začele zmerno višati. Zelo visoka raven slabih posojil ovira pritok kreditov v gospodarstvo, kar je potrebno za srednjeročno podporo potencialni rasti. Delež javnega dolga v BDP je še vedno zelo visok. Brezposelnost se hitro zmanjšuje, vendar je še vedno visoka, zlasti brezposelnost mladih, čeprav sta se v zadnjih treh letih dolgotrajna brezposelnost in brezposelnost mladih izboljšali.

Graf A13: ***Dolg in slaba posojila***



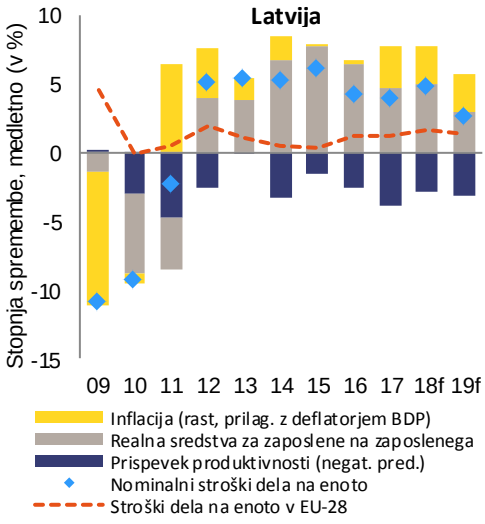
Vir: Eurostat in ECB

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z zunanjo vzdržnostjo, zasebnim in javnim dolgom, ranljivostmi v finančnem sektorju ter prilagoditvijo trga dela. Zato se zdi Komisiji koristno, tudi ob upoštevanju ugotovljenega čezmernega neravnotežja v marcu 2018, da dodatno prouči nadaljnji 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 dva kazalnika presegata okvirne pragove, in sicer neto stanje mednarodnih naložb in rast stroškov dela na enoto.

Tekoči račun je na splošno uravnotežen in negativno neto stanje mednarodnih naložb, ki ga večinoma sestavljajo neposredne tuje naložbe, se je glede na močno nominalno rast BDP izboljšalo, čeprav ostaja nad pragom. Stroški dela na enoto primerjalno gledano že več let hitro rastejo, kar je posledica močne rasti plač in nezadostne ponudbe delovne sile na trgu dela, kazalnik pa je od leta 2014 nad pragom iz pregleda. Učinek na zunanjo cenovno konkurenčnost in izvozne rezultate je bil do zdaj omejen in se je delno ublažil z nižjimi stopnjami dobička. Pričakuje se, da bo v prihodnje rast plač ostala močna zaradi nadaljnje nezadostnosti ponudbe na trgu dela ob visokem povpraševanju. Ti dejavniki skupaj predstavljajo tveganje za konkurenčnost države in njene obete glede rasti na srednji rok. Rast realnih cen stanovanjskih nepremičnin ostaja dinamična. Medtem ko so se cene stanovanjskih nepremičnin v letu 2017 znižale v primerjavi z letom 2016, so se v prvi polovici leta 2018

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



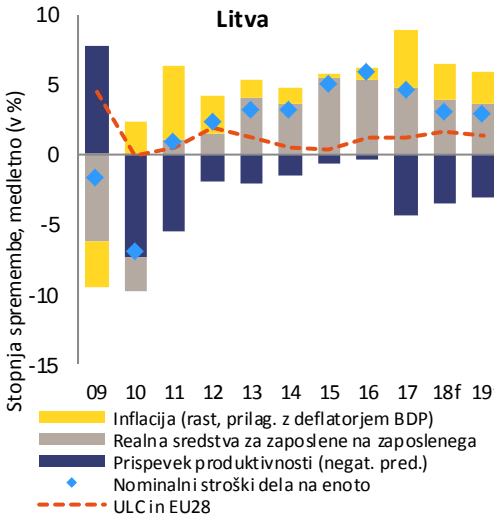
Vir: službe Komisije

spet zvišale. Rast posojil je bila na splošno umirjena. Javni in zasebni dolg sta razmeroma nizka.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z dinamiko na trgu dela in zunanjo konkurenčnostjo, 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.

Litva: V prejšnjih krogih postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Litvo *niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja*. V posodobljeni preglednici dva kazalnika presegata okvirne pragove, in sicer neto stanje mednarodnih naložb in nominalni stroški dela na enoto.

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

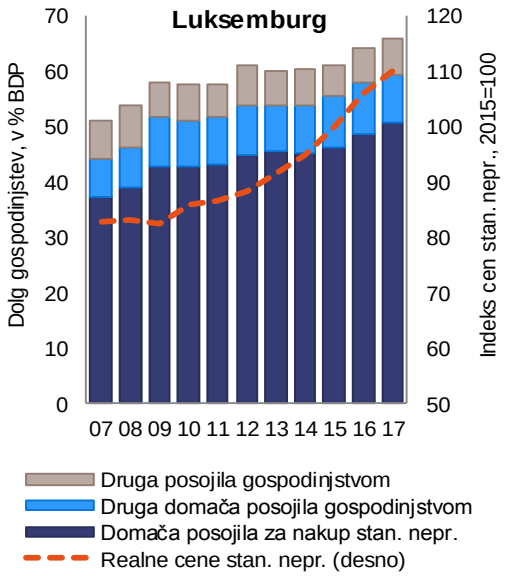


Vir: službe Komisije

Tekoči račun je na splošno uravnotežen in glede na močno nominalno rast BDP se je negativno neto stanje mednarodnih naložb, ki je v veliki meri sestavljeno iz neposrednih tujih naložb, izboljšalo, čeprav ostaja nekoliko nad pragom. Rast stroškov dela na enoto je primerjalno gledano že več let visoka, kazalnik pa od leta 2015 presega prag iz preglednice, kar je posledica visoke rasti plač zaradi nezadostne ponudbe delovne sile na trgu dela, in, med drugim, hitre rasti minimalne plače od leta 2016. Učinek rastočih stroškov dela na zunanjo stroškovno konkurenčnost in izvozne rezultate je bil do zdaj omejen in se je delno ublažil z nižjimi stopnjami dobička, kar samo po sebi morda ni vzdržno na dolgi rok. Pričakuje se, da bo v prihodnje rast plač ostala močna zaradi padajoče brezposelnosti in nezadostne ponudbe ter velikega povpraševanja po delovni sili na trgu dela. Ti dejavniki lahko skupaj poslabšajo konkurenčnost države in njene obete glede rasti na srednji rok. Rast cen stanovanjskih nepremičnin je bila v zadnjih letih dinamična in se je postopoma povečevala, vendar je še vedno pod pragom. Rast posojil se je pospešila. Ravni javnega in zasebnega dolga sta še vedno razmeroma nizki in stabilni.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z dinamiko stroškov dela na enoto in zunanjo konkurenčnostjo, 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.

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



Vir: Eurostat in ECB

Luksemburg: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Luksemburg *ni bilo ugotovljeno, da bi imel makroekonomska neravnotežja*. V posodobljeni preglednici več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer zadolženost zasebnega sektorja, sprememba stopnje delovne aktivnosti in stopnja dolgotrajne brezposelnosti.

