EVROPSKA
KOMISIJA

Bruselj, 18.11.2020
COM(2020) 745 final

POROČILO KOMISIJE

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

Poročilo o mehanizmu opozarjanja za leto 2021

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

{SWD(2020) 275 final}

S tem poročilom o mehanizmu opozarjanja se začenja deseti letni krog postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji. Namen postopka je odkrivanje, preprečevanje in odpravljanje neravnotežij, ki ovirajo uspešno delovanje gospodarstev držav članic, ekonomske in monetarne unije ali Unije kot celote, ter spodbujanje ustreznih odzivov 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 (člena 1 in 2 Uredbe (EU) št. 1176/2011).[1]

Letošnji nadzorni cikel evropskega semestra, vključno z izvajanjem postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem, je prilagojen v luči vzpostavitve mehanizma za okrevanje in odpornost. V letni strategiji za trajnostno rast, sprejeti sredi septembra 2020, so se obravnavale gospodarske in socialne razmere v Evropi ter določile širše politične prednostne naloge EU in strateške smernice za izvajanje mehanizma za okrevanje in odpornost.

Analiza iz poročila o mehanizmu opozarjanja temelji na ekonomski razlagi preglednice izbranih kazalnikov, dopolnjuje pa jo širši nabor pomožnih kazalnikov, analitičnih orodij in okvirov za ocenjevanje ter dodatnih relevantnih informacij, vključno z nedavno objavljenimi podatki in napovedmi. Letošnje poročilo o mehanizmu opozarjanja vključuje okrepljeno v prihodnost usmerjeno oceno tveganj za makroekonomsko stabilnost in razvoj makroekonomskih neravnotežij. Poročilo o mehanizmu opozarjanja vključuje tudi analizo posledic makroekonomskih neravnotežij držav članic za celotno euroobmočje.

V poročilu o mehanizmu opozarjanja so obravnavane države članice, za katere bi bilo treba opraviti poglobljeni pregled, da se oceni, ali so jih prizadela neravnotežja, zaradi katerih je potrebno ukrepanje na ravni politik (člen 5 Uredbe (EU) št. 1176/2011). 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. Poglobljeni pregledi bodo objavljeni spomladi 2021 in bodo podlaga za oceno Komisije glede obstoja in resnosti makroekonomskih neravnotežij ter za določitev vrzeli v politikah.

1. POVZETEK

To poročilo o mehanizmu opozarjanja se pripravlja v času krize zaradi COVID-19. Glede na hitro in izrazito spremembo gospodarskih razmer, ki je posledica krize zaradi COVID-19, gospodarska razlaga iz tega poročila vključuje okrepljeno v prihodnost usmerjeno oceno možnih tveganj za makroekonomsko stabilnost in razvoj makroekonomskih neravnotežij. V ta namen je treba gledati preko končnih letnih podatkov iz preglednice iz poročila o mehanizmu opozarjanja, ki v letošnjem poročilu o mehanizmu opozarjanja zajemajo obdobje do leta 2019. Zato letošnje poročilo v primerjavi s prejšnjimi

[1] Združeno kraljestvo je 31. januarja 2020 izstopilo iz Evropske unije na podlagi Sporazuma o izstopu Združenega kraljestva Velika Britanija in Severna Irska iz Evropske unije in Evropske skupnosti za atomsko energijo (v nadaljnjem besedilu: sporazum o izstopu, UL C 384 I, 12.11.2019, str. 1), vendar se do konca prehodnega obdobja, ki se konča 31. decembra 2020, za Združeno kraljestvo in v njem še naprej uporablja pravo Unije..

leti v večji meri uporablja napovedi in visokofrekvenčne podatke za izmero morebitnih posledic krize zaradi COVID-19[2].

Sedanji nadzorni cikel evropskega semestra se začasno prilagaja za zagotovitev usklajenega in učinkovitega izvajanja mehanizma za okrevanje in odpornost, kar bo vplivalo tudi na izvajanje postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem. Z letno strategijo za trajnostno rast za leto 2021, ki je bila sprejeta sredi septembra, se je začel letošnji cikel evropskega semestra in so se določile strateške smernice za izvajanje mehanizma za okrevanje in odpornost[3]. V okviru tega mehanizma se predvideva, da bodo države članice sprejele načrte za okrevanje in odpornost, v katerih bodo določene reforme in naložbe, ki obravnavajo ključne gospodarske izzive in so usklajene s prednostnimi nalogami EU, kar vključuje priporočila za posamezne države, naslovljena na države članice v zadnjih letih, zlasti v ciklih semestra 2019 in 2020. Mehanizem za okrevanje in odpornost je zato priložnost za države članice, da izvedejo reforme in naložbe v skladu s priporočili v zvezi s postopkom v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, ki obravnavajo temeljne in dolgotrajne strukturne vzroke obstoječih makroekonomskih neravnotežij. Posebno spremljanje odzivov politike na obstoječa makroekonomska neravnotežja ne poteka jeseni 2020, temveč bo potekalo v okviru ocene načrtov za okrevanje in odpornost[4]. Naslednji letnik poglobljenih pregledov bo objavljen spomladi 2021 skupaj z oceno programov stabilnosti in konvergenčnih programov ter bo podrobno preučil resnost in razvoj že ugotovljenih neravnotežij ter raziskal tveganja pojava novih[5].

Večina obstoječih makroekonomskih neravnotežij je bila v času ugodnih makroekonomskih razmer do izbruha krize zaradi COVID-19 v postopku odpravljanja. *Neravnotežja na strani tokov*, kot so čezmerni primanjkljaji tekočega računa ali živahna rast posojil, so bila odpravljena v letih po finančni krizi leta 2008 v okviru širokega razdolževanja zasebnega sektorja. Gospodarska rast, ki se je začela leta 2013, je podprla odpravljanje *neravnotežij na strani stanj*, ki se je začelo pozneje in je napredovalo počasneje, s tem ko je spodbudila zmanjšanje deleža zasebnega, javnega in zunanjega dolga v BDP ter okrepila bilance stanja bank. Hkrati so se zaradi gospodarske rasti v zadnjih letih pojavila določena tveganja pregrevanja, predvsem na ravni dinamike cen stanovanjskih nepremičnin in gibanja stroškovne konkurenčnosti, zlasti v državah z živahno gospodarsko rastjo.

Kriza zaradi COVID-19 je poslabšala več obstoječih makroekonomskih neravnotežij, prav tako se lahko pojavijo nova tveganja. Povečujeta se zlasti deleža javnega in zasebnega dolga v BDP. V prihodnosti bi se lahko pojavile težave pri odplačevanju dolga zasebnega sektorja zaradi šibkih ravni gospodarske aktivnosti, stečajev in šibkega trga dela. Take težave z dolgom bi vplivale na bilance stanja bank in dodatno poslabšale njihovo dobičkonosnost. Hkrati se pričakuje, da se bo pretirano živahna dinamika stroškov dela in cen stanovanjskih nepremičnin, ki je zaznamovala bližnjo preteklost, umirila,

---

[2] Uredba (EU) 1176/2011 izrecno navaja, da bo analiza poročila o mehanizmu opozarjanja temeljila na drugih ustreznih informacijah (člen 3.2). Podatki iz preglednice so vključeni v tabeli 1 in 2 na koncu tega poročila. Temu poročilu je priložena priloga s statističnimi podatki.

[3] Letna strategija za trajnostno rast 2021 (COM(2020) 575 final) je na voljo na strani: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/sl/IP_20_1658.

[4] Za države članice z ugotovljenimi neravnotežji je posebno spremljanje ciljno usmerjen nadzor napredka politik za odpravo neravnotežij poleg nadzora, ki se izvaja v ciklu evropskega semestra. V prejšnjih letih je bil izveden jeseni.

[5] Za države članice, v katerih so bila letos februarja ugotovljena neravnotežja ali čezmerna neravnotežja, so v pripombah glede posameznih držav v letošnjem poročilu o mehanizmu opozarjanja (oddelek 5) povzeta tudi najnovejša priporočila za posamezne države v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji in ukrepi, ki so jih te države sprejele za njihovo izvajanje.

vendar se lahko pojavijo pomisleki, če se bo takšna prilagoditev spremenila v čezmerne popravke navzdol, zlasti cen stanovanjskih nepremičnin v državah članicah z že tako visoko zadolženostjo gospodinjstev.

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

- **Gibanje tekočih računov v večini držav članic EU po krizi zaradi COVID-19 verjetno ne bo znatno.** Primanjkljaj tekočega računa v večini držav ostaja zmeren. Nekaj večjih presežkov tekočega računa ostaja, čeprav so se v zadnjih letih zmanjšali. Tekoči računi naj bi se po napovedih zaradi krize zaradi COVID-19 le malo premaknili. To je v močnem nasprotju z gibanji med svetovno finančno krizo, ko so bili primanjkljaji v državah EU znatni, kriza pa je sprožila njihovo odpravljanje. Vendar stabilnost podatkov o tekočih računih zakriva velike premike v prispevku različnih sektorjev k splošnemu zunanjemu položaju, saj velika povečanja neto stanja posojil zasebnega sektorja izravna precejšnje poslabšanje neto stanja posojil držav v okviru njihovih prizadevanj za ublažitev posledic krize.
- **Pričakuje se, da se bo izboljševanje neto stanja mednarodnih naložb v večini držav članic, zabeleženo v preteklih letih, ustavilo.** Medtem ko v številnih državah članicah še vedno obstajajo velika zunanja neravnotežja, pa se je neto stanje mednarodnih naložb v letu 2019 še naprej izboljševalo v večini držav EU, k čemur so prispevali realizacije tekočega računa nad ravnmi, ki stabilizirajo neto stanje mednarodnih naložb, nominalna rast BDP in včasih veliki pozitivni učinki vrednotenja. V prihodnje se pričakuje, da se bo zaradi velikega krčenja BDP v letu 2020 in relativno stabilnih realizacij tekočega računa izboljševanje deleža neto stanja mednarodnih naložb v BDP ustavilo.
- **V nekaterih državah članicah zunaj euroobmočja so se ob izbruhu krize zaradi COVID-19 pojavile določene napetosti v zunanjem financiranju.** Gibanja kapitala in devizni tečaji nekaterih držav članic zunaj euroobmočja so bili zaradi večje nenaklonjenosti tveganju v kratkem obdobju konec marca in aprila izpostavljeni tržnim pritiskom. Takšni pritiski so se od takrat zmanjšali zaradi boljših rezultatov na finančnih trgih.
- **Vpliv krize zaradi COVID-19 na trg dela je bil doslej razmeroma blag v primerjavi z razsežnostjo recesije, tudi zaradi ukrepov politike, kot so sheme skrajšanega delovnega časa, vendar se pričakuje, da se bo brezposelnost povečala.** Kriza je končala leta izboljševanja trgov dela po vsej EU. Doslej je to povzročilo predvsem zmanjšanje povprečnega števila ur na delavca, število brezposelnih pa se je povečalo le malo. Ta pojav kopičenja delovne sile, t.j. da podjetja ohranjajo svoje zaposlene, ki je značilno za številna gospodarstva EU v letu 2020, je v veliki meri posledica vladnih subvencij za ohranitev delovnih mest, zlasti začasnih shem skrajšanega delovnega časa. Vendar se pričakuje, da se bo brezposelnost povečala z določenim zamikom, kot se običajno dogaja po recesijah. Zlasti obstajajo tveganja precejšnje izgube delovnih mest v sektorjih, ki jih je pandemija močno prizadela, odvisno od tega, kako dolgotrajni bodo ti učinki in kako močan bo odziv politike.
- **Stroški dela na enoto so se v različnih državah EU v zadnjih letih povečevali zaradi rasti plač in šibke rasti produktivnosti, vendar se pričakuje, da se bodo po izrazitem skoku leta 2020 v prihodnje umirili.** Močna dinamika stroškov dela na enoto v času trdne gospodarske rasti je bila v zadnjih letih zabeležena v več srednje- in vzhodnoevropskih ter baltskih državah. Po napovedih naj bi upadanje produktivnosti dela, ki je posledica padca produktivnosti skupaj z ohranjanjem delovnih mest, povečalo rast stroškov dela na enoto v letu 2020 kljub opazni upočasnitvi rasti plač. V letu 2021 naj bi napovedano postopno okrevanje gospodarske aktivnosti

pomenilo ponovno povečanje nominalne produktivnosti, kar bi delno izravnalo povečanje stroškov dela na enoto v letu 2020.

- **Dolg podjetij naj bi se v letu 2020 povsod močno povečal, zlasti na račun likvidnostnih potreb.** Izposojanje za financiranje obratnega kapitala se je ob izbruhu COVID-19 precej povečalo, prav tako so se v večini držav povečala posojila nefinančnim podjetjem. Kreditna jamstva so podjetjem pomagala pridobivati posojila za ohranitev obratovanja ter za okrepitev njihovih likvidnostnih položajev. Moratoriji na odplačevanje dolga so tudi prispevali k povišanju dolga. Rastoče ravni dolga naj bi skupaj z znatnim zmanjšanjem BDP v letu 2020 močno povečale delež javnega dolga v BDP, zlasti kratkoročno. V prihodnosti se bo dinamika deleža javnega dolga v BDP verjetno izboljšala z okrevanjem, vendar bi lahko servisiranje dolga predstavljalo izziv zlasti v sektorjih, ki jih je pandemija prizadela bolj dolgotrajno. To bi vplivalo tudi na bilance stanja posojilodajalcev.

- **Dinamika dolga gospodinjstev se zdi razmeroma omejena.** Pred krizo zaradi COVID-19 so začela posojila gospodinjstvom v številnih državah dinamično rasti po letih razdolževanja ali šibke dinamike. Zdi se, da se je zadolževanje gospodinjstev v letu 2020 nekoliko upočasnilo. To se dogaja kljub učinku moratorijev na odplačevanje dolga, ki so ublažili likvidnostne pritiske na zadolžena gospodinjstva in upočasnili odplačevanje. Delež dolga gospodinjstev v BDP se v letu 2020 ob upoštevanju upada BDP mehanično povečuje. Hkrati so se prihranki gospodinjstev povečali zaradi precejšnjega upada potrošnje. Obeti za odplačevanje dolga gospodinjstev so nejasni zaradi poslabšanja razmer na trgih dela.

- **Rast cen stanovanjskih nepremičnin je v letu 2020 ostala močna, pri čemer se je v nekaterih državah še pospešila, vendar se zdi verjetno, da se bo umirila, možni so tudi popravki navzdol.** V letu 2019 so cene stanovanjskih nepremičnin še vedno hitro rasle, tudi v številnih državah, ki so kazale tveganje precenitve. Vpliv krize na zaposlitvene možnosti in dohodke gospodinjstev se bo običajno odražal v umirjanju dinamike cen stanovanjskih nepremičnin. Podatki iz zadnjega četrtletja že kažejo na umirjanje trgov stanovanjskih nepremičnin v več kot polovici držav EU. Napovedi glede rasti cen stanovanjskih nepremičnin kažejo na popravke navzdol v veliki večini držav članic v obdobju 2020–2021.

- **Potem ko se je javni dolg v zadnjih letih zmanjševal zaradi močnejše nominalne rasti BDP, se trenutno hitro povečuje v vseh državah članicah, zlasti v tistih, ki jih je kriza zaradi COVID-19 najbolj prizadela.** V zadnjih letih se je javni dolg v večini držav članic še naprej zniževal, medtem ko je v nekaterih državah z visokim dolgom to znižanje omejeno ali pa ga ni. Med krizo so vlade po vsej EU dovolile uporabo avtomatskih stabilizatorjev ter zagotovile neposredno fiskalno in likvidnostno podporo za ublažitev posledic zdravstvene krize in omejene porabe zasebnega sektorja. Deleži javnega dolga se povečujejo bolj v državah, kjer so bili dolgovi že pred krizo najvišji, kar kaže tudi na dejstvo, da je bila recesija v teh državah globlja. Zaradi precejšnjega sproščanja denarne politike ter različnih pobud na ravni EU in euroobmočja so ostali stroški financiranja na zgodovinsko nizkih ravneh, ohranilo se je tudi zaupanje. Medtem ko so nekatere države izkoristile visoko likvidnost in povpraševanje vlagateljev, da bi podaljšale strukturo zapadlosti državnega dolga, lahko struktura javnega dolga vključuje tveganja za druge, zlasti zaradi struktur kratke zapadlosti in visokih deležev dolga, denominiranega v tuji valuti.

- **Razmere v bančnem sektorju so se v zadnjih letih izboljšale, vendar bi šok zaradi COVID-19 lahko postavil na preizkušnjo odpornost bančnega sektorja EU.** Razmere v bančnem sektorju so se znatno izboljšale od svetovne finančne krize, saj imajo banke močnejše kapitalske količnike in likvidnostne rezerve kot pred desetletjem. Vendar sektor še vedno ogrožajo nizke stopnje dobičkonosnosti v okolju z nizkimi obrestnimi merami, nekatere države pa imajo še

vedno razmeroma visoke ravni nedonosnih posojil. Obsežna likvidnost, ki so jo zagotovile centralne banke, je pripomogla k preprečevanju kreditnega krča po izbruhu COVID-19, začasna ustavitev izplačil dividend in določeno začasno rahljanje predpisov pa dajeta bankam tudi dodaten manevrski prostor. Pričakuje se, da bo kriza poslabšala kakovost sredstev in obete za dobičkonosnost. Vse večje težave družb in gospodinjstev pri odplačevanju dolgov naj bi se v prihodnje pretvorile v nedonosna posojila, zlasti po izteku moratorijev na odplačevanje dolgov. Popravki navzdol cen stanovanjskih nepremičnin lahko vplivajo na vrednotenje zavarovanja s premoženjem in s tem na bilance stanja bank.

Šok zaradi COVID-19 zaostruje obstoječa neravnotežja v euroobmočju, kar kaže, da je treba čim bolje izkoristiti podporne ukrepe EU. V skladu z gospodarsko napovedjo Komisije iz jeseni 2020 so za države članice, katerih gospodarstvo je kriza zaradi COVID-19 najbolj prizadela, in sicer zaradi resnosti pandemije ali odvisnosti od zelo izpostavljenih sektorjev, značilne relativno visoke ravni javnega in zunanjega dolga. Zato se zdi, da kriza zaradi COVID-19 zaostruje že obstoječe vzorce domačega in zunanjega dolga znotraj euroobmočja. Za številne države, ki jih je kriza zaradi COVID-19 močno prizadela, je bila v bližnji preteklosti značilna šibka potencialna rast. Zato bi pandemija lahko tudi zaostrila gospodarske razlike. Hkrati se kljub velikemu upadu svetovnega povpraševanja za euroobmočje kot celoto trenutno napoveduje nadaljevanje trgovinskega presežka, kar kaže, da bi na skupni ravni euroobmočja lahko še povečali domače povpraševanje, da bi spodbudili okrevanje, hkrati pa podprli prizadevanja ECB za dosego ciljne stopnje inflacije. Glede na naraščajočo zadolženost v vseh državah članicah lahko mehanizem za okrevanje in odpornost in drugi instrumenti finančne podpore, vzpostavljeni na ravni euroobmočja in EU, vključno z instrumentom SURE, REACT-EU in večjo prožnostjo pri uporabi preostalih sredstev EU, pomagajo državam članicam ustvariti pogoje za trajno okrevanje in okrepitev odpornosti. V prihodnje je pomembno, da se spodbujevalni ukrepi politike, reforme in naložbe, ki se izvajajo v euroobmočju, združijo tako, da se učinkovito odpravijo makroekonomska neravnotežja, zlasti kadar so čezmerna.

Na splošno se zdi, da se zaradi krize zaradi COVID-19 tveganja povečujejo v državah z že ugotovljenimi (čezmernimi) neravnotežji. Kriza zaradi COVID-19 predstavlja v določeni meri oviro pri postopnem zmanjševanju neravnotežij v številnih državah članicah, katerega gonilo je bila predvsem gospodarska rast od leta 2013. Hkrati pa se že obstoječi pritiski zaradi pregrevanja, povezani z močno rastjo cen stanovanjskih nepremičnin in stroškov dela na enoto, zdaj zdijo manj tvegani v srednjeročnem obdobju, možni so celo popravki navzdol. Medtem ko so se pritiski na kapitalske tokove in devizne tečaje v letu 2020 doslej izkazali za kratkotrajne, pa bo razpoloženje na trgu morda ostalo nestabilno. Zato se mora nadzor osredotočiti na države, v katerih se zdi, da se tveganja povečujejo, kar večinoma sovpada z državami z že ugotovljenimi neravnotežji. Poleg tega je treba pozorno spremljati razvoj dogodkov v drugih državah članicah, tudi v nekaj gospodarstvih zunaj euroobmočja, kjer se je spomladi zaskrbljenost glede zunanje vzdržnosti udejanjila v obliki tržnih pritiskov, kot tudi v državah članicah z zelo visokimi ravnmi dolga.

Povečanje deleža zasebnega in javnega dolga v BDP v letu 2020 zahteva skrbno spremljanje, vendar na tej stopnji niso potrebni novi poglobljeni pregledi. Tveganja za makroekonomska neravnotežja, zlasti tista, povezana z naraščajočimi deleži dolga v BDP, se povečujejo zlasti v državah, kjer so že bila ugotovljena neravnotežja ali čezmerna neravnotežja. Znatno povečanje deleža dolga v BDP v letu 2020 je v veliki meri povezano z mehanskim učinkom začasnih, a obsežnih recesij, zaradi katerih se je zmanjšal imenovalec tega deleža. To povečanje javnega dolga in dolga podjetij je povezano tudi s prilagoditvijo velikemu enkratnemu šoku zaradi COVID-19 ter je rezultat namernih in začasnih prizadevanj politike (povezanih tudi z ukrepi, kot so bančne garancije in moratoriji na odplačevanje) za ublažitev učinka krize in preprečitev še večjih negativnih posledic pandemije na gospodarsko dejavnost, prihodke in makroekonomsko stabilnost v prihodnosti. Preprečevanje poglabljanja in zakoreninjenja

recesije je nujen odziv za izboljšanje obetov glede dolga v prihodnosti, četudi to pomeni začasna povečanja dolga.

Poglobljeni pregledi bodo pripravljeni za države članice, v katerih so že bila ugotovljena neravnotežja ali čezmerna neravnotežja. V skladu z uveljavljeno nadzorno prakso se bodo izvedli poglobljeni pregledi, da se oceni, ali se obstoječa neravnotežja zmanjšujejo, ali vztrajajo oziroma ali se poslabšujejo, ob tem pa preučijo izvedene politike za njihovo odpravljanje. Poglobljeni pregledi so tako predvideni za 12 držav članic, za katere so bila na podlagi rezultatov poglobljenih pregledov februarja 2020 ugotovljena neravnotežja ali čezmerna neravnotežja[6]. Trenutno ima neravnotežja devet držav članic (**Hrvaška, Francija, Nemčija, Irska, Nizozemska, Portugalska, Romunija, Španija** in **Švedska**), **Ciper, Grčija** in **Italija** pa imajo čezmerna neravnotežja.

To poročilo o mehanizmu opozarjanja izpostavlja potencialno tvegan razvoj v številnih državah članicah, za katere se poglobljeni pregledi ne bodo pripravili. Po izbruhu COVID-19 so se v nekaterih državah zunaj euroobmočja pojavila tveganja, povezana z zunanjim financiranjem. Madžarska se zdi primer države, pri kateri je treba spremljati prepletanje vladnega zadolževanja in zunanjega financiranja[7]. Javni dolg se delno financira v tuji valuti, kar odraža odprto naravo gospodarstva in dejstvo, da je del prihodkov javnega sektorja in zasebnega sektorja v tuji valuti. Vendar ima javni dolg zelo kratko zapadlost, njegov precejšen delež pa je v rokah domačega bančnega sektorja, medtem ko so bile uradne rezerve v začetku leta 2020 blizu bonitetnih minimumov. Medtem ko so se tržni pritiski od pomladi zmanjšali in trenutno ni trdnih znakov, ki bi kazali na tveganja neravnotežij, se lahko takšna tveganja v prihodnosti ponovno pojavijo in jih je zato treba skrbno spremljati. Posledice naraščajočega deleža javnega dolga v BDP je treba spremljati tudi v številnih državah članicah, ki trenutno niso pod nadzorom v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji. Pričakuje se, da bosta tako zasebni kot javni dolg še naprej presegala pragove v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji. Države članice, v katerih naj bi se po napovedih zasebni dolg povečeval in presegel prag, so Danska, Finska in Luksemburg. Javni dolg naj bi še naprej rasel in presegel 60 % BDP v Avstriji in Sloveniji. V kolikšnem obsegu navedeni dogodki pomenijo dodatna tveganja za makroekonomsko stabilnost, je precej nejasno, zlasti ker je treba upoštevati tudi srednjeročne in dolgoročne obete za rast ter kako bo nanje vplivala kriza zaradi COVID-19. Čeprav je treba napovedano povečanje deležev dolga skrbno spremljati, na tej stopnji ni potreben poglobljeni pregled za dodatne države članice.

2. SPREMENLJIVI GOSPODARSKI OBETI: POSLEDICE ZA MAKROEKONOMSKA NERAVNOTEŽJA V EUROOBMOČJU

Pandemija COVID-19 je bila edinstven šok za gospodarstvo. Izbruhu pandemije so sledili omejevalni ukrepi za zajezitev širjenja okužb, ki so se začeli marca 2020 in so se v večini držav članic postopoma sprostili maja. Uvedeni ukrepi so bili večinoma sorazmerni z resnostjo izrednih zdravstvenih razmer, vendar z določenimi razlikami med državami[8]. Zaradi pandemije COVID-19 se je obsežen šok

[6] Glej „Evropski semester 2020: Ocena napredka pri strukturnih reformah in preprečevanju in odpravljanju makroekonomskih neravnotežij ter rezultati poglobljenih pregledov v skladu z uredbo (EU) št. 1176/2011 (COM(2020) 150 final z dne 26. februarja 2020). Tudi za Bolgarijo je bil februarja letos opravljen poglobljen pregled, vendar je bilo ugotovljeno, da neravnotežja niso več prisotna.

[7] Interakcijo med javnimi financami in zunanjim sektorjem je treba analizirati tudi v poglobljenem pregledu, predvidenem za Romunijo.

[8] Glej https://ec.europa.eu/info/files/policy-measures-against-spread-coronavirus_sl. Glej tudi Mednarodni denarni sklad, Fiscal Monitor, oktober 2020.

na strani povpraševanja, ki je prizadel potrošnjo, še povečal zaradi omejitev ponudbe med zaporami. Dinamika potrošnje ostaja umirjenja v primerjavi s trendi pred pandemijo COVID-19, zlasti za storitvene dejavnosti, pri katerih se je težje izogniti medčloveškemu stiku. Naložbe še vedno ovira precejšnja negotovost. Manjša rast prihodkov in zaposlovanja ter umirjena dinamika izvoznih trgov bodo tudi v prihodnje zavirali povpraševanje. Motnje v nekaterih vrednostnih verigah in ukrepi za omejevanje stikov na delovnem mestu še naprej vplivajo na ponudbo, kar zmanjšuje produktivnost[9]. EU in druga svetovna območja so trenutno sredi novega izbruha pandemije, katerega resnost in trajanje sta zelo negotova. Na splošno Komisija v gospodarski napovedi iz jeseni 2020 pričakuje, da se bo BDP v letu 2020 zmanjšal za –7,8 % v euroobmočju in za –7,4 % v EU. Kljub pričakovanemu okrevanju v letu 2021 naj bi bile ravni BDP pod predkriznimi ravnmi iz leta 2019 (graf 1)[10]. [11]

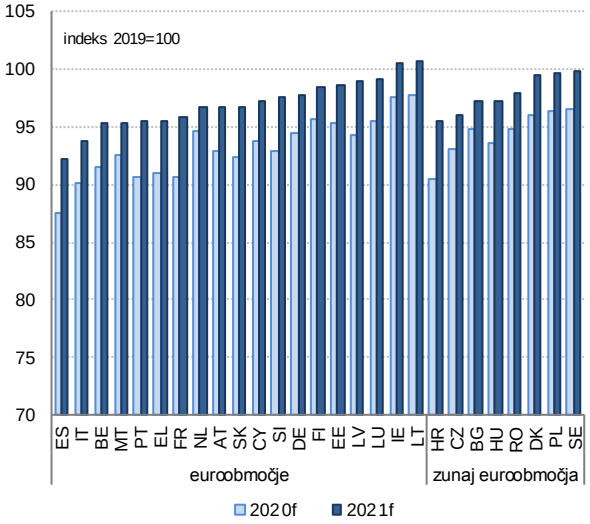
Izredni odzivi politike so pomagali ublažiti gospodarske posledice krize zaradi COVID-19. Po vsej EU in na večjih svetovnih območjih so bili sprejeti obsežni ukrepi politike, da bi preprečili hud izpad prihodkov zaradi omejitvenih ukrepov ter zmanjšali tveganje izgube številnih delovnih mest in stečajev podjetij. Vlade so zagotovile fiskalno podporo s kratkoročnimi delovnimi shemami in povečano dohodkovno podporo brezposelnim. Sprejeti so bili moratoriji na plačila davkov in odplačila hipotekarnih kreditov. Zagotovljena so bila jamstva za bančna posojila, da se prepreči omejevanje kreditiranja. ECB je sprejela številne podporne ukrepe, da bi ohranila finančno stabilnost in nemoteno delovanje finančnih trgov, vključno z zagotovitvijo dodatne likvidnosti za banke, blažjimi zahtevami glede zavarovanja s premoženjem ter znatnimi dodatnimi nakupi sredstev javnega in zasebnega sektorja v okviru programa nakupa sredstev (APP) in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP). Enotni mehanizem nadzora je na proticikličen način omilil regulativne zahteve za banke. Evropski mehanizem za stabilnost (EMS) je vsem državam članicam euroobmočja dal na voljo podporo zaradi pandemične krize, ki temelji na njeni kreditni liniji pod razširjenimi pogoji. EU in njene države članice so vzpostavile tri varnostne mreže za delavce, podjetja in države: instrument za začasno podporo za ublažitev tveganj za brezposelnost v izrednih razmerah (instrument SURE), vseevropski jamstveni sklad Evropske investicijske banke in podpora EMS zaradi pandemične krize. Komisija je pripravila predloge za nove instrumente za spodbujanje okrevanja (NextGenerationEU), o katerih se je julija dogovoril Evropski svet, zlasti obsežen mehanizem za okrevanje in odpornost. Ta mehanizem zagotavlja nepovratna sredstva in posojila za spodbujanje reform in naložb za izboljšanje potenciala rasti, krepitev ekonomske in socialne odpornosti ter olajšanje zelenega in digitalnega prehoda v skladu s zastavljenimi cilji Unije. Sprejeti so bili številni drugi ukrepi politike, vključno s hitrejšo in prožnejšo uporabo preostalih sredstev EU, vzpostavitvijo začasnega okvira za državno pomoč in aktiviranjem odstopne klavzule v okviru Pakta za stabilnost in rast.

[9] Glej poročilo Mednarodnega denarnega sklada (MDS) z naslovom „World Economic Outlook“, poglavje 2, oktober 2020.

[10] Evropska komisija, Evropska gospodarska napoved iz jeseni 2020, Institutional paper 136, november 2020.

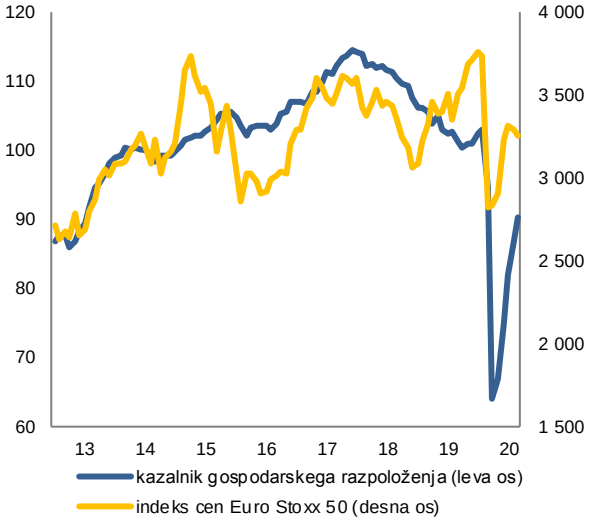
[11] Združeno kraljestvo ni zajeto v grafih v spodnjih oddelkih, saj podpirajo izvajanje postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji v letu 2021, ki se bo začelo izvajati po koncu prehodnega obdobja.

Graf 1: BDP v stalnih cenah v primerjavi s predkriznimi ravnmi



Vir: Gospodarska napoved Evropske komisije iz jeseni 2020

Graf 2: Gospodarsko razpoloženje in borzni indeks, 2013–2020



Vir: Evropska komisija in ECB, zagotovil DataStream

Izbruhu COVID-19 so sledili močni začetni odzivi na finančnih trgih. Finančni trgi so kmalu po izbruhu krize zaradi COVID-19 pričakovali veliko recesijo. Trgovanje na delniških trgih je močno upadlo zaradi spremenjenih pričakovanj o dobičku podjetij. Vrednotenja trgov obveznic so odražala dinamiko umikanja k varnim naložbam, pri čemer so se povečale premije za tveganje za državne obveznice, katere so vlagatelji dojemali za bolj tvegane, razmiki v donosnosti podjetniških obveznic pa so se povečali zlasti za segmente z nizko bonitetno oceno. Dinamika deviznih tečajev je odražala pritiske na trge v razvoju v času kapitalskih odlivov in večjih popravkov navzdol cen nafte in primarnih proizvodov. Nekateri pritiski popravkov navzdol so se čutili tudi na valutah nekaterih držav članic zunaj euroobmočja. Napetosti so bile opazne tudi zlasti pri nekaterih valutah in donosih obveznic držav članic zunaj euroobmočja, ki so uvedle režime prilagodljivega tečaja v času povečane volatilnosti kapitalskih tokov. [12]

Razmere na finančnih trgih so se na podlagi podpornih ukrepov javnih organov znatno izboljšale, s čimer so se ločile od obetov realnega gospodarstva. Borzni in obvezniški trgi so se ob zniževanju premij za tveganje opomogli. Devizni trgi in trgi primarnih proizvodov so se stabilizirali. Izgube, ki so se nakopičile po izbruhu COVID-19, so se znatno zmanjšale, nestanovitnost trga pa je bila omejena. Zdi se, da so se finančni trgi zaradi obsežnih, pravočasnih in verodostojnih posredovanj javnih organov ločili od obetov realnega gospodarstva, ki jih še vedno obdajajo precejšnja negativna tveganja (graf 2)[13].

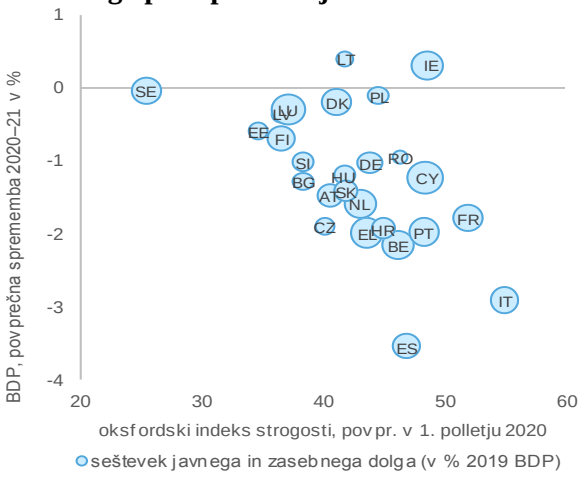
[12] Glej tudi Pregled finančne stabilnosti ECB, maj 2020, letno gospodarsko poročilo Banke za mednarodne poravnave, junij 2020; ter Global Financial Stability Report (poročilo Mednarodnega denarnega sklada o svetovni finančni stabilnosti), april 2020, posodobitev iz junija 2020 in oktobra 2020.

[13] Komisijin kazalnik gospodarskega razpoloženja je kljub okrevanju še vedno pod povprečjem od okrevanja po letu 2013, medtem ko je glavni indeks cen delnic v euroobmočju ponovno dosegel vrednosti, ki so na splošno skladne z njegovim povprečjem za isto obdobje po letu 2013. Glej tudi Global Financial Stability (poročilo Mednarodnega denarnega sklada o svetovni finančni stabilnosti), posodobitev iz junija 2020 in oktobra 2020.

Gospodarski obeti, povezanimi z razvojem pandemije, pa tudi odzivi politike in vedenjske spremembe gospodarskih subjektov, so zelo negotovi. Učinki recesije iz pomladi leta 2020 še niso v celoti razvidni, kar zadeva posledice, ki se bodo pokazale na zaposlovanju, stečajih in bilancah stanja bank. Trenutni drugi izbruh pandemije vpliva na obete za rast zaradi uvedbe novih zajezitvenih ukrepov. Pričakuje se, da bodo imeli ti ukrepi kratkoročen vpliv na gospodarsko aktivnost in razpoloženje, kar bo imelo negativne posledice za potrošnjo in naložbe, čeprav v manjšem obsegu kot spomladi, saj je bil dosedanji pristop bolj ciljno usmerjen. V skladu s tem naj bi se po močnem povečanju v tretjem četrtletju rast BDP EU v zadnjem četrtletju leta 2020 ustavila. Poleg tega se lahko ponovno pojavijo trgovinske in geopolitične napetosti. Finančni trgi so doslej ocenili, da je podporna naravnanost fiskalnih in monetarnih organov verodostojna, prezgodnji umik ukrepov politike pa bi pomenil tveganje. Ponovne ocene tveganj in morebitnih novih finančnih težav ni mogoče izključiti, zlasti v državah, ki združujejo visoko zadolženost, šibke zunanje položaje in velike potrebe po financiranju, ki jih ne morejo v celoti kriti iz domačih virov. Po drugi strani bi lahko hitrejši napredek pri obvladovanju pandemije ter izvajanju ambicioznih in usklajenih politik v EU omogočil hitrejše okrevanje.