Zunanji položaj še naprej kaže stabilen presežek na tekočem računu ter pozitivno in stabilno neto stanje mednarodnih naložb. Vendar ima položaj države kot

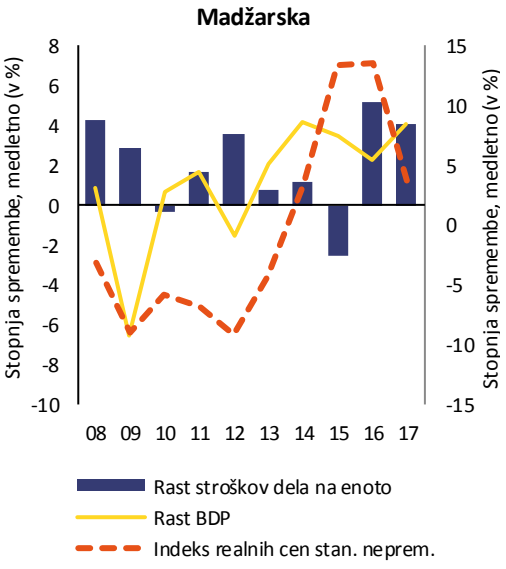
mednarodnega finančnega centra pomembnejši vpliv na podatke kot dejavnost domačega gospodarstva. Skupni delež na izvoznih trgih se je stabiliziral. Vendar so bile nedavno ugotovljene izgube na nekaterih trgih, deloma zaradi poslabšanja stroškovne konkurenčnosti, na katero pa negativno vplivata večja rast stroškov dela na enoto in rast uvoznih cen. V zadnjem desetletju so se realne cene stanovanjskih nepremičnin povečevale po razmeroma visokih stopnjah, kar na splošno še naprej zahteva natančno spremljanje. Povišanje cen stanovanjskih nepremičnin poteka v razmerah dinamičnega trga dela skupaj z znatnimi neto migracijskimi tokovi in ugodnimi pogoji financiranja, medtem ko je ponudba razmeroma omejena in je še vedno nezadostna glede na veliko povpraševanje. Cenovna dostopnost stanovanj se zaradi stalno naraščajočih cen še naprej slabša. Zadolženost podjetij je zelo visoka, vendar je to večinoma povezano s čezmejnimi posojili znotraj podjetij. Raven zadolženosti gospodinjstev, večinoma hipotekarnih posojil, vztrajno narašča, kar odraža dinamiko trga nepremičnin in ugodne kreditne pogoje. Čeprav so nižje obrestne mere in daljša obdobja hipotekarnih posojil zmanjšali finančni pritisk na gospodinjstva in je večina novih hipotek sklenjenih s fiksnimi obrestnimi merami, velik delež zadolženih gospodinjstev ostaja izpostavljen nenadnim večjim dvigom obrestnih mer. Vendar so tveganja za finančno stabilnost države ublažena zaradi trdnosti bančnega sektorja. Javni dolg je še vedno zelo nizek. Kljub nedavni upočasnitvi gospodarske rasti se trg dela sooča z nezadostno ponudbo delovne sile, brezposelnost pa se še zmanjšuje.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja predvsem nekatera omejena tveganja, povezana z vedno višjimi cenami stanovanj in zadolženostjo gospodinjstev. 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 nekateri kazalniki presegajo okvirni prag, in sicer neto stanje mednarodnih naložb in javni dolg.

Presežek na tekočem računu v zadnjih letih je pomenil hitro in trajno izboljšanje negativnega neto stanja mednarodnih naložb, ki je prav tako v veliki meri posledica neposrednih tujih naložb. Deleži na izvoznih trgih so se leta 2017 povečali ob podpori rastoče avtomobilske industrije. Nominalni stroški dela na enoto so se zaradi nezadostne ponudbe delovne sile in visokega povpraševanja po njej na trgu dela močno povečali. Povečanje plač v javni upravi je prav tako prispevalo k povečanju stroškov dela, vendar se je to delno izravnalo z zmanjšanjem prispevkov delodajalcev za socialno varnost. Tokovi posojil zasebnemu sektorju so postali pozitivni, vendar se je obseg posojil zasebnemu sektorju v letu 2017 še naprej zmanjševal. Realna rast cen stanovanjskih nepremičnin se je po znatnem povečanju v prejšnjih letih umirila. Kljub temu je treba pozornost nameniti visokim cenitvam v nekaterih regijah in hitremu kopičenju hipotekarnih posojil. Trenutno okrevanje nepremičninskega trga lahko prispeva k nadaljnjemu zmanjšanju deleža slabih posojil, ki je še vedno visok. Bančni sektor je

Graf A17: ***BDP, stroški dela na enoto in cene stanovanjskih nepremičnin***



Vir: službe Komisije

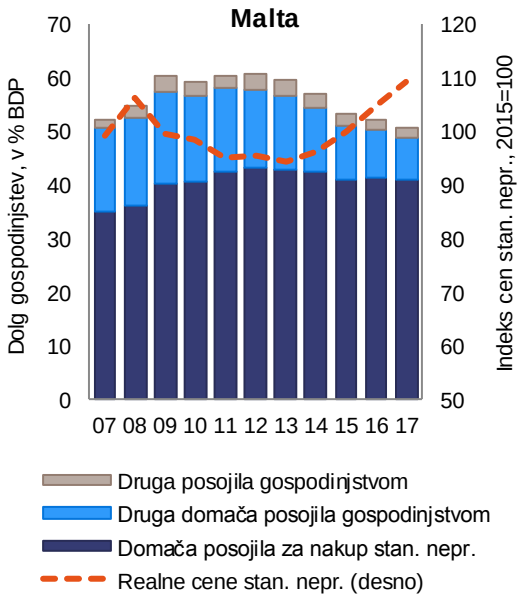
izboljšal svojo dobičkonosnost in sposobnost, da absorbira pretrese. Kljub ugodnemu gospodarskemu ciklu se javni dolg zmanjšuje le postopoma zaradi prociklične fiskalne politike. Brezposelnost se je zmanjšala na doslej najnižjo raven, nezadostna ponudba delovne sile na trgu dela pa je prispevala k hitri rasti plač, ki je še naprej presegala povečanje produktivnosti.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana s stanovanjskim trgom in razmerami nezadostne ponudbe delovne sile ter velikega povpraševanja po njej na trgu dela, vendar se tveganja zdijo omejena. Komisija na tej stopnji ne bo izvedla nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

Malta: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Malto *niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja*. V posodobljeni preglednici saldo tekočega računa presega okvirni prag.

Visok presežek na tekočem računu se je leta 2017 še povečal na precej visoko raven, kar je sovpadalo z močnim izboljšanjem že tako pozitivnega neto stanja mednarodnih naložb. Vendar zunanji položaj odraža nihanja v mednarodno usmerjenem podjetniškem sektorju in ne razvoja v domačem gospodarstvu. Razvoj v zvezi s stroškovno konkurenčnostjo in realnim efektivnim deviznim tečajem je bil razmeroma ugoden, medtem ko omejena dinamika plač skupaj z razmeroma močno rastjo produktivnosti dela ohranja rast stroškov dela na enoto na zmerni ravni. Delež dolga zasebnega sektorja v BDP se je leta 2017 znatno zmanjšal, k čemur je prispevala močna nominalna rast BDP. Medtem ko je zadolženost podjetniškega sektorja še vedno visoka, se rast posojil gospodinjstvom upočasnjuje. Delež javnega dolga v BDP se vztrajno znižuje. Realne cene stanovanjskih nepremičnin so se v letu 2017 zvišale, kar je treba pozorno spremljati. Zlasti so močna gospodarska aktivnost in omejene možnosti za vlaganje zasebnih prihrankov privedle do ponovnega zanimanja za stanovanjske nepremičnine. Kakovost sredstev v domačem bančnem sektorju se izboljšuje in razpoložljive kapitalske rezerve naj bi zadostovale za pokritje neposrednih tveganj, ki bi lahko izhajala iz stanovanjskega trga ali institucionalnega okvira. Na trgu dela se še vedno beležijo dobri rezultati z močno rastjo zaposlovanja, ki jo spremlja nizka in še naprej padajoča brezposelnost.

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



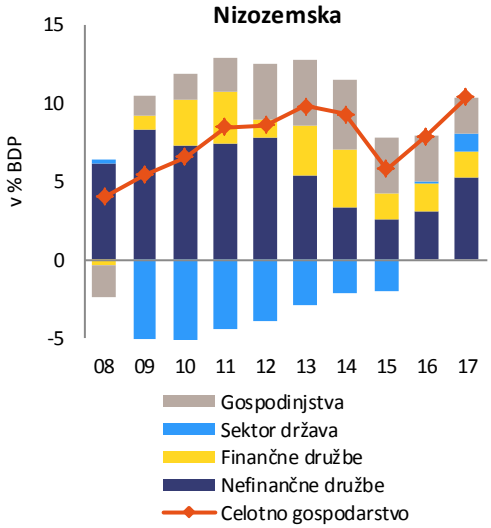
Vir: Eurostat in ECB

Na splošno ekonomska razlaga opozarja na vprašanja, povezana z zunanjim položajem in trgom stanovanjskih nepremičnin v razmerah trdne gospodarske rasti, čeprav 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.

Nizozemska: Komisija je marca 2018 ugotovila, da na Nizozemskem obstajajo *makroekonomska neravnotežja*, zlasti v zvezi z visoko ravnjo zasebnega dolga ter velikim presežkom na tekočem računu. V posodobljeni preglednici več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer triletno povprečje salda tekočega računa, dolg zasebnega sektorja in realna rast cen stanovanjskih nepremičnin.

Presežek na tekočem računu je še vedno zelo visok, v letu 2017 pa se je še povečal, medtem ko se je pozitivno neto stanje mednarodnih naložb nekoliko zmanjšalo. Medtem ko so vsi sektorji neto varčevalci, so za presežek na tekočem računu v letu 2017 odgovorne predvsem nefinančne družbe s presežkom prihrankov, povezanim z razmeroma visoko dobičkonosnostjo podjetij in razmeroma nizko stopnjo naložb. Gibanja stroškov dela na enoto so umirjena z rastjo plač, ki je skladna z razvojem produktivnosti. Zasebni dolg je na visoki ravni, pri čemer se dolg podjetij prav tako lahko pojasni z dolgom znotraj multinacionalnih skupin. Dolg gospodinjstev je visok, spodbujajo pa ga velikodušna davčna obravnava lastniških stanovanj in ugodne hipotekarne obrestne mere. Medtem ko se zadolženost gospodinjstev kot delež BDP zmanjšuje, se nominalni dolg spet povečuje. Na trgu stanovanjskih nepremičnin je prišlo do močnega okrevanja, saj so cene stanovanjskih nepremičnin v letu 2017 rasle še hitreje, tudi zaradi neoptimalnega delovanja najemniškega trga. Trg dela se sooča z nezadostno ponudbo delovne sile zaradi nizke brezposelnosti, ki še upada.

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



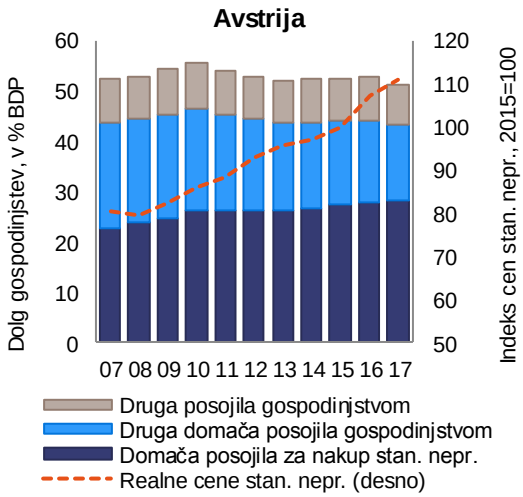
Vir: Eurostat

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z visokim dolgom gospodinjstev in velikim presežkom domačih prihrankov. Zato se zdi Komisiji primerno, tudi ob upoštevanju ugotovljenega neravnotežja v marcu 2018, 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 samo kazalnik javnega dolga presega okvirni prag.

Presežek na tekočem računu je v letu 2017 ostal stabilen na zmerni ravni, medtem ko je bilo neto stanje mednarodnih naložb rahlo pozitivno. Deleži na izvoznih trgih so bili stabilni. Rast stroškov dela na enoto je nizka, kar podpirata hitrejša rast produktivnosti dela in omejena rast plač. Realne cene stanovanjskih nepremičnin so še naprej rasle, vendar se je njihova rast v letu 2017 v primerjavi z letom 2016 upočasnila. Čeprav ta razvoj zahteva spremljanje, rast cen ni videti posledica rasti posojil, ki se je le nekoliko pospešila. Poleg tega se deleža dolga podjetij in gospodinjstev počasi zmanjšujeta. Tudi javni dolg se je še naprej zmanjševal in se leta 2017 zmanjšal zaradi močne gospodarske rasti in potekajoče likvidacije sredstev iz nacionaliziranih finančnih institucij. Stanje bančnega sektorja se je dodatno izboljšalo, tudi zaradi okrevanja v sosednjih državah. V teh ugodnih gospodarskih razmerah in ob močni rasti zaposlovanja se je stopnja brezposelnosti občutno zmanjšala.

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



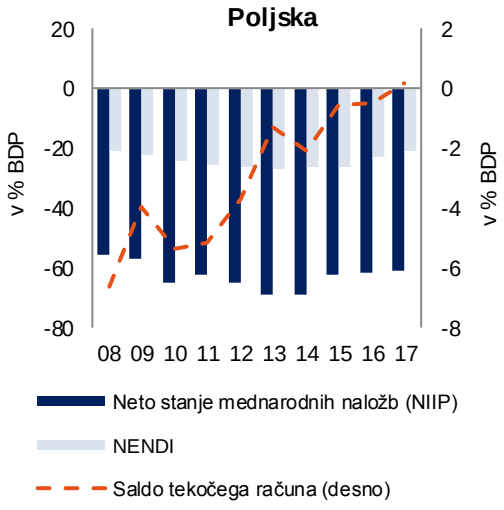
Vir: Eurostat in ECB

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana s sektorjem stanovanjskih nepremičnin, vendar se zdijo tveganja 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 se je leta 2017 izboljšal na splošno uravnotežen položaj, medtem ko je bilo negativno neto stanje mednarodnih naložb stabilno. Zunanje ranljivosti ostajajo omejene, saj velik del zunanjih obveznosti predstavljajo neposredne tuje naložbe. Rast deležev na izvoznih trgih je bila v letu 2017 ponovno močna. Rast nominalnih stroškov dela na enoto je omejena, kar sovpada z močno rastjo produktivnosti in rastjo plač. Delež dolga zasebnega sektorja v BDP se je v letu 2017 zmanjšal, kar kaže na močno rast BDP in povečanje vrednosti zlota glede na valute, v katerih je denominiran del neporavnanega dolga. Javni dolg, merjen kot odstotek BDP, se je še dodatno zmanjšal z že razmeroma nizkih ravni zaradi hitre nominalne gospodarske rasti, nižjega nominalnega primanjkljaja in povečanja vrednosti zlota.

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



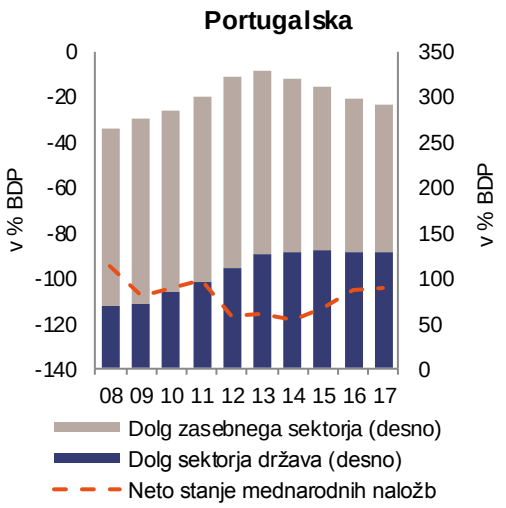
Vir: službe Komisije

Tveganja v bančnem sektorju so ostala omejena. Zaradi vztrajno dobrih rezultatov trga dela se je stopnja brezposelnosti znižala na zelo nizko raven.

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 marca 2018 ugotovila, da na Portugalskem obstajajo *makroekonomska neravnotežja*, zlasti v zvezi z velikim obsegom neto zunanjih obveznosti, zasebnega in javnega dolga ter velikim deležem slabih posojil v razmerah nizke rasti produktivnosti. V posodobljeni preglednici več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer neto stanje mednarodnih naložb, javni dolg, zasebni dolg, brezposelnost in realna rast cen stanovanjskih nepremičnin.