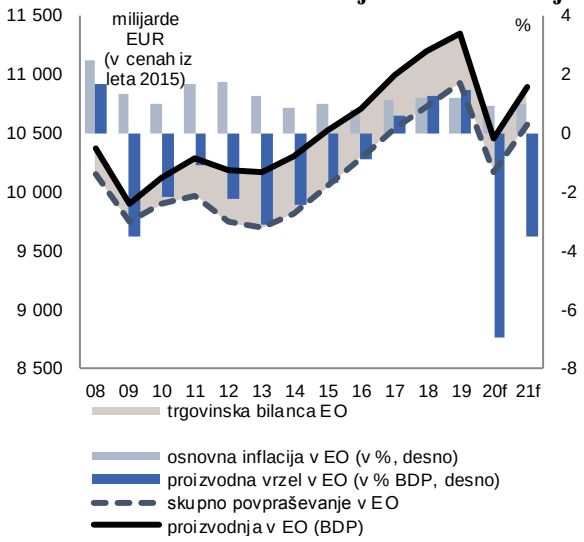
Sedanja gospodarska gibanja vplivajo na makroekonomska neravnotežja. Delež javnega in zasebnega dolga v BDP se v večini držav članic povečuje. To je posledica tako mehanskega rezultata recesij, zaradi česar se je zmanjšal imenovalec v razmerjih med dolgom in BDP, kot povečanega zadolževanja javnega in podjetniškega sektorja za ublažitev posledic krize zaradi COVID-19. Končno, poslabšanje obetov za javni in zasebni dolg je tveganje, ki bi lahko vplivalo na bilance stanja finančnega sektorja, na katere bi neposredno vplival tudi šok zaradi COVID-19 v smislu zmanjšane dobičkonosnosti. Hkrati se bodo zdaj verjetno ustavili trendi, opaženi v številnih državah članicah, glede poslabšanja stroškovne in cenovne konkurenčnosti ter močne rasti cen stanovanjskih nepremičnin. Vendar se zaradi tega porajajo vprašanja o posledicah preobrata v teh vzorcih. Šibka ali negativna gibanja dohodka od dela lahko pomenijo manjšo sposobnost gospodinjstev za odplačevanje, medtem ko lahko popravki navzdol cen stanovanjskih nepremičnin, zlasti v državah z visoko zadolženostjo gospodinjstev in če se izvajajo neurejeno, vplivajo na bilance stanja bank, saj znižujejo vrednost zavarovanja s premoženjem.

Graf 3: Recesije, Oxfordski indeks strogosti in ravni dolga pred pandemijo COVID-19



Vir: Eurostat, gospodarska napoved Evropske komisije iz jeseni 2020 in spletno orodje Univerze v Oxfordu za spremljanje odzivanja posameznih vlad na COVID-19

Graf 4: Proizvodnja, domače povpraševanje, neto izvoz in osnovna inflacija v euroobmočju



Vir: AMECO in gospodarska napoved Evropske komisije iz jeseni 2020.

Opomba: Čeprav bi morala biti razlika med BDP in domačim povpraševanjem po definiciji enaka trgovinski

bilanci, podatki niso v celoti usklajeni zaradi razlik v poročanju znotraj euroobmočja.

Zdi se, da šok zaradi COVID-19 povečuje obstoječa neravnotežja znotraj euroobmočja.[14] Čeprav se zdi, da raven dolga ni bila dejavnik, ki je znatno poslabšal recesije po pandemiji COVID-19, je za večino držav, ki jih je pandemija COVID-19 najbolj prizadela in ki so morale uvesti zajezitvene ukrepe, značilen razmeroma visok javni ali zasebni dolg (graf 3). [15] To pomeni, da se zaradi razmeroma velike recesije deleži javnega dolga v BDP povečujejo zlasti v državah, kjer je dolg že razmeroma visok. [16] Za nekatere države neto dolžnice, ki jih je pandemija močno prizadela, je značilen tudi razmeroma visok delež prihodkov iz turizma (npr. Ciper, Grčija, Portugalska, Španija), ki so še posebej izpostavljeni krizi zaradi COVID-19, kar vpliva tudi na zunanji saldo teh držav. Skratka, zdi se, da kriza zaradi COVID-19 znotraj euroobmočja zaostruje obstoječe vzorce glede gospodarskih razlik ter domačega in zunanjega dolga.

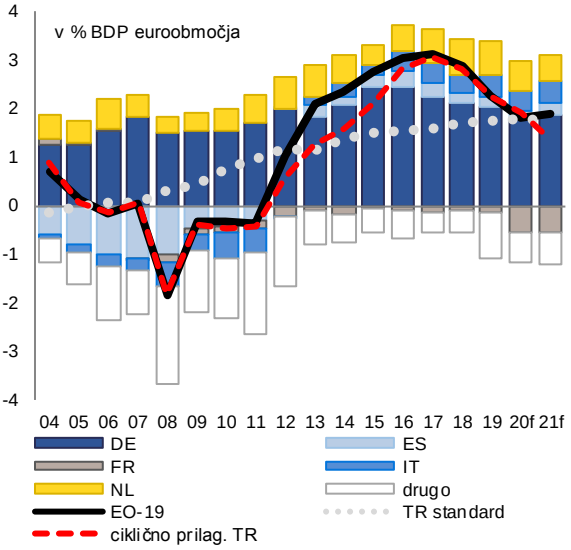
Glede na precejšen padec skupnega povpraševanja naj bi se postopno zmanjševanje presežka v trgovinski bilanci euroobmočja končalo. Trgovinski presežek euroobmočja se od leta 2017 zmanjšuje in naj bi v letih 2020 in 2021 ostal na splošno stabilen. Padec BDP v letu 2020 in njegovo okrevanje v letu 2021 naj bi bila po pričakovanjih na splošno v skladu z razvojem domačega povpraševanja. Podobno naj bi bila dinamika uvoza euroobmočja po napovedih tesno usklajena z dinamiko izvoza. Zato ne gre pričakovati, da se bo trgovinski presežek na ravni euroobmočja še naprej zmanjševal, ne glede na poslabšanje proizvodne vrzeli v letu 2020, ki naj bi bila po napovedih večja od vrzeli, zabeležene leta 2009 po finančni krizi. Hkrati naj bi osnovna inflacija ostala umirjena (graf 4).

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

[15] Oxfordski indeks strogosti, prikazan v grafu 3, združuje osem zajezitvenih ukrepov in eno zdravstveno komponento. Glej T. Hale et al. (2020), „Variation in government responses to COVID-19“ (Razlike v državnih odzivih na COVID-19). BSG, Working Paper 32 (Version 8.0) (delovni dokument 32 - različica 8.0), Blavatnik School of Government, Univerza v Oxfordu, oktober.

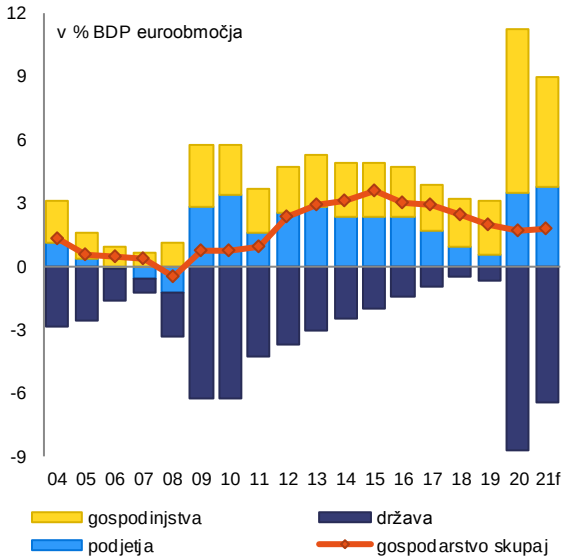
[16] Potem ko se resnost zapore, kakovost institucij in odvisnost od turizma dodajo k dejavnikom, ki vplivajo na razsežnost recesije po pandemiji COVID-19, se zdi, da javni dolg pri tem ni tako zelo pomemben. Ta ugotovitev podpira stališče, da so ukrepi monetarnih organov v podporo trgom obveznic učinkovito preprečevali, da bi napetosti na trgih obveznic zaostrile recesijo. Glej A. Sapir, „Why has COVID-19 hit different European Union economies so differently?“ (Zakaj je COVID-19 različna gospodarstva Evropske unije prizadel tako različno?), prispevek k politiki, številka 18, september 2020.

Graf 5: Razvoj tekočega računa euroobmočja: razčlenitev po državah



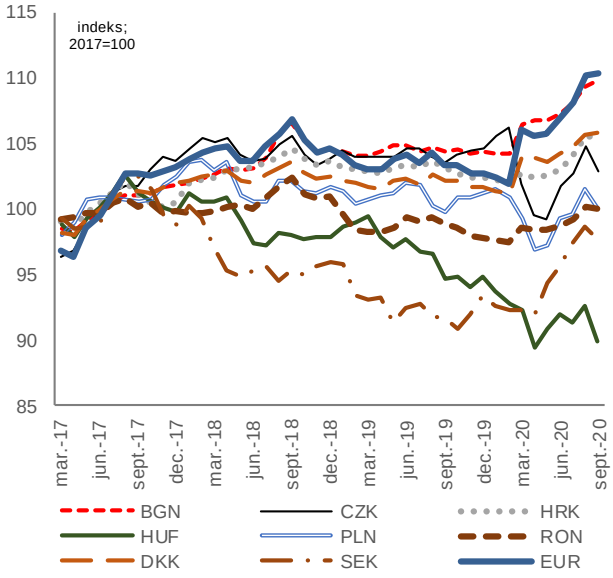
Vir: Podatki Eurostata o plačilni bilanci, gospodarska napoved Evropske komisije iz jeseni 2020.
Opomba: Stanja na tekočih računih držav EO-19 za leti 2020 in 2021 ustrezajo prilagojeni vrednosti iz napovedi Evropske komisije iz jeseni 2020, ki upošteva neskladja pri poročanju različnih nacionalnih statističnih organov v euroobmočju (glej opombo 17).

Graf 6: Neto posojanje/izposojanje v euroobmočju



Vir: AMECO, Eurostat in gospodarska napoved Evropske komisije iz jeseni 2020.
Opomba: Podatki o celotnem gospodarstvu držav EO-19 za leti 2020 in 2021 ustrezajo prilagojenim podatkom iz napovedi Evropske komisije iz jeseni 2020. Za prejšnja leta podatki o celotnem gospodarstvu držav EO-19 ustrezajo neto posojanju/izposojanju iz Eurostatovih plačilnobilančnih podatkov. Podatki o gospodinjstvih in podjetniškem sektorju za leti 2020 in 2021 so izračunani kot vsota držav EO-19, razen Malte, za katero podatki niso na voljo.

Graf 7: Nominalni efektivni menjalni tečaji



Vir: ECB

Presežek tekočega računa euroobmočja kot delež BDP se zmanjšuje od leta 2017 in naj bi se v letu 2020 še naprej zmanjševal. Tekoči račun euroobmočja se je povečeval do leta 2017 v času razširjenega razdolževanja, od takrat naprej pa se zmanjšuje. V letu 2019 je saldo tekočega računa euroobmočja ocenjen na 2,3 % BDP (graf 5).[17] Medtem ko je bilo zmanjšanje presežka tekočega računa med letoma 2017 in 2018 povezano predvsem z gibanji v trgovinski bilanci za blago, zlasti v povezavi z napetostmi v trgovinski politiki in višjimi stroški energije, je zmanjšanje v letu 2019 večinoma mogoče utemeljiti s storitveno bilanco. Vseeno je presežek tekočega računa euroobmočja v letu 2019 ostal največji na svetu v nominalnem smislu. Njegova vrednost, tudi ko je bila prilagojena za cikel, je bila nekoliko nad standardno ravnjo tekočega računa v skladu z gospodarskimi temelji, ocenjenimi na 2 % BDP euroobmočja[18]. Ob predpostavki nespremenjenih politik naj bi se presežek tekočega računa euroobmočja v letu 2020 dodatno zmanjšal na 1,8 % BDP, v letu 2021 pa naj bi se v skladu z napovedjo Evropske komisije iz jeseni 2020 povečal na 1,9 % BDP, torej bi padel pod trenutno oceno standardne ravni tekočega računa. Napovedano zmanjšanje presežka euroobmočja je delno posledica nižjih stroškov energije; precejšnja rast vrednosti eura, ki se je začela na začetku leta 2020 (graf 7), bi pomenila tudi zmanjšanje tekočega računa v prihodnje.

Geografska razčlenitev presežka tekočega računa euroobmočja ostaja stabilna, medtem ko prihaja do velikih sprememb glede prispevka različnih sektorjev gospodarstva. Presežek euroobmočja še vedno odraža predvsem velike presežke, ki sicer postopoma padajo, ki so bili zabeleženi v Nemčiji in na Nizozemskem, katerih skupna zunanja salda sta v letu 2019 predstavljala 2,7 % BDP euroobmočja[19]. Saldi tekočih računov euroobmočja naj bi tudi v letih 2020 in 2021 po pričakovanjih kazali določeno stabilnost po državah (graf 5). Vendar stabilnost podatkov tekočega računa prikriva znatne spremembe neto stanja posojil v sektorjih gospodarstva, saj je veliko povečanje neto stanja posojil zasebnemu sektorju skoraj v celoti izravnano s poslabšanjem stanja v sektorju država (graf 6). Ta vzorec, opažen v euroobmočju kot celoti, velja tudi znotraj držav. V letu 2020 je precejšnje povečanje prihrankov v sektorju gospodinjstev v veliki meri povezano z ukrepi zapore in umirjeno dinamiko potrošnje v sektorju storitev, kar je omogočilo majhno omejevanje fizičnih stikov, kot tudi previdnostno varčevanje v času večje negotovosti. Povečanje neto stanja posojil podjetij je deloma povezano z upadom naložb in deloma posledica povečanja previdnostnih prihrankov. Zmanjšanje javnofinančnih prihodkov in fiskalni ukrepi, uvedeni za ublažitev učinka pandemije COVID-19 na prihodke, pomenijo znatno poslabšanje neto stanja posojil v sektorju država. Podobni vzorci, čeprav manj izraziti, so napovedani za leto 2021.

V prihodnje je za obravnavanje naraščajočih makroekonomskih tveganj potrebno učinkovito izvajanje podpornih ukrepov EU.

- Sedanja kriza se bistveno razlikuje od finančne krize leta 2008. Medtem ko je bila slednja predvsem rezultat odpravljanja nevzdržnih neravnotežij (prezadolženost finančnega sektorja,

[17] Podatki za tekoči račun euroobmočja, ki so navedeni in se uporabljajo v tem poročilu, se nanašajo na „prilagojeni“ saldo tekočega računa euroobmočja glede na tujino (na podlagi statističnih podatkov o plačilni bilanci v euroobmočju), ki je skladen s poročili držav članic o tekočih računih glede na partnerice zunaj euroobmočja (v skladu s t. i. „konceptom skupnosti“). Ta številka se lahko razlikuje od vsote nominalnih saldov tekočih računov držav članic zaradi asimetrij saldov znotraj euroobmočja, ki so jih sporočili različni nacionalni statistični uradi.

[18] MDS (External Sector Report 2020) ocenjuje, da bi morala biti standardna raven tekočega računa euroobmočja približno 1,4 % BDP.

[19] Vsota presežkov, zabeleženih v Nemčiji in na Nizozemskem, je višja od presežka euroobmočja, saj so nekatere članice v letu 2019 zabeležile primanjkljaje; glej tudi opombo 17.

nepremičninski baloni, veliki in naraščajoči zunanji primanjkljaji ter porast javnega dolga v ugodnih gospodarskih časih), je kriza zaradi COVID-19 posledica šokov za gospodarstvo, ki so posledica vladnih omejitev in spremenjenih vedenjskih vzorcev, povezanih z javnim zdravjem. Ti šoki se dogajajo v razmerah, ko je zaradi nedavnih ugodnih gospodarskih razmer večina zunanjih položajev prešla v proračunsko ravnotežje ali presežek, razdolževanje finančnega sektorja v preteklih letih je ustvarilo stabilne kapitalske rezerve v bančnem sektorju, razdolževanje zasebnega sektorja je delež zasebnega dolga v BDP vrnilo na ravni, ki so precej nižje od najvišjih vrednosti pred finančno krizo leta 2008, delež javnega dolga v BDP pa se je začel zmanjševati v večini držav članic euroobmočja.

- V prihodnosti so obeti za odplačevanje dolga v veliki meri odvisni od zagotavljanja gospodarskega okrevanja in krepitve gospodarskih temeljev, za kar je potrebna spodbujevalna politika tekom leta 2021. Trajnostno okrevanje je ključnega pomena tako za sektor država, in sicer zadeva dinamiko javnofinančnih prihodkov, ter za finančni in nefinančni podjetniški sektor, katerega sposobnost odplačevanja je odvisna od dobičkonosnosti, kot za gospodinjstva, pri čemer so možnosti za vzdržnost hipotekarnega dolga odvisne od zaposlitvene in dohodkovne dinamike.
- Učinkovita uporaba razpoložljivih instrumentov, vzpostavljenih na ravni euroobmočja in EU, bi z učinkovitim izvajanjem potrebnih reform in naložb pripomogla k spodbujanju trajnega okrevanja in krepitvi odpornosti. Pri tem je ključnega pomena, da se financiranje EU v celoti porabi in usmeri v najbolj produktivne namene. To bi okrepilo gospodarski učinek teh sredstev in preprečilo tveganje, da bi taka povečana poraba v kratkem času povzročila prekomerno rast nemenjalnih dejavnosti in zunanjih neravnotežij v državah, v katerih prilivi predstavljajo velik delež BDP.
- V prihodnje je pomembno, da se spodbujevalni ukrepi politike, reforme in naložbe, ki se izvajajo v euroobmočju, združijo tako, da se učinkovito odpravijo makroekonomska neravnotežja, zlasti kadar so čezmerna.

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

Poročilo o mehanizmu opozarjanja temelji na ekonomski razlagi preglednice postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, ki je pripomoček za odkrivanje dokazov *prima facie* o možnih tveganjih in ranljivostih. Preglednica vsebuje 14 kazalnikov z okvirnimi pragovi na naslednjih področjih: zunanji položaji, konkurenčnost, zasebni in javni dolg, trg stanovanjskih nepremičnin, bančni sektor in zaposlovanje. Temelji na dejanskih podatkih dobre statistične kakovosti, da se zagotovita stabilnost in doslednost podatkov med državami. 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[20]. Razlago preglednice dopolnjuje niz 28 pomožnih kazalnikov.

[20] Za pojasnila glede priprave preglednice kazalnikov v poročilu o mehanizmu opozarjanja in njihovo razlago glej: Evropska komisija (2016) „The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium“ (Postopek v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem, utemeljitev, postopek, uporaba: Zbirka), European Economy, Institutional Paper 039, november 2016.

V primerjavi s prejšnjimi poročili o mehanizmu opozarjanja se to poročilo v času velike negotovosti za izmero posledic krize zaradi COVID-19 v večji meri naslanja na napovedi in visokofrekvenčne podatke. Teh posledic ni mogoče zajeti v uradni preglednici iz poročila o mehanizmu opozarjanja, saj odraža le podatke do leta 2019. Vrednosti spremenljivk iz preglednice in drugih ustreznih spremenljivk za analizo v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za leti 2020 in 2021 so bile zato ocenjene ob upoštevanju podatkov iz napovedi Komisije in kratkoročnih napovedi (nowcasts) iz medletnih podatkov (glej okvir 1 za podrobnosti po spremenljivkah iz preglednice). Čeprav se zdi, da so tovrstne napovedi potrebne za oceno tekočih gibanj, je treba opozoriti, da te napovedi temeljijo na precej negotovi podlagi. Pri oceni iz poročila o mehanizmu opozarjanja se tako kot v prejšnjih letih upoštevajo tudi spoznanja iz okvirov ocenjevanja ter ugotovitve iz obstoječih poglobljenih pregledov in ustreznih analiz. Za analizo Komisije še naprej veljajo načela preglednosti v zvezi z analizo in uporabljenimi podatki ter previdnost pri zaključkih zaradi pridržkov glede kakovosti podatkov.

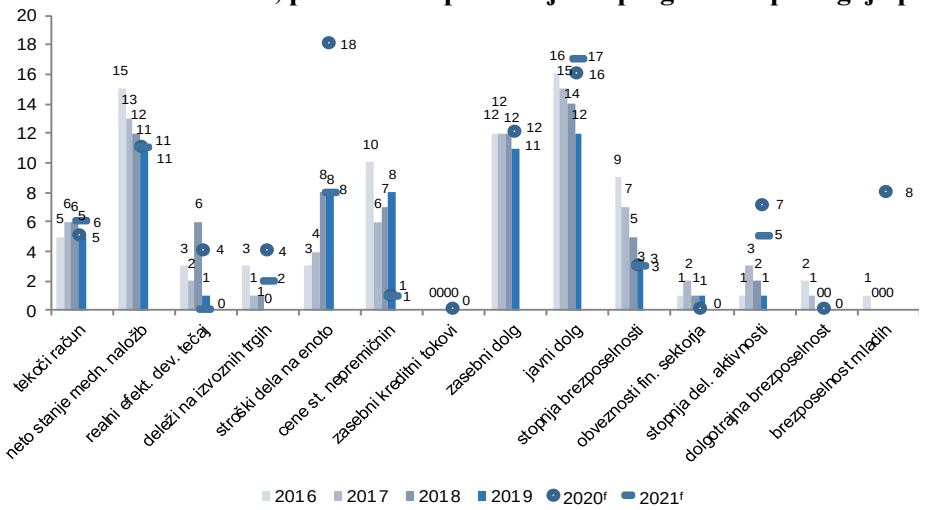
Podatki iz preglednice kažejo, da se bo nedavno odpravljanje neravnotežij na strani stanj ustavilo, medtem ko se pričakuje, da se bodo tveganja pregrevanja, zabeležena v zadnjih letih, s krizo ohladila. Štetje vrednosti, ki presegajo pragove iz preglednice iz poročila o mehanizmu opozarjanja, razkriva več vzorcev, ki se pojavljajo skozi leta, in sicer (graf 8).

- Gospodarska rast, ki se je začela leta 2013, je zaradi ugodnih učinkov imenovalca pomagala zmanjšati deleže zasebnega in javnega dolga v BDP. To se kaže v zmanjšanju števila držav, v katerih je do leta 2019 delež dolga presegal pragove. Zdi se, da je kriza zaradi COVID-19 končala ta trend.

- Po odpravi velikih primanjkljajev tekočega računa v 2000-ih letih je zadnje desetletje zaznamovalo kopičenje velikih presežkov tekočih računov nekaterih gospodarstev, ki so se v zadnjih letih zmanjšali. Trenutno se ne pričakuje, da bo kriza zaradi COVID-19 bistveno spremenila zunanje prilagajanje, saj se pričakuje, da bo njen vpliv na zunanje račune omejen, pri čemer naj se število držav, ki presegajo pragove za salde tekočih računov in neto stanje mednarodnih naložb, ne bi bistveno spremenilo.

- Zaradi hitro rastočih stroškov dela na enoto in cen stanovanjskih nepremičnin je bilo v zadnjih letih zabeleženih več preseganj ustreznih pragov. Pričakuje se, da bodo pritiski pregrevanja, ki so se pojavili v državah s hitro gospodarsko rastjo, postopoma odpravljeni tekom krize zaradi COVID-19. To je najbolj opazno na ravni cen stanovanjski nepremičnin, za katere se pričakuje, da se bodo ohladile in bo manj primerov preseganja praga. Tudi rast stroškov dela na enoto se lahko zmanjša, vendar šele po začasnem, a strmem povečanju leta 2020, pri čemer obstaja tveganje, da bo več kot polovica držav članic presegla prag. To odraža mehanski učinek opazno nižje produktivnosti zaradi močno zmanjšane gospodarske dejavnosti in manj prizadete zaposlenosti. Realni efektivni devizni tečaji naj bi po napovedih precej presegli pragove, predvsem v luči razvoja nominalnih deviznih tečajev.

Graf 8: Število držav članic, pri katerih spremenljivke preglednice presegajo prag



Vir: Eurostat in izračuni služb Komisije (glej tudi okvir 1).
Opomba: Število držav, pri katerih spremenljivke preglednice presegajo prag, temelji na podatkih iz preteklih preglednic, objavljenih z ustreznimi letnimi poročili o mehanizmu opozarjanja. Morebitne naknadne revizije podatkov lahko pomenijo razliko med številom vrednosti, pri katerih je prag presežen, izračunano z uporabo najnovejših podatkov za spremenljivke preglednice, in številom, ki je navedeno v zgornjem grafu. Za pristope, uporabljene za napovedi kazalnikov iz preglednice za leti 2020 in 2021, glej okvir 1. Napovedi za naslednje kazalnike se izvajajo samo za leto 2020: zasebni kreditni tok, zasebni dolg, obveznosti finančnega sektorja, dolgotrajna brezposelnost, brezposelnost mladih.

Okvir 1: Kratkoročne napovedi glede glavnih kazalnikov iz preglednice

Da bi izboljšala v prihodnost usmerjene elemente v razlagi preglednice, analiza poročila o mehanizmu opozarjanja, kadar je to mogoče, temelji tudi na napovedih in projekcijah za leti 2020 in 2021 ter kratkoročnih napovedih za tekoče leto. Ti podatki, kadar so na voljo, temeljijo na napovedi Komisije iz jeseni 2020. Sicer podatki odražajo kratkoročne napovedi, ki temeljijo na nadomestnih kazalnikih, ki so jih pripravile službe Komisije posebej za namene tega poročila o mehanizmu opozarjanja.

Spodnja tabela povzema predpostavke, uporabljene za napovedi in podatke iz kratkoročnih napovedi glede glavnih kazalnikov iz preglednice. Upoštevati je treba, da podatki o BDP, ki so bili uporabljeni kot imenovalci v nekaterih razmerjih, izhajajo iz napovedi Komisije iz jeseni.

V primeru večletnih stopenj sprememb (kot je petletna sprememba deležev na izvoznih trgih) temelji na napovedih le komponenta za leti 2020 in 2021, medtem ko se pri komponentah za leto 2019 ali prejšnja leta uporabljajo podatki Eurostata, na katerih temelji preglednica v okviru postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem.

Tabela: Pristopi k napovedim in kratkoročnim napovedim za glavne kazalnike iz preglednice v okviru postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem

Kazalnik	Pristop	Vir podatkov
Saldo tekočega računa v % BDP (3-letno povprečje)	Vrednosti iz jesenske napovedi Komisije o saldu tekočega računa (koncept plačilne bilance)	AMECO
Neto stanje mednarodnih naložb (v % BDP)	Jesenske napovedi Komisije za neto posojanje/izposojanje celotnega gospodarstva kažejo spremembo neto stanja mednarodnih naložb, ki odraža transakcije; drugi učinki (npr. spremembe vrednotenja) se upoštevajo do drugega četrtletja leta 2020, zatem pa se predpostavlja, da bodo ostali nični.	AMECO, Eurostat

Realni efektivni devizni tečaj – 42 trgovinskih partnerjev, deflator HICP (3-letna sprememba v %)	Vrednosti iz jesenske napovedi Komisije	AMECO
Delež na izvoznih trgih – % svetovnega izvoza (5-letna sprememba v %)	Podatki temeljijo na napovedi Komisije glede i) nominalnega izvoza blaga in storitev za države članice EU (koncept nacionalnih računov) in ii) napovedi Komisije o izvozu blaga in storitev v količinah za tujino, pretvorjenih na nominalne ravni z uvoznim deflatorjem Komisije za ZDA in napovedmi deviznega tečaja EUR/USD.	AMECO
Indeks nominalnih stroškov dela na enoto, 2010 = 100 (3-letna sprememba v %)	Vrednosti iz jesenske napovedi Komisije	AMECO
Indeks cen stanovanjskih nepremičnin (2015 = 100), deflacioniran (1-letna sprememba v %)	Na modelih temelječe napovedi, izračunane na podlagi modela za vrednotenje stanovanjskih nepremičnin, ki je skupen z državami članicami v okviru delovne skupine LIME Odbora za ekonomsko politiko. Napovedi predstavljajo pričakovane odstotne spremembe realnih cen stanovanjskih nepremičnin na podlagi gospodarskih temeljev (populacija, napoved razpoložljivega dohodka, stanovanjski fond, dolgoročna obrestna mera in deflator cen zasebnih izdatkov za končno potrošnjo) ter izraz korekcije napak, ki kaže hitrost prilaganja cen v smeri njihovega dolgoročnega razmerja s temeljnimi dejavniki.	Eurostat, službe Komisije.
Kreditni tokovi v zasebnem sektorju, konsolidirani (v % BDP)	Podatek za leto 2020 predstavlja približek kreditnih tokov v obdobju od prvega do tretjega četrtletja leta 2020, za kar se uporabljajo konsolidirani podatki četrtletnih sektorskih računov ECB za prvo in drugo četrtletje leta 2020 ter približki za nekatere komponente kreditnega toka iz tretjega četrtletja leta 2020. Pri slednjih se uporabljajo tokovi posojil monetarnih finančnih institucij (MFI) iz postavk bilanc stanja (BSI) ECB zasebnemu sektorju za napoved komponent bančnih posojil v tretjem četrtletju leta 2020 ter izdaja nominalnih dolžniških vrednostnih papirjev iz statističnih podatkov ECB o izdaji vrednostnih papirjev (SEC) za napoved izdaje obveznic v tretjem četrtletju leta 2020.	ECB (QSA, BSI, SEC)
Dolg zasebnega sektorja, konsolidiran (v % BDP)	Podatek o približkih dolga zasebnega sektorja za leto 2020 ob koncu tretjega četrtletja leta 2020. Uporablja konsolidirane podatke iz četrtletnih sektorskih računov ECB za drugo četrtletje leta 2020. Ta številka je napovedana za tretje četrtletje leta 2020 z uporabo podatkov o bančnih posojilih (na podlagi BSI ECB) in podatkov o obveznostih iz naslova obveznic (na podlagi SEC ECB).	ECB (QSA, BSI, SEC)
Bruto javni dolg (v % BDP)	Vrednosti iz jesenske napovedi Komisije	AMECO
Stopnja brezposelnosti (3 letno povprečje)	Vrednosti iz jesenske napovedi Komisije	AMECO
Obveznosti finančnega sektorja skupaj, nekonsolidirane (1-letna sprememba v %)	podatki za leto 2020 predstavljajo rast obveznosti MFI ECB do septembra 2020.	ECB (BSI)
Stopnja delovne aktivnosti – % celotnega prebivalstva v starostni skupini 15–64 let (3-letna sprememba v odstotnih točkah)	Stopnji sprememb za leti 2020 in 2021 temeljita na jesenski napovedi Komisije za spremembo v celotni delovni sili (vse starosti), od katere se odšteje jesenska napoved Komisije za demografsko spremembo (starostna skupina 15 do 64 let).	AMECO
Stopnja dolgotrajne brezposelnosti – % delovno aktivnega prebivalstva v starostni skupini 15–74 let (3-letna sprememba v odstotnih točkah)	Kratkoročna napoved za leto 2020 temelji na najnovejših podatkih (drugo četrtletje leta 2020 ob predpostavki stalne stopnje za preostanek leta).	Eurostat (anketa o delovni sili).
Stopnja brezposelnosti mladih – % delovno aktivnega prebivalstva v	Kratkoročna napoved za leto 2020 temelji na najnovejših podatkih (januar–september leta 2020 ob predpostavki stalne stopnje za preostanek leta).	Eurostat (anketa o delovni sili).

starostni skupini 15–24 let (3-letna sprememba v odstotnih točkah)		

3.1 Zunanji sektor in konkurenčnost

Tekoči računi so bili v letu 2019 na splošno razmeroma stabilni. Po splošnem trendu poslabšanja stanj na tekočih računih v letu 2018 ob upadanju svetovnega povpraševanja po izvozu in rasti cen nafte spremembe tekočih računov med letoma 2018 in 2019 niso kazale jasnega vzorca in so ostale razmeroma omejene (graf 10). V letu 2019 je bilo zabeleženo opazno izboljšanje v Bolgariji, na Danskem in v Litvi, medtem ko se je tekoči račun Cipra pomaknil še globlje negativno območje. Nekateri veliki presežki so se nekoliko zmanjšali, tudi v Nemčiji in na Nizozemskem.

- **V letu 2019 dve državi članici beležita primanjkljaj tekočega računa, ki presega spodnji prag iz preglednice v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.** Velik primanjkljaj Cipra se je v letu 2019 dodatno poslabšal, tako da je triletno povprečje ostalo pod pragom v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji ter pod ustrezno standardno ravnjo tekočega računa in stopnjo, ki je potrebna, da bo neto stanje mednarodnih naložb v naslednjih 10 letih bonitetno ustrezno[21]. Po manjšem nadaljnjem poslabšanju tekočega računa Romunije je njeno triletno povprečje v letu 2019 doseglo prag v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, takšna razlaga pa je tudi vidno slabša od zadevne standardne ravni.

- **Leta 2019 so bili primanjkljaji tekočega računa v večini držav članic višji od referenčnih meril za posamezne države z nekaterimi pomembnimi izjemami** (graf 9).[22] Ciklično prilagojeni tekoči računi so bili večinoma blizu nominalnemu saldu ali nad njim, kar odraža negativni učinek gospodarskega cikla v fazi ohlajanja.[23] Saldi tekočega računa Cipra in Romunije so pod standardno ravnjo za tekoči račun, ki jo upravičujejo temelji. Primanjkljaji Cipra, Grčije in Portugalske so pod ravnjo, ki je potrebna za zagotovitev približevanja neto stanja mednarodnih naložb preudarni ravni[24].

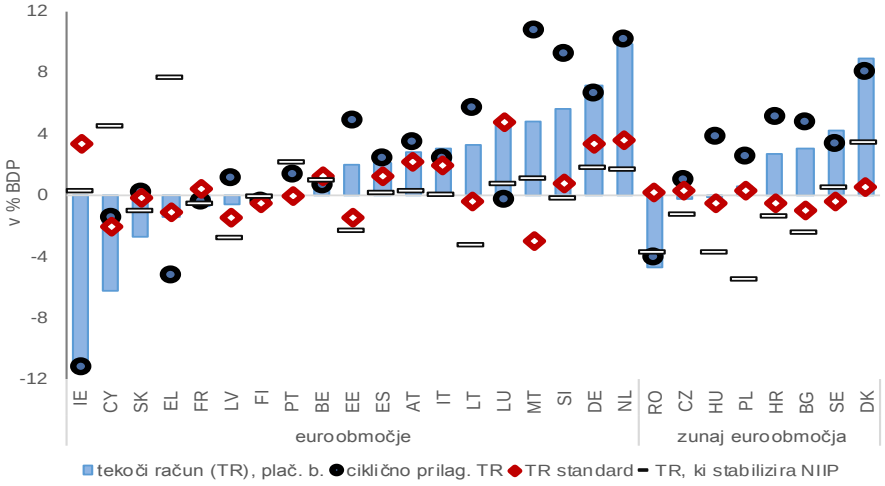
[21] Za metodologije za previdnostne pragove neto stanja mednarodnih naložb za posamezne države glej opombo 25.
[22] Tekoči računi v skladu s temelji (standardne ravni tekočega računa) so izpeljani iz regresij v reducirani obliki, v katerih so zajeti glavni dejavniki ravnotežja med varčevanjem in naložbami, vključno s temeljnimi dejavniki, dejavniki politike in finančnimi pogoji na svetovni ravni. Za opis metodologije za izračun tekočega računa na podlagi temeljev, uporabljene v tem poročilu o mehanizmu opozarjanja, glej L. Coutinho et al. (2018), „Methodologies for the assessment of current account benchmarks“ (Metodologije za izračun referenčnih meril tekočega računa), European Economy, Discussion Paper 86, 2018. Metodologija je sorodna metodologiji iz S. Phillips et al. (2013), „The External Balance Assessment (EBA) Methodology“ (Metodologija za oceno zunanjega salda), IMF Working Paper, 13/272.
[23] 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“ (Primerjava alternativnih metodologij za oceno realnega deviznega tečaja), European Economy, Discussion Paper 427/2010.
[24] Veliki primanjkljaj, ki ga je Irska zabeležila v letu 2019, je posledica enkratnih učinkov, povezanih z dejavnostmi multinacionalnih družb. Vrzel med dejanskimi tekočimi računi in tistimi, ki so potrebni za stabilizacijo neto stanja mednarodnih naložb, je močno odvisna od obravnavanega časovnega okvira. Na primer, tekoči račun, ki je potreben za stabilizacijo neto stanja mednarodnih naložb Grčije nad previdnostnim pragom za

- **Tri države članice EU še naprej beležijo presežke tekočih računov, ki so presegli zgornji prag iz preglednice v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji in referenčna merila za posamezno državo.** To velja za Dansko, Nemčijo in Nizozemsko že skoraj desetletje. Medtem ko je Danska leta 2019 povečala svoj presežek, sta se salda Nemčije in Nizozemske še naprej postopno zmanjševala. Na Nizozemskem so saldi tekočega računa odvisni tudi od dejavnosti multinacionalnih družb, ki vplivajo tako na trgovinske bilance kot na salde dohodkov.

Napovedi kažejo na določeno stabilnost razlag tekočega računa tudi v letih 2020 in 2021, vendar z velikimi spremembami v zvezi s prispevkom različnih gospodarskih sektorjev k zunanjemu položaju. Kriza zaradi COVID-19 povzroča velik upad izvoza in uvoza v približno podobnem obsegu. Čeprav se skupno neto stanje posojil držav EU ne spreminja veliko, prihaja do izrazitih sprememb v zvezi z neto stanjem posojil v različnih gospodarskih sektorjih. Leta 2020 so se javnofinančna stanja močno poslabšala zaradi podpornih ukrepov, ki so jih države sprejele za ublažitev hude recesije, s čimer so se izravnali višji neto prihranki gospodinjstev in družb (graf 11).

- **Pričakuje se, da se bodo podatki o tekočih računih nekaterih držav neto dolžnic, ki so močno odvisne od izvoza turističnih storitev, poslabšali.** To velja zlasti za Hrvaško, Ciper, Grčijo in Malto.
- **Veliki presežki bi se v letu 2020 zmanjšali**, v Nemčiji in na Nizozemskem pa bi se v letih 2020 in 2021 skupaj močno zmanjšali.