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



Vir: Eurostat

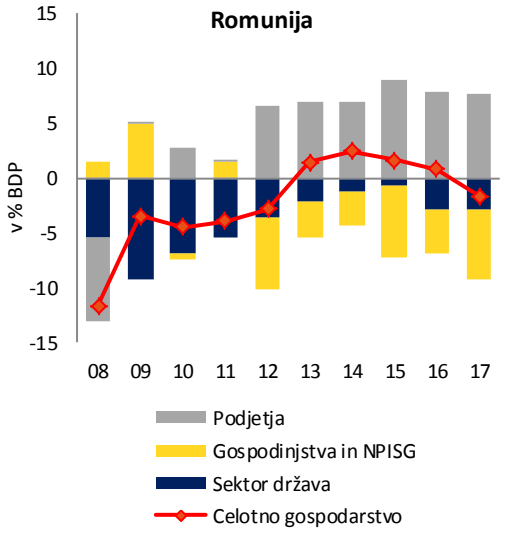
Stanje na tekočem računu je stabilno in kaže majhen presežek, medtem ko neto stanje mednarodnih naložb ostaja zelo negativno, prilagoditev pa naj bi ostala zelo počasna. Cenovna konkurenčnost se je v letu 2017 nekoliko poslabšala, saj se je realni efektivni devizni tečaj rahlo povečal. Nominalna rast stroškov dela na enoto se je nekoliko povečala, rast produktivnosti dela pa je bila leta 2017 negativna. Vendar so te spremembe na splošno v skladu s tistimi v trgovinskih partnericah, deleži na izvoznih trgih pa so se povečali. Razdolževanje zasebnega sektorja se nadaljuje, rast posojil pa ostaja šibka. Javni dolg je še vedno zelo visok, vendar naj bi se po napovedih stalno zmanjševal. Banke so znatno okrepile svoje bilance stanja in neto dohodek, vendar so še naprej ranljive, saj je obseg slabih posojil kljub nedavnemu upadu še vedno visok. Cene stanovanjskih nepremičnin ohranjajo močno rast, vendar v razmerah podcenitve v preteklosti in na splošno stabilnega stanja v zvezi s hipotekami. Na trgu dela se je stanje v zadnjih letih močno izboljšalo, brezposelnost pa se je znatno zmanjšala, k čemur prispeva pozitivni gospodarski cikel.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z neravnotežji pri spremenljivkah stanj, zlasti neto zunanjimi obveznostmi, javnim in zasebnim dolgom, ranljivostmi v bančnem sektorju in nizko rastjo produktivnosti. Zato se zdi Komisiji primerno, tudi ob upoštevanju ugotovljenega neravnotežja v marcu 2018, da nadalje prouči obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.

Romunija: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Romunijo *niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja*. V posodobljeni preglednici en kazalnik presega okvirni prag, in sicer neto stanje mednarodnih naložb.

Primanjkljaj na tekočem računu se je v letu 2017 še naprej večal zaradi pospeševanja uvoza, predvsem potrošniškega blaga. Negativno neto stanje mednarodnih naložb, ki ga sestavljajo predvsem neposredne tuje naložbe, se je kljub povečanemu primanjkljaju na tekočem računu še izboljšalo zaradi močne nominalne rasti BDP. Izvozni rezultati so v letu 2017 ostali dobri, Romunija pa je pridobila dodatne deleže na izvoznih trgih. Vendar so se stroški dela na enoto v letu 2017 zaradi višje rasti plač, zlasti v javnem sektorju, zelo povečali. Medtem ko so bili izvozni rezultati Romunije doslej dobri, 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 v prihodnosti. Realna rast cen stanovanjskih nepremičnin se je v letu 2017 rahlo upočasnila in ostaja zmerna. Bančni sektor je še naprej dobro kapitaliziran in likviden. Rast posojil zasebnemu sektorju se je nekoliko povečala, vendar je še vedno šibka. Stopnja brezposelnosti se je v letu 2017 še znižala, kar delno odraža visoko povpraševanje po delovni sili ob pomanjkanju njene ponudbe, stopnja delovne aktivnosti pa se je nekoliko izboljšala. Zaradi močne nominalne rasti BDP sta se zasebni in javni dolg kot delež BDP zmanjšala in oba ostajata razmeroma nizka. Vendar pa bo fiskalna naravnanost na srednji rok ostala ekspanzivna kljub ugodnim gospodarskim razmeram in bi lahko negativno vplivala na javni dolg in dinamiko tekočega računa. Povečevanje trgovinskega primanjkljaja in pospešitev rasti stroškov dela na enoto sta povezana z vztrajno prociklično fiskalno politiko vlade, ki spodbuja že tako močno rastoče gospodarstvo z vedno novimi davčnimi olajšavami in zvišanji plač v javnem sektorju. Poleg tega pogoste in nepredvidljive zakonodajne spremembe prispevajo k negotovemu poslovnemu okolju, kar negativno vpliva na poslovne odločitve in naložbe in bi lahko vplivalo na privlačnost države za tuje vlagatelje.

Graf A23: ***Neto posojanje/izposojanje po sektorjih***

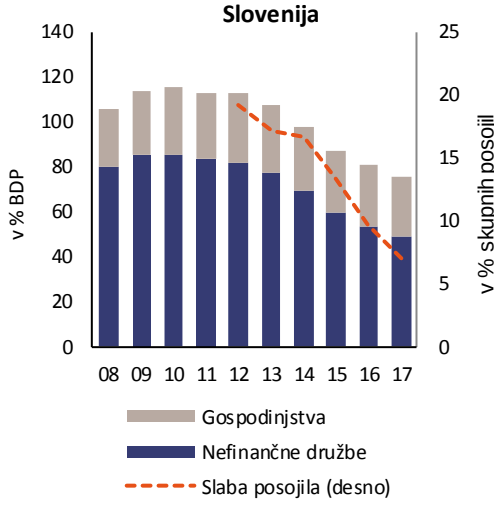


Vir: službe Komisije.

Ekonomska razlaga kaže, da so se ranljivosti povečale, zlasti glede zunanjega položaja in konkurenčnosti. Na splošno se zdi Komisiji primerno, da omenjena tveganja dodatno prouči v poglobljeni analizi z namenom oceniti, ali obstajajo neravnotežja.

Slovenija: Komisija je marca 2018 ugotovila, da v Sloveniji *ne obstajajo več makroekonomska neravnotežja*. V posodobljeni preglednici javni dolg in realna rast cen stanovanjskih nepremičnin presegata okvirni prag.