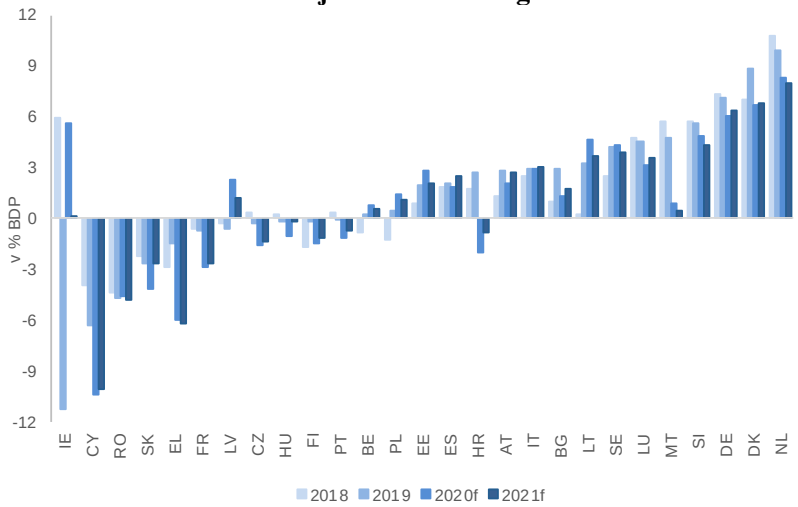
Graf 9: Saldi tekočega računa in referenčna merila v letu 2019



Vir: Eurostat in izračuni služb Komisije.
Opomba: Države so razvrščene glede na saldo tekočega računa v letu 2019. Ciklično prilagojeni saldi tekočega računa: glej opombo23. Standardne ravni tekočega računa: glej opombo22. Referenčna vrednost za tekoči račun, potreben za stabilizacijo neto stanja mednarodnih naložb, 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.

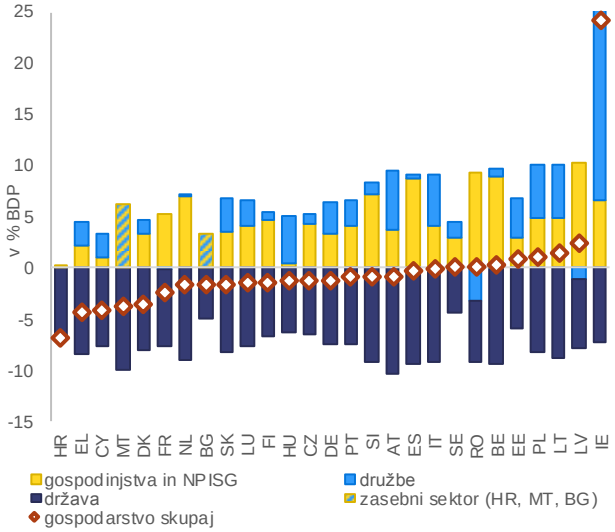
neto stanja mednarodnih naložb v 20-letnem obdobju, bi bil presežek v višini 1,7 % BDP v primerjavi s 7,7 % BDP, izračunanim za 10-letno obdobje.

Graf 10: Gibanje saldov tekočega računa



Vir: Eurostat, gospodarska napoved Evropske komisije iz jeseni 2020 in izračuni služb Komisije.
Opomba: Države so predstavljene v naraščajočem vrstnem redu glede na saldo tekočega računa v letu 2019.

Graf 11: Sprememba neto posojanja/izposojanja po sektorjih, od 2019 do 2020



Vir: AMECO in gospodarska napoved Evropske komisije iz jeseni 2020.
Opomba: Del spremembe neto posojanja podjetniškega sektorja na Irskem je zunaj prikaza na zgornjem grafu.

Neto stanje mednarodnih naložb se v večini držav članic še naprej izboljšuje, vendar ostajajo velike zunanje obveznosti, zaradi krize pa bi se lahko nekatera od teh bremen še povečala. Neto stanje mednarodnih naložb se je v letu 2019 še naprej izboljševalo v večini držav EU, k čemur so prispevali realizacije tekočega računa nad pragovi, ki stabilizirajo neto stanje mednarodnih naložb, nominalna rast BDP in včasih veliki pozitivni učinki vrednotenja. Kljub temu neto stanje mednarodnih naložb v več državah članicah EU ostaja veliko in negativno. Leta 2019 je 11 držav članic beležilo neto stanje mednarodnih naložb, ki je presegalo prag iz preglednice v višini –35 % BDP, kar je ena manj kot leta 2018. V teh državah so vrednosti nižje od vrednosti, ki bi jih bilo mogoče upravičiti s temelji (standardne ravni neto stanja mednarodnih naložb), v večini primerov pa tudi pod zadevnimi

previdnostnimi pragovi (graf 12).[25] Kriza ovira izboljšanje bolj negativnega deleža neto stanja mednarodnih naložb v BDP.

- Nekatere države euroobmočja imajo še vedno **večinoma negativno neto stanje mednarodnih naložb** pod –100 % BDP, na primer Ciper, Grčija, Irska in Portugalska. V teh štirih državah je neto stanje mednarodnih naložb precej pod standardnimi ravnmi neto stanja mednarodnih naložb kot tudi previdnostnimi pragovi. Na Irskem in Cipru ravni neto stanja mednarodnih naložb v veliki meri odražajo čezmejne finančne odnose multinacionalnih družb in veliki pomen subjektov za posebne namene. Te štiri države in Španija kažejo v svojem neto stanju mednarodnih naložb velik vpliv obveznosti za dolg, na kar kaže zelo negativno neto stanje mednarodnih naložb, razen instrumentov brez tveganja neplačila (NENDI)[26]. V Grčiji visoki zunanji javni dolg, pogosto pod zelo ugodnimi pogoji, predstavlja večji del neto stanja mednarodnih naložb[27]. Pričakovano močno zmanjšanje BDP v letu 2020 bi moralo imeti določen negativen vpliv na njihov delež neto stanja mednarodnih naložb v BDP, za katerega se pogosto napoveduje poslabšanje.
- V državah z **zmernejšim negativnim neto stanjem mednarodnih naložb** nad pragom iz preglednice so neto stanja mednarodnih naložb pod pričakovanji, ki izhajajo iz temeljev za posamezne države, vendar so včasih blizu previdnostnim pragom ali boljša od njih. Te države, in sicer Hrvaška, Madžarska, Latvija, Poljska, Romunija in Slovaška ter druge srednje- in vzhodnoevropske in baltske države, so običajno velike neto prejemnice neposrednih tujih naložb, tako da so podatki NENDI ugodnejši. Spremembe, ki se pričakujejo za te države v letu 2020, so večinoma blage do zmerne.
- Večina **velikih pozitivnih neto stanj mednarodnih naložb** se je v letu 2019 še naprej povečevala. Nemčija, Danska in Nizozemska beležijo pozitivna neto stanje mednarodnih naložb, ki presega 70 % BDP, njihovo povečanje v letu 2019 pa podpirajo tudi znatni pozitivni učinki vrednotenja. Neto stanja mednarodnih naložb Belgije, Malte in Luksemburga presegajo 50 % BDP. V vseh teh primerih je neto stanje mednarodnih naložb občutno nad zadevnimi standardnimi ravnmi, tj. tem, kar bi bilo utemeljeno ali pričakovano na podlagi temeljev posameznih držav.

Izbruhu krize zaradi COVID-19 so sledile napetosti glede zunanjega zadolževanja v nekaterih državah zunaj euroobmočja. Na začetku krize zaradi COVID-19 je v večini gospodarstev v vzponu s

---

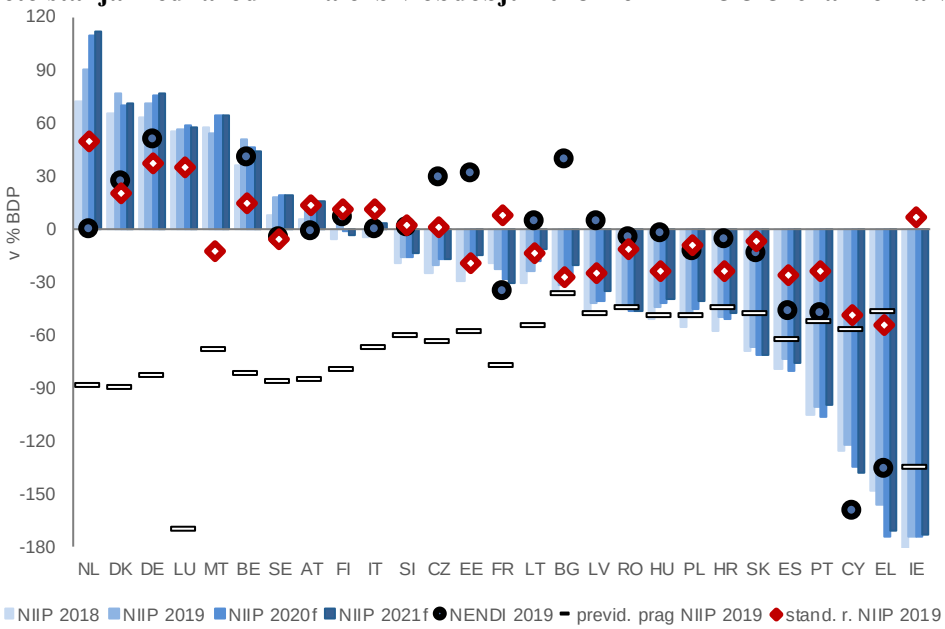
[25] Neto stanja mednarodnih naložb v skladu s temelji (standardne ravni neto stanja mednarodnih naložb) se pridobijo kot seštevek standardnih ravni tekočega računa v danem obdobju (glej tudi opombo 22). Previdnostni pragovi za neto stanje mednarodnih naložb se določijo z največjim možnim povečanjem moči znakov pri napovedovanju plačilnobilančne krize, pri čemer se upoštevajo informacije za posamezno državo, povzete s prihodki na prebivalca. Za metodologijo za izračun neto stanja mednarodnih naložb v skladu s temelji glej A. Turrini in S. Zeugner (2019), „Benchmarks for Net International Investment Positions“ (Referenčna merila za neto stanje mednarodnih naložb), European Economy, Discussion Paper 097, 2019.

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

[27] Poslabšanje neto stanja mednarodnih naložb v Grčiji v letu 2019 je v veliki meri povezano z negativnimi učinki vrednotenja.

spremenljivimi tečaji prihajalo do bega kapitala in devalvacije valute. Trgi so predvideli možne kompromise monetarnih organov med podporo gospodarstvom in stabilizacijo njihovih valut. Določene napetosti so bile vidne tudi pri nekaterih valutah držav članic zunaj euroobmočja, ki so sprejele režime prilagodljivega tečaja. Devalvacija valute se je izvajala zlasti marca in aprila, in sicer na Madžarskem, vendar se je pritisk v maju umiril, valute pa so se stabilizirale, v nekaterih primerih pa so v sledečih mesecih tečaji narasli. Medtem ko so se napetosti na finančnih trgih in s tem tveganja za zunanje financiranje potem umirili, je nekaj držav članic zunaj euroobmočja ostalo ranljivih, če bi se ponovili povečana nenaklonjenost tveganju na svetovnih finančnih trgih ali volatilnost kapitalskih tokov. Pri tem ima lahko pomembno vlogo več pogojev, vključno z obeti glede potreb po zunanjem financiranju, tudi države, in razpoložljivost deviznih rezerv.

Graf 12: Neto stanja mednarodnih naložb v obdobju 2018–2021 in referenčna merila v letu 2019



Vir: Eurostat in izračuni služb Komisije (glej tudi okvir 1).
Opomba: Države so predstavljene v padajočem vrstnem redu glede na neto stanje mednarodnih naložb kot delež BDP v letu 2019. NENDI je neto stanje mednarodnih naložb, razen instrumentov brez tveganja neplačila. Za pojma standardna raven neto stanja mednarodnih naložb in previdnostni prag za neto stanje mednarodnih naložb glej opombo25. NENDI za Irsko, Luksemburg in Malto so zunaj prikaza.

Stroški dela na enoto so v letu 2019 v različnih državah EU še naprej dinamično rasli, vendar se ti trendi zaradi krize zaradi COVID-19 obračajo. Iz preglednice je razvidno, da je kazalnik rasti stroškov dela na enoto v letu 2019 presegal prag v osmih državah, enako kot v prejšnjem letu: v Bolgariji, na Češkem, v Estoniji, Latviji, Litvi, Luksemburgu, Romuniji in na Slovaškem; razen Luksemburga so vse te države presegale prag že leta 2018. Od leta 2013 se je rast stroškov dela na enoto v baltskih državah in v različnih srednje- in vzhodnoevropskih državah pospešila, ker je bil to čas visoke gospodarske rasti, tesnih trgov dela ter pomanjkanja znanj in spretnosti.

Obdobje po izbruhu COVID-19 naj bi po pričakovanjih zaznamovalo enkratno povečanje stroškov dela na enoto v letu 2020, ki mu bo sledila zmernejša dinamika. Kot posledica krize zaradi COVID-19 naj bi se v letu 2020 po napovedih izrazito povečala rast stroškov dela na enoto po vsej EU, saj se produktivnost skoraj povsod zmanjšuje. Vendar naj bi se ta trend v letu 2021 z napovedanim okrevanjem gospodarstva deloma obrnil, produktivnost naj bi se ponovno povečala in privedla do

občutnega padca ali stagnacije stroškov dela na enoto v času upočasnitve rasti plač (graf 13, zgornji graf).

- **Rast plač je bila v številnih državah v letu 2019 še vedno najmočnejši dejavnik rasti stroškov dela na enoto, vendar se je sedaj zaradi krize rast plač izrazito upočasnila.** Kriza je odpravila pritiske pregrevanja, ki so se opažali do leta 2019. Plače in nadomestila naj bi v večini držav EU v letih 2020 in 2021 zmerno rasli. V letu 2020 to odraža predvsem učinek skrajšanega delovnega časa, zlasti v okviru začasnih shem skrajšanega delovnega časa[28]. V skladu s takšnimi shemami delavci ohranijo zaposlitev, vendar s skrajšanim delovnim časom in manjšim plačilom[29].

- **Povečanje produktivnosti dela je v letu 2019 ostalo omejeno, zaradi krize pa se produktivnost dela v letu 2020 še dodatno poslabšuje.** V letu 2020 naj bi se produktivnost močno zmanjšala v skoraj vseh državah EU, kadar je merjena kot proizvodnja na delovno aktivno osebo. Recesijo leta 2020 je spremljalo zmanjšanje vložkov dela. Vendar je bilo to predvsem posledica skrajšanega delovnega časa, medtem ko se število zaposlenih ni znatno spremenilo[30]. Če se torej produktivnost meri v smislu proizvodnje na opravljeno delovno uro, se zdijo izgube bolj zmerne (graf 13 četrti graf). Razširjena uporaba shem skrajšanega delovnega časa, ki jih subvencionirajo vlade je precej pripomogla k obsežnemu in vseprisotnemu kopičenju delovne sile, opaženem po vsej EU.[31] V letu 2021, ko naj bi se začelo okrevanje, se pričakuje poskok produktivnosti. Vendar naj bi produktivnost v večini primerov ostala blizu ravni izpred krize ali pod njo.

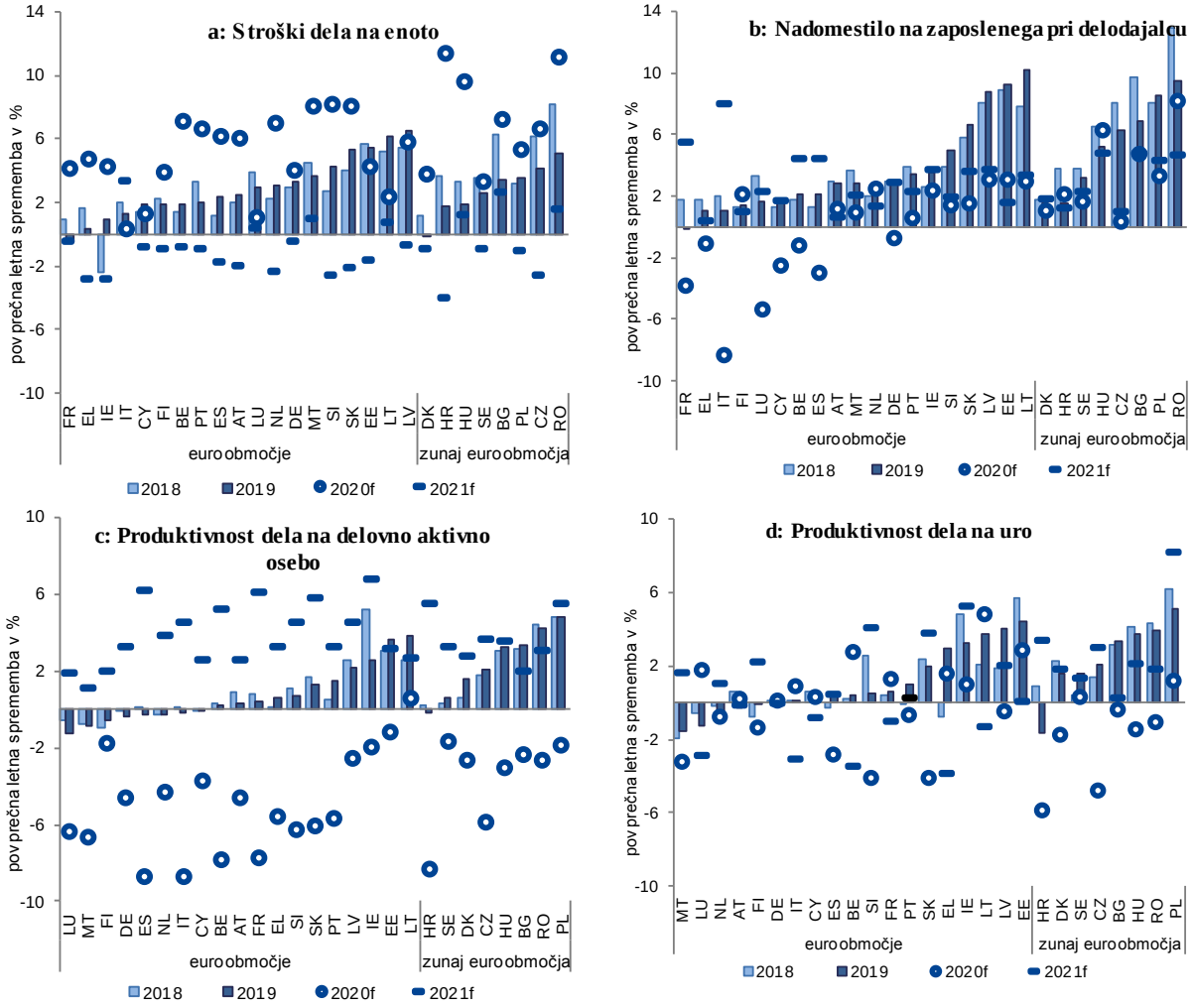
[28] Deset držav članic EU, ki so že pred izbruhom COVID-19 imele okvire za zagotavljanje dohodkovne podpore ob skrajšanem delovnem času, je svoje obstoječe sheme prilagodilo za obvladovanje šokov zaradi COVID-19. V drugih državah so bili podobni ukrepi uvedeni *ad hoc* (glej tudi okvir 2; in Evropska komisija (2020), Labour market and wage developments in Europe 2020 ((Razvoj trga dela in plač v Evropi v letu 2020), v pripravi. Te sheme se bodo financirale iz instrumenta SURE, ki ga je dala na voljo Komisija.

[29] Zmanjšanje nadomestil na zaposlenega pri delodajalcu se zdi izrazitejše v državah, v katerih je dohodkovna podpora razvrščena kot transferji države in ne kot dohodek od dela.

[30] V povprečju naj bi bilo zmanjšanje skupnega števila opravljenih delovnih ur v euroobmočju v prvi polovici leta 2020 posledica zmanjšanja povprečnega števila opravljenih delovnih ur za 75 %, ostalo pa zmanjšanja zaposlenosti. Glej ECB (2020), Economic Bulletin, izdaja 6/2020.

[31] Botelho V, A. Consolo in A. Dias da Silva (2020), A preliminary assessment of the impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market (Predhodna ocena učinka pandemije COVID-19 na trg dela v euroobmočju), ECB Economic Bulletin, izdaja 5/2020, Evropska centralna banka. OECD (2020), Policy Responses to Coronavirus (COVID-19) – Job retention schemes during the COVID-19 lockdown and beyond (Odzivi politike na koronavirus (COVID-19) – Sheme za ohranitev delovnih mest med zaporo zaradi COVID-19 in po njej), 3. avgust 2020, https://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/job-retention-schemes-during-the-covid-19-lockdown-and-beyond-0853ba1d/#biblio-d1e2009.

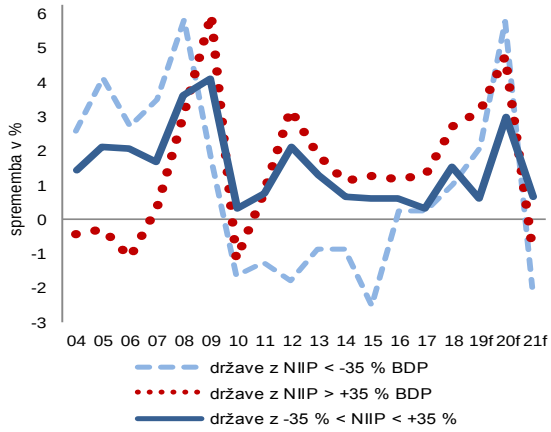
Graf 13: Rast stroškov dela na enoto v zadnjih letih, nadomestilo in produktivnost



Vir: AMECO; podatki za leti 2020 in 2021 so vzeti iz gospodarske napovedi Evropske komisije iz jeseni 2020. Nanašajo se na število zaposlenih pri delodajalcih in vseh delovno aktivnih.
Opomba: V vsakem grafu so države navedene v rastočem vrstnem redu zadevne spremenljivke v letu 2019.

Z vidika euroobmočja se pričakuje, da bodo gibanja stroškov dela na enoto nekoliko manj spodbudna za ponovno uravnoteženje kot v preteklosti. Leta 2019 je bila rast stroškov dela na enoto nekoliko višja v številnih neto upnicah, vključno z Nemčijo, Luksemburgom in Nizozemsko, kot v nekaterih državah neto dolžnicah, vključno s Ciprom, Grčijo, Irsko, Španijo in Portugalsko. Vendar naj bi rast stroškov dela na enoto v letih 2020 in 2021 skupaj rasla skoraj enako v obeh skupinah držav in naj tako ne bi prispevala k nadaljnjemu ponovnemu uravnoteženju zunanjih položajev (graf 14). Hkrati so bile številne države neto dolžnice med tistimi, ki jih je kriza zaradi COVID-19 najbolj prizadela (glej tudi oddelek 2) in beležijo izrazitejši upad gospodarske aktivnosti, zato bi bili lahko cenovni in plačni pritiski v teh državah v prihodnje manj razširjeni.

Graf 14: Rast stroškov dela na enoto v celotnem euroobmočju



Vir: AMECO, podatki za leti 2020 in 2021 so vzeti iz gospodarske napovedi Evropske komisije iz jeseni 2020.
Opombe: Države z neto stanjem mednarodnih naložb nad 35% BDP so DE, LU, NL, BE, MT. Države z neto stanjem mednarodnih naložb med 35 % in –35 % BDP so FI, EE, IT, LT, FR, SI in AT. Preostale države imajo neto stanje mednarodnih naložb pod –35 % BDP. Razdelitev držav temelji na povprečnih vrednostih za neto stanje mednarodnih naložb v obdobju 2017–2019. Neto upnice so v tem obdobju beležile povprečen presežek tekočega računa. Podatki se nanašajo na povprečja, tehtana z BDP, za tri skupine držav.

Dinamika realnih efektivnih deviznih tečajev (REER) je vse bolj odvisna od volatilnosti nominalnih deviznih tečajev. Med letoma 2016 in 2018 so realni efektivni devizni tečaji v večini držav članic rasli zaradi rasti vrednosti eura (graf 15). Izgube konkurenčnosti so bile najbolj opazne pri merjenju v smislu stroškov dela na enoto. Vendar se je leta 2019 konkurenčnost izboljšala zaradi prehodne devalvacije eura. Glede na ta gibanja v letu 2019 je samo Estonija presegla prag zaradi rasti realnega efektivnega deviznega tečaja na podlagi harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin v primerjavi s šestimi državami v letu 2018, kar odraža tudi umirjeno dinamiko inflacije. V prihodnje naj bi rast vrednosti eura v letu 2020 pomenila poslabšanje svetovne konkurenčnosti v vseh državah euroobmočja, medtem ko so valute nekaterih držav zunaj euroobmočja devalvirale.

- **Nominalne devalvacije so bile leta 2019 običajen pojav, medtem ko so bile v letu 2020 opažene večje razlike v gibanju valut med državami.** V letu 2019 je večina držav EU zabeležila nominalne devalvacije, ki so bile še izrazitejše v nekaterih državah članicah zunaj euroobmočja, zlasti na Madžarskem, v Romuniji in na Švedskem. Leta 2020 je začela vrednost eura po izbruhu COVID-19 ponovno rasti. Zunaj euroobmočja so valute na splošno sledile euru ali pa je njihova vrednost izrazito narasla (Švedska) ali pa so precej devalvirale, zlasti na Madžarskem ter v manjšem obsegu na Češkem in Poljskem.

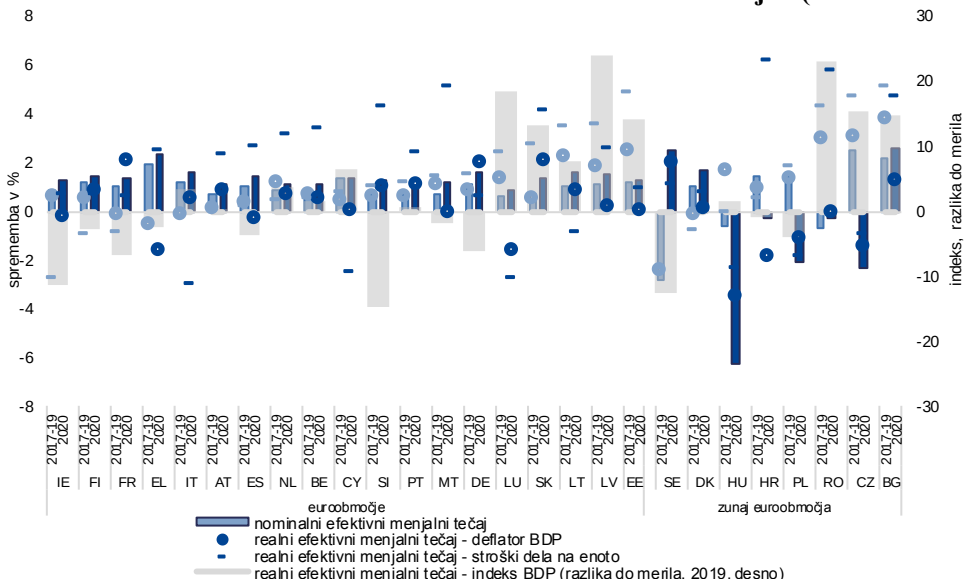
- **Realni efektivni devizni tečaji na podlagi stroškov dela na enoto so v letu 2019 v večini držav članic narasli, vendar manj izrazito kot v zadnjih letih, kriza pa dodatno slabi trende rasti tečajev.** Zlasti številne srednje- in vzhodnoevropske države so v letu 2019 še naprej kazale močnejšo realno rast tečajev. To vključuje nekatere države euroobmočja, in sicer baltske države in Slovaško ter države zunaj euroobmočja, in sicer Bolgarijo, Češko in Romunijo. Med neto upnicami sta le Nemčija in Malta zabeležili znatno rast realnega efektivnega deviznega tečaja. Po napovedani realni rasti tečajev za leto 2020 v večini držav, ki odraža začasno povečanje stroškov dela na enoto, naj bi napovedana umirjena rast stroškov dela na enoto za leto 2021 privedla tudi do omejenih realnih rasti tečajev v večini držav EU.

- **V večini držav članic je še vedno opaziti zmanjšanje razlik med ceno in stroški.** V zadnjih letih je bila opažena dinamika realnega efektivnega deviznega tečaja na podlagi stroškov dela na enoto, ki presega dinamiko realnega efektivnega deviznega tečaja na podlagi BDP, ta trend se je

nadaljeval do leta 2019, čeprav počasneje, kar kaže na nadaljnje zniževanje stopenj dobička.[32] Ta trend se je nadaljeval tudi v letu 2020, zlasti v nekaterih srednje- in vzhodnoevropskih državah, Belgiji, Grčiji, na Malti in v Španiji.

- **Tudi ukrepi realnega efektivnega deviznega tečaja kažejo, da je razvoj stroškovne konkurenčnosti morda manj ugoden za ponovno uravnoteženje kot v preteklosti.** V letih 2020 in 2021 naj bi velike neto dolžnice ali države, ki jih je recesija zaradi COVID-19 bolj prizadela, kot so Hrvaška, Francija, Italija, Portugalska ali Španija, v primerjavi z Nemčijo in Nizozemsko zabeležile le omejeno izboljšanje konkurenčnosti ali sploh ne.
- **Raven indeksov realnega efektivnega deviznega tečaja se zdi nad referenčno vrednostjo predvsem v državah članicah, za katere so značilni daljši trendi močne relativne dinamike cen.** To velja zlasti za srednje- in vzhodnoevropske države.

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



Vir: AMECO, podatki za leti 2020 in 2021 so vzeti iz gospodarske napovedi Evropske komisije iz jeseni 2020.
Opomba: Države so predstavljene v naraščajočem vrstnem redu glede na povprečno letno spremembo realnega efektivnega deviznega tečaja na podlagi deflatorja stroškov dela na enoto med letoma 2017 in 2019. Realni efektivni devizni tečaj ter nominalni efektivni devizni tečaj sta izračunana glede na 37 trgovinskih partneric. Raven indeksa realnega efektivnega deviznega tečaja na podlagi BDP je izražena kot razlika v odstotkih glede na referenčno vrednost, ki predstavlja realni efektivni devizni tečaj v skladu z gospodarskimi temelji. Podatki v grafu prikazujejo vrzel med ugotovljeno ravnjo realnega efektivnega deviznega tečaja in referenčno ravnjo realnega efektivnega deviznega tečaja: pozitivne vrednosti indeksa kažejo precenitev, negativne vrednosti indeksa pa podcenitev[33].

Rast deležev na izvoznih trgih se je v letu 2019 upočasnila in pričakuje se, da se bo v večini držav članic še zmanjšala. Leta 2019 nobena država članica ni zabeležila izgub deležev na izvoznih trgih pod

[32] Medtem ko zmanjševanje stopenj dobička preprečuje, da bi stroškovna konkurenčnost vplivala na trgovinske pogoje, 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.
[33] Metodologija za izračun teh temeljnih meril temelji na obvestilu delovne skupine EPC LIME z naslovom „Benchmarks for the assessment of real effective currency rate“ (Referenčna merila za oceno realnega efektivnega deviznega tečaja), ki je bila predstavljena 15. junija 2020.

pragom iz preglednice (na podlagi skupne spremembe deleža v petih letih). Izbruh COVID-19 oblikuje precej drugačno trgovinsko okolje, kar vpliva na deleže na izvoznih trgih.

- **Deleži na izvoznih trgih naj bi se v letu 2020 po pričakovanjih zmanjšali v približno polovici držav članic EU.** Kriza bolj izrazito zmanjšuje trgovino znotraj EU kot pa zunaj EU. Razlog za to je, da je kriza zaradi COVID-19 doslej močneje prizadela EU kot preostali svet. Ker države EU trgujejo predvsem med seboj, so se njihovi glavni izvozni trgi skrčili v primerjavi s preostalim svetom, kar pomeni tudi izgubo tržnih deležev za večino držav EU.
- **Deleži na izvoznih trgih so se najbolj izrazito zmanjšali za države, ki izvažajo predvsem storitve, zlasti turistične storitve.** Trgovina upada zlasti v storitvenem sektorju, in sicer turizmu, na katerega močno vplivajo omejitve potovanj v tujino in spremenjeno vedenje potrošnikov. V letu 2020 naj bi se deleži na izvoznih trgih najbolj zmanjšali na Hrvaškem, Cipru, v Grčiji, Franciji, Italiji, na Portugalskem in v Španiji, za katere je značilna velika odvisnost od močno prizadetega turističnega sektorja. Nasprotno pa naj bi Nemčija in Nizozemska po napovedih pridobili deleže na izvoznih trgih.

3.2 Zasebni dolg in trgi stanovanjskih nepremičnin

Delež dolga zasebnega sektorja v BDP se je v času ugodnih gospodarskih gibanj v večini držav članic zmanjševal do leta 2019, vendar so stopnje zadolženosti v nekaterih državah še vedno visoke. V letu 2019 je enajst držav članic preseglo prag iz preglednice za skupni zasebni dolg, pri čemer je bilo takšnih držav članic v letu 2018 12: Ciper, Danska, Irska, Luksemburg, Nizozemska in Švedska beležijo rekordne več kot 200-odstotne deleže zasebnega dolga v BDP, kar odraža tudi velik pomen mednarodnih podjetij in namenskih družb v več od teh držav. Belgija, Finska, Francija in Portugalska beležijo nižje stopnje, vendar tudi te presegajo prag. Dolgovi se med državami zaradi značilnih strukturnih dejavnikov, ki se pojavljajo v vsaki izmed njih, zelo razlikujejo. Vendar se zdi, da so dolgovi v nekaterih državah EU visoki tudi v primerjavi z referenčnimi merili, ki upoštevajo gospodarske temelje v posameznih državah. V nekaterih državah se zdi zadolženost visoka tudi glede na previdnostne pragove.[34]

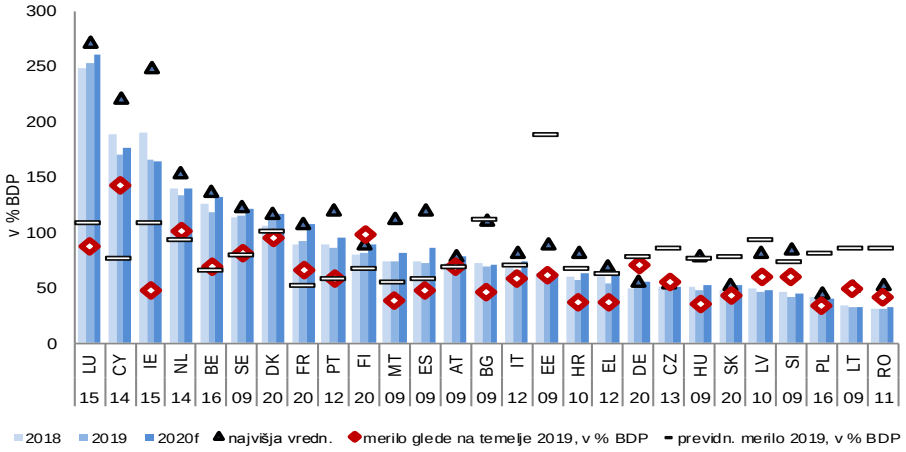
- **Razdolževanje zasebnega sektorja se je v letu 2019 nadaljevalo, pri čemer je večina držav EU zabeležila nižje deleže zasebnega dolga.** Zmanjšanja deleža javnega dolga v BDP med letoma 2018 in 2019 so bila predvsem posledica nominalne rasti BDP („pasivno razdolževanje“), saj se je v zadnjih letih v vse večjem številu držav zadolževanje pospešilo.

[34] Merila glede dolga za posamezne države so razvili 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) ter J.-C. Bricongne, L. Coutinho, A. Turrini in S. Zeugner, „Is Private Debt Excessive?“ (Je zasebni dolg previsok?), Open Economies Review, 3, 471-512, 2020. Temeljna merila omogočajo ocenjevanje zasebnega dolga glede na vrednosti, ki jih je mogoče pojasniti na podlagi gospodarskih temeljev, ter so izpeljana iz regresij, ki zajemajo glavne dejavnike rasti posojil, in upoštevajo dano začetno stanje dolga. Previdnosti pragovi predstavljajo raven dolga, nad katero je verjetnost bančne krize relativno visoka; te ravni temeljijo na največjem možnem povečanju moči znakov pri napovedovanju bančnih kriz z minimaliziranjem verjetnosti zgrešenih kriz in lažnih opozoril ter vključevanjem informacij o kapitalizaciji bank, javnem dolgu in ravni gospodarske razvitosti za posamezne države.

- **V zadnjih letih je bilo zadolževanje vse bolj dinamično, zlasti za sektor gospodinjstev**. Kljub večinoma pozitivnim neto kreditnim tokovom so se deleži javnega dolga v BDP za nefinančne družbe med letoma 2018 in 2019 zmanjševali v vseh državah EU, razen na Danskem, Finskem, v Franciji, Nemčiji, Luksemburgu in na Švedskem. Kar zadeva gospodinjstva, so bila zmanjšanja deležev dolga zabeležena le v približno polovici držav članic. V zadnjih letih je bila dinamika ravni dolga (transakcije, ki vplivajo na obseg posojil in neporavnanih dolžniških vrednostnih papirjev) pri gospodinjstvih razmeroma močna (glej poročilo o mehanizmu opozarjanja za leto 2020). Enak vzorec je bil ponovno opažen med letoma 2018 in 2019.
- **Dolg nefinančnih družb je v letu 2019 v več državah ostal nad referenčnimi merili.** V Belgiji, na Cipru, Danskem, v Franciji, na Irskem, v Luksemburgu, na Nizozemskem, Malti, Portugalskem, v Španiji in na Švedskem so dolgovi nefinančnih družb presegali ravni, ki jih upravičujejo gospodarski temelji in previdnostni pragovi. Pričakuje se, da bo dolg nefinančnih družb ostajal blizu previdnostnim pragovom v Avstriji, na Hrvaškem, v Grčiji in Italiji ter da bo v letu 2020 na Finskem še naprej presegal previdnostne ravni (graf 16). V številnih državah, zlasti v Belgiji, na Cipru, Irskem, v Luksemburgu in na Nizozemskem, čezmejni dolg znotraj podjetij in dolg subjektov za posebne namene znatno vplivata na dolg nefinančnih družb.
- **Zadolženost gospodinjstev je v letu 2019 v več državah članicah ostala nad referenčnimi merili.** Na Danskem, Finskem, v Franciji, Grčiji, na Nizozemskem, Portugalskem, v Španiji in na Švedskem stopnje zadolženosti presegajo tako temeljno merilo kot tudi previdnostne pragove (graf 21). Zadolženost gospodinjstev presega previdnostne ravni v Belgiji in na Cipru, medtem ko je v Avstriji, Nemčiji in Italiji blizu previdnostnim pragovom. V nekaterih državah se zdijo deleži dolga gospodinjstev precej višji, če se izračunajo kot delež bruto razpoložljivega dohodka gospodinjstev. To velja za Irsko, Luksemburg in Malto.