Graf A24: ***Zasebni dolg in slaba posojila***



Vir: Eurostat in ECB

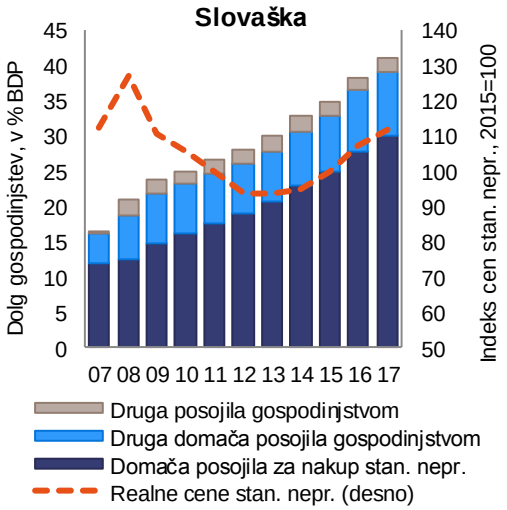
Velik presežek na tekočem računu se je v letu 2017 še povečal zaradi močne rasti izvoza. Negativno neto stanje mednarodnih naložb se je znatno izboljšalo in ne presega več praga. Deleži na izvoznih trgih so se povečali, medtem ko je bila rast stroškov dela na enoto omejena, realni efektivni devizni tečaj pa se je zmanjšal. Zasebni dolg se je še naprej zmanjševal po zaslugi podjetniškega sektorja, medtem ko so kreditni tokovi v zasebni sektor postali pozitivni. Naložbe so se znatno izboljšale, vendar so še vedno pod preteklimi povprečji. Rast cen stanovanjskih nepremičnin se je povečevala nekoliko hitreje kot v prejšnjih letih, naložbe v stanovanjske objekte pa so stabilne in rast hipotekarnih kreditov omejena. Javni dolg ostaja visok, vendar se je od najvišje ravni leta 2015 zmanjšal. Predvideni stroški, povezani s staranjem prebivalstva, še vedno predstavljajo tveganje za srednje- in dolgoročno vzdržnost javnih financ. Bančni sektor se je stabiliziral, njegova zadolženost se zmanjšuje, medtem ko še vedno razmeroma velik delež slabih posojil še naprej pada, pričakovati pa je še nadaljnja zmanjšanja. Trg dela se je dodatno izboljšal, stopnja delovne aktivnosti se je povečala, stopnja brezposelnosti pa zmanjšala. Tudi rast produktivnosti dela se je v letu 2017 nekoliko pospešila.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana zlasti z dolgoročno vzdržnostjo javnih financ. 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 neto stanje mednarodnih naložb in skupne obveznosti finančnega sektorja presegajo okvirni prag.

Primanjkljaj na tekočem računu se je v letu 2017 še povečal, vendar na splošno ostaja zmeren. Neto stanje mednarodnih naložb je precej negativno ne glede na nedavno manjše izboljšanje, tveganja pa so omejena, ker se velik del zunanjih obveznosti nanaša na neposredne tuje naložbe, zlasti v rastoči avtomobilski industriji in finančnem sektorju. Deleži na izvoznih trgih in realni efektivni devizni tečaj so bili na splošno stabilni. Rast nominalnih stroškov dela na enoto se je povečala zaradi močne rasti plač, ki je posledica visokega povpraševanja po delovni sili in nizke brezposelnosti. Rast cen stanovanjskih nepremičnin ostaja močna, vendar se je leta 2017 v primerjavi z letom 2016 zmanjšala na stopnjo, ki je ravno še znotraj praga. Posojanje zasebnemu sektorju se je nekoliko umirilo, delež zasebnega dolga v BDP pa je na splošno rasel. Bančni sektor, ki je večinoma v tuji lasti, je dobro kapitaliziran. Nadaljnje zmanjšanje skupne in dolgotrajne brezposelnosti je spremljalo povečanje stopnje delovne aktivnosti.

Graf A25: ***Zadolženost gospodinjstev in indeks cen stanovanjskih nepremičnin***

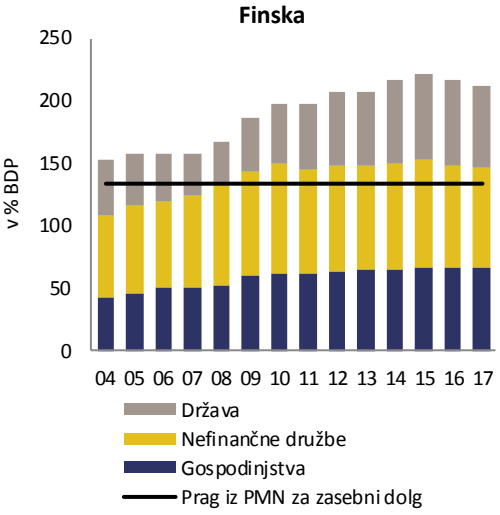


Vir: Eurostat in ECB

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z zunanjimi vidiki, trgom stanovanjskih nepremičnin in rastjo posojil, vendar se zdijo tveganja zaenkrat 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 posodobljeni preglednici dva kazalnika presegata okvirni prag, in sicer dolg zasebnega sektorja in javni dolg.

Graf A26: ***Dolg po sektorjih v gospodarstvu***



Vir: Eurostat

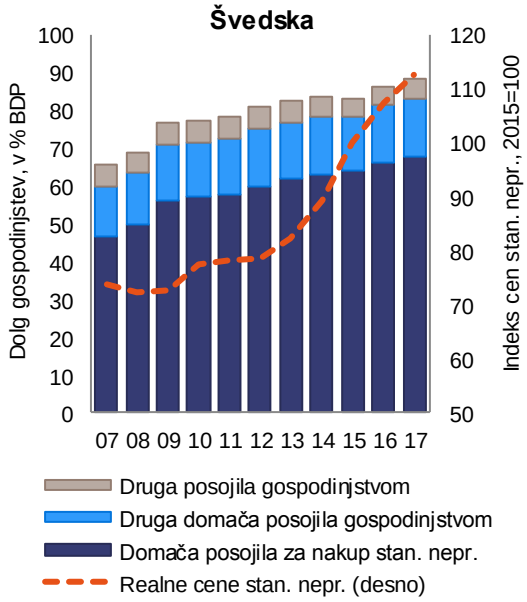
Saldo tekočega računa je v letu 2017 ostal nekoliko negativen po več letih primanjkljajev, medtem ko je neto stanje mednarodnih naložb rahlo pozitivno. Deleži na izvoznih trgih so se že drugo leto zapored povečali, medtem ko so se kazalniki stroškovne konkurenčnosti izboljšali ob znižanju stroškov dela na enoto in realnega efektivnega deviznega tečaja. V letih 2018 in 2019 bo rast izvoza verjetno še naprej hitrejša od rasti uvoza. Kljub temu se pričakuje, da se bodo kazalniki stroškovne konkurenčnosti stabilizirali, ko bodo pozitivni učinki pakta za konkurenčnost deloma izzveneli. Delež javnega in zasebnega dolga v BDP se je v letu 2017 še znižal, kar je odražalo močno okrevanje proizvoda. Vendar so ugodni posojilni pogoji, nizke obrestne mere in izboljšani gospodarski obeti prispevali k nadaljnji hitri rasti posojil, kar bi lahko omejilo razdolževanje v prihodnje, medtem ko je zasebni dolg še vedno na visoki ravni. Zadolženost gospodinjstev je visoka, stopnja varčevanja gospodinjstev pa je na zgodovinsko nizki ravni. Finančni sektor ostaja dobro kapitaliziran in omejuje tveganja za finančno stabilnost, medtem ko razmeroma stabilne cene stanovanjskih nepremičnin kažejo na omejena tveganja za zadolženost gospodinjstev. Delež javnega dolga se zmanjšuje, kar odraža okolje večje gospodarske rasti. Zaposlenost se še povečuje, brezposelnost pa se zaradi večje gospodarske aktivnosti zmanjšuje.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja 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 marca 2018 ugotovila, da na Švedskem obstajajo *neravnotežja*, zlasti v zvezi s precenjenostjo stanovanjskih nepremičnin in nadaljnjim povečanjem zadolženosti gospodinjstev. V posodobljeni preglednici okvirni prag presega kazalnik javnega dolga.

Presežek na tekočem računu ostaja zmeren in se je v letu 2017 zmanjšal. Neto stanje mednarodnih naložb je nekoliko upadlo in je zdaj blizu ravnotežja. Izgube deležev na izvoznih trgih so se umirile, kazalnik pa je zdaj nekoliko pod pragom. Rast stroškov dela na enoto se je umirila in realni efektivni devizni tečaj se je zmanjšal. Zadolženost gospodinjstev je visoka in se od leta 2008 stalno povečuje, vključno z letom 2017. To povečanje je povezano z dviganjem cen stanovanjskih nepremičnin, ki predstavlja tveganje za makroekonomsko stabilnost. Jeseni 2017 so se cene stanovanjskih nepremičnin nekoliko znižale, vendar ostajajo na splošno zelo visoke. K cenam stanovanjskih nepremičnin in zadolženosti gospodinjstev prispevajo ugodna davčna obravnava lastništva stanovanj, nizke hipotekarne obrestne mere in specifični vidiki hipotekarnega trga. Tveganja v bančnem sistemu so videti omejena, saj kakovost sredstev in dobičkonosnost ostajata visoki, finančno stanje gospodinjstev pa je na splošno močno. Trg dela se sooča z nezadostno ponudbo delovne sile ob velikem povpraševanju po njej, brezposelnost pa se še zmanjšuje.