V letu 2020 se zdi, da se deleži zasebnega dolga v večini držav članic povečujejo, zlasti kar zadeva nefinančne družbe. Ocene deležev dolga v BDP za nefinančne družbe in gospodinjstva (na podlagi razpoložljivih informacij iz mesečnih podatkov o ravni dolga) kažejo na nezanemarljiva povečanja v večini držav EU. Takšno povečanje deležev dolga je predvsem mehanski rezultat manjših vrednosti BDP v imenovalcu deleža. Vendar na to, zlasti pri nefinančnih družbah, vpliva tudi dinamika ravni dolga. Neto kreditni tokovi naj bi bili v letu 2020 dejansko veliki v večini držav EU, zlasti v Belgiji, na Finskem, v Franciji, na Irskem, v Luksemburgu, Španiji in na Švedskem, v nekaterih primerih precej večji kot leta 2019.

Graf 16: Dolg nefinančnih družb



Vir: Računi sektorskih finančnih bilanc stanja Eurostata – posojila (F4) in dolžniški vrednostni papirji (F3), AMECO in ocene služb Komisije (glej okvir 1).

Opomba: Države so predstavljene v padajočem vrstnem redu glede na delež dolga nefinančnih družb v BDP v letu 2019. Številke pod oznakami držav označujejo leto, ko je bil delež dolga najvišji. Za opredelitev temeljnih meril in previdnostnih pragov glej opombo34.

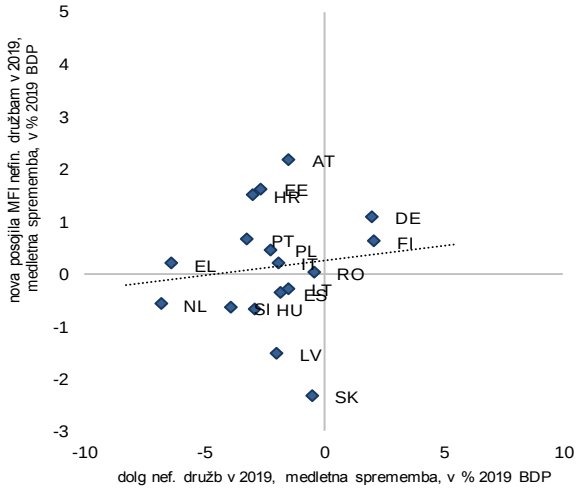
Kar zadeva nefinančne družbe, velike izgube in pomanjkanja likvidnosti pojasnjujejo povečane potrebe po zadolževanju v letu 2020.

- **Zdi se, da se deleži dolga v letu 2020 povečujejo zlasti v državah, kjer je izbruh COVID-19 huje prizadel dobičke in denarne tokove nefinančnih družb**. Na splošno so države, v katerih se pričakuje, da se bodo neto poslovni dobički družb v letu 2020 znatno zmanjšali, zabeležile največje neto kreditne tokove (transakcije) kot delež BDP za leto 2019 (glej graf 20).
- **Za financiranje obratnega kapitala nefinančnih družb za vzpostavitev likvidnostnih rezerv je bilo potrebno večje zadolževanje, kar pomeni, da se neto dolg nefinančnih družb ni povečal tako zelo kot bruto dolg.** Del novega dolga je bil uporabljen, da se napolnijo in okrepijo denarne rezerve zaradi večje negotovosti glede gospodarskih razmer ter se izkoristijo začasni posebni ukrepi v podporo kreditnim tokovom. Manj je bilo zadolževanja za financiranje naložb. Gledano v celoti se pričakuje, da se kljub znatnemu zadolževanju v letu 2020 varčevalni položaj družb ne bo bistveno zmanjšal. Poleg tega se pričakuje, da se bodo neto prihranki podjetij zaradi manjših naložb povečali v vseh državah EU (glej graf 11).
- **Zadolževanje so olajšali številni ukrepi politike**. Poleg obsežnega zagotavljanja likvidnosti bankam s strani monetarnih organov in prilagoditve bonitetnih predpisov so državna poroštva za kredite prispevala k ohranjanju kreditnih tokov, zlasti za mala in srednja podjetja.
- **Moratoriji na odplačevanje dolga prispevajo k povečanju dinamike dolga v letu 2020**. Zamuda pri odplačevanju dolga, ki je bila z moratoriji omogočena nefinančnim družbam po vsej EU, bodisi kot državni ukrep bodisi kot prostovoljna pobuda posojilodajalcev, pomeni mehansko povečanje dinamike ravni dolga. To potrjuje veliko močnejše pozitivno razmerje med spremembo dolga nefinančnih družb in „čistimi novimi“ posojili monetarnih finančnih institucij (brez ponovnih pogajanj in odplačil) v letu 2020 v primerjavi z razmerjem, zabeleženim v letu 2019 (glej graf 17 in graf 18). V letu 2020 so torej odplačila manj vplivala na dinamiko dolga v primerjavi s preteklostjo, verjetno zaradi moratorijev.
- **V prihodnje se pričakuje, da bo dinamika deleža javnega dolga v BDP iz več razlogov bolj omejena.** Prvič, mehansko povečanje deležev dolga zaradi zmanjšanja imenovalca naj bi bilo kratkotrajno, saj se delež javnega dolga v BDP v letu 2020 povečuje predvsem zaradi začasnega cikličnega upada (glej graf 19). Drugič, izredni ukrepi, uvedeni leta 2020, bodo postopno odpravljeni. Po izteku moratorijev na odplačevanje dolga se bodo odplačila povečala. Postopno opuščanje poroštev za kredite bo pomenilo manj možnosti zadolževanja za podjetja pod strožjimi pogoji. Poleg tega podatki iz raziskave kažejo, da bi lahko v prihodnje prišlo do zaostrovanja posojilnih pogojev[35]. Tretjič, nefinančne družbe bodo imele možnost, da kot alternativo novemu zadolževanju sprostijo likvidnostne rezerve.
- **Dolgotrajne težave sektorja nefinančnih družb lahko poslabšajo obete za naložbe in odplačilo dolga.** Dobičkonosnost bo še naprej močno prizadeta zlasti v storitvenih sektorjih, izpostavljenih pandemiji. To lahko pomeni ne le šibke naložbe, ampak tudi težave pri

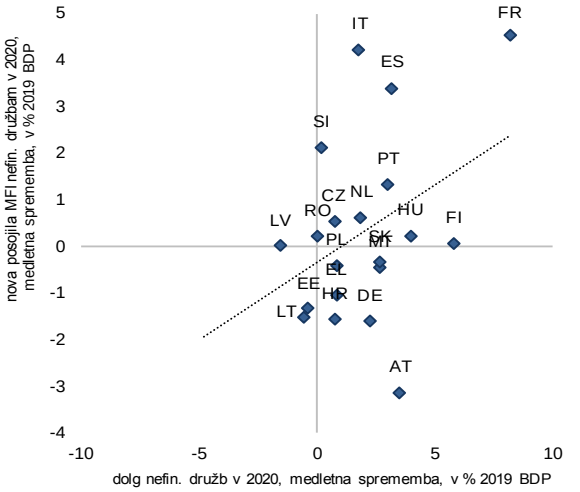
[35] ECB (2020): Raziskava posojilne dejavnosti bank v euroobmočju – drugo četrtletje leta 2020, julij 2020.

odplačevanju obstoječega dolga. Na splošno bodo po izteku moratorijev na odplačevanje dolga stroški servisiranja dolga višji zaradi obračunanih obresti.

Graf 17: Nova posojila monetarnih finančnih institucij (MFI) nefinančnim družbam glede na razvoj deleža dolga nefinančnih družb v BDP, 2019



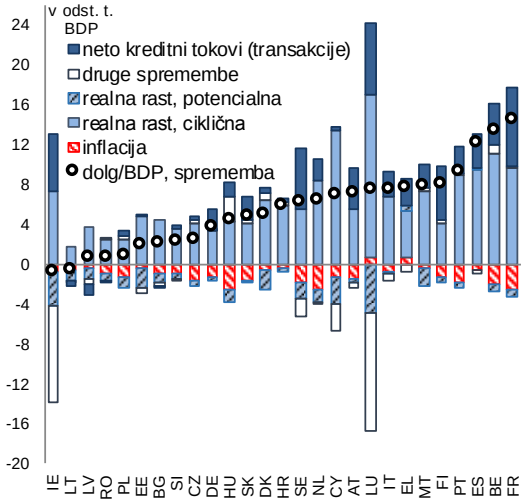
Graf 18: Nova posojila monetarnih finančnih institucij (MFI) nefinančnim družbam glede na razvoj deleža dolga nefinančnih družb v BDP, 2020



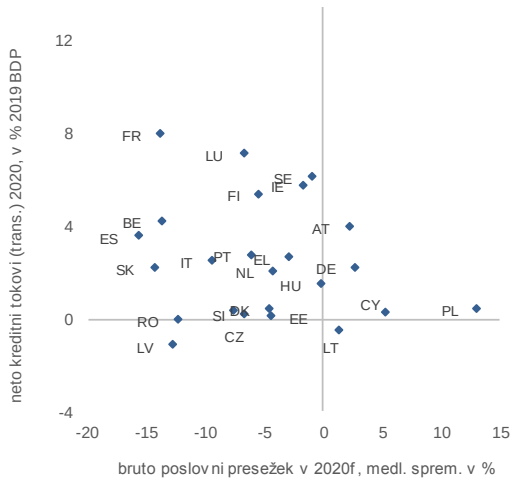
Vir: Podatkovna zbirka MIR ECB, AMECO, Eurostat in izračuni služb Komisije (glej tudi okvir 1 za napovedi zasebnega dolga).

Opomba: Nova posojila MFI se nanašajo na „povsem nova“ posojila MFI in obsegajo samo nova posojila, ki so jih MFI odobrile nefinančnim družbam, in ne vključujejo na novo izpogajanih posojil in odplačil. Belgija, Ciper in Luksemburg so izključeni kot osamelci, Bolgarija, Danska, Irska in Švedska pa so izključene zaradi razpoložljivosti podatkov.

Graf 19: Razčlenitev sprememb deleža dolga v BDP pri nefinančnih družbah (2019–2020)



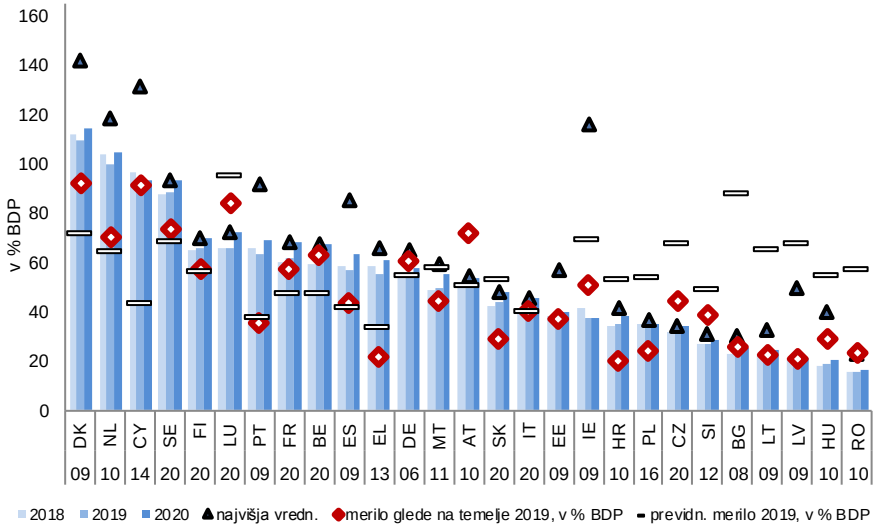
Graf 20: Razvoj bruto poslovnega presežka v letu 2020 in neto posojil (transakcije) nefinančnim družbam



Vir: AMECO, Eurostat in ocene služb Komisije (glej okvir 1) ter izračuni na podlagi mesečnih podatkov ECB o posojilih MFI in transakcijah z dolžniškimi vrednostnimi papirji (tokovi) z zasebnim sektorjem iz podatkovne zbirke BSI, gospodarska napoved Evropske komisije iz jeseni 2020.

Opomba: Neto kreditni tokovi (dolžniške transakcije) ustrezajo transakciji posojil (F4) in dolžniških vrednostnih papirjev (F3) iz računov sektorskih finančnih transakcij Eurostata. Bruto poslovni presežek nefinančnih družb ni na voljo za Bolgarijo, Hrvaško in Malto.

Graf 21: Zadolženost gospodinjstev



Vir: Računi sektorskih finančnih bilanc stanja Eurostata – posojila (F4) in dolžniški vrednostni papirji (F3), AMECO in ocene služb Komisije (glej okvir 1).
Opombe: Države so predstavljene v padajočem vrstnem redu glede na delež dolga gospodinjstev v BDP v letu 2019. Številke pod oznakami držav označujejo leto, ko je bil delež dolga najvišji. Za opredelitev temeljnih meril in previdnostnih pragov glej opombo34.

Kar zadeva gospodinjstva, se zdi, da je izbruh COVID-19 povzročil bolj umirjeno dinamiko zadolževanja zaradi predvidenih nižjih dohodkov in višjih prihrankov.

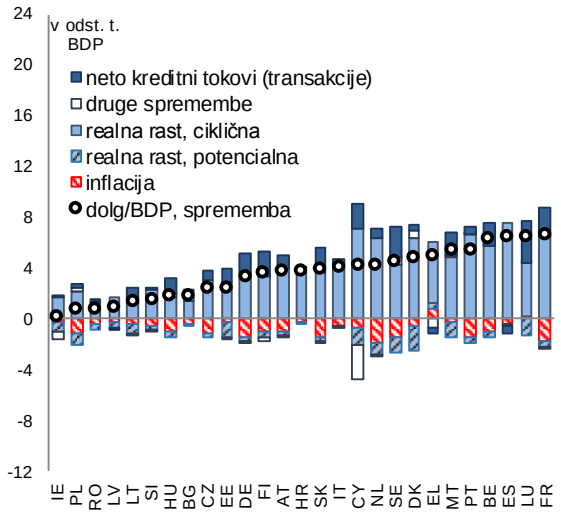
- **Pričakuje se, da bodo v večini držav EU neto kreditni tokovi (dolžniške transakcije) gospodinjstvom v letu 2020 blizu nič ali zmerni.** Kot je prikazano v grafu 22, so vse večji splošni deleži dolga gospodinjstev v BDP v veliki meri posledica upada BDP, ne pa kreditnih transakcij in transakcij z vrednostnimi papirji, ki so precej omejene in za katere se zdi, da so se v primerjavi z letom 2019 zmanjšale v skoraj vseh državah EU. Zdi se, da so razlog za upočasnjevanje zadolževanja gospodinjstev slabši obeti glede dohodkov gospodinjstev skupaj z večjimi prihranki, ki so deloma previdnostni, deloma pa posledica omejevalnih ukrepov, ki omejujejo možnosti potrošnje. Razlike med državami so morda povezane s strogostjo zapor in zaustavitvijo nakupov stanovanjskih nepremičnin, različnimi stopnjami državne podpore dohodkom gospodinjstev in posojilnimi pogoji, pa tudi s pogoji na trgu stanovanjskih nepremičnin.

- **Do upočasnjevanja zadolževanja gospodinjstev prihaja kljub učinku moratorijev.** Kakor pri nefinančnih družbah moratoriji na odplačevanje dolga pozitivno vplivajo na razvoj ravni dolga zaradi nižjih odplačil. Zaradi tega učinka se zdi, da se zadolženost gospodinjstev zmanjšuje počasneje.

- **Dinamika zadolženosti gospodinjstev bo verjetno ostala umirjena, s slabšanjem razmer na trgih dela pa se lahko pojavijo težave pri odplačevanju.** Kljub nadaljnjim spodbudnim finančnim pogojem in vladnim ukrepom za ublažitev posledic krize za trg dela in gospodinjstva bodo dohodki gospodinjstev še naprej pod pritiskom. Zlasti naj bi se po napovedih stopnje brezposelnosti, ki so se do leta 2020 zmanjševale, tekom leta 2021 povečevale. To bo odražalo tudi izgube delovnih mest po postopni odpravi ukrepov, ki so jih vlade sprejele za ublažitev posledic pandemije, zlasti subvencioniranih shem skrajšanega delovnega časa, ki naj bi bili začasni, da bi se izognili ohranjanju delovnih mest v podjetjih, ki niso sposobna preživeti. Večje

težave gospodinjstev pri odplačevanju dolgov bi se lahko pojavile tudi v državah, za katere je že značilna razmeroma visoka zadolženost gospodinjstev (graf 23).

Graf 22: Razčlenitev sprememb deleža dolga v BDP pri gospodinjstvih (2019–2020)



Vir: Neto kreditni tokovi (dolžniške transakcije) ustrezajo transakciji posojil (F4) in dolžniških vrednostnih papirjev (F3) iz računov sektorskih finančnih transakcij Eurostata. Drugi viri so AMECO in ocene služb Komisije (glej okvir 1) ter izračuni na podlagi mesečnih podatkov ECB o posojilih MFI in transakcijah z dolžniškimi vrednostnimi papirji (tokovi) z zasebnim sektorjem iz podatkovne zbirke BSI.

Graf 23: Zadolženost gospodinjstev in brezposelnost



Vir: AMECO, podatki za leti 2020 in 2021 so vzeti iz gospodarske napovedi Evropske komisije iz jeseni 2020.

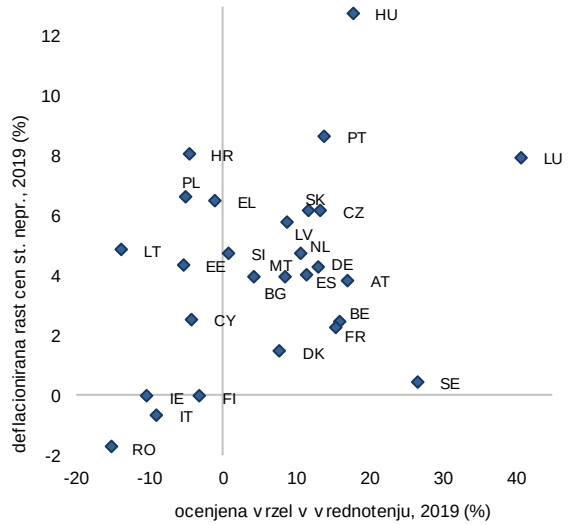
Cene stanovanjskih nepremičnin so se do začetka leta 2020 še naprej povečevale, v nekaterih primerih pospešeno.

- **Leta 2019 je realna rast cen stanovanjskih nepremičnin v osmih državah članicah presegla prag iz preglednice** (Hrvaška, Češka, Grčija, Madžarska, Luksemburg, Poljska, Portugalska in Slovaška), tj. v eni več kot leta 2018. To je na splošno potrdilo nadaljevanje dinamične rasti cen stanovanjskih nepremičnin, ki se beleži od približno sredine desetletja.
- **Cene stanovanjskih nepremičnin so leta 2019 zrasle v skoraj vseh državah EU, v večini držav članic pa se je med letoma 2018 in 2019 rast še pospešila.** V nasprotju s tem je bila upočasnjena rast zabeležena v Bolgariji, na Danskem, v Nemčiji, na Irskem, v Latviji, na Malti, Nizozemskem, v Romuniji, Španiji in Sloveniji.
- **Nedavni pozitivni trend rasti cen stanovanjskih nepremičnin je bil predvsem posledica gospodarskih temeljev.** Nizke obrestne mere in naraščajoči dohodki od dela so bili glavni dejavniki nedavnega povpraševanja po stanovanjskih storitvah, pri čemer ponudba stanovanj ni dohajala povpraševanja. Hitrejša rast hipotekarnega dolga je postala vidna šele potem, ko se je rast cen stanovanjskih nepremičnin konsolidirala in postala bolj razširjena po vsej EU.
- **Močna rast cen stanovanjskih nepremičnin se beleži tudi v državah članicah, ki kažejo znake precenjenosti** (graf 24). V nekaterih državah, za katere obstajajo dokazi o precenjenosti, je

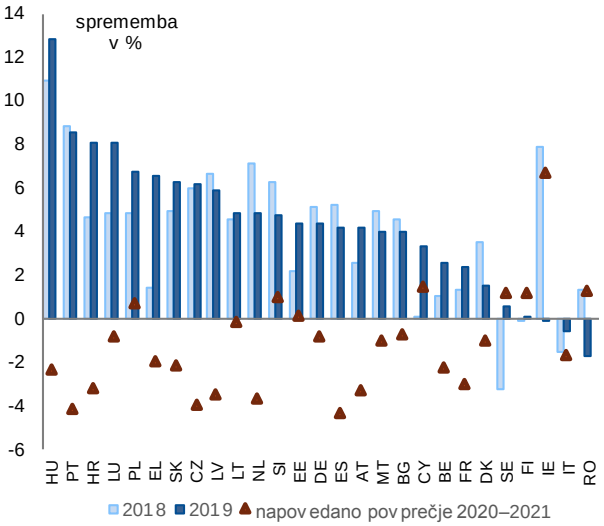
bilo opaženo določeno upočasnjevanje rasti cen med letoma 2018 in 2019. Vendar se to ni zgodilo v drugih znanih primerih, vključno z Luksemburgom in Švedsko.[36]

- **V večini držav članic v letu 2019 se kažejo znaki precenjenosti**. Primerjava indeksov gibanja cen z referenčnimi vrednostmi kaže na široko razširjene znake precenjenosti. Omejeno cenovno dostopnost stanovanjskih nepremičnin potrjujejo ocene ravni cen. V približno polovici držav EU je za nakup 100 kvadratnih metrov stanovanjske površine potrebnih več kot 10 let dohodka[37].

Graf 24: Deflacionirane spremembe cen stanovanjskih nepremičnin in vrzeli v vrednotenju v letu 2019



Graf 25: Razvoj deflacionirane rasti cen stanovanjskih nepremičnin



Vir: Eurostat in izračuni služb Komisije.

Opomba: Precenitvena vrzel je ocenjena kot povprečje treh kazalnikov: odklonov razmerja med cenami in dohodki ter razmerja med cenami in najemninami od njunih dolgoročnih povprečij ter vrzeli v vrednotenju, dobljenih iz regresijskega modela dejavnikov cen stanovanjskih nepremičnin (glej opombo 36). Napovedi cen stanovanjskih nepremičnin temeljijo na regresijskem modelu dejavnikov cen stanovanjskih nepremičnin (glej opombo 40).

V prihodnje se pričakuje, da bo kriza zaradi COVID-19 obrnila nedavno dinamiko cen stanovanjskih nepremičnin, predvsem zaradi upadanja dohodkov od dela.

[36] Vrzeli v vrednotenju cen stanovanjskih nepremičnin so izračunane glede na referenčne vrednosti, da se zajame učinek cene stanovanjske nepremične v posameznih državah. Vrzeli pri sintetičnih ocenah temeljijo na vrzeli, dobljeni iz različnih referenčnih vrednosti: (i) odklon razmerja med cenami in dohodki glede na dolgoročno povprečje; (ii) odklon razmerja med cenami in najemninami od dolgoročnega povprečja; (iii) odklon od referenčnih vrednosti, ki temeljijo na regresijah, ob upoštevanju gospodarskih temeljev povpraševanja in ponudbe (glej N. Philiponnet in A. Turrini (2017), „Assessing House Price Developments in the EU“ (Ocenjevanje razvoja cen stanovanjskih nepremičnin v EU), Evropska komisija, dokument za razpravo 048, maj 2017). Pri izračunu referenčnih vrednosti, ki temeljijo na regresiji, se ciklične pojasnjevalne spremenljivke filtrirajo s Hodrick-Prescottovim filtrom, da se omeji njihova nestanovitnost.

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

- **Četrtletni podatki za leto 2020 kažejo, da se je realna rast cen stanovanjskih nepremičnin v več državah članicah začela ohlajati.** Medtem ko je večina držav EU v drugem četrtletju tega leta v primerjavi z istim četrtletjem leta 2019 še naprej beležila rast cen, so bila v nekaterih že vidna upočasnjevanja rasti ali celo zmanjšanja deflacioniranih cen stanovanjskih nepremičnin. Na Cipru in Madžarskem so zabeležili letne popravke navzdol. V več kot polovici držav EU so zabeležili upočasnjevanja rasti in stagnacije. Gledano z vidika medčetrtletne dinamike se v prvi polovici leta 2020 pojavi vzorec bolj razširjenih popravkov navzdol, zlasti v Estoniji, na Madžarskem in v Romuniji, v določeni meri pa tudi v Latviji, na Portugalskem, v Sloveniji in na Švedskem[38].

- **Ocene ravni cen na podlagi navedb prodajalcev potrjujejo zametke slabitve trga stanovanjskih nepremičnin.** Podatki o cenah stanovanjskih nepremičnin do sredine leta 2020 morda ne odražajo v celoti učinka krize zaradi COVID-19, saj so bile transakcije v številnih primerih dogovorjene pred izbruhom COVID-19. Kljub temu nedavne ocene zahtevanih cen prav tako kažejo na popravke navzdol v nekaterih državah. [39]

- **Napovedi cen stanovanjskih nepremičnin na podlagi modelov kažejo tudi na umirjanje trgov stanovanjskih nepremičnih v letu 2021 in popravke navzdol v veliki večini držav članic EU** (graf 25). Upadanje dohodkov od dela pojasnjuje velik del pričakovanih upočasnjevanj rasti. Pričakuje se, da bo prišlo do močnih upočasnjevanj rasti, zlasti v državah, ki trenutno kažejo znake precenjenosti.[40]

V več državah članicah še naprej ostajajo precenjene stanovanjske nepremičnine skupaj z visoko zadolženostjo gospodinjstev. To velja zlasti za Belgijo, Dansko, Luksemburg, Nizozemsko in Švedsko. Za Nizozemsko so značilne tudi visoke ravni cen glede na povprečni dohodek gospodinjstva. Rast hipotekarnih posojil v letu 2019 je bila še posebej visoka v Bolgariji in na Malti (več kot 10 % nad ravnjo iz prejšnjega leta), v 14 drugih državah pa več kot 5 % nad navedeno ravnjo. V nekaterih primerih je prišlo do močne rasti z že tako razmeroma visokih ravni hipotekarnih posojil, zlasti v Belgiji, Franciji, Nemčiji, Luksemburgu in na Malti. Razen v primeru Grčije in Portugalske je bila močna rast cen stanovanjskih nepremičnin povezana z močno rastjo hipotekarnih posojil[41].

---

[38] Na medčetrtletni razvoj deflacioniranih cen stanovanjskih nepremičnin lahko vpliva sezonskost. To zlasti velja za Romunijo zaradi sezonskosti uporabljenega deflatorja, deflatorja nacionalnih računov za zasebne izdatke za končno potrošnjo. Novejši dokazi, ki temeljijo na indeksu cen stanovanjskih nepremičnin Valueguard Hox, kažejo, da so se nominalne cene stanovanjskih nepremičnin na Švedskem septembra 2020 medletno povečale za 8,9 %.

[39] Te ocene so bile pridobljene iz naključnega vzorca, stratificiranega po regijah, za hiše in stanovanja z največ 600 kvadratnimi metri. Podatki so iz spletnega mesta nepremičninskega posrednika Idealista.com. Začetna velikost vzorca za vsako državo je bila približno 1 700 do 2 000 nepremičnin. Sestava vzorca je dinamična, saj nekatere nepremičnine prenehajo biti na voljo in so vključene nove. Povprečna cena na kvadratni meter se je spremljala v obdobju od aprila do septembra 2020, pokazal pa se je jasen vzorec popravkov navzdol v treh analiziranih državah.

[40] Napovedi cen stanovanjskih nepremičnin so napovedi služb Evropske komisije, izračunane v okviru modela korekcije napak, pri čemer se kot pojasnjevalne spremenljivke uporabljajo: prebivalstvo, razpoložljivi dohodek, stanovanjski fond, dolgoročna obrestna mera in deflator cen zasebnih izdatkov za končno potrošnjo ter ostanek ocenjenega kointegracijskega razmerja.

[41] Septembra 2019 je Evropski odbor za sistemska tveganja (ESRB) devetim državam članicam izdal opozorila oziroma priporočila glede srednjeročnih ranljivosti v sektorju stanovanjskih nepremičnin, in sicer priporočila za Belgijo, Dansko, Finsko, Luksemburg, Nizozemsko in Švedsko ter opozorila za Češko, Francijo in Nemčijo. Vse države iz prve skupine so novembra 2016 že prejele opozorila ESRB, prav tako pa tudi Avstrija. Uredba o

3.3 Sektor država

Deleži javnega dolga so se v letu 2019 ob še naprej trajajočih ugodnih gospodarskih pogojih dodatno zmanjšali v večini držav članic, vendar se ponovno povečujejo po vsej EU, zlasti pa v tistih državah članicah, ki jih je kriza zaradi COVID-19 bolj prizadela. Deleži dolga so v letu 2019 presegli prag iz preglednice v višini 60 % BDP v 12 državah članicah, kar je manj kot v letu 2018, ko je bilo takšnih držav 14. V Grčiji, Italiji in na Portugalskem je dolg presegal 100 % BDP. Belgija, Ciper, Francija in Španija so bile le nekoliko pod to vrednostjo. Druge države članice, katerih dolg presega 60 % BDP, so med drugim Avstrija, Hrvaška, Madžarska in Slovenija. Leta 2019 so bila zmanjšanja deležev javnega dolga vidnejša (nad 5 odstotnih točk BDP) na Cipru, v Grčiji in na Irskem, medtem ko je javni dolg ostal nespremenjen v Franciji in Italiji. V letu 2019 in nekaterih prejšnjih letih sta bila v nekaterih državah, vključno z Belgijo, Ciprom, Francijo in Portugalsko, zabeležena hkrati tako javni dolg nad 60 % BDP kot zasebni dolg nad zadevnim pragom iz preglednice.

Deleži javnega dolga v BDP se očitno povečujejo s krizo zaradi COVID-19. Izguba proizvodnje in prihodkov, povezana z recesijami leta 2020, ter obsežni podporni ukrepi, ki so jih uvedle vlade za ublažitev posledic krize, so vzrok za povečanje zadolževanja in rasti dolga v vseh državah članicah EU. Vlade so med krizo dovolile delovanje avtomatskih stabilizatorjev ter zagotovile neposredno fiskalno in likvidnostno podporo za ublažitev zdravstvene krize in zmanjšanja potrošnje zasebnega sektorja. Poleg tega je del povečanja deležev dolga v BDP v letu 2020 mehanski učinek precej zmanjšanega nominalnega BDP.

- **Do konca leta 2021 naj bi deleži javnega dolga v vseh državah EU ostali večji kot v letu 2019, včasih tudi veliko večji.** Pričakuje se, da naj bi ob koncu leta 2020 opazno več držav članic preseglo prag 60 % BDP, še nekaj več pa naj bi jih preseglo 100 %. V letu 2021 naj bi se deleži dolga stabilizirali ali rahlo zmanjšali v približno polovici držav zaradi okrevanja in napovedanih nižjih primanjkljajev (graf 26). Vendar se pričakuje, da se bo v preostalih državah EU javni dolg v letu 2021 še povečal, zlasti v Romuniji, kjer naj bi se visok primanjkljaj sektorja država naslednje leto še poslabšal, delež dolga pa naj bi se še dodatno strmo povečal, čeprav z razmeroma nizkih ravni.

- **Na splošno se pričakuje, da bodo povečanja deležev javnega dolga večja v tistih državah, kjer so bile stopnje zadolženosti pred krizo že razmeroma visoke.** To odraža dejstvo, da so bile recesije v teh državah na splošno hujše, predvsem zato, ker so bile okužbe močno razširjene ali so jim sledili strogi ukrepi za zajezitev in ker se gospodarstva bolj zanašajo na sektorje, kot je turizem. Po napovedih naj bi se deleži javnega dolga v Grčiji, Italiji in Španiji v letu 2020 rekordno povečali, in sicer za več kot 20 odstotnih točk BDP. Povečanja dolga odražajo tudi prilagoditve stanj in tokov, ki povečujejo dolg, pri čemer te vključujejo tudi oblike finančne podpore, ki niso zajete v javnofinančnih saldih. Ti učinki naj bi bili po napovedih največji na Cipru, Danskem, v Nemčiji in Sloveniji.

- **Javno financiranje se ni podražilo.** Donosi državnih obveznic so bili v letu 2019 stabilni ali so padali. Po šoku, ki ga je povzročila pandemija COVID-19, in posledičnem pretresu na finančnih trgih marca in aprila so ti donosi poskočili za nekatere države euroobmočja, pa tudi za države

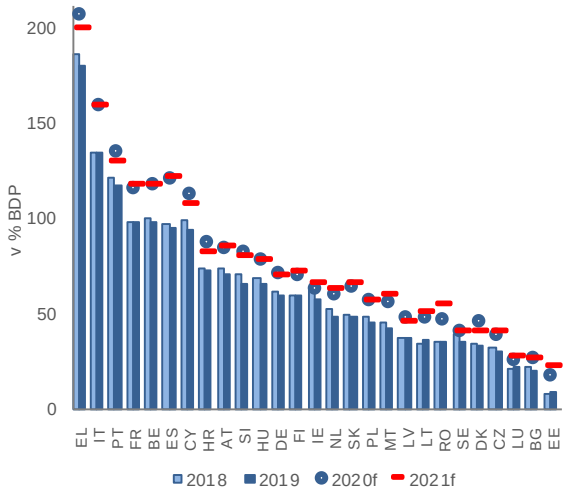
---

postopku v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji (Uredba (EU) št. 1176/2011) Komisijo poziva, naj upošteva opozorila ali priporočila, ki jih ESRB naslovi na države članice, ki so predmet poglobljenega pregleda.

zunaj euroobmočja. Vendar so se donosi zaradi manjše nestanovitnosti na finančnih trgih in po obsežnem ukrepanju monetarnih organov spet zmanjšali in približali ravnem iz začetka leta 2020, pri čemer so se v nekaterih primerih še zmanjšali, le v zelo redkih primerih pa počasi narasli.

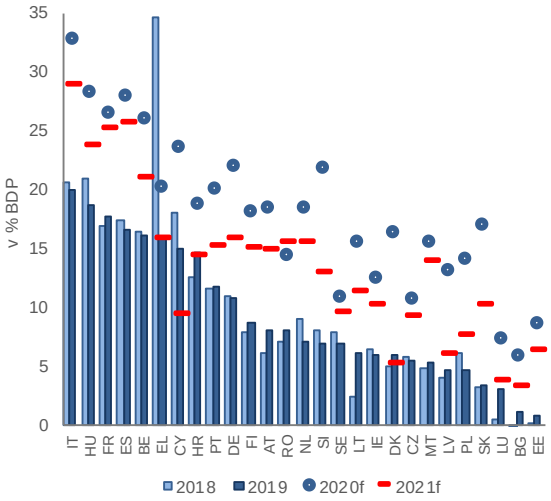
Struktura javnega dolga bi lahko za nekatere države pomenila dodatna tveganja. Strukture zapadlosti javnega dolga se med državami članicami močno razlikujejo, kar pomeni tudi različne potrebe po refinanciranju v bližnji prihodnosti. Bruto potrebe po financiranju v prihodnjih letih bodo predvidoma znašale 20 % BDP ali več za Belgijo, Francijo, Madžarsko, Italijo in Španijo (graf 27). Nekatere države zunaj euroobmočja, ki niso vključene v ERM II, vključno z Madžarsko in Romunijo, se soočajo z dodatnimi tveganji zaradi razmeroma velikih deležev javnega dolga, denominiranega v tuji valuti.

Graf 26: Javni dolg



Vir: AMECO, podatki za leti 2020 in 2021 so vzeti iz gospodarske napovedi Evropske komisije iz jeseni 2020.
Opomba: Države so razvrščene po padajočem vrstnem redu javnega dolga v letu 2019 glede na njihov BDP.

Graf 27: Bruto potrebe po financiranju sektorja država



Vir: Izračuni služb Komisije.
Opomba: Bruto potrebe po financiranju so izračunane kot vsota javnofinančnega primanjkljaja, prilagoditev stanj in tokov ter odplačevanja dolga. Države so razvrščene po padajočem vrstnem redu potreb po financiranju sektorja država v letu 2019 glede na njihov BDP.

3.4 Finančni sektor

Bančni sektor EU se je v zadnjih letih znatno okrepil kljub preostalim izzivom, povezanim z nizko dobičkonosnostjo in nedonosnimi posojili v nekaj državah članicah.

- **Bančni sektor EU je v boljšem položaju kot na začetku svetovne finančne krize.** Obseg nedonosnih posojil se je znatno zmanjšal, zlasti tam, kjer je bil večji. Kapitalski količniki so se leta 2018 prenehali povečevati, potem ko so bile v vseh državah članicah presežene regulativne zahteve za temeljni kapital. Banke imajo tudi veliko močnejše likvidnostne rezerve kot pred desetletjem. Rast obveznosti finančnega sektorja je v letu 2019 ostala omejena, pri čemer je samo Madžarska presegla prag iz preglednice.

- **Bančni sektor EU še vedno ogrožajo nizke stopnje dobičkonosnosti**, ki so se v letu 2019 v okolju z nizkimi obrestnimi merami še poslabšale. Dobičkonosnost se zdi zlasti nizka na Cipru, v Nemčiji, Grčiji, na Irskem in Portugalskem. Kapitalski količniki so sorazmerno nižji v Nemčiji, Grčiji, na Madžarskem, Portugalskem in v Španiji.

- **Nekaj držav EU se sooča s kombinacijo nizke dobičkonosnosti, podpovprečnih kapitalskih količnikov in velikega obsega nedonosnih posojil** (graf 28 in graf 29).[42] V Grčiji se je delež nedonosnih posojil zmanjšal, vendar še vedno znaša približno 35 %, medtem ko je dobičkonosnost le rahlo pozitivna, kapitalski deleži pa so med najnižjimi v EU. V ciprskih bankah se je znatno izboljšal zelo velik delež nedonosnih posojil, ki je padel pod 20 %, dobičkonosnost bank pa je bila pozitivna, vendar pod povprečjem EU. V Italiji, Bolgariji in na Portugalskem se je delež nedonosnih posojil v zadnjih letih izrazito zmanjšal, in sicer z nadaljnjimi, čeprav zmernejšimi, zmanjšanji v letu 2019 na manj kot 7 %. Kapitalski količniki so v Italiji in na Portugalskem pod povprečjem, dobičkonosnost pa je nižja zlasti za Portugalsko.

Šok zaradi COVID-19 bo verjetno znatno vplival na kakovost bančnih sredstev, njihovo dobičkonosnost in kapital. Ti učinki še niso opazni in lahko traja kar nekaj časa, preden bodo vidni, tudi zaradi obsežnih podpornih ukrepov politike. Šok zaradi COVID-19 je zelo poslabšal gospodarske obete, nekatere posamezne banke pa so precej izpostavljene sektorjem, ki jih je kriza nesorazmerno prizadela. Obsežna likvidnost, ki so jo zagotovile centralne banke, je pripomogla k omejevanju kreditnega krča po izbruhu COVID-19, začasna ustavitev izplačil dividend in določeno začasno rahljanje predpisov pa dajeta bankam dodaten manevrski prostor. Vendar se pojavljajo številni izzivi, ki lahko poslabšajo bilance stanja in kapital bank[43]:

- **Povečevanje obsega nedonosnih posojil.** Težave nefinančnih družb, katerih dobičkonosnost je kriza zaradi COVID-19 najbolj prizadela, pri odplačevanju dolga bodo najverjetneje pomenile povečanje obsega nedonosnih posojil. Pričakuje se, da se bodo stečaji povečali zlasti v sektorjih, v katerih so možnosti za zmanjšanje omejevanja fizičnih stikov bolj omejene. Dejstvo, da so ogroženi dohodki gospodinjstev in zaposlitvene možnosti, bi pomenilo, da bi lahko tudi večji deli hipotekarnega dolga postali nedonosni. Poleg tega bodo banke v državah s preteklimi težavami težje prodajale obstoječa nedonosna posojila. Do zamud pri plačilih že prihaja zaradi moratorijev. Ker je bil sprejet dogovor o moratorijih, se delež posojil, ki bi se običajno razvrstila kot nedonosna, trenutno ne more šteti med takšna. Podatki, ki so na voljo za vzorec sistemskih bank v EU, kažejo, da se je obseg nedonosnih posojil od drugega četrtletja leta 2020 prenehal

[42] Nedonosna posojila so v nizu pomožnih kazalnikov iz preglednice opredeljena kot skupna bruto nedonosna posojila in predujmi kot odstotek skupnih bruto posojil in predujmov (bruto knjigovodska vrednost), za sektor poročanja „domače bančne skupine in samostojne banke, hčerinske družbe pod tujim nadzorom ter podružnice pod tujim nadzorom, vse institucije“. Vrednosti so navedene v preglednici 2.1 v prilogi. Usklajeni podatki o deležih nedonosnih posojil so na voljo šele od leta 2014. Zato za podatke za leto 2008 in glede „povišanja do najvišje ravni“ Graf 29 prikazuje podatke za delež bruto nedonosnih dolžniških instrumentov v skupnih bruto dolžniških instrumentih, ki je na voljo v daljših časovnih vrstah in se poleg posojil nanaša tudi na druge dolžniške instrumente, ki se posedujejo v bančnem sektorju. Slednji je običajno nekoliko nižji od deležev nedonosnih posojil, saj je imenovalec večji, tj. skupni bruto dolžniški instrumenti so večji od skupnih posojil. Največja razlika med obema deležema trenutno znaša 4 odstotne točke (za Grčijo), za večino držav pa znaša manj kot 1 odstotno točko.

[43] Za nedavni stresni test ECB, ki ocenjuje izgubo kapitala bančnega sektorja euroobmočja na podlagi alternativnih scenarijev, glej https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200728~7df9502348.en.html.

zmanjševati[44]. Okvirne ocene možnega razvoja deležev nedonosnih posojil kažejo na znatno povečanje[45].

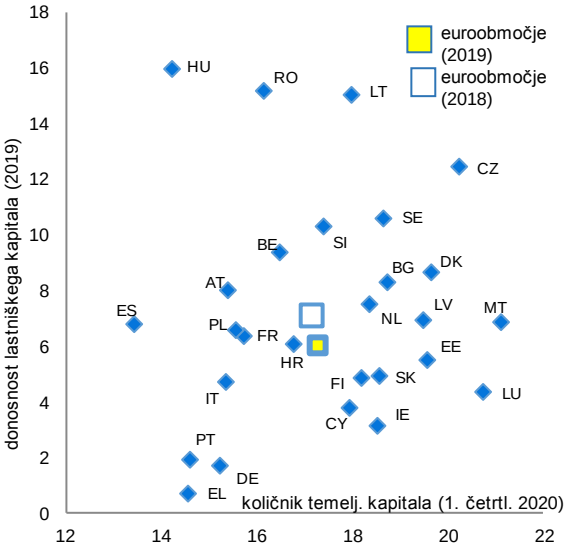
- **Pričakuje se, da se bo dobičkonosnost bank EU še poslabšala.** Pričakuje se, da se bo dobičkonosnost še naprej zmanjševala zaradi manjšega povpraševanja po posojilih, manjših obrestnih marž in kreditnih izgub[46]. Na podlagi vrednotenj lastniškega kapitala bank so bili dosledno zabeleženi veliki upadi po izbruhu COVID-19. Vrednotenja lastniškega kapitala bank so že v letu 2019 kazala na stagnacijo, marca 2020 pa je bil zabeležen velik upad točno ob izbruhu COVID-19, pozneje pa je prišlo le do rahlega okrevanja, ki je očitno sledilo splošnim evropskim borznim indeksom.

- **Vrednotenja sredstev.** Banke prevzemajo velike deleže državnih obveznic. Finančne institucije, povezane z državo, bi lahko bile v državah z bolj nestabilnimi javnimi financami izpostavljene negativnim povratnim učinkom. Poleg tega lahko umirjanje trgov stanovanjskih nepremičnin, zlasti poslovnih nepremičnin, zmanjša vrednost hipotekarnega zavarovanja s premoženjem in privede do povratnih učinkov med cenami stanovanjskih nepremičnin, bilancami stanja bank in razpoložljivostjo hipotekarnih posojil.

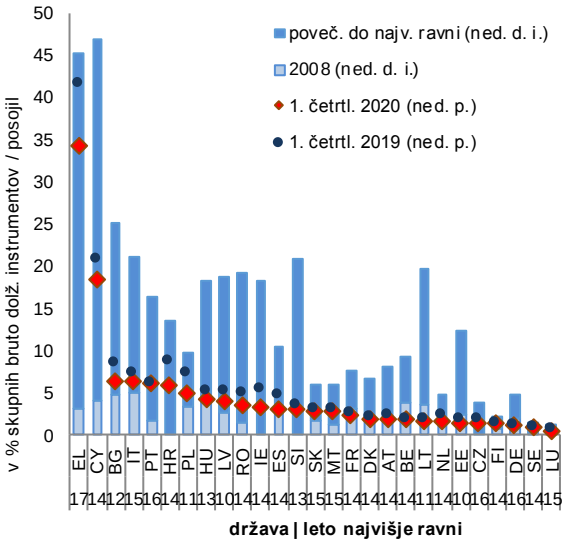
Ta kriza bo še podaljšala obdobje nizkih obrestnih mer, kar bi lahko negativno vplivalo na nebančni finančni sektor. Ker okolje z nizkim donosom vpliva predvsem na finančna sredstva z nizkim tveganjem, obremenjuje tudi dobičkonosnost in bilanco stanja nebančnih finančnih institucij s portfelji sredstev, ki se večinoma vlagajo v ta sredstva z nizkim tveganjem, kot so zavarovalnice, zlasti podsektor življenjskih zavarovanj, in pokojninski skladi. Pri iskanju donosa je veliko nebančnih finančnih institucij povečalo svoj finančni vzvod in izpostavljenost bolj tveganim sredstvom, katerih cene so se po izbruhu COVID-19 znižale, kar je povzročilo znatne izgube pri vrednotenju zlasti za investicijske sklade. Nedavni razvoj dogodkov naj bi negativno vplival tudi na zavarovalniški sektor[47].

[44] Vir: preglednica tveganj EBA, drugo četrtletje 2020.
[45] Delež nedonosnih posojil v euroobmočju bi se lahko med decembrom 2019 in 2021 povečal za 1,7 in 2,3 odstotne točke – na podlagi Allianz Research, „European Banks – Could Eur 300 bn of Additional NPLs Crunch the Recovery in Europe?“, julij 2020.
[46] ECB, Pregled finančne stabilnosti, maj 2020. EBA, „The EU Banking Sector: First Insight into the Covid-19 Impacts“ (Bančni sektor EU: prvi vpogled v posledice izbruha COVID-19), Tematski zapis EBA/REP/2020/17.
[47] EIOPA (2020): Poročilo o finančni stabilnosti, julij 2020.

Graf 28: Dobičkonosnost in kapital bančnega sektorja



Graf 29: Nedonosna posojila



Vir: ECB, izračuni služb Komisije.

Opomba: Povprečne vrednosti za euroobmočje (EO) v grafu 28 so netehtane glede na velikost gospodarstva. Podatki o bruto nedonosnih dolžniških instrumentih za leto 2008 niso na voljo za Hrvaško, Češko, Irsko, Slovenijo in Švedsko. Na grafu 29 se podatki za leto 2008 in glede „povišanja do najvišje ravni“ nanašajo na delež bruto nedonosnih dolžniških instrumentov v skupnih bruto dolžniških instrumentih; delež nedonosnih posojil se sporoči za prvo četrtino leta 2018 in prvo četrtino leta 2019; številke pod oznakami držav pomenijo leto, ko je bil delež nedonosnih dolžniških instrumentov najvišji.

Okvir 2: Gibanja na področju zaposlovanja in socialnih zadev

Leta 2019, tj. pred pandemijo, so se razmere na trgih dela EU še naprej izboljševale, kljub temu da se je evropsko gospodarstvo že upočasnjevalo. Zaposlenost se je v EU v letu 2019 še dodatno povečala, število zaposlenih pa je doseglo nov rekord. Leta 2019 se je stopnja zaposlenosti povečala v skoraj vseh državah članicah. Največji porast stopnje zaposlenosti je bil v Bolgariji (2,4 odstotne točke), sledijo ji Ciper (1,9 odstotne točke), Grčija (1,6 odstotne točke) in Hrvaška (1,5 odstotne točke). Brezposelnost se je v skoraj vseh državah članicah še naprej zmanjševala in decembra 2019 dosegla najnižjo stopnjo po letu 2000 (6,5 %), vse države pa so leto 2020 začele z najnižjimi stopnjami brezposelnosti po letu 2013. Padec je bil še posebej intenziven v državah z visoko stopnjo brezposelnosti, kot so Grčija in Hrvaška (–2 odstotni točki), Ciper (–1,3 odstotne točke) in Španija (–1,2 odstotne točke), medtem ko se je na Švedskem stopnja brezposelnosti povečala za 0,4 odstotne točke, v Luksemburgu in Litvi pa se je gibala približno na isti ravni kot leta 2018, čeprav je bila osnovna stopnja brezposelnosti v vseh treh primerih razmeroma nizka. Zato so se razlike v stopnjah brezposelnosti med državami izrazito zmanjšale, vendar so pred izbruhom COVID-19 ostale precejšnje.

Stopnje delovne aktivnosti so bile tudi precej odporne na upočasnjevanje pred pandemijo, *dolgotrajna brezposelnost* in *brezposelnost mladih* pa sta se izboljšali bolj kot ostali kazalniki trga dela. Leta 2019 se je stopnja delovne aktivnosti (za osebe v starosti 15–64 let) znižala samo v Franciji (–0,4 odstotne točke), Latviji (–0,2 odstotne točke) in Estoniji (–0,2 odstotne točke). Vrzel med državami z najnižjo in najvišjo stopnjo delovne aktivnosti je ostala večinoma nespremenjena, in sicer približno 16 odstotnih točk. *Dolgotrajna brezposelnost* se je leta 2019 zmanjšala v vseh državah članicah, pri čemer so vse zabeležile nižje stopnje kot tri leta prej. Najvišje stopnje dolgotrajne brezposelnosti so bile zabeležene v Grčiji (12,2 % aktivnega prebivalstva), Italiji (5,6 %) in Španiji (5,3 %). V skoraj vseh državah EU se je *stopnja brezposelnosti mladih* v treh letih do leta 2019 znižala; vendar je znašala še vedno nad 30 % v Grčiji in Španiji, v Italiji pa tik pod to ravnjo. Hkrati 10,1 % mladih (15–24 let) v EU v letu 2019 ni bilo niti zaposlenih niti se niso izobraževali ali usposabljali (NEET). Poleg tega je več držav članic (med drugim Bolgarija, Hrvaška, Ciper, Francija, Grčija, Madžarska, Irska, Italija, Romunija, Slovaška in Španija) zabeležilo stopnje nad 10 %.

Revščina in socialna izključenost sta se v letu 2019 v več državah članicah še zmanjšali, vendar sta še vedno visoki. Delež oseb s tveganjem revščine ali socialne izključenosti se je v EU v letu 2019 nadalje zmanjšal na 21,4 %[48]. V treh letih do leta 2019 so zmanjšanje zabeležile vse države razen Švedske in Luksemburga, ki sta zabeležili povečanja, čeprav z razmeroma nizkih ravni. Kljub znatnemu upadu stopnje tveganja revščine ali socialne izključenosti s skoraj 39 % na 32,5 % Bolgarija še naprej beleži najvišjo stopnjo v EU, sledita Romunija in Grčija – v obeh je stopnja višja od 30 % –, Španija, Latvija in Litva pa so zabeležile stopnje nad 25 %.

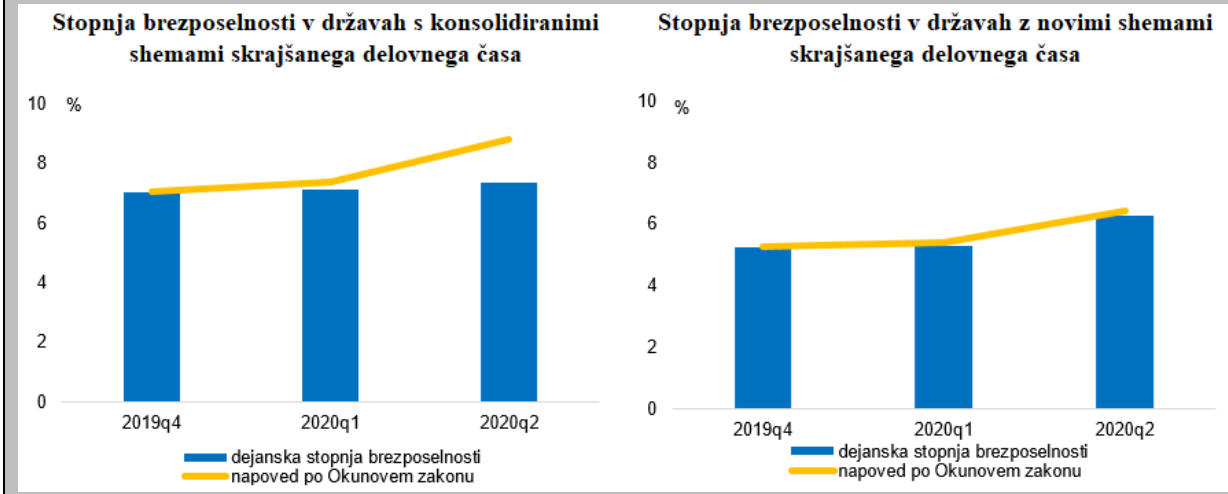
Vendar je izbruh COVID-19 izrazito spremenil obete. V nekaj tednih so se obeti za leto 2020 izredno poslabšali. V drugem četrtletju leta 2020 je bil BDP skoraj 15 % nižji kot ob koncu leta 2019 (18 % v euroobmočju), zaposlenost pa se je zmanjšala za 3 % ali 6 milijonov manj zaposlenih (2,9 % v euroobmočju). To so največji upadi, ki so bili kadar koli zabeleženi v zgodnji fazi recesije. Poleg tega obstaja velika negotovost, povezana s posledicami tega šoka brez primere, saj se lahko vpliv na gospodarstvo po posameznih državah močno razlikuje, saj je poleg drugih dejavnikov odvisen tudi od intenzivnosti izbruhov in različnih sektorskih specializacij.

[48] Tehtano povprečje 25 držav članic, za katere so bili podatki na voljo do 23. oktobra 2020. Kazalnik *stopnje tveganja revščine ali socialne izključenosti* ustreza deležu oseb, ki so ranljive glede na vsaj enega od treh socialnih kazalnikov: (1) *stopnja tveganja revščine*, ki meri denarno revščino v primerjavi z nacionalno porazdelitvijo dohodka in se izračuna kot delež oseb z razpoložljivim dohodkom (prilagojenim glede na sestavo gospodinjstva), ki je nižji od 60 % nacionalne mediane; (2) *resna materialna prikrajšanost*, ki zajema kazalnike, ki se nanašajo na pomanjkanje virov, in predstavlja delež oseb, ki so prikrajšane pri najmanj štirih od devetih elementov prikrajšanosti zaradi nezmožnosti, da bi si lahko privoščile nekatere določene vrste izdatkov; (3) *osebe, ki živijo v gospodinjstvih z zelo nizko intenzivnostjo dela*, so osebe, stare 0–59 let, ki živijo v gospodinjstvih, v katerih so bili odrasli (osebe v starosti 18–59 let) v preteklem letu zaposleni za manj kot 20 % skupnega delovnega potenciala.

Obsežna uporaba shem skrajšanega delovnega časa je ublažila vpliv recesije na brezposelnost. Medtem ko se je stopnja brezposelnosti v vseh državah članicah povečala, kar je v očitnem nasprotju z razvojem dogodkov v prejšnjih letih, so bila povečanja v večini držav razmeroma majhna. Razširjena uporaba shem skrajšanega delovnega časa je prispevala k omejevanju množičnega ukinjanja delovnih mest, do česar bi sicer prišlo v veliko državah po velikih izpadih proizvodnje v prvih dveh četrtletjih leta 2020. To zlasti velja za države z uveljavljenimi shemami skrajšanega delovnega časa; medtem ko v tistih državah, ki so take sheme uvedle pred kratkim, te sheme deloma zaradi njihove zasnove ali zamud pri izvajanju komajda zavirajo rast brezposelnosti v primerjavi s tem, kar bi bilo mogoče pričakovati na podlagi preteklih dokazov (slika 1)[49].

Padec stopnje delovne aktivnosti pojasnjuje zmanjšanje stopenj brezposelnosti v nekaterih državah članicah. Zaradi resnosti recesije je veliko brezposelnih postalo neaktivnih, saj so opustili iskanje zaposlitve. V devetih državah članicah, ki predstavljajo več kot tretjino prebivalstva EU, se je stopnja delovne aktivnosti zmanjšala. V EU kot celoti se je stopnja delovne aktivnosti (osebe v starosti 15–64 let) znižala s 73,5 % v četrtem četrtletju leta 2019 na 71,8 % v drugem četrtletju leta 2020. Na primer, padec stopnje brezposelnosti za 2 odstotni točki med januarjem in aprilom v Italiji odraža dejstvo, da je bil padec stopnje delovne aktivnosti (za 3,5 odstotne točke) večji od padca stopnje zaposlenosti (–1,7 odstotne točke).

Graf: Dejanska stopnja brezposelnosti v primeru shem skrajšanega delovnega časa in predvidevanje po Okunovem zakonu



Vir: „Labour Markets and Wage Developments in Europe 2020“ (Razvoj trgov dela in plač v Evropi v letu 2020).
Opomba: Okunov zakon se nanaša na ugotovljeno razmerje med brezposelnostjo in izpadom proizvodnje države.

Kriza zaradi COVID-19 nesorazmerno bolj prizadene najranljivejše delavce in možno je, da bodo potrebna trajna prizadevanja za ublažitev vse večjih socialnih in ekonomskih neenakosti. Pandemija različno vpliva na zaposlovanje po državah in sektorjih ter v zvezi z delavci[50]. Zlasti za ekonomsko najranljivejše (delavci z nizko izobrazbo in nizkimi plačami, migranti, rojeni zunaj EU) in mlade delavce je verjetno, da so zaposleni v sektorjih, ki so še posebej izpostavljeni epidemiološkim tveganjem (tj. trgovina na drobno, nastanitvene storitve in storitve v zvezi s prehrano); večina od njih je vključena v nestandardne oblike zaposlitve. Zato bi lahko brez sprejetja popravnih ukrepov posledice COVID-19 sorazmerno bolj prizadele tiste z nižjimi dohodki, kar bi povečalo stopnje revščine. Da se to ne bi zgodilo, so države članice sprejele začasne ukrepe za podporo ranljivim skupinam z zelo nizkimi dohodki in osebam, ki niso upravičene do

[49] Evropska komisija (2020), „Labour Markets and Wage Developments in Europe 2020“ (Razvoj trgov dela in plač v Evropi v letu 2020, v pripravi). Države s konsolidiranimi shemami skrajšanega delovnega časa: Avstrija, Belgija, Nemčija, Španija, Finska, Francija, Italija, Luksemburg, Portugalska in Švedska.
[50] Glej Basso, G., et al. (2020), „The new hazardous jobs and worker reallocation“ (Nova nevarna delovna mesta in prerazporeditev delavcev), delovni dokument OECD o socialnih vprašanjih, zaposlovanju in migracijah, št. 247, OECD Publishing, Pariz, https://doi.org/10.1787/400cf397-en.

denarnih nadomestil za brezposelnost. V prihodnje bodo odzivi nacionalnih politik, ki jih podpirajo pobude EU, kot so SURE, REACT-EU, skladi ESI in mehanizem za okrevanje in odpornost, pomembni za učinkovito blažitev socialnih posledic krize.

4. POVZETEK GLAVNIH IZZIVOV IN POSLEDICE NADZORA

Makroekonomska neravnotežja so se do leta 2019 v času ugodnih gospodarskih razmer večinoma odpravljala, po izbruhu COVID-19 pa se pojavljajo nova tveganja.

- **Neravnotežja na strani tokov, ki so bila odpravljena po finančni krizi leta 2008, in gospodarska rast po letu 2013 so prispevali k zmanjšanju neravnotežij na strani stanj**, predvsem zahvaljujoč večjemu imenovalcu, zaradi katerega so se zmanjšali deleži dolga v BDP. Hkrati je rast v zadnjih letih povzročila nekaj tveganj pregrevanja, predvsem na ravni cen stanovanjskih nepremičnin in stroškovne konkurenčnosti, zlasti kjer je bila rast močnejša. Ti trendi so se nadaljevali do leta 2019.
- **Po izbruhu COVID-19 se lahko številna obstoječa makroekonomska neravnotežja še stopnjujejo, poleg tega pa se lahko pojavijo še nova tveganja.** Napoved in medletni podatki kažejo zlasti, da se deleži javnega in zasebnega dolga v BDP zdaj povečujejo. V prihodnosti naj bi bile ogrožene možnosti za odplačilo dolga zaradi trajnega upada gospodarske dejavnosti, stečajev podjetij in šibkega trga dela. Na bilance stanja bank lahko v prihodnje vplivajo težave z dolgom, pa tudi slabša dobičkonosnost. Hkrati bi se lahko pretirano živahna dinamika cen stanovanjskih nepremičnin, značilna za nedavno preteklost, pretvorila v popravke navzdol.

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

- Več držav članic je še naprej izpostavljenih predvsem *več in medsebojno povezanim ranljivostim v zvezi s stanji*. To običajno velja za tiste države, ki so jih prizadeli kreditni cikli razcveta in upada skupaj s preobrati na tekočih računih po svetovni finančni krizi, ki so prav tako imeli posledice za bančni sektor in javni dolg. Več teh držav članic je močno prizadela recesija zaradi COVID-19, kar kaže tudi na razmeroma velik pomen turizma v njihovih gospodarstvih.
    - V primeru Cipra in Grčije se visoki ravni dolga in visokemu negativnemu neto stanju mednarodnih naložb pridružujejo stalni izzivi za finančni sektor, četudi je bilo pri ciprskih bankah opaziti izboljšanje na področju nedonosnih posojil in dobičkonosnosti, v Grčiji pa se je zmanjševanje nedonosnih posojil v letu 2019 pospešilo, čeprav njihove ravni ostajajo zelo visoke. V primeru Grčije je rast potencialnega proizvoda nizka v razmerah visoke brezposelnosti.
    - Na Hrvaškem, Irskem, Portugalskem in v Španiji so ranljivosti, ki izhajajo iz stanj iz preteklosti, prav tako znatne, številne in medsebojno povezane. V teh državah so se neravnotežja, povezana s stanji, do zdaj zmanjševala zaradi nominalne rasti BDP. Ta rast je bila v nekaterih državah povezana s ponovnim pojavom močne rasti cen stanovanjskih nepremičnin (na Irskem in v zadnjem času na Portugalskem), pa tudi s ponovno rastjo stroškov dela na enoto in počasnim izboljševanjem konkurenčnosti na Portugalskem in v Španiji. Vendar se zdi, da se ti trendi v krizi zmanjšujejo, namesto tega pa se povečujejo deleži javnega dolga v BDP zaradi nižje nominalne rasti BDP in večjega zadolževanja.
    - V Romuniji in na Madžarskem so ranljivosti povezane z medsebojnim učinkovanjem javnega dolga in zunanjega financiranja. V Romuniji se je primanjkljaj tekočega računa povečal po letih zelo močne rasti stroškov dela na enoto in živahne rasti domačega povpraševanja. Javni dolg hitro narašča in se bo verjetno še povečal, kar bo povečalo potrebe po zunanjem

financiranju. Na Madžarskem javni dolg glede na kratke zapadlosti ustvarja velike potrebe po financiranju, vir takega financiranja pa je delno zunanji. V obeh državah je nezanemarljiv delež dolga denominiran v tuji valuti.

- V nekaj državah članicah so ranljivosti zlasti povezane z *visokim dolgom sektorja država, ki ga kriza še povečuje,* ter pomisleki glede *rasti potencialnega proizvoda* in *konkurenčnosti*. To zlasti velja za Italijo, kjer so ranljivosti povezane tudi z bančnim sektorjem ter s še vedno precejšnjim obsegom nedonosnih posojil, ki se je hitro zmanjševal vsaj do izbruha krize, in sicer v razmerah trajno šibkih rezultatov na trgu dela. Belgija in Francija se večinoma soočata z vprašanji, povezanimi z visokim dolgom sektorja država in težavami glede potencialne rasti v okolju, ki ga med drugim zaznamuje slabšanje konkurenčnosti. V Franciji je razmeroma visok delež zasebnega dolga naraščal že pred to zadnjo krizo in se je že letos očitno še povečal. V Belgiji se je razmeroma visoki in naraščajoči zadolženosti gospodinjstev pridružila še morebitna precenjenost cen stanovanjskih nepremičnin; zunanji položaj ostaja trden, vendar se je v zadnjem času nekoliko poslabšal. Javni dolgovi v teh državah naj bi se povečevali glede na sedanjo recesijo, ki zmanjšuje osnovo prihodkov, in ukrepe, sprejete za ublažitev posledic krize. V primeru Belgije se pričakuje, da se bosta tako zasebni kot javni dolg povečala z ravni, ki so že nad pragovi iz preglednice v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.
- Za nekatere države članice so značilni *veliki, vendar stalno padajoči presežki na tekočem računu*, ki ostajajo nad ravnmi, ki bi jih upravičevali gospodarski temelji. To zlasti velja za Nemčijo in Nizozemsko. Na Nizozemskem velik presežek spremljata visoka stopnja zadolženosti gospodinjstev in močna rast cen stanovanjskih nepremičnin; pritiski na cene stanovanjskih nepremičnin so bili nedavno opaženi tudi v Nemčiji, vendar so tam stopnje dolga razmeroma nizke. Presežki, ki so kljub zmanjševanju še vedno veliki, lahko odražajo neizkoriščene priložnosti za rast in domače naložbe, kar ima posledice za preostalo euroobmočje v času dolgotrajne inflacije, ki je še vedno pod ciljno, in upadanja tujega povpraševanja.
- V nekaterih državah članicah *so gibanja na trgu stanovanjskih nepremičnin povzročila tveganja, povezana z vrednotenjem cen stanovanjskih nepremičnin v okolju visoke zadolženosti gospodinjstev*. Tako je zlasti na Švedskem, v manjši meri pa tudi v Avstriji, na Danskem in v Luksemburgu, kjer je bilo v zadnjih letih mogoče opaziti stalno rast cen stanovanjskih nepremičnin v razmerah morebitnih precenitvenih vrzeli in visoke zadolženosti gospodinjstev. Podatki iz zadnjih let kažejo na nekolikšno, a kratkotrajno prilagoditev cen in precenitev navzdol na Švedskem ter na zmerno rast cen stanovanjskih nepremičnin v drugih državah (razen v Luksemburgu). Za Finsko se zdi, da je ne zaznamuje močna rast cen stanovanjskih nepremičnin ali morebitna precenitev, temveč visoka in naraščajoča zadolženost gospodinjstev. Gibanja po izbruhu COVID-19 bodo verjetno zaznamovala upočasnjevanja ali popravki cen stanovanjskih nepremičnin navzdol. S spremljanjem bi se ugotovilo, ali takšna prilagoditev poteka urejeno.

Sedanje poslabševanje neravnotežij na strani stanj ne bi smelo samodejno pomeniti potrebe po novih poglobljenih pregledih. Povečanje tveganj, zlasti tistih, povezanih z zasebnim in javnim dolgom, zadeva zlasti države z že ugotovljenimi neravnotežji ali čezmernimi neravnotežji. Drugič, napovedi še vedno zaznamuje precejšnja negotovost, zlasti v zvezi z razvojem pandemije, kar je negotovost, ki bo verjetno ostala do priprave poglobljenih pregledov. Tretjič, velika povečanja deleža dolga v BDP v letu 2020 so deloma rezultat večjih začasnih zmanjšanj nominalnega BDP in namernih političnih odločitev za ublažitev učinka krize.

To poročilo o mehanizmu opozarjanja ugotavlja, da so poglobljeni pregledi potrebni za 12 držav članic: Ciper, Francijo, Grčijo, Hrvaško, Irsko, Italijo, Nemčijo, Nizozemsko, Portugalsko, Romunijo, Španijo in **Švedsko**. Za te države članice je bil v prejšnjem letnem ciklu nadzora v okviru

postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji opravljen poglobljeni pregled ter je bilo zanje ugotovljeno, da se soočajo z neravnotežji ali čezmernimi neravnotežji. Novi poglobljeni pregledi bodo pripomogli k dodatni poglobitvi analize teh izzivov in ocene potrebnih politik. Zlasti bodo prihodnji poglobljeni pregledi pripravljeni za oceno, ali se ta neravnotežja slabšajo ali odpravljajo, z namenom posodobitve obstoječih ocen.

To poročilo o mehanizmu opozarjanja kaže na potrebo po natančnem spremljanju potencialno tveganega razvoja v številnih državah članicah, za katere se poglobljeni pregledi ne bodo pripravili. Kmalu po izbruhu COVID-19 so se v več državah članicah, ki niso v euroobmočju, pojavili pomisleki v zvezi z zunanjim financiranjem. Tržni pritiski so se od takrat umirili, vendar bi se lahko ponovno pojavili, če bi se ponovno pojavili pogoji, ki upravičujejo ponovno oceno tveganj. Zlasti tam, kjer se država delno sama financira v tuji valuti in kjer za javne finance velja, da so bolj tvegane, pri čemer se Madžarska zdi primer, v katerem bi bilo vredno spremljati medsebojno učinkovanje zadolževanja države in zunanjega financiranja[51]. Posledice naraščajočega deleža javnega dolga v BDP bi bilo treba spremljati tudi v številnih državah članicah, ki trenutno niso pod nadzorom v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji. V Belgiji se pričakuje, da bosta tako zasebni kot javni dolg rasla nad pragovi v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji. Na Danskem, Finskem in v Luksemburgu naj bi se zasebni dolg še naprej povečeval nad pragom. Javni dolg naj bi še naprej rasel in presegel 60 % BDP v Avstriji in Sloveniji. V kolikšnem obsegu navedeni dogodki pomenijo dodatna tveganja za makroekonomsko stabilnost, je precej nejasno, saj so obeti glede dolga močno odvisni od srednjeročnih in dolgoročnih možnosti za rast, ki jih je trenutno težko oceniti. Zato se v tem poročilu o mehanizmu opozarjanja ugotavlja, da poglobljeni pregledi za te države v sedanji fazi niso potrebni.

[51] Interakcijo med javnimi financami in zunanjim sektorjem je treba analizirati tudi v poglobljenem pregledu, predvidenem za Romunijo.

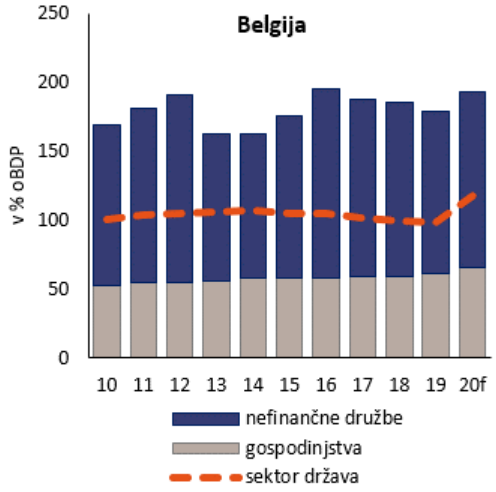
5. PRIPOMBE GLEDE POSAMEZNIH DRŽAV ČLANIC

BELGIJA: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Belgijo niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja. V posodobljeni preglednici, ki vključuje podatke do leta 2019, kazalnika dolga zasebnega sektorja in javnega dolga presegata okvirne pragove.

Realna rast BDP naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 po napovedih znatno zmanjšala, in sicer z 1,7 % v letu 2019 na –8,4 % v letu 2020. Realna rast naj bi v letu 2021 po napovedih znašala 4,1 %, kar pomeni, da bo nominalna raven BDP v višini 1,4 % nižja kot v letu 2019.

Več pomembnih dogodkov je mogoče povzeti na naslednji način:

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



Vir: Eurostat

- **Zunanje ranljivosti so ostale omejene.** Na tekočem računu je bil v letu 2019 zabeležen rahel presežek, neto stanje mednarodnih naložb pa je izrazito pozitivno, kar omejuje zaskrbljenost glede zunanje vzdržnosti. Rast stroškov dela na enoto je bila omejena.
- **Zadolženost zasebnega sektorja** je v letu 2019 ostala precej nad pragom in naj bi se v letu 2020 še povečala na približno 200 % BDP. Dolg belgijskih **nefinančnih družb** je visok, vendar v veliki meri odraža čezmejno posojanje znotraj skupine, ki zmanjšuje tveganja. **Zadolženost gospodinjstev**, ki je predvsem posledica hipotekarnega dolga, se je v letu 2019 še naprej povečevala zaradi pozitivnega neto kreditnega toka. Naložbe v stanovanjske nepremičnine naj bi se po zmanjšanju v prvi polovici leta zaradi ukrepov zapore in omejitve gibanja v drugi polovici leta 2020 ponovno povečale. Cene stanovanjskih nepremičnin so se leta 2019 zvišale, pri čemer obstajajo znaki morebitne precenitve.
- **Bilance stanja bank** so se v zadnjih letih okrepile, kapitalski količnik in količnik likvidnosti pa ostajata ustrezna. Že tako visoka raven **javnega dolga** naj bi se zaradi krize zaradi COVID-19 znatno povečala, in sicer napovedi kažejo povečanje za 20 odstotnih točk, kar pomeni, da bo leta 2020 dosegla skoraj 118 % BDP.
- Ugodne makroekonomske razmere so podprle **ustvarjanje delovnih mest, stopnja brezposelnosti** pa se je leta 2019 po vrhuncu leta 2015 še naprej zniževala. Ta upadajoči trend naj bi se v letu 2020 obrnil, zlasti naj bi se brezposelnost strmo povečala v letu 2021. Stopnja neaktivnosti je še naprej visoka.

Belgija je vstopila v krizo zaradi COVID-19 brez ugotovljenih makroekonomskih neravnotežij, čeprav z morebitnimi nastajajočimi ranljivosti, povezanimi z zadolženostjo. S krizo zaradi COVID-19 se je povečala zadolženost sektorja država in zasebnega sektorja, ki jo je treba spremljati. Na splošno se Komisiji na tej stopnji ne zdi potrebno izvajati nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

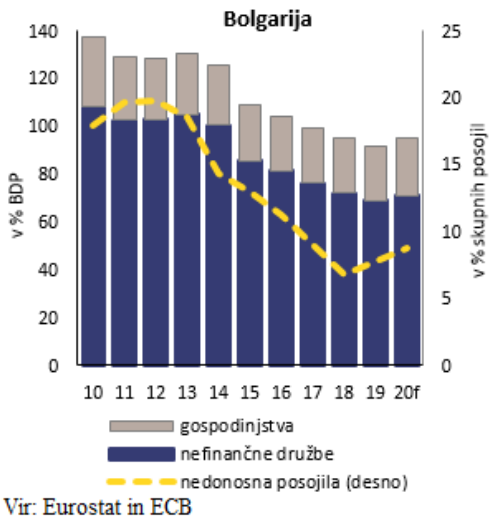
BOLGARIJA: Komisija je februarja 2020 ugotovila, da v Bolgariji ne obstajajo več makroekonomska neravnotežja. V posodobljeni preglednici, ki vključuje podatke do leta 2019, kazalnik nominalne rasti stroškov dela na enoto presega okvirni prag.