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



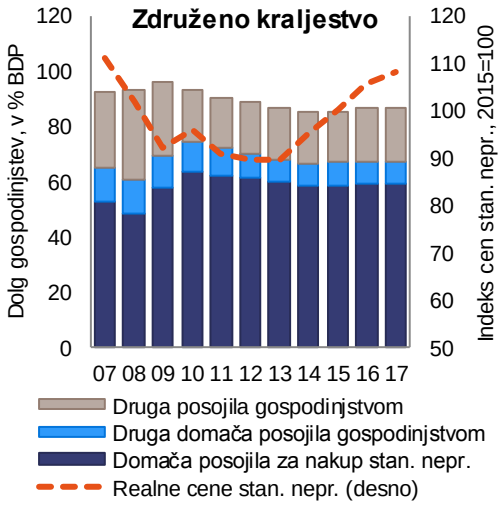
Vir: Eurostat in ECB

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z visokim zasebnim dolgom in sektorjem stanovanjskih nepremičnin. Zato se zdi Komisiji koristno, tudi ob upoštevanju ugotovljenega neravnotežja v marcu 2018, da nadalje prouči obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.

Združeno kraljestvo: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Združeno kraljestvo *ni bilo ugotovljeno, da bi imelo makroekonomska neravnotežja*. V posodobljeni preglednici več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer primanjkljaj na tekočem računu, dolg zasebnega sektorja in javni dolg.

Tekoči račun se je leta 2017 rahlo zmanjšal, in sicer predvsem zaradi izboljšanja salda primarnih dohodkov, vendar so še vedno prisotni znaten primanjkljaj in s tem povezane velike potrebe po zunanjem financiranju. Znižanje vrednosti britanskega funta je prispevalo k neto stanju mednarodnih naložb, ki je rahlo negativno, in izboljšalo cenovno konkurenčnost v razmerah zmerne rasti stroškov dela na enoto. Vendar je bil neto trgovinski odziv na šibkejši britanski funt do zdaj pod pričakovanji. Po večletnem postopnem razdolževanju je delež dolga zasebnega sektorja v BDP dosegel najnižjo vrednost. Zlasti zadolženost gospodinjstev ostaja visoka in jo je treba še naprej pozorno spremljati. Realna rast cen stanovanjskih nepremičnin se

Graf A28: ***Zadolženost gospodinjstev in indeks cen stanovanjskih nepremičnin***



Vir: Eurostat in ECB

je upočasnila, stroški stanovanjskih nepremičnin pa se stabilizirajo, čeprav so visoki. Javni dolg je visok in na splošno stabilen. Močno rast zaposlovanja je še naprej spremljala nizka in upadajoča brezposelnost, čeprav produktivnost dela ostaja šibka.

Na splošno ekonomska razlaga poudarja vprašanja, povezana z zasebnim dolgom, trgom stanovanjskih nepremičnin in zunanjo stranjo gospodarstva. 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 2017

	Zunanja neravnotežja in konkurenčnost					Notranja neravnotežja						Kazalniki zaposlenosti[1]		
Leto 2017	**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 – % svetovnega izvoza** (5-letna sprememba v %)	**Indeks nominalnih stroškov dela na enoto (2010=100)** (3-letna sprememba v %)	**Indeks cen stanovanj (2015=100), realni (deflator)** (1-letna sprememba v %)	**Kreditni tok zasebnega sektorja, konsolidiran** (v % BDP)	**Dolg zasebnega sektorja, konsolidiran** (v % BDP)	**Dolg sektorja država** (v % BDP)	**Stopnja brezposelnosti** (3-letno povprečje)	**Obveznosti finančnega sektorja skupaj, nekonsolidirane** (1-letna sprememba v %)	**Stopnja delovne aktivnosti – % celotnega preb., starostna skupina 15-64 let** (3-letna sprememba v o.t.)	**Stopnja dolgotrajne brezposelnosti – % aktivnega preb., starostna skupina 15-74 let** (3-letna sprememba v o.t.)	**Stopnja brezposelnosti mladih – % aktivnega preb., starostna skupina 15-24 let** (3-letna sprememba v o.t.)
Pragi	-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	52.6	0.9	3.9	1.1	1.5z	-1.5	187.0	103.4	7.8p	0.7	0.3p	-0.8p	-3.9p
BG	3.1	-42.8	-3.3	19.4	13.6z	6.2	6.2	100.1	25.6	7.7	1.1	2.3	-3.5	-10.9
CZ	1.0	-26.5	5.4	8.2	5.9	9.1z	4.1	67.4	34.7	4.0	22.9	2.4	-1.7	-8.0
DK	8.1	56.3	-2.1	0.5	3.0	3.2	-1.4	204.0	36.1	6.0	4.1	0.7p	-0.4p	-1.6
DE	8.4	54.0	-2.5	6.5	5.1	2.9	4.9	100.1	63.9	4.2	4.0	0.5	-0.6	-0.9
EE	2.3	-31.4	2.9	2.6	12.4	1.8	3.6	106.4	8.7	6.3	9.7	3.6	-1.4	-2.9
IE	2.9	-149.3	-6.2	64.4	-17.2	9.5z	-7.5	243.6	68.4	8.4	4.3	0.9	-3.6	-9.0
EL	-0.8	-142.5	-2.8	-10.0	-1.0z	-2.2o	-0.8z	116.4z	176.1	23.3	-12.9	0.9	-3.9	-8.8
ES	1.8	-83.8	-2.5	9.8	0.0z	4.5	0.2z	138.8z	98.1	19.6	4.0	-0.3	-5.2	-14.6
FR	-0.6	-20.1	-2.9	2.7	1.3z	1.8	7.0z	148.2z	98.5	10.0	4.3	0.5	-0.3	-1.9
HR	3.6	-62.4	0.0	20.0	-4.3ro	2.8	1.2	98.4	77.5	13.5	3.9	0.3	-5.5	-17.7
IT	2.3	-5.3	-3.1	2.0	1.1	-2.0z	2.1	110.5	131.2	11.6	4.3	1.5	-1.2	-8.0
CY	-5.0	-121.5	-6.6	6.9	-2.7z	1.3z	8.7z	316.3z	96.1	13.0	-2.3	-0.4	-3.2	-11.3
LV	0.6	-56.3	1.7	7.8	14.7	5.5	0.3	83.5	40.0	9.4	6.1	2.4	-1.3	-2.6
LT	-0.7	-35.9	2.3	9.7	16.0	5.4	3.7	56.1	39.4	8.0	14.0	2.2	-2.1	-6.0
LU	5.0	47.0	-0.9	25.2	7.1	4.1	-15.5	322.9	23.0	6.1	-1.7	-0.6	0.5	-6.9
HU	4.0	-52.9	0.1	11.3	6.7	3.3	0.9	71.4	73.3	5.4	-8.0	4.2	-2.0	-9.7
MT	8.4	62.6	-2.3	11.2	1.7	4.1z	2.9	120.2	50.9	5.2	4.7	4.4	-1.1	-1.2
NL	8.3	59.7	-1.6	1.2	-0.2z	6.0	3.0z	252.1z	57.0	5.9	2.0z	0.7	-1.0	-3.8
AT	2.1	3.7	0.3	2.3	3.7	3.5	4.3	122.5	78.3	5.7	1.8	1.0	0.3	-0.5
PL	-0.3	-61.2	-3.4	28.4	4.5z	1.7	2.7	76.4	50.6	6.2	6.3	1.7	-2.3	-9.1
PT	0.4	-104.9	-0.7	14.6	3.5z	7.9	1.3z	162.2z	124.8	10.9	1.8	1.5	-3.9	-10.9
RO	-2.2	-47.7	-5.5	37.0	11.9z	4.0	1.7z	50.8z	35.1	5.9	8.1	1.6	-0.8	-5.7
SI	5.7	-32.3	-2.0	18.6	3.4	6.2	0.8	75.6	74.1	7.9	5.1	3.3	-2.2	-9.0
SK	-2.0	-65.6	-1.9	6.7	6.9	4.4	5.9	96.1	50.9	9.8	17.9	1.8	-4.2	-10.8
FI	-0.7	2.4	-2.6	-4.3	-2.5	0.5	8.2	146.4	61.3	8.9	-3.8	1.3	0.2	-0.4
SE	4.0	1.8	-5.4	-4.3	3.7	4.6	13.1	194.4	40.8	7.0	6.8	1.0	-0.2	-5.1
UK	-4.6	-8.6	-10.7	-1.0	5.4	2.4	8.4	169.0	87.4	4.8	-1.6	0.9	-1.1	-4.9