Realna rast BDP naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 po napovedih znatno zmanjšala, in sicer s 3,7 % v letu 2019 na –5,1 % v letu 2020. Realna rast naj bi v letu 2021 po napovedih znašala 2,6 %, kar pomeni, da bo nominalna raven BDP v višini 1,4 % višja kot v letu 2019.

Več pomembnih dogodkov je mogoče povzeti na naslednji način:

- Presežek na **tekočem računu** se je v letu 2019 povečal, vendar naj bi se v letu 2020 nekoliko zmanjšal, saj so se prihodki iz turizma močno zmanjšali. Negativno neto stanje mednarodnih naložb, ki ga večinoma sestavljajo neposredne tuje naložbe, se je še naprej izboljševalo in se je v letu 2019 gibalo znotraj okvirnega praga, po napovedih pa se bo še naprej izboljševalo. Upočasnitev rasti plač v obdobju krize zaradi COVID-19 bo verjetno zmanjšala pritiske na stroškovno konkurenčnost v prihodnosti, čeprav je kopičenje delovne sile povzročilo začasno povečanje rasti stroškov dela na enoto v letu 2020.

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



Vir: Eurostat in ECB

- **Podjetniški sektor se je leta 2019 še naprej razdolževal** zaradi močne nominalne rasti BDP. Dolg podjetij je pod previdnostno ravnjo, vendar presega temeljno merilo. Rast posojil se je v letu 2019 povečala, vendar naj bi se leta 2020 spet zmanjšala, delež dolga pa se bo s krčenjem BDP povečal. Realna rast **cen stanovanjskih nepremičnin** se je v letu 2019 nekoliko umirila v razmerah pospeševanja hipotekarnih posojil, vendar se bo zaradi krize zaradi COVID-19 v letu 2020 verjetno še dodatno upočasnila.
- **Javni dolg** naj bi v letu 2020 kljub proračunskemu učinku krize zaradi COVID-19 ostal precej pod 30 % BDP. **Finančni sektor** je dobičkonosen in dobro kapitaliziran. Stabilnost finančnega sistema je podprta z izboljšanim upravljanjem in nadzorom. Bolgarija se je julija 2020 pridružila ERM II in vstopila v bančno unijo. Delež nedonosnih posojil se zmanjšuje in je leta 2019 dosegel 6,5 %. V prihodnosti bo treba rešiti izziv, kako se izogniti bistvenim povečanjem nedonosnih posojil, ko bodo postopno odpravljeni vladni podporni ukrepi v odziv na krizo zaradi COVID-19.
- V letu 2019 so se nadaljevala **pozitivna gibanja na trgu dela**, s čimer se je brezposelnost znižala na 4,2 %. Trend upadanja se s krizo zaradi COVID-19 obrača, vendar se izgube delovnih mest niso v celoti pretvorile v strm porast brezposelnosti, ko se je neaktivnost povečala.

Bolgarija je vstopila v krizo zaradi COVID-19 brez ugotovljenih makroekonomskih neravnotežij, čeprav sta bila delež nedonosnih posojil in zadolženost podjetij kljub njunemu upadanju razmeroma visoka. S krizo zaradi COVID-19 naj bi se delež dolga podjetij v BDP povečal, poleg tega pa bi se lahko povečal delež nedonosnih posojil. Na splošno se Komisiji na tej stopnji ne zdi potrebno izvajati nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

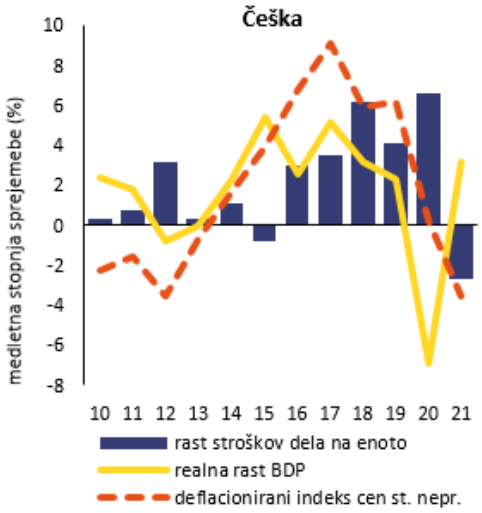
ČEŠKA: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Češko niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja. V posodobljeni preglednici, ki vključuje podatke do leta 2019, kazalnika rasti stroškov dela na enoto in rasti cen stanovanjskih nepremičnin presegata okvirni prag.

Realna rast BDP naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 po napovedih znatno zmanjšala, in sicer z 2,3 % v letu 2019 na –6,9 % v letu 2020. Realna rast naj bi v letu 2021 po napovedih znašala 3,1 %, kar pomeni, da bo nominalna raven BDP v višini 0,8 % višja kot v letu 2019.

Več pomembnih dogodkov je mogoče povzeti na naslednji način:

- **Zunanji položaj** je razmeroma trden, pri čemer je bil primanjkljaj na tekočem računu v letu 2019 omejen. Koncentracija izvoza in vključevanje v globalne vrednostne verige ostajata visoka. Neto stanje mednarodnih naložb se je še naprej izboljševalo, vendar je v letu 2019 še vedno negativno pri približno –20 % BDP. Neto stanje mednarodnih naložb, razen instrumentov brez tveganja neplačila, se prav tako izboljšuje in kaže očitno pozitivno neto pozicijo sredstev.
- Rast **stroškov dela na enoto** se je v letu 2019 umirila, vendar je ostala visoka. Verjetno se bo nekoliko upočasnila rast plač zaradi krize zaradi COVID-19, čeprav naj bi kopičenje delovne sile povzročilo začasno povečanje rasti stroškov dela na enoto v letu 2020.

Graf A3: ***BDP, str. dela na enoto in cene st. nepr.***



Vir: Eurostat

- Dinamiko **cen stanovanjskih nepremičnin** in hipotekarnih posojil je še naprej treba nadzorovati. V letu 2019 se je realna rast cen stanovanjskih nepremičnin pospešila, prisotnih je vse več znakov precenitve. Vendar se bo rast cen stanovanjskih nepremičnin v obdobju 2020–2021 verjetno upočasnila. V letu 2019 so neto posojila gospodinjstvom ostala pozitivna, rast hipotekarnih posojil pa stabilna. Obseg posojil se je v zadnjih letih na splošno zmerno povečal, pri čemer je prišlo leta 2019 do nekolikšne upočasnitve, **zadolženost zasebnega sektorja** pa ostaja nizka.
- Delež **javnega dolga** se je v letu 2019 dodatno zmanjšal, vendar naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 v letu 2020 povečal in približal 40 % BDP, v letu 2021 pa naj bi ostal približno na tej ravni. **Bančni sektor**, ki je večinoma v tuji lasti, je dobro kapitaliziran, ravni lastniškega kapitala pa so med najmočnejšimi v EU.
- **Trg dela** se je leta 2019 še izboljšal zaradi boljših makroekonomskih razmer, pri čemer se je stopnja brezposelnosti znižala na 2 %. Zaradi krize zaradi COVID-19 naj bi se stopnja brezposelnosti v letih 2020 in 2021 nekoliko povečala, čeprav naj bi ostala na zelo nizki ravni v primerjavi s povprečjem EU.

Češka je vstopila v krizo zaradi COVID-19 brez ugotovljenih makroekonomskih neravnotežij, čeprav so zaradi konkurenčnosti in pritiskov na trgu stanovanjskih nepremičnin obstajala nekatera omejena tveganja. Kot posledica krize zaradi COVID-19 so se zmanjšali pritiski na stroške. Na splošno se Komisiji na tej stopnji ne zdi potrebno izvajati nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

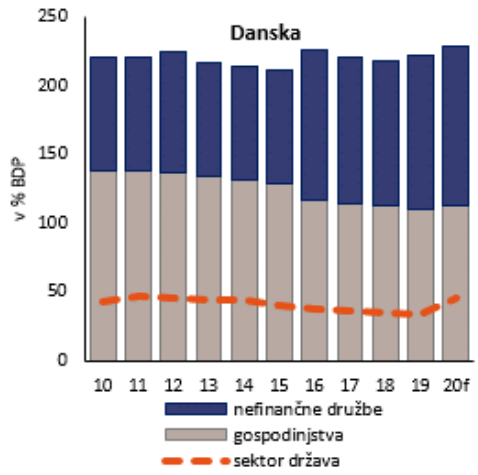
DANSKA: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Dansko niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja. V posodobljeni preglednici, ki vključuje podatke do leta 2019, kazalnika presežka na tekočem računu in dolga zasebnega sektorja presegata okvirni prag.

Realna rast BDP naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 po napovedih znatno zmanjšala, in sicer z 2,8 % v letu 2019 na –3,9 % v letu 2020. Realna rast naj bi v letu 2021 po napovedih znašala 3,5 %, kar pomeni, da bo nominalna raven BDP v višini 1,5 % višja kot v letu 2019.

Več pomembnih dogodkov, povezanih s postopkom v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, je mogoče povzeti na naslednji način:

- **Saldo tekočega računa** je še naprej izkazoval velik presežek, ki je v letu 2019 dosegel 8,9 % BDP, v letu 2020 pa naj bi se zmanjšal na približno 7 %. Zaporedni presežki so privedli do trdno pozitivnega neto stanja mednarodnih naložb, kar ustvarja pozitivne neto primarne dohodke, ti pa so okrepili presežke na tekočem računu.

Graf A4: Dolg po sektorjih v gospodarstvu



Vir: Eurostat

- **Dolg zasebnega sektorja** je bil v letu 2019 na splošno stabilen, rast posojil pa se je povečala. Kljub stalnemu trendu pasivnega razdolževanja od leta 2009 je **zadolženost gospodinjstev** še naprej najvišja v EU in je leta 2019 znašala približno 110 % BDP, kar očitno presega temeljne in previdnostne pragove, v letu 2020 pa naj bi se povečala. Vendar se tveganja, povezana z zadolženostjo gospodinjstev, delno izravnajo s precejšnjim obsegom sredstev, ki jih imajo v lasti. V letu 2019 so neto posojila gospodinjstvom ostala pozitivna. Povečevanje zadolževanja še naprej podpirajo nizki stroški financiranja in ugodna davčna obravnava. **Realne cene stanovanjskih nepremičnin** so se še naprej zmerno povečevale, prisotni so znaki nekolikšne precenitve. Zadolženost podjetij ostaja kljub nedavnemu trendu naraščanja na splošno zmerna.
- **Stopnja brezposelnosti** se je v letu 2019 še izboljšala in je znašala 5 %, po napovedih pa naj bi se zaradi vladnih podpornih shem le zmerno povečala. Pomanjkanje delovne sile je težava le v nekaj sektorjih, kar zmanjšuje pritiske na rast plač.
- Tveganja, povezana z **bančnim sektorjem in javnim dolgom**, ostajajo zmerna. Banke so na splošno v dobrem položaju, da podprejo kreditiranje gospodarstva. Zaradi krize ter obsežnih svežnjev izrednih ukrepov in ukrepov za okrevanje, ki jih je pripravila vlada, naj bi se javni dolg v letu 2020 povečal za približno 10 odstotnih točk in dosegel 45 % BDP ter tako ostal precej pod 60 % BDP.

Danska je vstopila v krizo zaradi COVID-19 brez ugotovljenih makroekonomskih neravnotežij, čeprav so zaradi zadolženosti gospodinjstev in stanovanjskih nepremičnin obstajala nekatera omejena tveganja. Kot posledica krize zaradi COVID-19 naj bi se delež zadolženosti gospodinjstev povečal. Na splošno se Komisiji na tej stopnji ne zdi potrebno izvajati nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

NEMČIJA: Komisija je februarja 2020 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, ki vključuje podatke do leta 2019, kazalnik presežka na tekočem računu presega okvirni prag.

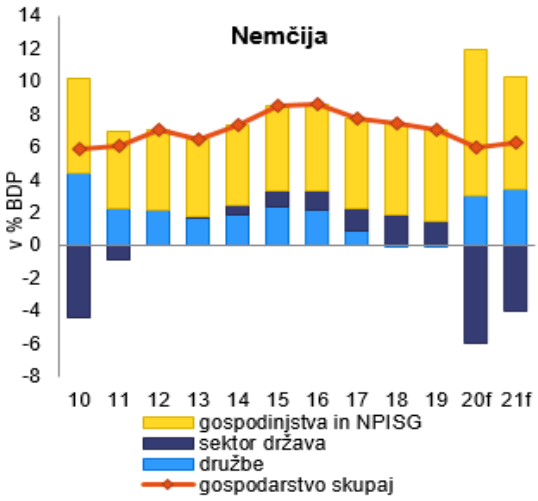
Priporočila za posamezne države, relevantna za postopek v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, ki so bila izdana v letih 2019 in 2020, so na splošno povezana z naložbami, podporo dohodku od dela, poslovnim okoljem in pokojninami. Poleg utemeljenih politik za obvladovanje pandemije se ukrepi, sprejeti leta 2020 za odpravo neravnotežij, nanašajo na krepitev javnih naložb, podporo zasebnim naložbam in zavezo za preprečevanje povečanj obdavčitve dela.

Realna rast BDP naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 po napovedih znatno zmanjšala, in sicer z 0,6 % v letu 2019 na –5,6 % v letu 2020. Realna rast naj bi v letu 2021 po napovedih znašala 3,5 %, kar pomeni, da bo nominalna raven BDP v višini 1,7 % višja kot v letu 2019.

Več pomembnih dogodkov je mogoče povzeti na naslednji način:

- **Presežek na tekočem računu**, ki je leta 2019 znašal 7,1 % BDP, se je v zadnjih letih postopoma zmanjšal. Strm padec neto posojanja države v letu 2020 prispeva k znatnemu zmanjšanju presežka, čeprav je zasebni sektor povečal svoje neto stanje posojil. Leta 2020 se je zmanjšal tudi presežek v trgovinski bilanci, saj se izvoz krči bolj kot uvoz. Z okrevanjem se pričakuje, da se bo presežek na tekočem računu spet rahlo povečal.
- V zadnjih letih so se **zasebne in javne naložbe** povečale, vendar so ostale nekoliko pod povprečjem euroobmočja. Medtem ko se je trend naraščanja javnih naložb v letu 2020 znatno pospešil, so zasebne naložbe v času krize zaradi COVID-19 močno upadle.

Graf A5: Neto posojanje/izposojanje po sektorjih



Vir: Ameco

- **Javni dolg** se je v letu 2019 zmanjšal pod okvirni prag iz preglednice, ki znaša 60 % BDP, vendar naj bi v letu 2020 znašal približno 71 % BDP. Nemški **bančni sistem** je še vedno ustrezno kapitaliziran z zelo nizko stopnjo nedonosnih posojil. Kljub temu je dobičkonosnost še vedno nizka, nedonosna posojila pa se bodo verjetno povečala.
- **Trg dela** je bil že pred krizo zaradi COVID-19 z nizko brezposelnostjo in visoko stopnjo zaposlenosti rekordno tesen. V letu 2020 naj bi se stopnja brezposelnosti zmerno povečala, rast plač pa upočasnila. Sheme skrajšanega delovnega časa so prispevale k omejevanju povečanja brezposelnosti in zagotovile delno pomoč pri dohodkih.

Nemčija je vstopila v krizo zaradi COVID-19 z velikim domačim presežkom prihrankov, ki je bil podprt predvsem z neto prihranki gospodinjstev in države. S krizo zaradi COVID-19 se je presežek na tekočem računu bistveno zmanjšal, javne naložbe so se pospešile, zasebne pa upadle. Na splošno se Komisiji zdi koristno, tudi ob upoštevanju neravnotežij, ugotovljenih februarja, da nadalje prouči obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.

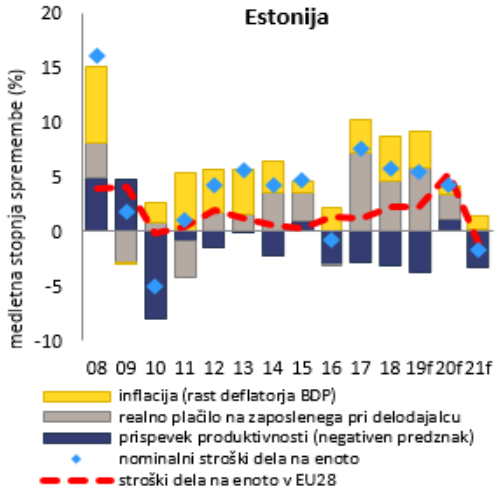
ESTONIJA: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Estonijo niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja. V posodobljeni preglednici, ki vključuje podatke do leta 2019, kazalnika realnega efektivnega deviznega tečaja in nominalne rasti stroškov dela na enoto presegata okvirni prag.

Realna rast BDP naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 po napovedih znatno zmanjšala, in sicer s 5 % v letu 2019 na –4,6 % v letu 2020. Realna rast naj bi v letu 2021 po napovedih znašala 3,4 %, kar pomeni, da bo nominalna raven BDP v višini 0,7 % višja kot v letu 2019.

Več pomembnih dogodkov je mogoče povzeti na naslednji način:

- **Zunanje ranljivosti** ostajajo omejene, saj se je neto stanje mednarodnih naložb, čeprav je negativno, postopoma izboljševalo in naj bi se v letu 2020 še izboljšalo na več kot –20 % BDP. Presežek na tekočem računu v letu 2019 je znašal 2 % BDP in naj bi v letu 2020 ostal blizu 3 %.
- **Nominalna rast stroškov dela na enoto** je v letu 2019 ostala nad 5 %, k čemur so prispevali dejavniki, povezani s pomanjkanjem delovne sile. Upočasnitev rasti plač zaradi krize zaradi COVID-19 naj bi v letih 2020 in 2021 umirila rast stroškov dela na enoto. Realni efektivni devizni tečaj na podlagi harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin se je v letu 2019 še naprej povečeval, čeprav počasneje.

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



Vir: službe Komisije

- **Zadolženost podjetij in gospodinjstev** ostaja razmeroma nizka. Delež dolga zasebnega sektorja v BDP se je v letu 2019 zmanjšal na 98 % BDP. V letu 2020 se bo verjetno nekoliko povečal zaradi upada BDP, vendar bo ostal razmeroma nizek.
- V **bančnem sektorju** je delež nedonosnih posojil v letu 2019 ostal nizek, vendar se lahko zaradi krize zaradi COVID-19 v prihodnje poveča. **Javni dolg** naj bi se glede na krizo zaradi COVID-19 povečal, dodatno tudi v letu 2021, čeprav naj bi ostal na najnižji ravni v EU, in sicer naj bi znašal približno 20 % BDP.
- Uspešnost **trga dela** je bila zelo visoka, vendar bo nanjo vplivala kriza zaradi COVID-19, saj se bo stopnja brezposelnosti povečala s 4,4 % v letu 2019 na 7,5 % leta 2020.

Estonija je vstopila v krizo zaradi COVID-19 brez ugotovljenih makroekonomskih neravnotežij, čeprav so zaradi dinamike kazalnikov stroškovne konkurenčnosti obstajala nekatera omejena tveganja. Zaradi krize zaradi COVID-19 je zunanji položaj ostal stabilen, kar je pomenilo tudi umirjanje rasti plač. Na splošno se Komisiji na tej stopnji ne zdi potrebno izvajati nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

IRSKA: Komisija je februarja 2020 ugotovila, da na Irskem obstajajo makroekonomska neravnotežja, zlasti v zvezi z velikim dolgom zasebnega sektorja in javnim dolgom ter neto zunanjimi obveznostmi. V posodobljeni preglednici, ki vključuje podatke do leta 2019, kazalnika neto stanja mednarodnih naložb in dolga zasebnega sektorja presegata okvirni prag.

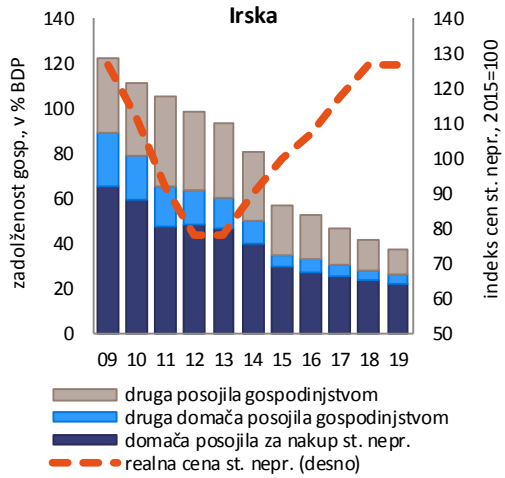
Priporočila za posamezne države, relevantna za postopek v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, ki so bila izdana v letih 2019 in 2020, so na splošno povezana s fiskalno-strukturnimi politikami in trgom stanovanjskih nepremičnin. Utemeljene politike, sprejete leta 2020, so večinoma obravnavale pandemijo.

Realna rast BDP naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 po napovedih znatno zmanjšala, in sicer s 5,6 % v letu 2019 na –2,3 % v letu 2020. Realna rast naj bi v letu 2021 po napovedih znašala 2,9 %, kar pomeni, da bo nominalna raven BDP v višini 2,7 % višja kot v letu 2019.

Več pomembnih dogodkov je mogoče povzeti na naslednji način:

- **Zunanje ranljivosti** še vnaprej vzbujajo skrb. Nihanja številk tekočega računa in neto stanja mednarodnih naložb je težko oceniti zaradi vpliva dejavnosti mednarodnih podjetij. Saldo tekočega računa, ki je zelo nestanoviten, je bil v letu 2019 močno negativen, medtem ko je za leto 2020 napovedan znaten presežek, v letu 2021 pa približno uravnoteženo stanje. Nominalno neto stanje mednarodnih naložb je bilo v letu 2019 na splošno stabilno.

Graf A7: ***Zadolženost gospodinjstev in indeks cen st. nepremičnin***



Vir: Eurostat in ECB

- **Dolg zasebnega sektorja** je še naprej visok, čeprav se je delež dolga v BDP zmanjšal proti 200 % BDP v letu 2019. **Zadolženost gospodinjstev** je nizka kot odstotek BDP, vendar ostaja visoka glede na razpoložljivi dohodek. Tveganja, povezana z **zadolženostjo podjetij**, je težko oceniti zaradi močne prisotnosti mednarodnih podjetij. V prihodnosti se bodo morda podjetja, ki se soočajo z nižjimi dobički, vendar ki imajo na splošno nespremenjene potrebe po financiranju, morala kot posledica krize zaradi COVID-19 bolj zadolževati. Rast **cen stanovanjskih nepremičnin** se je v letu 2019 izrazito upočasnila in približala ničelni rasti, vendar je cenovna dostopnost stanovanjskih nepremičnin še vedno zaskrbljujoča.
- **Delež javnega dolga v BDP** je v letu 2019 padel pod prag 60 %, vendar naj bi se v letu 2020 ponovno povečal na približno 63 % BDP, kar odraža globino recesije in vladne podporne ukrepe v odziv na krizo zaradi COVID-19. Raven javnega dolga se zdi višja v primerjavi z nacionalnimi dohodkovnimi ukrepi, tj. delež dolga v BND*, ki je leta 2019 dosegel 95 %.
- V preteklem desetletju se je okrepila odpornost **bančnega sektorja**. Delež nedonosnih posojil se stalno zmanjšuje, vendar je možno, da se bo povečal, ko bodo vladni podporni ukrepi zaradi krize zaradi COVID-19 postopno odpravljeni.
- Rezultati na **trgu dela** so se v letu 2019 še naprej izboljševali. Stopnja brezposelnosti naj bi se v letu 2020 le rahlo povečala na 5,3 %, močneje pa v letu 2021, in sicer na 8,9 %.

Irska je vstopila v krizo zaradi COVID-19 z ranljivostmi, povezanimi z zunanjim in javnim dolgom ter dolgom zasebnega sektorja. Zaradi krize se bosta delež zadolženosti in brezposelnost povečala. Na splošno se Komisiji zdi koristno, tudi ob upoštevanju neravnotežij, ugotovljenih februarja, da nadalje prouči obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.

GRČIJA: Komisija je februarja 2020 ugotovila, da se Grčija sooča s čezmernimi makroekonomskimi neravnotežji, zlasti v zvezi z visoko zadolženostjo sektorja država, velikim deležem nedonosnih posojil in nedokončanim zunanjim ponovnim uravnoteženjem ob visoki brezposelnosti, ki sicer upada, in nizki potencialni rasti. V posodobljeni preglednici, ki vključuje podatke do leta 2019, kazalniki neto stanja mednarodnih naložb, rasti cen stanovanjskih nepremičnin, javnega dolga in stopnje brezposelnosti presegajo okvirni prag.

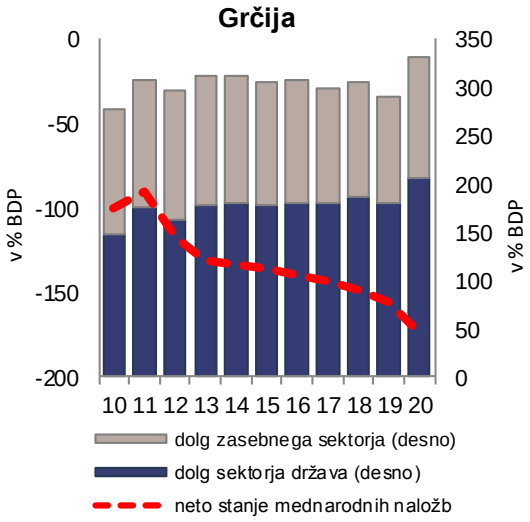
Priporočila za posamezne države, relevantna za postopek v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, ki so bila izdana v letih 2019 in 2020, so na splošno povezana s fiskalno-strukturnimi politikami, trgom dela, poslovnim okoljem, nedonosnimi posojili in finančnim sektorjem. Poleg utemeljenih politik za obvladovanje pandemije se ukrepi, sprejeti leta 2020 za odpravo neravnotežij, nanašajo na insolventnost, trge z energijo, zakonodajo, ki ureja trg dela, nedonosna posojila, javne naložbe, privatizacijo, digitalno upravljanje, izobraževanje in usposabljanje ter poslovno okolje.

Realna rast BDP naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 po napovedih znatno zmanjšala, in sicer z 1,9 % v letu 2019 na –9 % v letu 2020. Realna rast naj bi v letu 2021 po napovedih znašala 5 %, kar pomeni, da bo nominalna raven BDP v višini 5,3 % nižja kot v letu 2019.

Več pomembnih dogodkov je mogoče povzeti na naslednji način:

- **Zunanja vzdržnost** ostaja težava, saj naj bi se neto stanje mednarodnih naložb po napovedih kot posledica krize zaradi COVID-19 še poslabšalo. Velik delež neto stanja mednarodnih naložb predstavlja javni dolg pod ugodnimi pogoji in z dolgimi zapadlostmi. Primanjkljaj na tekočem računu se je v letu 2019 zmanjšal, vendar naj bi se v letih 2020 in 2021 znatno povečal, kar odraža tudi učinek šibkejšega turizma.

Graf A8: ***Neto stanje medn. naložb, zasebni in javni dolg***



Vir: Eurostat

- Deleži **dolga zasebnega sektorja** so se v letu 2019 še naprej zmanjševali in ostali pod pragom v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji. **Realne cene stanovanjskih nepremičnin** so začele v letu 2019 pospešeno rasti po desetletju padanja cen. V prihodnje se lahko zgodi, da se bodo cene kot posledica krize zaradi COVID-19 znižale.
- **Javni dolg** se je leta 2019 zmanjšal na 180 % BDP, vendar naj bi z zmanjšanjem BDP in kot posledica ukrepov zaradi pandemije v letu 2020 narasel na več kot 200 % BDP. **Bančni sektor** je še vedno obremenjen zaradi velikega obsega nedonosnih posojil iz preteklosti.
- **Brezposelnost** ostaja zelo visoka, kriza pa je prekinila počasi upadajoči trend.

Grčija je vstopila v krizo zaradi COVID-19 z ranljivostmi, povezanimi z javnim dolgom, nedonosnimi posojili iz preteklosti, zunanjim ponovnim uravnoteženjem, brezposelnostjo in nizko potencialno rastjo. Zaradi krize se bodo deleži dolga, brezposelnost in nedonosna posojila verjetno še povečali. Na splošno se Komisiji zdi koristno, tudi ob upoštevanju čezmernega neravnotežja, ugotovljenega februarja, da

nadalje prouči obstoj makroekonomskih tveganj in spremlja napredek pri odpravljanju čezmernih neravnotežij.

ŠPANIJA: Komisija je februarja 2020 ugotovila, da v Španiji obstajajo makroekonomska neravnotežja, zlasti v zvezi z velikim zunanjim in notranjim javnim dolgom in dolgom zasebnega sektorja ob visoki brezposelnosti. V posodobljeni preglednici, ki vključuje podatke do leta 2019, kazalniki neto stanja mednarodnih naložb, javnega dolga, stopnje brezposelnosti in stopnje delovne aktivnosti presegajo okvirni prag.

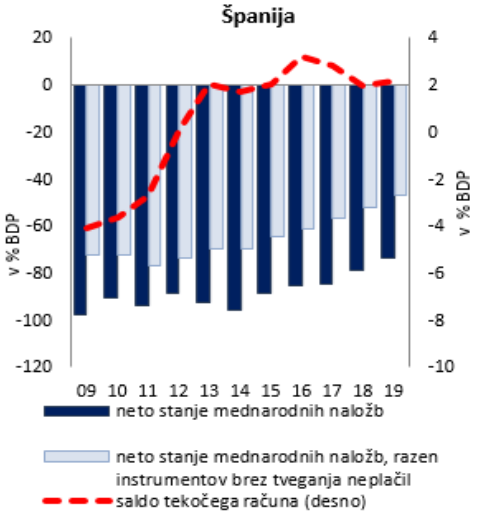
Priporočila za posamezne države, relevantna za postopek v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, ki so bila izdana v letih 2019 in 2020, so na splošno povezana s fiskalno-strukturnimi politikami, trgom dela, izobraževanjem in poslovnim okoljem. Poleg utemeljenih politik za obvladovanje pandemije se ukrepi, sprejeti leta 2020 za odpravo neravnotežij, nanašajo na usposabljanje, izobraževanje in inovacije.

Realna rast BDP naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 po napovedih znatno zmanjšala, in sicer z 2 % v letu 2019 na –12,4 % v letu 2020. Realna rast naj bi v letu 2021 po napovedih znašala 5,4 %, kar pomeni, da bo nominalna raven BDP v višini 6,1 % nižja kot v letu 2019.

Več pomembnih dogodkov je mogoče povzeti na naslednji način:

- **Zunanji položaj** se je v letu 2019 izboljšal, pri čemer se je negativno neto stanje mednarodnih naložb zmanjšalo, presežek na tekočem računu pa se je nadaljeval. Kljub temu je neto stanje mednarodnih naložb, razen instrumentov brez tveganja neplačil, še vedno izrazito negativno. Neto stanje mednarodnih naložb naj bi se sicer v letu 2020 povečalo, presežek na tekočem računu pa naj bi kljub šibkemu turizmu ostal razmeroma velik.

*Graf A9: **Neto stanje medn. naložb in saldo tekočega računa***



Vir: službe Komisije

- **Zadolženost podjetij in gospodinjstev** se je do leta 2020 zmanjševala, delež dolga zasebnega sektorja pa je v letu 2019 padel pod prag v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji. Zasebni kreditni tokovi so v letu 2019 ostali šibki. Zadolženost gospodinjstev presega temeljne in previdnostne pragove. Povečanje brezposelnosti bi lahko zmanjšalo sposobnost odplačevanja v prihodnosti. Deleža zadolženosti podjetij in gospodinjstev v BDP naj bi se v letu 2020 povečala, predvsem zaradi upada BDP kot posledica pandemije COVID-19.
- Že tako visok delež **javnega dolga** v BDP naj bi se v letu 2020 povečal za približno 25 odstotnih točk in dosegel 120 % BDP ter v letu 2021 na splošno ostal na tej ravni.
- V preteklem desetletju se je okrepila odpornost **bančnega sektorja.** Ima visoko likvidnost in je na splošno ustrezno kapitaliziran, dobičkonosnost pa je zmerna. Nedonosna posojila so se v letu 2019 zmanjšala na 3 %, vendar je verjetno, da se bodo kot posledica krize zaradi COVID-19 povečala.
- Rezultati na **trgu dela** so se v letu 2019 še naprej izboljševali, čeprav sta brezposelnost in segmentacija trga dela še vedno zaskrbljujoči. Po napovedih naj bi stopnja brezposelnosti v letu 2020 narasla na skoraj 17 %, nato pa se v letu 2021 še nekoliko povečala. Stopnja delovne aktivnosti se je med letoma 2016 in 2019 nekoliko znižala, deloma zaradi večjega števila ljudi v izobraževanju.

Španija je vstopila v krizo zaradi COVID-19 z ranljivostmi, povezanimi z zunanjim dolgom, dolgom zasebnega sektorja in javnim dolgom ter visoko brezposelnostjo. Zaradi krize sta se delež zadolženosti in brezposelnost povečevala. Na splošno se Komisiji zdi koristno, tudi ob upoštevanju neravnotežij, ugotovljenih februarja, da nadalje prouči obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.

FRANCIJA: Komisija je februarja 2020 ugotovila, da v Franciji obstajajo makroekonomska neravnotežja, zlasti v zvezi z zelo visokim javnim dolgom in šibko dinamiko na področju konkurenčnosti ob nizki rasti produktivnosti, kar ima čezmejne učinke. V posodobljeni preglednici, ki vključuje podatke do leta 2019, kazalnika dolga zasebnega sektorja in javnega dolga presegata okvirni prag.

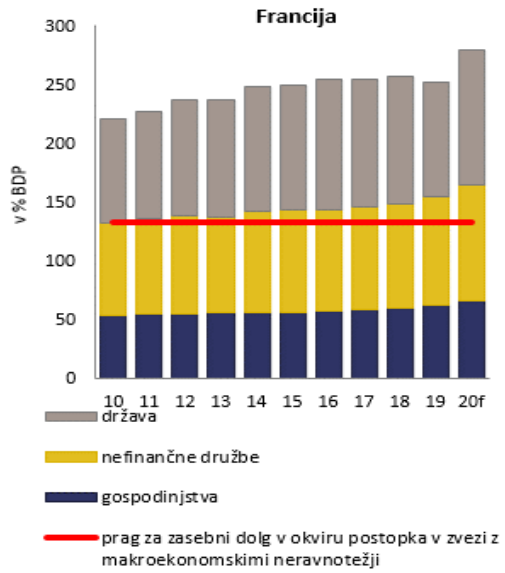
Priporočila za posamezne države, relevantna za postopek v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, ki so bila izdana v letih 2019 in 2020, so na splošno povezana s fiskalno-strukturnimi politikami, produktivnostjo dela in poslovnim okoljem. Poleg utemeljenih politik za obvladovanje pandemije se ukrepi, sprejeti leta 2020 za odpravo neravnotežij, nanašajo na izboljšanje poslovnega okolja ter raziskave in razvoj.

Realna rast BDP naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 po napovedih znatno zmanjšala, in sicer z 1,5 % v letu 2019 na –9,4 % v letu 2020. Realna rast naj bi v letu 2021 po napovedih znašala 5,8 %, kar pomeni, da bo nominalna raven BDP v višini 0,9 % nižja kot v letu 2019.

Več pomembnih dogodkov je mogoče povzeti na naslednji način:

- **Zunanji položaj** je stabilen z omejenim primanjkljajem na tekočem računu in nekoliko bolj negativnim neto stanjem mednarodnih naložb v letu 2019.
- **Delež dolga zasebnega sektorja** se je v letu 2019 še naprej povečeval in dosegel 153 % BDP, v letu 2020 pa naj bi še naraščal. **Krediti podjetij** so bili leta 2019 visoki in naj bi se še povečali, medtem ko so podjetja še naprej kopičila denarne rezerve zaradi rastočih dobičkov podjetij, nižjih dividend, omejenih naložb ter na splošno nizke in padajoče ravni nedonosnih posojil. **Zadolženost gospodinjstev** je visoka in se bo še povečevala. Cene stanovanjskih nepremičnin kažejo nekaj omejenih znakov precenjenosti, medtem ko je bila rast teh cen v letu 2019 na splošno zmerna.

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



Vir: Eurostat

- Izgube **konkurenčnosti** iz zadnjega desetletja niso bile nadoknadene. Rast stroškov dela na enoto je ostala omejena, čeprav se je produktivnost dela znatno upočasnila. Po določenem povečanju v prejšnjih letih so se deleži na izvoznih trgih v letu 2019 zmanjšali.
- **Javni dolg** je ostal v letu 2019 stabilen pri 98 % BDP. Delež javnega dolga v BDP naj bi se v letu 2020 povečal na približno 116 % BDP ob upoštevanju krčenja BDP in obsežnega fiskalnega svežnja za ublažitev učinka krize. **Bančni sektor** je zabeležil dobre in rastoče ravni lastniškega kapitala ter upadanje in na splošno nizka nedonosna posojila, čeprav je dobičkonosnost v skladu z drugimi evropskimi bankami zmerna. Vendar bi se število stečajev kot posledica krize zaradi COVID-19 lahko povečalo.
- Rezultati na **trgu dela** so se v letu 2019 izboljšali, vendar naj bi se brezposelnost v prihodnje nekoliko povečala.

Francija je v krizo zaradi COVID-19 vstopila z ranljivostmi, povezanimi z dolgom in konkurenčnostjo. Zaradi krize in ukrepov, sprejetih za podporo gospodarstvu, se je javni dolg povečal, medtem ko so razmere na področju konkurenčnosti ostale razmeroma stabilne. Na splošno se Komisiji zdi koristno, tudi ob upoštevanju neravnotežij, ugotovljenih februarja, da nadalje prouči obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.

HRVAŠKA: Komisija je februarja 2020 ugotovila, da na Hrvaškem obstajajo makroekonomska neravnotežja, zlasti v zvezi z visokimi ravnmi javnega dolga, dolga zasebnega sektorja in zunanjega dolga ob nizki potencialni rasti. V posodobljeni preglednici, ki vključuje podatke do leta 2019, kazalniki neto stanja mednarodnih naložb, rasti cen stanovanjskih nepremičnin in javnega dolga presegajo okvirni prag.

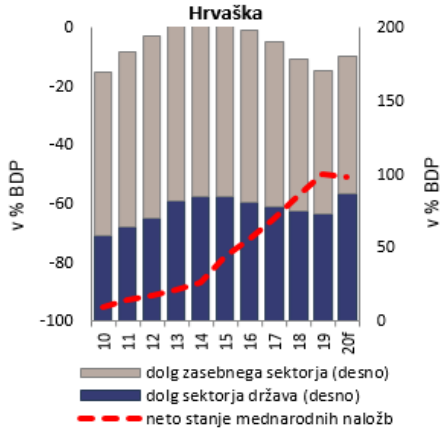
Priporočila za posamezne države, relevantna za postopek v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, ki so bila izdana v letih 2019 in 2020, so na splošno povezana s fiskalno-strukturnimi politikami, trgom dela in poslovnim okoljem. Poleg utemeljenih politik za obvladovanje pandemije se ukrepi, sprejeti leta 2020 za odpravo neravnotežij, nanašajo na krepitev upravljanja javnega sektorja ter zmanjšanje upravnega in finančnega bremena za podjetja.

Realna rast BDP naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 po napovedih znatno zmanjšala, in sicer z 2,9 % v letu 2019 na –9,6 % v letu 2020. Realna rast naj bi v letu 2021 po napovedih znašala 5,7 %, kar pomeni, da bo nominalna raven BDP v višini 2,5 % nižja kot v letu 2019.

Več pomembnih dogodkov je mogoče povzeti na naslednji način:

- Zaskrbljenost glede **zunanje vzdržnosti** še ni bila odpravljena, medtem ko se je znatno negativno neto stanje mednarodnih naložb v letu 2019 še naprej izboljševalo, presežek na tekočem računu pa se je povečal na skoraj 3 % BDP. Tveganja za zunanjo vzdržnost zmanjšuje razmeroma velik delež neposrednih tujih naložb v skupnih zunanjih obveznostih. Saldo tekočega računa naj bi v letu 2020 zabeležil negativno vrednost, predvsem zaradi šibkega turizma.
- Delež **dolga zasebnega sektorja** se je v letu 2019 še naprej zmanjševal. Velik delež dolga ostaja denominiran v tuji valuti, kar ustvarja tečajna tveganja.

Graf A11: ***Neto stanje medn. naložb, zasebni in javni dolg***



Vir: Eurostat

- **Realna rast cen stanovanjskih nepremičnin** se je v letu 2019 pospešila na več kot 8 %, k čemur je prispevala vse hitrejša rast hipotekarnih posojil, pri čemer se je vrzel v vrednotenju zmanjšala. Rast cen stanovanjskih nepremičnin naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 upočasnila.
- **Javni dolg** se je v letu 2019 še naprej zmanjševal in se ustalil na relativno še vedno visoki ravni 73 % BDP. V letu 2020 naj bi se po napovedih zaradi hudega upada gospodarske rasti in ukrepov za podporo gospodarstvu zaradi pandemije COVID-19 povečal za več kot 15 odstotnih točk.
- Za **bančni sektor** sta značilni zmerna dobičkonosnost in razmeroma močna kapitalizacija, pa tudi razmeroma visoka, čeprav upadajoča, raven nedonosnih posojil. Nedonosna posojila se bodo verjetno povečala, ko bodo postopoma odpravljeni vladni podporni ukrepi v odziv na krizo zaradi COVID-19.
- **Stopnja brezposelnosti** je leta 2019 dosegla rekordno nizko raven 6,6 %, ki jo je spremljalo močno zmanjšanje dolgotrajne brezposelnosti in brezposelnosti mladih. Vendar naj bi se brezposelnost zaradi sedanje krize predvidoma povečala.

Hrvaška je vstopila v krizo zaradi COVID-19 z ranljivostmi, povezanimi z javnim dolgom, dolgom zasebnega sektorja in zunanjim dolgom ob nizki potencialni rasti. Zaradi krize naj bi se po napovedih

delež zadolženosti in brezposelnost povečala. Na splošno se Komisiji zdi koristno, tudi ob upoštevanju neravnotežja, ugotovljenega februarja, da nadalje prouči obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.

ITALIJA: Komisija je februarja 2020 ugotovila, da v Italiji obstajajo čezmerna makroekonomska neravnotežja, zlasti v zvezi z zelo visokim javnim dolgom in dolgotrajno šibko rastjo produktivnosti ob še vedno visokem deležu nedonosnih posojil in visoki brezposelnosti. V posodobljeni preglednici, ki vključuje podatke do leta 2019, kazalnika javnega dolga in stopnje brezposelnosti presegata okvirni prag.

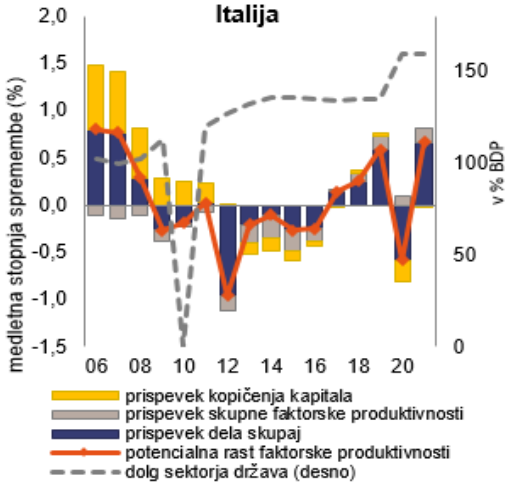
Priporočila za posamezne države, relevantna za postopek v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, ki so bila izdana v letih 2019 in 2020, so na splošno povezana s fiskalno-strukturnimi politikami, trgom dela, poslovnim okoljem in finančnim sektorjem. Poleg utemeljenih politik za obvladovanje pandemije se ukrepi, sprejeti leta 2020 za odpravo neravnotežij, nanašajo na učinkovitost javne uprave in podpiranje zelenega in digitalnega prehoda.

Realna rast BDP naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 po napovedih znatno zmanjšala, in sicer z 0,3 % v letu 2019 na –9,9 % v letu 2020. Realna rast naj bi v letu 2021 po napovedih znašala 4,1 %, kar pomeni, da bo nominalna raven BDP v višini 4,1 % nižja kot v letu 2019.

Več pomembnih dogodkov je mogoče povzeti na naslednji način:

- **Zunanji položaj** je stabilen z neto stanjem mednarodnih naložb blizu ravnotežju in kljub šibkemu turizmu tudi v letu 2020 stabilnim znatnim presežkom na tekočem računu.
- Skupna **rast produktivnosti** ostaja počasna in naj bi se srednjeročno le malo izboljšala. **Rast stroškov dela na enoto** je v letu 2019 ostala nizka, rast plač pa naj bi se v letu 2020 upočasnila.
- **Javni dolg** je ostal v letu 2019 stabilen in je znašal približno 135 % BDP, vendar naj bi se v letu 2020 znatno povečal, in sicer za približno 25 odstotnih točk, kar odraža odziv na pandemijo in upad gospodarske aktivnosti. Primarni saldo naj bi v letu 2020 prvič po letu 2009 zabeležil negativno vrednost.

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



Vir: službe Komisije

- Kar zadeva **bančni sektor**, se je še zmanjševal že znatno zmanjšani obseg nedonosnih posojil, vendar ostaja njegova raven razmeroma visoka, in sicer malo pod 7 %. Likvidnostni ukrepi, odobreni kot odziv na pandemijo, so izboljšali razmeroma šibko posojanje, zabeleženo v letu 2019. Verjetno je, da se bodo nedonosna posojila povečala, če bodo nekateri ukrepi, sprejeti v odziv na krizo zaradi COVID-19, odpravljeni prezgodaj.
- Šok zaradi pandemije je povzročil izničenje nedavnih izboljšav na **trgu dela**, kar bi lahko privedlo do nadaljnjega poslabšanja, ko bodo izredni ukrepi postopno odpravljeni. Stopnja brezposelnosti naj bi v letu 2020 po napovedih ostala na ravni približno 10 %.

Italija je vstopila v krizo zaradi COVID-19 z ranljivostmi, povezanimi z visoko stopnjo javnega dolga in šibko rastjo produktivnosti ob še vedno visoki, čeprav upadajoči, ravni nedonosnih posojil in brezposelnosti. Zaradi krize so se deleži dolga povečali, učinek na trg dela in bančni sektor pa bi se lahko pokazal z določenim zamikom, odvisno od trajanja krize in začetka postopnega odpravljanja podpornih ukrepov. Na splošno se Komisiji zdi koristno, tudi ob upoštevanju čezmernega neravnotežja,

ugotovljenega februarja, da nadalje prouči obstoj makroekonomskih tveganj in spremlja napredek pri odpravljanju čezmernih neravnotežij.

CIPER: Komisija je februarja 2020 ugotovila, da na Cipru obstajajo čezmerna makroekonomska neravnotežja, zlasti v zvezi z zelo visokim deležem nedonosnih posojil, ki obremenjujejo finančni sektor, ter visokim dolgom zasebnega sektorja, javnim dolgom in zunanjim dolgom ob zmerni potencialni rasti. V posodobljeni preglednici, ki vključuje podatke do leta 2019, kazalniki primanjkljaja na tekočem računu, neto stanja mednarodnih naložb, deleža dolga zasebnega sektorja in deleža javnega dolga presegajo okvirni prag.

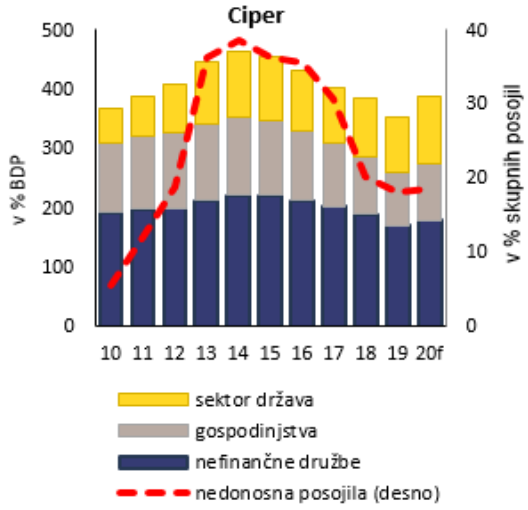
Priporočila za posamezne države, relevantna za postopek v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, ki so bila izdana v letih 2019 in 2020, so na splošno povezana s fiskalno-strukturnimi politikami, dolgom zasebnega sektorja, nedonosnimi posojili in poslovnim okoljem. Poleg utemeljenih politik za obvladovanje pandemije se ukrepi, sprejeti leta 2020 za odpravo neravnotežij, nanašajo na pravosodni sistem, javno upravo, lokalno upravo in dostop do financiranja.

Realna rast BDP naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 po napovedih znatno zmanjšala, in sicer s 3,1 % v letu 2019 na –6,2 % v letu 2020. Realna rast naj bi v letu 2021 po napovedih znašala 3,7 %, kar pomeni, da bo nominalna raven BDP v višini 0,7 % nižja kot v letu 2019.

Več pomembnih dogodkov je mogoče povzeti na naslednji način:

- **Zunanje ranljivosti** so še vedno zaskrbljujoče, saj je neto stanje mednarodnih naložb precej negativno kljub izboljšanju v letu 2019 in kljub temu, da njegov velik del odraža dejavnosti subjektov s posebnim namenom. Na tekočem računu je bil v letu 2019 zabeležen velik primanjkljaj v višini 6,3 % BDP, v letu 2020 pa naj bi se z močnim upadom turizma močno poslabšal.

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



Vir: Eurostat in ECB

- Delež **dolga podjetij** se je v letu 2019 še naprej zmanjševal, čeprav je ostal visok. Nefinančne družbe so se razdolževale hitreje kot gospodinjstva. **Zadolženost gospodinjstev** je leta 2019 znašala približno 90 % BDP, kar je nad previdnostnimi pragovi. V letu 2020 naj bi se deleži dolga zasebnega sektorja povečali zaradi zmanjšanja nominalnega BDP in moratorijev na odplačevanje posojil. Trend upadanja se bo po pričakovanjih znova začel v letu 2021.
- Medtem ko se je delež **javnega dolga** v BDP v letu 2019 zmanjšal, naj bi se v letu 2020 po napovedih povečal za približno 20 odstotnih točk in dosegel blizu 113 % BDP zaradi ukrepov fiskalne podpore, izdaje dodatnih obveznic in krčenja BDP. Stabilnost **bančnega sektorja** se je v zadnjih letih izboljšala z izrazitim upadom nedonosnih posojil v obdobju 2018–2019. Leta 2020 je bilo povečanje deleža nedonosnih posojil omejeno po zaslugi prodaje sredstev in odpisov, vendar se lahko v letu 2021 z odpravo moratorijev na odplačevanje dolga še poveča.

Ciper je vstopil v krizo zaradi COVID-19 z ranljivostmi, povezanimi z zunanjim dolgom, dolgom zasebnega sektorja in javnim dolgom ter še vedno velikim deležem nedonosnih posojil ob zmerni potencialni rasti. Zaradi krize se je primanjkljaj na tekočem računu poslabšal, deleži dolga pa so se povečali, medtem ko se je razdolževanje bank na področju nedonosnih posojil upočasnilo. Na splošno

se Komisiji zdi koristno, tudi ob upoštevanju čezmernega neravnotežja, ugotovljenega februarja, da nadalje prouči obstoj makroekonomskih tveganj in spremlja napredek pri odpravljanju čezmernih neravnotežij.

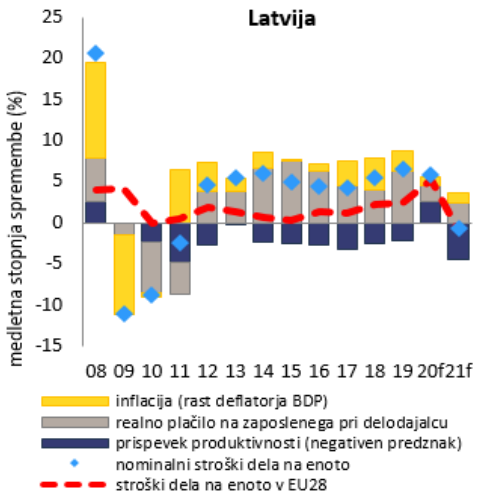
LATVIJA: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Latvijo niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja. V posodobljeni preglednici, ki vključuje podatke do leta 2019, kazalnika neto stanja mednarodnih naložb in rasti stroškov dela na enoto presegata okvirni prag.

Realna rast BDP naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 po napovedih znatno zmanjšala, in sicer z 2,1 % v letu 2019 na –5,6 % v letu 2020. Realna rast naj bi v letu 2021 po napovedih znašala 4,9 %, kar pomeni, da bo nominalna raven BDP v višini 1,3 % višja kot v letu 2019.

Več pomembnih dogodkov je mogoče povzeti na naslednji način:

- **Zunanje ranljivosti** še obstajajo, vendar so bile dosežene izboljšave. Stanje na tekočem računu je bilo v letu 2019 rahlo negativno, vendar se je neto stanje mednarodnih naložb, predvsem zaradi neposrednih tujih naložb in javnega dolga, še naprej hitro izboljševalo. Neto stanje mednarodnih naložb se bo po napovedih še naprej izboljševalo, tekoči račun pa naj bi beležil presežek.
- **Stroški dela na enoto** so v letu 2019 še naprej razmeroma močno rasli zaradi izrazite rasti plač. Vendar naj bi se rast plač kot posledica krize zaradi COVID-19 v letu 2020 umirila. Hkrati je realni efektivni devizni tečaj na splošno ostal nespremenjen po močni apreciaciji v letu pred tem. Deleži na izvoznih trgih so se prvič v štirih letih zmanjšali.

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



Vir: službe Komisije

- **Dolg podjetniškega sektorja in zadolženost gospodinjstev** ostajata zmerna, čeprav naj bi se po napovedih povečala z upadom BDP, ki je posledica krize zaradi COVID-19. Medtem ko se je obseg posojil nefinančnim družbam v letu 2019 povečal, naj bi se po napovedih v letu 2020 znatno zmanjšal. Rast **cen stanovanjskih nepremičnin** je v letu 2019 ostala visoka, in sicer tik pod pragom, vendar naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 upočasnila.
- **Bančni sektor** je vstopil v krizo v finančno trdnem stanju s kapitalskim količnikom in količnikom likvidnosti nad povprečjem EU. Vendar se bodo nedonosna posojila s še vedno maloobsežnih verjetno povečala, ko bodo postopoma odpravljeni vladni podporni ukrepi v odziv na krizo zaradi COVID-19. **Javni dolg** se je v letu 2019 dodatno zmanjšal na približno 37 % BDP, vendar naj bi se v letu 2020 po napovedih povečal z ukrepi za obravnavanje pandemije in s krčenjem BDP.

Latvija je vstopila v krizo zaradi COVID-19 brez ugotovljenih makroekonomskih neravnotežij, čeprav so zaradi dinamike, povezane s ponudbo delovne sile in stroškovno konkurenčnostjo, obstajala nekatera omejena tveganja. Zaradi krize se pritiski na trg dela in plače začasno zmanjšujejo. Na splošno se Komisiji na tej stopnji ne zdi potrebno izvajati nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

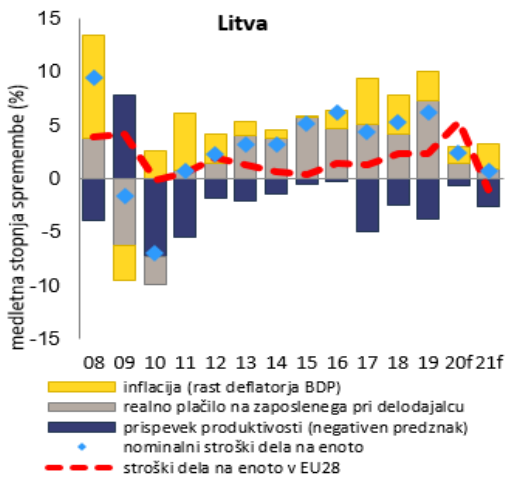
LITVA: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Litvo niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja. V posodobljeni preglednici, ki vključuje podatke do leta 2019, kazalnik rasti stroškov dela na enoto presega okvirni prag.

Realna rast BDP naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 po napovedih znatno zmanjšala, in sicer s 4,3 % v letu 2019 na –2,2 % v letu 2020. Realna rast naj bi v letu 2021 po napovedih znašala 3 %, kar pomeni, da bo nominalna raven BDP v višini 4,8 % višja kot v letu 2019.

Več pomembnih dogodkov je mogoče povzeti na naslednji način:

- **Zunanje ranljivosti** ostajajo omejene, saj se je neto stanje mednarodnih naložb do leta 2019 postopoma izboljševalo, čeprav je bilo negativno. Sestavljajo ga predvsem akumulirane neposredne tuje naložbe. Neto stanje mednarodnih naložb naj bi se v letih 2020 in 2021 po napovedih še izboljšalo. Povečanje izvoza prevoznih storitev je znatno izboljšalo trgovinsko bilanco, zato se je presežek na tekočem računu v letu 2019 povečal na več kot 3 %, v letih 2020 in 2021 pa naj bi ostal znaten. Deleži na izvoznih trgih so se še naprej stalno povečevali.

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



Vir: službe Komisije

- **Nominalni stroški dela na enoto** se od leta 2016 hitro povečujejo zaradi tesnega trga dela in nekaterih regulativnih sprememb, vključno z razmeroma hitrim povečanjem minimalnih plač in plač v javnem sektorju. Pandemija COVID-19 naj bi v letu 2020 negativno vplivala na plače v zasebnem sektorju in upočasnila rast nominalnih stroškov dela na enoto.
- **Bančni sektor** je zelo dobičkonosen in kapitalski delež je nekoliko nad povprečjem euroobmočja. Nedonosna posojila se zmanjšujejo in so na splošno nizka. **Javni dolg** se je v letu 2019 dodatno zmanjšal, vendar naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 v letu 2020 povečal na približno 47 % BDP, v letu 2021 pa naj bi se še naprej povečeval.
- Pred pandemijo COVID-19 je bila uspešnost **trga dela** visoka s 6,3-odstotno stopnjo brezposelnosti. Vendar naj bi po napovedih stopnja brezposelnosti v letu 2020 narasla na 8,9 %, nato pa se v letu 2021 znova zmanjšala.

Litva je vstopila v krizo zaradi COVID-19 brez ugotovljenih makroekonomskih neravnotežij, čeprav so zaradi dinamike stroškovne konkurenčnosti obstajala nekatera omejena tveganja. V času krize je zunanji položaj ostal stabilen, pritiski na plače pa so se zmanjšali. Na splošno se Komisiji na tej stopnji ne zdi potrebno izvajati nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

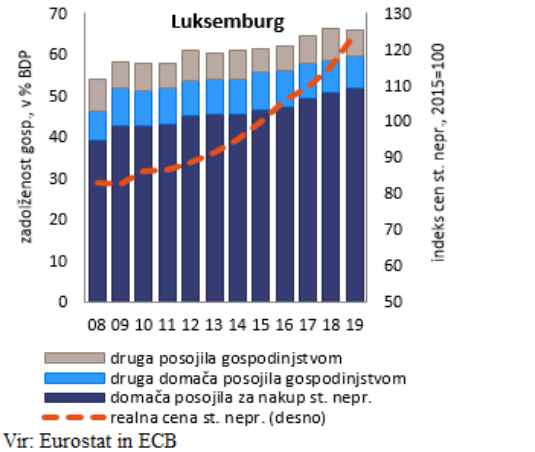
LUKSEMBURG: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Luksemburg ni bilo ugotovljeno, da bi imel makroekonomska neravnotežja. V posodobljeni preglednici, ki vključuje podatke do leta 2019, kazalniki rasti stroškov dela na enoto, rasti cen stanovanjskih nepremičnin in dolga zasebnega sektorja presegajo okvirni prag.

Realna rast BDP naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 po napovedih znatno zmanjšala, in sicer z 2,3 % v letu 2019 na –4,5 % v letu 2020. Realna rast naj bi v letu 2021 po napovedih znašala 3,9 %, kar pomeni, da bo nominalna raven BDP v višini 0,3 % višja kot v letu 2019.

Več pomembnih dogodkov je mogoče povzeti na naslednji način:

- **Zaskrbljenost glede zunanje vzdržnosti je omejena**. Stanje na tekočem računu kaže stabilen presežek, neto stanje mednarodnih naložb pa je izrazito pozitivno. **Stroški dela na enoto** so v letu 2019 ob tesnem trgu dela še naprej precej močno naraščali. V letu 2020 naj bi bila rast stroškov dela na enoto omejena ob upočasnitvi rasti plač kot posledica krize zaradi COVID-19.

Graf A16: ***Zadolženost gospodinjstev in indeks cen st. nepr.***



Vir: Eurostat in ECB

- **Delež dolga zasebnega sektorja v BDP** je zelo visok in znaša 319 % ter odraža predvsem visok **dolg podjetij**, ki je v letu 2019 presegal 250 % BDP. Vendar visoka številka odraža predvsem vlogo Luksemburga kot svetovnega finančnega središča in čezmejno posojanje znotraj skupine. **Zadolženost gospodinjstev** se je v letu 2019 stabilizirala pri 66 % BDP in je precej nižja od temeljnih in previdnostnih meril, čeprav je v primerjavi z razpoložljivim dohodkom višja. Hipotekarna posojila so se v letu 2019 povečala za 8 %, pri čemer je bila polovica še neodplačanih posojil najeta s spremenljivo obrestno mero, čeprav se je ta delež hitro zmanjševal. V letu 2020 naj bi se delež zadolženosti gospodinjstev v BDP povečal, zlasti zaradi upada BDP.
- **Cene stanovanjskih nepremičnin** so v letu 2019 še naprej izrazito rasle, obstajajo pa tudi znaki precenjenosti. V obdobju 2020–2021 se rast cen stanovanjskih nepremičnin po napovedih ne bo močno umirila. Na strani ponudbe se je stanovanjska gradnja v letu 2019 skrčila, kar je prispevalo k neusklajenosti med ponudbo in povpraševanjem, zaradi česar so se cene stanovanjskih nepremičnin zvišale.
- **Bančni sektor** je dobro kapitaliziran in likviden ter je ostal dobičkonosen, čeprav je dobičkonosnost pod povprečjem euroobmočja. Nedonosna posojila so zelo maloobsežna. Vendar je treba gibanja cen stanovanjskih nepremičnin, povezana z ravnjo izpostavljenosti bank hipotekarnim posojilom in visoko zadolženostjo gospodinjstev, še naprej spremljati. **Javni dolg** je nizek in naj bi se v letu 2021 povečal na približno 25 % BDP.

Luksemburg je vstopil v krizo zaradi COVID-19 brez ugotovljenih makroekonomskih neravnotežij, čeprav so obstajala nekatera tveganja, povezana z naraščajočimi cenami stanovanjskih nepremičnin in zadolženostjo gospodinjstev. V času krize so se pritiski na cene in stroške začasno zmanjšali. Na splošno se Komisiji na tej stopnji ne zdi potrebno izvajati nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

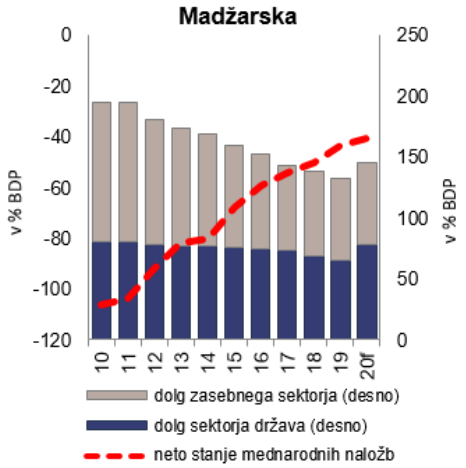
MADŽARSKA: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Madžarsko niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja. V posodobljeni preglednici, ki vključuje podatke do leta 2019, kazalniki neto stanja mednarodnih naložb, rasti cen stanovanjskih nepremičnin, javnega dolga in rasti finančnih obveznosti presegajo okvirni prag.

Realna rast BDP naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 po napovedih znatno zmanjšala, in sicer s 4,6 % v letu 2019 na –6,4 % v letu 2020. Realna rast naj bi v letu 2021 po napovedih znašala 4 %, kar pomeni, da bo nominalna raven BDP v višini 6,2 % višja kot v letu 2019.

Več pomembnih dogodkov je mogoče povzeti na naslednji način:

- **Zunanje ranljivosti** so še vedno prisotne, kljub trajnim izboljšavam neto stanja mednarodnih naložb, ki je v letu 2019 znašalo –44 %, kar presega temeljno merilo. Neto stanje mednarodnih naložb naj bi se v letih 2020 in 2021 po napovedih še izboljševalo. Uradne rezerve so bile v začetku leta 2020 blizu ravnem, ki se štejejo za previdnostni minimum. Saldo tekočega računa je v letu 2019 prešel v blag primanjkljaj in naj bi do leta 2022 ostal rahlo negativen. Rast deležev na izvoznih trgih se je kljub poslabšanju stroškovne konkurenčnosti povečala. V letu 2020 je prišlo do precejšnje depreciacije forinta, kar bo dobro vplivalo na konkurenčnost v prihodnosti, odraža pa tudi občutljivost razpoloženja na svetovnih finančnih trgih na spremembe.

Graf A17: ***Neto stanje medn. naložb, zasebni in javni dolg***



Vir: Eurostat

- **Cene stanovanjskih nepremičnin** in kreditni tokovi so se v letu 2019 močno povečali, pojavila pa se je zaskrbljenost zaradi precenjenosti. Kot posledica krize zaradi COVID-19 naj bi prišlo do določenega popravka cen.
- **Javni dolg** se je v letu 2019 zmanjševal in se zmanjšal na približno 65 % BDP. V letu 2020 naj bi se povečal za skoraj 13 odstotnih točk, kar odraža globino recesije in vladne podporne ukrepe v odziv na krizo zaradi COVID-19. Bruto potrebe po financiranju so še posebej velike zaradi kombinacije visokega dolga in razmeroma kratkega trajanja. Poleg tega sta tako javni dolg kot tudi podjetniški dolg izpostavljena valutnemu tveganju. Hkrati so zaradi odprtosti gospodarstva domači dohodki in proračunski saldo občutljivi na tečajne spremembe. Določena raven dolga, denominiranega v tuji valuti, lahko pripomore k zavarovanju pred to izpostavljenostjo.
- **Bančni sektor** je zelo dobičkonosen, vendar je količnik temeljnega kapitala nižji kot v večini drugih držav EU. Celovit moratorij na plačila za posojilojemalce začasno ščiti banke pred morebitnimi neplačniki. Kljub temu je delež nedonosnih posojil še vedno razmeroma visok in je leta 2019 znašal 4,3 %, po izteku moratorija pa bi se lahko povečal. Komercialne banke imajo velik javni dolg (približno 20 % BDP).

Na splošno ekonomska analiza izpostavlja vprašanja, povezana s pritiski na stroške, izvozno strukturo, javnim dolgom in trgom stanovanjskih nepremičnin. Kot posledica krize zaradi COVID-19 se bodo težave v zvezi s pritiski na stroške v prihodnosti verjetno umirile, medtem ko so se tveganja, povezana z medsebojnim vplivom potreb po javnem financiranju in zunanjega financiranja, povečala. Vendar pa

sama velikost neravnotežij stanj ni posebej velika. Na splošno se Komisiji na tej stopnji ne zdi potrebno izvajati nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

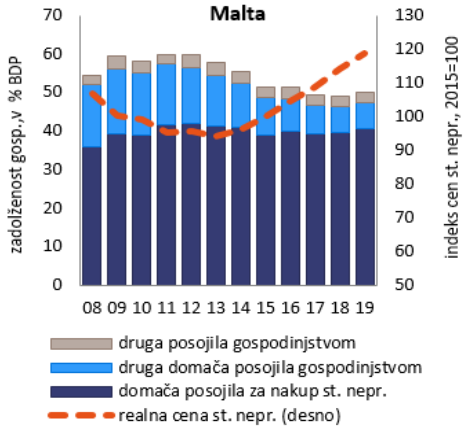
MALTA: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Malto niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja. V posodobljeni preglednici, ki vključuje podatke do leta 2019, noben kazalnik ne presega okvirnega praga.

Realna rast BDP naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 po napovedih znatno zmanjšala, in sicer s 4,9 % v letu 2019 na –7,3 % v letu 2020. Realna rast naj bi v letu 2021 po napovedih znašala 3 %, kar pomeni, da bo nominalna raven BDP v višini 2,6 % nižja kot v letu 2019.

Več pomembnih dogodkov je mogoče povzeti na naslednji način:

- Presežek na **tekočem računu** je visok, vendar naj bi se do leta 2021 znižal na skoraj uravnoteženo raven, delno zaradi šibkega turizma. Izrazito pozitivno neto stanje mednarodnih naložb odraža položaj Malte kot mednarodnega finančnega središča. Stroški dela na enoto so v zadnjih letih rasli sorazmerno hitro.

Graf A18: ***Zadolženost gospodinjstev in indeks cen st. nepr.***



Vir: Eurostat in ECB

- **Dolg zasebnega sektorja** se je leta 2019 nekoliko povečal in se približal pragu iz preglednice, in sicer zaradi nenehne močne rasti posojil, ki je ohranjala visoke naložbe v stanovanjsko gradnjo. Trende v gradbenem sektorju naj bi še naprej podpiralo začasno znižanje davkov na nepremičninske transakcije v letih 2020 in 2021. Ugodne razmere na trgu dela, ki jih spremljajo nizke obrestne mere, so podpirale zadolženost gospodinjstev, ki pa jo je treba nadzorovati. V letu 2019 se je nadaljevala vztrajna **rast cen stanovanjskih nepremičnin** z nekaterimi znaki precenjenosti. Rast cen stanovanjskih nepremičnin naj bi se v letu 2020 kot posledica krize zaradi COVID-19 začasno umirila.
- **Javni dolg** se je zmanjševal do leta 2019 in naj bi se zaradi izbruha COVID-19 v letu 2020 povečal na 60 % BDP. V bančnem sektorju so se v letu 2019 obveznosti zmanjševale, raven nedonosnih posojil pa je ostala stabilna, pri čemer naj bi trenutni pregled insolvenčnega okvira po pričakovanjih okrepil odpornost sektorja. Kljub temu je treba pozorno spremljati vse večjo koncentracijo portfeljev bank v nepremičninskem sektorju.
- **Stopnja brezposelnosti** se je v letu 2019 znižala, stopnja delovne aktivnosti pa se je še naprej povečevala. Vendar naj bi se stopnja brezposelnosti predvidoma povečala kot posledica krize zaradi COVID-19.

Malta je vstopila v krizo zaradi COVID-19 brez ugotovljenih makroekonomskih neravnotežij, čeprav so zaradi visokega salda na tekočem računu in relativno dinamične rasti cen stanovanjskih nepremičnin obstajala omejena tveganja. Zaradi krize so se domači pritiski nekoliko zmanjšali, zunanji položaj pa je ostal stabilen. Na splošno se Komisiji na tej stopnji ne zdi potrebno izvajati nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

NIZOZEMSKA: Komisija je februarja 2020 ugotovila, da na Nizozemskem obstajajo makroekonomska neravnotežja, zlasti v zvezi z visoko ravnjo dolga zasebnega sektorja in velikim presežkom na tekočem računu. V posodobljeni preglednici kazalnika presežka na tekočem računu in dolga zasebnega sektorja presegata okvirni prag.

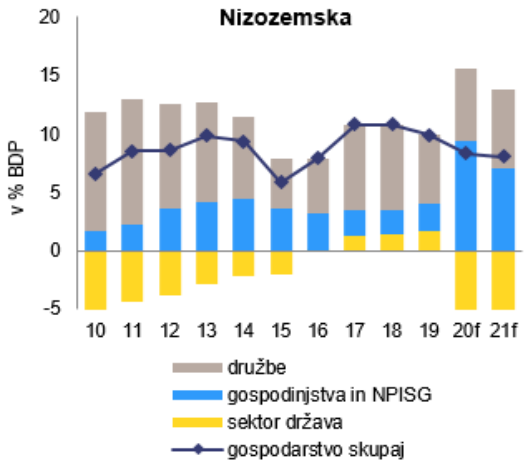
Priporočila za posamezne države, relevantna za postopek v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem, izdana v letih 2019 in 2020, so na splošno povezana z naložbami, dohodki gospodinjstev, pokojninami, zadolženostjo zasebnega sektorja in trgom stanovanjskih nepremičnin. Poleg utemeljenih politik za obvladovanje pandemije se ukrepi, sprejeti leta 2020 za odpravo neravnotežij, nanašajo na pokojninski sistem, naložbe v stanovanjske nepremičnine, zmanjšanje zadolženosti gospodinjstev in ustanovitev agencije Invest-NL.

Realna rast BDP naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 po napovedih znatno zmanjšala, in sicer z 1,7 % v letu 2019 na –5,3 % v letu 2020. Realna rast naj bi v letu 2021 po napovedih znašala 2,2 %, kar pomeni, da bo nominalna raven BDP v višini 0,1 % nižja kot v letu 2019.

Več pomembnih dogodkov je mogoče povzeti na naslednji način:

- **Presežek na tekočem računu** se je zmanjšal z 10,8 % BDP v letu 2018 na 9,9 % v letu 2019 in naj bi se po pričakovanjih zmerno zmanjševal tudi v letu 2020. Kot posledica krize zaradi COVID-19 je sektor države zabeležil izrazito negativno stanje neto prihrankov, vendar se bo to verjetno v veliki meri izravnalo z nadaljnjim povečanjem presežka prihrankov gospodinjstev in podjetij. Na splošno se pričakuje, da bo presežek na tekočem računu ostal visok in precej nad temeljnimi merili.

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



Vir: Ameco

- **Zadolženost zasebnega sektorja**, ki je leta 2019 znašala približno 230 % BDP, je pred krizo zaradi COVID-19 beležila upadajoč trend. **Dolg podjetij** temelji predvsem na dolgu znotraj skupin multinacionalnih podjetij. **Zadolženost gospodinjstev**, ki je leta 2019 znašala 100 % BDP, je v glavnem povezana z velikodušno davčno obravnavo hipotekarnih posojil in neoptimalnim delovanjem najemniškega trga. Delež zadolženosti gospodinjstev naj bi se od leta 2020 spet povečal. Povečanje brezposelnosti lahko zmanjša sposobnost gospodinjstev za odplačevanje v prihodnosti. **Cene stanovanjskih nepremičnin** so se leta 2019 zvišale za 4,8 %, kar kaže na precenitev.
- **Bančni sistem** je dobro kapitaliziran z nizko stopnjo nedonosnih posojil in je dobičkonosen. **Javni dolg** naj bi se v letu 2020 povečal na približno 64 % BDP, v letih po tem pa bi se lahko še povečal.
- **Trg dela** je bil že pred krizo rekordno tesen. Vendar se naj bi razmere na trgu dela zaradi krize izrazito poslabšale, kar bo najbolj prizadelo zlasti tiste, ki so na trgu dela v manj ugodnem položaju.