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

1) Kazalniki zaposlovanja: glej stran 2 poročila o mehanizmu opozarjanja za leto 2016. 2) Indeks cen stanovanj o = vir: nacionalna centralna banka za EL. 3) Nominalni stroški dela na enoto za HR, ro: za podatke o zaposlovanju se uporablja nacionalni koncept namesto domačega koncepta. 4) Stopnja brezposelnosti, stopnja delovne aktivnosti, stopnja dolgoročne brezposelnosti in stopnja brezposelnosti mladih: BE: revizija raziskovalne metodologije; IE: uvedba nove raziskave delovne sile namesto četrtletne nacionalne raziskave gospodinjstev kot vira podatkov; DK: izboljšanje zbiranja podatkov, uvedba računalniško podprtega spletnega anketiranja.

Vir: Evropska Komisija, Eurostat, Generalni direktorat za gospodarske in finančne zadeve (za realni efektivni devizni tečaj), podatki MDS, WEO (za časovne vrste izvoza na svetovni ravni).

Preglednica 2.1: Pomožni kazalniki, 2017

Leto 2017	Realni BDP (1-letna sprememba v %)	Bruto investicije v osnovna sredstva (v % BDP)	Bruto domači izdatki za R&R(v % BDP)	Tekoči račun plus kapitalski račun (neto posojanje-izposojanje) (v % BDP)	Neto stanje mednarodnih naložb razen instrumentov brez tveganja neplačila (v %	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 slaba posojila domačih in tujih subjektov (v % bruto posojil)	Stroškovna učinkovitost dela na enoto v primerjavi z EO (10-letna sprememba v %)	Indeks cen stanovanj (2015=100) - nominalni (3-letna sprememba v %)	Gradnja stanovanjskih nepremičnin (v % BDP)	Dolg gospodinjstev, konsolidiran (vključno z NPISG, v % BDP	Konsolidirana zadolženost bančnega sektorja, domači in tuji subjekti (sredstva skupaj/lastniški kapital skupaj)
BE	1.7	23.5	:	0.8	45.0	-7.8	199.9	-2.5	2.8	-0.8	1.0	-0.3	0.3	2.7z	1.4	8.2	5.9	60.1	13.2z
BG	3.8	18.5	0.8z	7.7	33.1	3.8	88.4	-4.2	-3.0	14.0	5.7	0.5	2.0z	10.2z	50.9	19.5	2.9	20.4	7.7z
CZ	4.3	24.7	1.8z	2.0	28.8	4.3	78.3	-2.6	5.8	3.3	3.1	1.4	2.7	2.8z	1.0	24.4z	3.9	29.7	12.4z
DK	2.3	20.5	:	8.1	18.6	0.6	54.3	-0.1	-0.5	-4.0	2.9	-0.9	0.7	2.5z	-0.2	17.7	4.6	128.0	16.4z
DE	2.2	20.3	3.0o	7.9	41.5	2.1	42.1	-1.8	0.3	1.7	5.9	-0.7	0.7	1.8z	8.4	16.0	6.1	52.7	14.1z
EE	4.9	24.4	:	4.2	21.5	5.9	95.5	-0.6	2.5	-2.0	4.2	-1.8	2.1	1.9z	22.5	18.1	4.3	39.4	6.8z
IE	7.2	23.5	1.1	-1.1	-259.1	0.3	435.6	-1.2	-2.1	57.0	-0.1	2.5	4.2	9.9z	-39.2	32.8z	2.0	47.7	6.6z
EL	1.5z	12.9z	1.1z	-0.5	-126.4	1.8	17.6	-1.8z	-1.7	-14.1	7.4z	1.5z	0.0z	45.0z	-12.9	-8.3o	0.6z	57.0	8.8z
ES	3.0z	20.5z	:	2.1	-58.1	0.6	58.6	-1.8z	-1.0	4.8	0.8z	-0.1z	0.4z	4.4z	-11.1	15.1	5.2z	61.1	13.5z
FR	2.2z	22.5z	:	-0.5	-33.5	1.9	46.5	-1.7z	-0.5	-1.9	5.0z	-0.8z	1.1z	3.1z	-0.2	2.6	6.2z	58.6	15.2z
HR	2.9	20.1	:	4.5	-17.3	3.6	58.7	-2.9	0.7	14.6	2.5	1.1	0.7ro	8.8z	-15.0	1.7	:	34.1	7.4z
IT	1.6	17.6	:	2.7	-3.9	0.5	26.1	-1.9	-0.6	-2.6	7.6	0.4	0.4	11.2z	-0.3	-4.6	4.4	41.3	12.2z
CY	4.2z	20.9z	:	-7.9	-95.1	50.0	1017.8	-4.2z	-3.7	2.1	0.9z	0.7z	0.4z	30.7z	-8.9	1.0z	5.7z	107.5	12.1z
LV	4.6	20.9	0.5z	1.5	-7.6	3.8	59.0	-3.0	0.9	2.9	3.4	0.9	4.7	5.6z	7.7	14.0	1.9	22.2	8.9z
LT	4.1	19.2	0.9	2.1	-7.9	2.4	40.9	-3.0	1.5	4.8	5.9	8.3	4.7	3.2z	8.9	19.0	2.7	22.4	10.7z
LU	1.5	18.9	:	4.5	-3947.3	-264.1	8263.3	-2.8	0.1	19.5	-0.1	-7.2	-1.8	0.7z	14.9	18.0	3.2	65.9	13.2z
HU	4.1	22.2	1.4	4.2	-8.1	-9.3	211.0	-3.8	0.7	6.3	3.3	-0.6	2.1	8.4z	6.3	35.8	2.8	18.8	9.7z
MT	6.7	21.1	0.6	14.3	229.6	27.3	1627.0	-8.9	1.4	6.2	2.7	-1.5	1.4	3.1z	4.8	17.5z	4.8	50.4	13.5z
NL	2.9z	20.5z	:	10.4	-29.5	39.4	615.5	-0.8z	-0.5	-3.3	1.7z	0.0z	0.7z	2.1z	-2.5	17.0	4.4z	104.5z	16.7z
AT	2.6	23.6	3.2z	1.9	-4.1	3.7	66.7	-2.1	2.1	-2.3	1.9	-0.6	0.8	3.5z	5.7	19.9	4.4	50.4	11.6z
PL	4.8	17.7	1.0	1.4	-20.7	2.0	49.7	-2.0	-3.0	22.7	6.1	4.2	3.4z	6.6z	1.7	7.4	2.8	34.9	8.8z
PT	2.8z	16.6z	1.3z	1.4	-60.9	4.6	79.6	-2.1z	0.9	9.5	7.3z	2.5z	-0.5z	13.3z	-8.2	20.6	2.8z	68.9	10.6z
RO	7.3z	22.6z	:	-2.0	-5.8	2.8	44.5	-1.3z	-5.0	30.9	3.6z	4.4z	4.3z	6.6z	32.8	15.6	:	16.1	9.6z
SI	4.9	18.5	:	6.4	-17.7	2.2	37.3	-2.6	-1.4	13.3	3.6	5.4	1.9	9.2z	1.1	12.5	2.1	27.1	8.0z
SK	3.2	21.4	0.9	-1.1	-15.1	6.3	72.4	-3.5	-1.5	1.9	-1.6	0.6	1.0	3.7z	2.0	19.0	2.7	40.6	9.3z
FI	2.8	22.1	2.8	-0.6	6.1	5.8	55.0	-1.6	-1.0	-8.6	5.5	2.2	1.6	1.2z	5.4	2.0	6.4	67.1	18.9z
SE	2.1	25.0	3.3	3.2	-7.0	5.8	4.2	-0.9	-3.9	-8.6	1.2	-2.1	-0.2	1.3z	5.6	30.7	5.7	88.2	16.5z
UK	1.7	17.2	1.7z	-3.8	-5.3	2.5	76.5	-0.6	-6.7	-5.4	5.3	0.4	0.7	1.5z	5.0	18.5	4.0	86.2	15.0z

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

1) Uradni rok za posredovanje podatkov za leto 2017 o bruto domačih izdatkih za R&R je 31. oktober 2018, podatki pa so bili pridobljeni 24. oktobra 2018. 2) Indeks cen stanovanj o = vir: nacionalna centralna banka za EL. 3) Produktivnost dela za HR, ro: za podatke o zaposlovanju se uporablja nacionalni koncept namesto domačega koncepta.

Vir: Evropska Komisija, Eurostat, Generalni direktorat za gospodarske in finančne zadeve (za realni efektivni devizni tečaj), ECB (za „Bruto slaba posojila domačih in tujih subjektov" in „Konsolidirana zadolženost bančnega sektorja, domači in tuji subjekti") in podatki MDS, WEO (za časovne vrste izvoza na svetovni ravni).

Preglednica 2.1 (nadaljevanje): Pomožni kazalniki, 2017

Leto 2017	Stopnja zaposlenosti (1-letna sprememba v %)	Stopnja delovne aktivnosti - % celotnega preb., starostna skupina 15-64 let	Stopnja dolgotrajne brezposelnosti - % aktivnega preb., starostna skupina 15-74 let	Stopnja brezposelnosti mladih - % aktivnega preb., starostna skupina 15-24 let	Mladi, ki niso zaposleni, se ne izobražujejo ali usposabljajo - % celotnega prebivalstva, starostna skupina 15-24		Ljudje, ki jih ogroža revščina ali socialna izključenost - % celotnega prebivalstva		Ljudje, ki jih ogroža revščina po socialnih transferjih - % celotnega prebivalstva		Resno materialno prikrajšane osebe - % celotnega prebivalstva		Ljudje, ki živijo v gospodinjstvih z zelo nizko intenzivnostjo dela - % celotnega prebivalstva,	
					%	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	68.0p	3.5p	19.3p	9.3p	-2.7p	20.3	-0.9	15.9	0.4	5.1	-0.8	13.5	-1.1
BG	1.8z	71.3	3.4	12.9	15.3	-4.9	38.9	-1.2p	23.4	1.6	30.0	-3.1	11.1	-1.0
CZ	1.6	75.9	1.0	7.9	6.3	-1.8	12.2	-2.6	9.1	-0.6	3.7	-3.0	5.5	-2.1
DK	1.6	78.8p	1.3p	11.0	7.0p	1.2p	17.2	-0.7	12.4	0.3	3.1	-0.1	10.0	-2.2
DE	1.4	78.2	1.6	6.8	6.3	-0.1	19.0	-1.6	16.1	-0.6	3.4	-1.6	8.7	-1.3
EE	2.7	78.8	1.9	12.1	9.4	-2.3	23.4	-2.6p	21.0	-0.8	4.1	-2.1	5.8	-1.8p
IE	2.9	72.7	3.0	14.4	10.9p	-4.4p	:	:	:	:	:	:	:	:
EL	1.5z	68.3	15.6	43.6	15.3	-3.8	34.8	-1.2	20.2	-1.9	21.1	-0.4	15.6	-1.6
ES	2.6z	73.9	7.7	38.6	13.3	-3.8p	26.6	-2.6	21.6	-0.6	5.1	-2.0	12.8	-4.3
FR	1.1z	71.5	4.2	22.3	11.5	0.3p	17.1	-1.4	13.3	0.0	4.1	-0.7	8.1	-1.5
HR	2.2ro	66.4	4.6	27.2	15.4	-3.9	26.4	-2.9	20.0	0.6	10.3	-3.6	12.2	-2.5
IT	1.2	65.4	6.5	34.7	20.1	-2.0	28.9	0.6	20.3	0.9	10.1	-1.5	11.8	-0.3
CY	3.9z	73.9	4.5	24.7	16.1	-0.9	25.2	-2.2	15.7	1.3	11.5	-3.8	9.4	-0.3
LV	0.0	77.0	3.3	17.0	10.3	-1.7	28.2	-4.5	22.1	0.9	11.3	-7.9	7.8	-1.8
LT	-0.5	75.9	2.7	13.3	9.1	-0.8	29.6	2.3	22.9	3.8	12.4	-1.2	9.7	0.9
LU	3.4	70.2	2.1	15.4	5.9	-0.4	21.5	2.5	18.7	2.3	1.2	-0.2	6.9	0.8
HU	2.0	71.2	1.7	10.7	11.0	-2.6	25.6	-6.2	13.4	-1.6	14.5	-9.5	6.6	-6.2
MT	5.2	72.2	1.6	11.3	8.6p	-1.7p	19.2	-4.6	16.8	0.9	3.3	-6.9	6.7	-3.1
NL	2.2z	79.7	1.9	8.9	4.0	-1.5	17.0	0.5	13.2	1.6	2.6	-0.6	9.5	-0.7
AT	1.7	76.4	1.8	9.8	6.5	-1.2	18.1	-1.1	14.4	0.3	3.7	-0.3	8.3	-0.8
PL	1.4z	69.6	1.5	14.8	9.5	-2.5	19.5	-5.2	15.0	-2.0	5.9	-4.5	5.7	-1.6
PT	3.3z	74.7	4.5	23.8	9.3	-3.0	23.3	-4.2	18.3	-1.2	6.9	-3.7	8.0	-4.2
RO	2.8z	67.3	2.0	18.3	15.2	-1.8	35.7	-4.6	23.6	-1.5	19.7	-6.2	6.9	-0.3
SI	2.9	74.2	3.1	11.2	6.5	-2.9	17.1	-3.3	13.3	-1.2	4.6	-2.0	6.2	-2.5
SK	2.2	72.1	5.1	18.9	12.1	-0.7	16.3	-2.1	12.4	-0.2	7.0	-2.9	5.4	-1.7
FI	1.2	76.7	2.1	20.1	9.4	-0.8	15.7	-1.6	11.5	-1.3	2.1	-0.7	10.7	0.7
SE	2.3	82.5	1.2	17.8	6.2	-1.0	17.7	-0.5	15.8	0.2	1.1	0.1	8.8	-0.2
UK	1.0	77.6	1.1	12.1	10.3	-1.6	:	:	:	:	4.9z	-2.5z	:	:

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

1) Uradni rok za posredovanje podatkov ljudeh, ki jih ogroža revščina in socialna izključenost, za leto 2017 je 30. november 2018, podatki pa so bili pridobljeni 24. oktobra 2018. 2) Nominalni stroški dela na enoto in produktivnost dela za HR, ro: za podatke o zaposlovanju se uporablja nacionalni koncept namesto domačega koncepta. 3) Kazalniki iz raziskave delovne sile za IE: uvedba nove raziskave delovne sile namesto četrtletne nacionalne raziskave gospodinjstev kot vira podatkov.

Vir: Evropska Komisija, Eurostat