Nizozemska je vstopila v krizo zaradi COVID-19 z dolgoletnim velikim presežkom domačih prihrankov, ki ga spremljajo visoke ravni dolga zasebnega sektorja. Po krizi naj bi se presežek prihrankov nekoliko zmanjšal, vendar naj bi ostal visok, medtem ko naj bi se deleži dolga zasebnega sektorja povečali. Na

splošno se Komisiji zdi koristno, tudi ob upoštevanju neravnotežij, ugotovljenih februarja, da nadalje prouči obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.

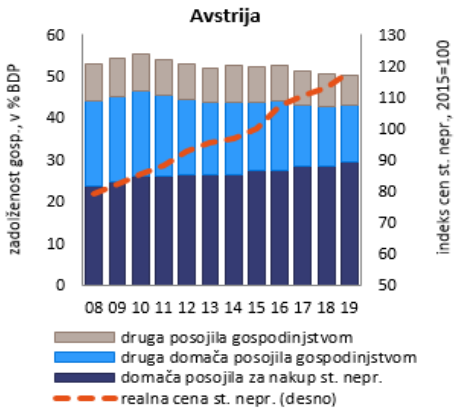
AVSTRIJA: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Avstrijo niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja. V posodobljeni preglednici, ki vključuje podatke do leta 2019, kazalnik javnega dolga presega okvirni prag.

Realna rast BDP naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 po napovedih znatno zmanjšala, in sicer z 1,4 % v letu 2019 na –7,1 % v letu 2020. Realna rast naj bi v letu 2021 po napovedih znašala 4,1 %, kar pomeni, da bo nominalna raven BDP v višini 0,6 % višja kot v letu 2019.

Več pomembnih dogodkov je mogoče povzeti na naslednji način:

- **Zunanje ranljivosti** ostajajo omejene. Presežek na tekočem računu se je v letu 2019 povečal na skoraj 3 % BDP, vendar naj bi se v letu 2020 nekoliko zmanjšal. Rast stroškov dela na enoto se je v letu 2019 zmerno povečala, vendar ostaja razmeroma omejena. Za leto 2020 je napovedana omejena upočasnitev rasti plač, tudi zato, ker so pogajanja o plačah za pomembne gospodarske sektorje potekala pred izbruhom krize.

*Graf A20: **Zadolženost gospodinjstev in indeks cen st. nepr.***



Vir: Eurostat in ECB

- **Zadolženost zasebnega sektorja** se je še naprej zmanjševala, saj je delež zadolženosti gospodinjstev ostal stabilen, nefinančne družbe pa so se v letu 2019 zmerno razdolževale. Vendar se pričakuje, da se bosta v letu 2020 oba deleža povečala, predvsem zaradi zmanjšanja BDP kot posledice krize zaradi COVID-19. To naj bi se v letu 2021 delno obrnilo zaradi predvidenega okrevanja gospodarstva.
- **Realne cene stanovanjskih nepremičnin** so še naprej naraščale in njihova rast se je v letu 2019 spet nekoliko pospešila, pri čemer so se povečali nekateri znaki precenjenosti. Vendar se pričakuje, da bo prišlo v letu 2021 do določenega popravka cen. Zdi se, da ta povišanja cen ne temeljijo na posojilih, vendar jih je treba kljub temu spremljati.
- Na splošno je **bančni sektor** v dobrem položaju, da pomaga ublažiti posledice krize. Delež nedonosnih posojil se je v letu 2019 še zmanjšal na nekoliko nad 2 %. Tudi **javni dolg** se je še naprej zmanjševal, in sicer zaradi močne gospodarske rasti in likvidacije sredstev iz nacionaliziranih finančnih institucij, ki je še v teku. Vendar naj bi se zaradi krize v letu 2020 povečal na približno 84 % BDP, kar je skoraj 14 odstotnih točk nad ravnjo iz leta 2019.
- Izboljšane makroekonomske razmere so prispevale k nadaljnjemu izboljšanju **trga dela**, čeprav naj bi se brezposelnost v letu 2020 zaradi krize povečala.

Avstrija je vstopila v krizo zaradi COVID-19 brez ugotovljenih makroekonomskih neravnotežij, čeprav so obstajale nekatere ranljivosti, povezane s trgom stanovanjskih nepremičnin. Zaradi krize se rast cen stanovanjskih nepremičnin umirja, javni dolg pa se povečuje. Na splošno se Komisiji na tej stopnji ne zdi potrebno izvajati nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

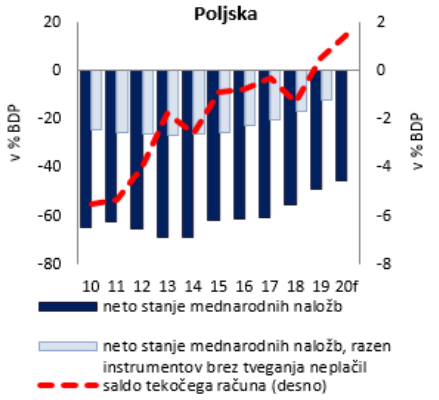
POLJSKA: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Poljsko niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja. V posodobljeni preglednici, ki vključuje podatke do leta 2019, kazalnika neto stanja mednarodnih naložb in rasti cen stanovanjskih nepremičnin presegata okvirni prag.

Realna rast BDP naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 po napovedih znatno zmanjšala, in sicer s 4,5 % v letu 2019 na –3,6 % v letu 2020. Realna rast naj bi v letu 2021 po napovedih znašala 3,3 %, kar pomeni, da bo nominalna raven BDP v višini 5 % višja kot v letu 2019.

Več pomembnih dogodkov je mogoče povzeti na naslednji način:

- **Zunanje ranljivosti** ostajajo omejene, saj se je neto stanje mednarodnih naložb do leta 2019 postopoma izboljševalo, čeprav je bilo negativno. Poleg tega ga sestavlja predvsem akumulirano stanje neposrednih tujih naložb in precejšen del prilivov neposrednih tujih naložb izhaja iz reinvestiranih dobičkov. Neto stanje mednarodnih naložb naj bi se v letu 2020 po napovedih nekoliko izboljšalo, in sicer na 49 % BDP, v letu 2021 pa naj bi se še naprej izboljševalo, čeprav počasneje. Na tekočem računu je bilo v letu 2019 zabeleženo pozitivno stanje, presežki pa se pričakujejo tudi v letih 2020 in 2021.

*Graf A21: **Neto stanje medn. naložb in saldo tekočega računa***



Vir: službe Komisije

- **Zadolženost zasebnega sektorja** ostaja pod previdnostnimi pragovi in se je v letu 2019 zmanjšala. Po pričakovanjih naj bi v letu 2020 ostala nespremenjena.
- **Cene stanovanjskih nepremičnin** so v letu 2019 rasle pospešeno, enako pa velja tudi za rast hipotekarnih posojil. Rast cen stanovanjskih nepremičnin je leta 2019 dosegla skoraj 7 %, vendar naj bi se v obdobju 2020–2021 upočasnila. Tveganja ostajajo omejena in ni veliko znakov precenitve.
- **Bančni sektor** je na splošno v dobrem položaju, da pomaga ublažiti posledice krize. Poleg tega se je delež nedonosnih posojil v letu 2019 zmanjšal, sicer na še vedno razmeroma visoko raven približno 6 %, ki pa se lahko kot posledica krize zaradi COVID-19 v prihodnje poveča. **Javni dolg** se je v letu 2019 dodatno zmanjšal, vendar naj bi se glede na ukrepe za obvladovanje pandemije in krčenje BDP v letu 2020 povečal za 11 odstotnih točk, s čimer bi se približal 60 % BDP.
- Ugodna makroekonomska gibanja v letu 2019 so prispevala k nadaljnjemu izboljšanju razmer na **trgu dela**, pri čemer je bila stopnja brezposelnosti rekordno nizka. Vendar se bo kot posledica krize zaradi COVID-19 v obdobju 2020–2021 verjetno povečala.

Poljska je vstopila v krizo zaradi COVID-19 brez ugotovljenih makroekonomskih neravnotežij, čeprav so zaradi negativnega neto stanja mednarodnih naložb obstajala omejena tveganja. V času krize je zunanji položaj ostal stabilen. Na splošno se Komisiji na tej stopnji ne zdi potrebno izvajati nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

PORTUGALSKA: Komisija je februarja 2020 ugotovila, da na Portugalskem obstajajo makroekonomska neravnotežja, zlasti v zvezi z velikim obsegom neto zunanjih obveznosti, dolgom zasebnega sektorja in javnim dolgom ter velikim deležem nedonosnih posojil ob nizki rasti produktivnosti. V posodobljeni preglednici, ki vključuje podatke do leta 2019, kazalniki neto stanja mednarodnih naložb, rasti cen stanovanjskih nepremičnin, dolga zasebnega sektorja in javnega dolga presegajo okvirni prag.

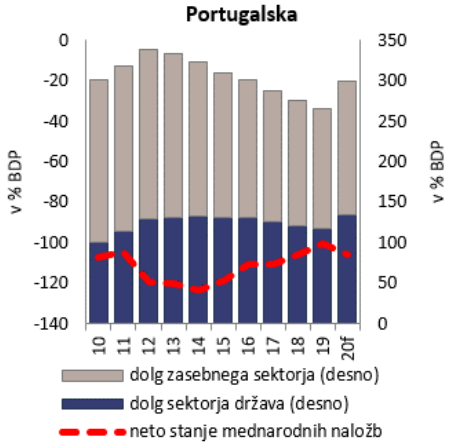
Priporočila za posamezne države, relevantna za postopek v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, ki so bila izdana v letih 2019 in 2020, so na splošno povezana s fiskalno-strukturnimi politikami, poslovnim okoljem in nedonosnimi posojili. Poleg utemeljenih politik za obvladovanje pandemije se ukrepi, sprejeti leta 2020 za odpravo neravnotežij, nanašajo na izobraževanje ter znanja in spretnosti, digitalizacijo in upravno sodstvo.

Realna rast BDP naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 po napovedih znatno zmanjšala, in sicer z 2,2 % v letu 2019 na –9,3 % v letu 2020. Realna rast naj bi v letu 2021 po napovedih znašala 5,4 %, kar pomeni, da bo nominalna raven BDP v višini 1,1 % nižja kot v letu 2019.

Več pomembnih dogodkov je mogoče povzeti na naslednji način:

- **Zunanja vzdržnost** ostaja občutljiva na visoko neto stanje zunanjih obveznosti države in negativne posledice pandemije COVID-19 za zunanji turizem. Stanje na tekočem računu, ki je bilo v letu 2019 na splošno uravnoteženo, naj bi se v letu 2020 nekoliko poslabšalo. Negativno neto stanje mednarodnih naložb naj bi se v letu 2020 povečalo, čeprav razmeroma počasi.

Graf A22: Neto stanje medn. naložb, zasebni in javni dolg



Vir: Eurostat

- **Dolg zasebnega sektorja** se je v letu 2019 še naprej zmanjševal in dosegel skoraj 150 % BDP, vendar naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 spet povečal. **Podjetniški sektor** se sooča z likvidnostnimi pritiski, vzpostavljene pa so bile sheme kreditnih jamstev. Kljub stalnemu upadanju je bil obseg nedonosnih posojil ob začetku krize zaradi COVID-19 razmeroma velik, solventnostna tveganja pa se bodo verjetno povečala, ko bodo prenehali veljati moratoriji za odplačila posojil. Delež **zadolženosti gospodinjstev** v BDP, ki je že velik, naj bi se v letu 2020 s krčenjem BDP povečal, medtem ko se je stopnja varčevanja gospodinjstev močno povečala.
- **Realna rast cen stanovanjskih nepremičnin** je štiri leta zapored do leta 2019 presegala okvirni prag, kar kaže na vse večje znake precenjenosti. Vendar se v obdobju 2020–2021 pričakuje strm upad stopenj rasti zaradi manjšega povpraševanja na trgu in povečanega obsega gradenj.
- **Javni dolg** je visok in je kljub stalnemu zmanjševanju v letu 2019 dosegel 117 % BDP. Vendar se zaradi ukrepov za obvladovanje pandemije in krčenja BDP za leto 2020 napoveduje povečanje za 18 odstotnih točk.

Portugalska je vstopila v krizo zaradi COVID-19 z ranljivostmi, povezanimi z velikim obsegom dolga ob nizki rasti produktivnosti. V času krize so se deleži dolga v vseh sektorjih povečali. Na splošno se

Komisiji zdi koristno, tudi ob upoštevanju neravnotežij, ugotovljenih februarja, da nadalje prouči obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.

ROMUNIJA: Komisija je februarja 2020 ugotovila, da v Romuniji obstajajo makroekonomska neravnotežja, zlasti v zvezi z izgubami stroškovne konkurenčnosti, slabšanjem zunanjega položaja in vse večjim primanjkljajem na tekočem računu ob ekspanzivni fiskalni politiki in nepredvidljivem poslovnem okolju. V posodobljeni preglednici, ki vključuje podatke do leta 2019, kazalniki primanjkljaja na tekočem računu, neto stanja mednarodnih naložb in rasti stroškov dela na enoto presegajo okvirni prag.

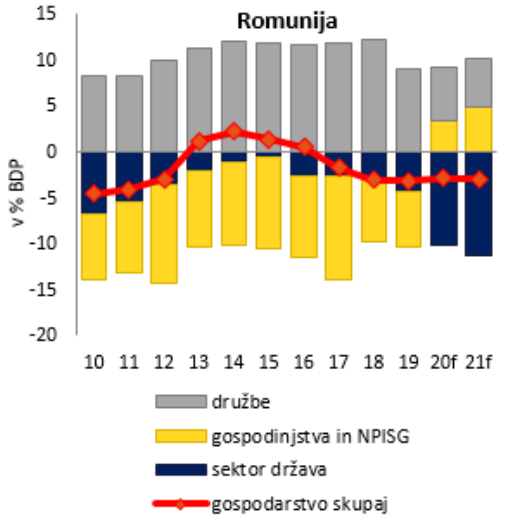
Priporočila za posamezne države, relevantna za postopek v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, ki so bila izdana v letih 2019 in 2020, so na splošno povezana s fiskalnimi politikami, finančno stabilnostjo, stroškovno konkurenčnostjo in poslovnim okoljem. Poleg utemeljenih politik za obvladovanje pandemije se ukrepi, sprejeti leta 2020 za odpravo neravnotežij, nanašajo predvsem na bančni sektor in v manjši meri na mehanizem za določitev minimalne plače.

Realna rast BDP naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 po napovedih znatno zmanjšala, in sicer s 4,2 % v letu 2019 na –5,2 % v letu 2020. Realna rast naj bi v letu 2021 po napovedih znašala 3,3 %, kar pomeni, da bo nominalna raven BDP v višini 3,6 % višja kot v letu 2019.

Več pomembnih dogodkov je mogoče povzeti na naslednji način:

- **Zunanja vzdržnost** ostaja ranljiva, saj se negativno neto stanje mednarodnih naložb v letu 2019 ni dodatno izboljšalo, temveč se je zgolj stabiliziralo, in sicer pri približno –44 % BDP. Neto stanje mednarodnih naložb naj bi v letu 2020 po napovedih ostalo na približno enaki ravni Primanjkljaj na tekočem računu se je v letu 2019 poslabšal na skoraj 5 % BDP in naj bi v letih 2020 in 2021 ostal znaten.
- Nominalna rast **stroškov dela na enoto** je v letu 2019 ostala visoka zaradi tesnega trga dela. Upočasnitev rasti plač kot posledica krize zaradi COVID-19 bo verjetno zmanjšala pritiske na stroškovno konkurenčnost, čeprav je kopičenje delovne sile povzročilo dodatno povečanje rasti stroškov dela na enoto v letu 2020.

Graf A23: Neto posojanje/izposojanje po sektorjih



Vir: Ameco

- Delež **javnega dolga** v BDP naj bi se v letu 2020 povečal za več kot 11 odstotnih točk na približno 47 % BDP, kar odraža učinek krize, pa tudi predhodno uzakonjena trajna povečanja tekoče porabe. Javni dolg naj bi se v letu 2021 še naprej izrazito povečal. Poleg tega je njegov razmeroma velik delež denominiran v tuji valuti in zato izpostavljen valutnim tveganjem. Nepredvidljivost politike je bila v letih 2019 in 2020 še vedno zaskrbljujoča, zlasti v povezavi z zakonodajo, ki vpliva na vzdržnost javnih financ.
- Dobičkonosnost **bančnega sektorja** se od leta 2019 zmanjšuje, vendar je precej nad povprečjem EU. Čeprav se je delež nedonosnih posojil v začetku leta 2020 zmanjšal pod 4 % in naj bi leta 2020 ostal zmeren, bi se lahko kot posledica krize zaradi COVID-19 povečal. Dolg zasebnega sektorja je ostal nizek, vendar naj bi se v letu 2020 po napovedih zmerno povečal.

Romunija je vstopila v krizo zaradi COVID-19 z ranljivostmi, povezanimi z zunanjim in javnim dolgom, stroškovno konkurenčnostjo in nepredvidljivim poslovnim okoljem. V času krize so se deleži dolga izrazito povečali, fiskalni položaj pa se je poslabšal. Na splošno se Komisiji zdi koristno, tudi ob

upoštevanju neravnotežij, ugotovljenih februarja, da nadalje prouči obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.

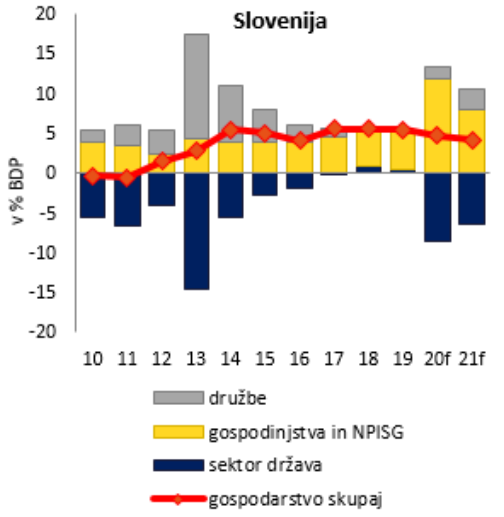
SLOVENIJA: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Slovenijo niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja. V posodobljeni preglednici, ki vključuje podatke do leta 2019, kazalnik javnega dolga presega okvirni prag.

Realna rast BDP naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 po napovedih znatno zmanjšala, in sicer s 3,2 % v letu 2019 na –7,1 % v letu 2020. Realna rast naj bi v letu 2021 po napovedih znašala 5,1 %, kar pomeni, da bo nominalna raven BDP v višini 1,3 % višja kot v letu 2019.

Več pomembnih dogodkov je mogoče povzeti na naslednji način:

- **Presežek na tekočem računu** je v letu 2019 ostal visok in je znašal skoraj 6 % BDP. Presežek odraža močno varčevanje gospodinjstev. V letih 2020 in 2021 naj bi se presežek postopoma zmanjševal. V letu 2019 so naložbe ostale na splošno na ravni prejšnjega leta in ostajajo nizke v primerjavi s preteklimi povprečji. Neto stanje mednarodnih naložb je zmerno negativno. Rast stroškov dela na enoto se je v letu 2019 povečala.
- **Javni dolg** se je v letu 2019 še naprej zmanjševal in dosegel približno 66 % BDP, vendar naj bi se zaradi ukrepov kriznega odzivanja in upada gospodarske rasti v letu 2020 povečal na približno 82 % BDP. Poleg tega predvideni stroški staranja prebivalstva še naprej pritiskajo na srednje- in dolgoročno fiskalno vzdržnost.

Graf A24: Neto posojanje/izposojanje po sektorjih



Vir: Ameco

- **Dolg zasebnega sektorja** se je v letu 2019 dodatno zmanjšal, medtem ko je kreditni tok v zasebni sektor ostal pozitiven. **Rast cen stanovanjskih nepremičnin** se je v letu 2019 zmanjšala pod prag in naj bi se v obdobju 2020–2021 kot posledica krize zaradi COVID-19 še zmanjšala. **Bančni sektor** je vstopil v krizo v razmeroma močnem položaju z maloobsežnimi nedonosnimi posojili in manjšim finančnim vzvodom, kar naj bi omejilo učinek krize v sektorju.
- **Trg dela** se je v letu 2019 še izboljšal, pri čemer je bila stopnja delovne aktivnosti najvišja dotlej, brezposelnost pa zelo nizka. Po pričakovanjih naj bi se stanje v letu 2020 poslabšalo.

Slovenija je vstopila v krizo zaradi COVID-19 v trdnem položaju brez makroekonomskih neravnotežij, čeprav sta fiskalna vzdržnost in gibanje cen stanovanjskih nepremičnin nakazovala omejena tveganja. Zaradi krize naj bi se raven javnega dolga po napovedih povečala, toda ohranil naj bi se močni presežek na tekočem računu. Na splošno se Komisiji na tej stopnji ne zdi potrebno izvajati nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

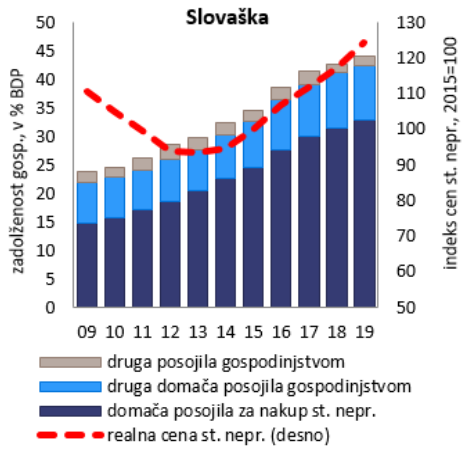
SLOVAŠKA: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Slovaško niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja. V posodobljeni preglednici, ki vključuje podatke do leta 2019, kazalniki neto stanja mednarodnih naložb, rasti stroškov dela na enoto in rasti cen stanovanjskih nepremičnin presegajo okvirni prag.

Realna rast BDP naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 po napovedih znatno zmanjšala, in sicer z 2,3 % v letu 2019 na –7,5 % v letu 2020. Realna rast naj bi v letu 2021 po napovedih znašala 4,7 %, kar pomeni, da bo nominalna raven BDP v višini 0,6 % višja kot v letu 2019.

Več pomembnih dogodkov je mogoče povzeti na naslednji način:

- **Zunanje ranljivosti** kljub izboljšavam ostajajo zaskrbljujoče. Koncentracija izvoza in vključevanje v globalne vrednostne verige ostajata visoka. Neto stanje mednarodnih naložb, čeprav je bilo leta 2019 močno negativno, in sicer –66 %, se je v letu 2019 postopoma izboljšalo. Po napovedih naj bi se v letih 2020 in 2021 poslabšalo. Tveganja so omejena, saj je velik del zunanjih obveznosti povezan z neposrednimi tujimi naložbami. Primanjkljaj na tekočem računu se je v letu 2019 povečal in naj bi po napovedih v letu 2020 še narasel.

*Graf A25: **Zadolženost gospodinjstev in indeks cen st. nepr.***



Vir: Eurostat in ECB

- Pozornost je treba nameniti razvoju **stroškovne konkurenčnosti**, saj so se stroški dela na enoto od leta 2017 vztrajno povečevali, k čemur je prispevala močna rast plač ob utesnjevanju trga dela in širšem približevanju povprečju EU. V preteklih letih je bila zabeležena rahla apreciacija realnih efektivnih deviznih tečajev. Pritiski na stroškovno konkurenčnost bi se lahko v letih 2020 in 2021 kot posledica krize zaradi COVID-19 in zajezitve rasti plač zmanjšali.
- **Zadolženost zasebnega sektorja** in zlasti zadolženost gospodinjstev se že več let povečujeta, vendar se hitrost rasti zmanjšuje. Zadolženost gospodinjstev ostaja pod previdnostno ravnjo, vendar presega raven, ki jo kažejo temelji, in je visoka v primerjavi z drugimi državami EU v regiji.
- Rast **cen stanovanjskih nepremičnin** je bila hitra in je leta 2019 znašala več kot 6 %. Trg stanovanjskih nepremičnin kaže nekaj znakov precenjenosti in prispeva k povečevanju zadolženosti gospodinjstev. Vendar naj bi se rast cen stanovanjskih nepremičnin v obdobju 2020–2021 upočasnila. To podpirajo tudi makrobonitetni ukrepi, ki jih je sprejela nacionalna banka, in upad realnih dohodkov v letu 2020.
- **Bančni sektor** je dobro kapitaliziran, dobičkonosnost pa je okrog povprečja euroobmočja. Delež nedonosnih posojil se je v zadnjih letih izrazito zmanjšal in je pod povprečjem EU, vendar bi se lahko zaradi krize težave pri servisiranju posojil povečale. Zaradi učinka krize se bo delež javnega dolga v letu 2020 povečal na več kot 60 % BDP.

Slovaška je vstopila v krizo zaradi COVID-19 brez ugotovljenih makroekonomskih neravnotežij, čeprav so zaradi zunanje vzdržnosti, domačih pritiskov na cene in odvisnosti od avtomobilske industrije obstajala omejena tveganja. Zaradi krize so se domači pritiski na cene ublažili, zunanji položaj pa se je nekoliko poslabšal. Na splošno se Komisiji na tej stopnji ne zdi potrebno izvajati nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

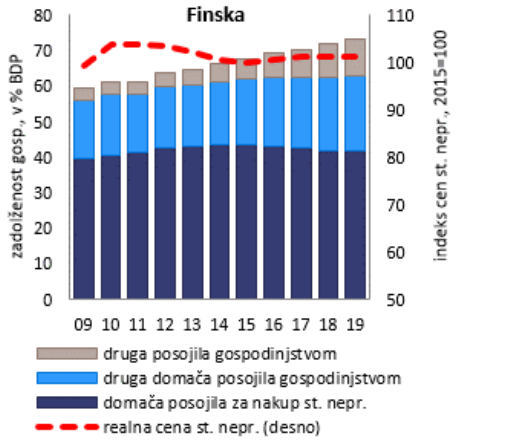
FINSKA: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Finsko ni bilo ugotovljeno makroekonomsko neravnotežje. V posodobljeni preglednici, ki vključuje podatke do leta 2019, kazalnik dolga zasebnega sektorja presega okvirni prag.

Realna rast BDP naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 po napovedih znatno zmanjšala, in sicer z 1,1 % v letu 2019 na –4,3 % v letu 2020. Realna rast naj bi v letu 2021 po napovedih znašala 2,9 %, kar pomeni, da bo nominalna raven BDP v višini 1,7 % višja kot v letu 2019.

Več pomembnih dogodkov je mogoče povzeti na naslednji način:

- **Na zunanji strani** se je trenutni primanjkljaj na tekočem računu zmanjšal, medtem ko je bilo zabeleženo pozitivno neto stanje mednarodnih naložb. Vendar se pričakuje, da se bo primanjkljaj na tekočem računu v letu 2020 povečal z upadom zunanjega povpraševanja. Deleži na izvoznih trgih so okrevali že četrto leto zapored, s čimer so se skupne pretekle izgube še bolj izravnale. Stroški dela na enoto so se povečali, vendar so se z depreciacijo realnega efektivnega deviznega tečaja zmanjšala tveganja za stroškovno konkurenčnost.

*Graf A26: **Zadolženost gospodinjstev in indeks cen st. nepr.***



Vir: Eurostat in ECB

- Deleža dolga **nefinančnih družb** in zadolženosti **gospodinjstev** v BDP sta ostala velika in sta se rahlo povečala na približno 82 % oziroma 66 %. Ugodni posojilni pogoji in nizke obrestne mere so v letu 2019 pospešili rast posojil. Medtem ko je zadolženost gospodinjstev nad previdnostno in temeljno ravnjo, je servisiranje dolga zelo nizko, vendar so skoraj vsa nova hipotekarna posojila sklenjena s spremenljivo obrestno mero. Po pričakovanjih naj bi se kot posledica ukrepov v zvezi s pandemijo COVID-19 in krčenja BDP ravni dolga v letu 2020 še povečale.
- **Finančni sektor** je še vedno dobro kapitaliziran, tveganja za finančno stabilnost pa so omejena kljub precejšnji čezmejni izpostavljenosti, zlasti do drugih nordijskih držav, in sicer zaradi razmeroma velike odvisnosti od medbančnega financiranja in selitve sedeža velike regionalne banke na Finsko. Kriza bi lahko privedla do povečanja deleža nedonosnih posojil, vendar se pričakuje, da bo ta ostal zelo nizek.
- **Javni dolg** se je leta 2019 dodatno znižal pod prag, saj je bila rast BDP še vedno hitrejša od rasti dolga. Vendar naj bi se javni dolg v letu 2020 povečal za več kot 10 odstotnih točk na približno 70 % BDP, kar odraža resnost recesije in fiskalni odziv vlade na krizo. Po napovedih naj bi se v letu 2021 zmerno povečal.
- Rezultati na **trgu dela** so se v letu 2019 še naprej izboljševali, pri čemer sta se stopnji brezposelnosti in dolgotrajne brezposelnosti znižali. V sedanjih razmerah naj bi stopnja brezposelnosti v letu 2020 po napovedih narasla na 7,9 %, v letu 2021 pa se nekoliko zmanjšala.

Finska je v krizo zaradi COVID-19 vstopila z ranljivostmi, povezanimi z dolgom zasebnega sektorja. Zaradi krize se delež dolga zasebnega sektorja povečuje, vendar tveganja ostajajo omejena. Na splošno se Komisiji na tej stopnji ne zdi potrebno izvajati nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

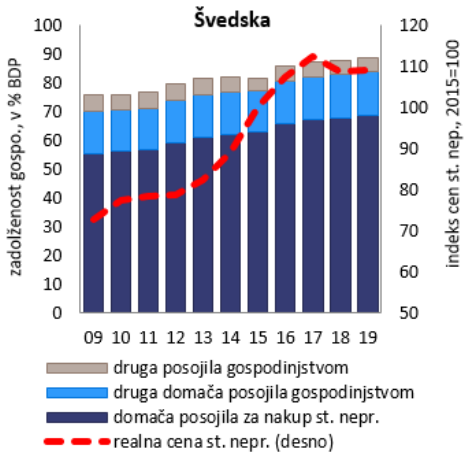
ŠVEDSKA: Komisija je februarja 2020 ugotovila, da na Švedskem obstajajo makroekonomska neravnotežja, zlasti v zvezi s precenjenostjo stanovanjskih nepremičnin in nadaljnjim povečanjem zadolženosti gospodinjstev. V posodobljeni preglednici, ki vključuje podatke do leta 2019, kazalnik dolga zasebnega sektorja presega okvirni prag.

Priporočila za posamezne države, relevantna za postopek v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, izdana leta 2019, so na splošno povezana z delovanjem trga stanovanjskih nepremičnin in zadolženostjo zasebnega sektorja. Poleg utemeljenih politik za obvladovanje pandemije se ukrepi, sprejeti leta 2020 za odpravo neravnotežij, nanašajo na najemni trg stanovanjskih nepremičnin.

Realna rast BDP naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 po napovedih znatno zmanjšala, in sicer z 1,3 % v letu 2019 na –3,4 % v letu 2020. Realna rast naj bi v letu 2021 po napovedih znašala 3,3 %, kar pomeni, da bo nominalna raven BDP v višini 2,8 % višja kot v letu 2019.

Več pomembnih dogodkov je mogoče povzeti na naslednji način:

Graf A27: ***Zadolženost gospodinjstev in indeks cen st. nepr.***



Vir: Eurostat in ECB

- **Zunanji položaj** ostaja trden. Presežek na tekočem računu se je v letu 2019 povečal na več kot 4 % BDP, medtem ko se je že tako pozitivno neto stanje mednarodnih naložb izrazito povečalo. V letu 2020 naj bi presežek na tekočem računu ostal na podobni ravni.
- Konsolidirani **dolg zasebnega sektorja** je v letu 2019 dosegel novo najvišjo vrednost 204 % BDP, pri čemer sta dolg nefinančnih družb in zadolženost gospodinjstev presegla previdnostne pragove. **Zadolženost gospodinjstev** se je povečala na rekordnih 89 % BDP. Hipotekarna posojila gospodinjstvom so v prvi polovici leta 2020 še naprej rasla kljub močnemu krčenju gospodarske aktivnosti. Povečanje brezposelnosti lahko zmanjša sposobnost gospodinjstev za odplačevanje v prihodnosti.
- **Cene stanovanjskih nepremičnin** so se po znižanju ob koncu leta 2017 od leta 2018 spet začele zviševati in tudi kriza zaradi COVID-19 praktično ni povzročila prekinitve rasti. Cene stanovanjskih nepremičnin ostajajo na splošno visoke, pri čemer obstajajo tveganja zaradi precenitve. Cene stanovanjskih nepremičnin in zadolženost gospodinjstev zvišujejo ugodna davčna obravnava lastništva stanovanjskih nepremičnin, zelo nizke hipotekarne obrestne mere, posebni vidiki hipotekarnega trga in omejitve na strani ponudbe.
- Delež **javnega dolga** naj bi se v letu 2020 znatno povečal, nato pa se leta 2021 stabiliziral še vedno precej pod pragom 60 % BDP. **Finančni sektor** je vstopil v krizo s trdnim začetnim položajem in je imel koristi od podpornih ukrepov v začetnem obdobju, ki so jih izvajali zlasti monetarni organi. V odziv na krizo so bili makrobonitetni predpisi začasno omiljeni.
- Podporni ukrepi politike, kot so začasni instrumenti za brezposelnost, so pomagali ublažiti učinek na **trg dela**. Kljub temu se pričakuje, da se bo brezposelnost v letu 2020 povečala na 8,8 %.

Švedska je v krizo zaradi COVID-19 vstopila z ranljivostmi, povezanimi s trgom stanovanjskih nepremičnin in dolgom zasebnega sektorja. V času krize še vedno obstajajo ranljivosti, povezane z zadolženostjo gospodinjstev, hipotekarnimi krediti in cenami stanovanjskih nepremičnin. Na splošno se

Komisiji zdi koristno, tudi ob upoštevanju neravnotežij, ugotovljenih februarja, da nadalje prouči obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.

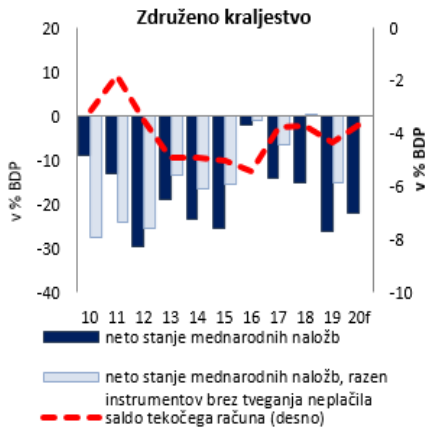
ZDRUŽENO KRALJESTVO: V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Združeno kraljestvo niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja. V posodobljeni preglednici, ki vključuje podatke do leta 2019, kazalnika dolga zasebnega sektorja in javnega dolga presegata okvirni prag.

Realna rast BDP naj bi se kot posledica krize zaradi COVID-19 po napovedih znatno zmanjšala, in sicer z 1,3 % v letu 2019 na –10,3 % v letu 2020. Realna rast naj bi v letu 2021 po napovedih znašala 3,3 %, kar pomeni, da bo nominalna raven BDP v višini 3,9 % nižja kot v letu 2019.

Več pomembnih dogodkov je mogoče povzeti na naslednji način:

- **Zunanje ranljivosti** so se povečale zaradi znatnega primanjkljaja na tekočem računu in slabšanja neto stanja mednarodnih naložb. Primanjkljaj na tekočem računu se je v letu 2019 povečal na več kot 4 % BDP, zaradi česar je bilo Združeno kraljestvo izpostavljeno potrebam po zunanjem financiranju. Saldo tekočega računa naj bi se po napovedih v prihodnjih letih nekoliko zmanjšal. Neto stanje mednarodnih naložb se je v letu 2019 dodatno poslabšalo, in sicer na –26 % BDP, ter je zdaj precej pod ravnjo, pričakovano glede na osnovne temelje, vendar še vedno nad previdnostno ravnjo. V prihodnje naj bi se neto stanje mednarodnih naložb ustalilo na približno tej ravni.

Graf A28: Neto stanje medn. naložb in saldo tekočega računa



Vir: službe Komisije

- **Dolg zasebnega sektorja** se je v letu 2019 nekoliko zmanjšal. Zlasti je visoka zadolženost gospodinjstev, ki ostaja nad previdnostnimi pragovi ter jo je treba spremljati, predvsem glede na pričakovani negativni učinek pandemije na dohodek gospodinjstev. **Realne cene stanovanjskih nepremičnin** so se v letu 2019 znižale za 0,3 %. Čeprav so vladne politike v letu 2020 podpirale cene stanovanjskih nepremičnin, se lahko pričakujejo dodatne prilagoditve.
- **Javni dolg** ostaja nad pragom in naj bi se v letu 2020 povečal nad 100 % BDP zaradi vladnih ukrepov za obvladovanje posledic pandemije in krčenja BDP.
- **Bančni sektor** ostaja dobičkonosen in dobro kapitaliziran, nedonosna posojila pa so zelo maloobsežna. Vendar izpostavljenost finančnega sektorja komercialnim nepremičninam in učinek izstopa Združenega kraljestva iz enotnega trga EU in carinske unije ob koncu leta 2020 predstavljata tveganja.
- **Trg dela** je v letu 2019 ostal močan z visoko stopnjo zaposlenosti in rekordno nizko brezposelnostjo. Vendar se pričakuje, da bo pandemija že od leta 2020 močno negativno učinkovala na trg dela.

Združeno kraljestvo je vstopilo v krizo zaradi COVID-19 brez ugotovljenih makroekonomskih neravnotežij, čeprav je imelo težave na zunanji strani in so zaradi dolga zasebnega sektorja obstajala omejena tveganja. Zaradi krize naj bi se deleži dolga povečali, zunanje ranljivosti pa bodo še vedno prisotne. Na splošno Komisija ne bo izvedla nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.

Preglednica 1: Preglednica iz postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji 2019

	Zunanja neravnotežja in konkurenčnost					Notranja neravnotežja						Kazalniki zaposlenosti[1]		
Leto 2019	**Saldo tekočega računa v % BDP** (3-letno povprečje)	**Neto stanje mednarodnih naložb** (v % BDP)	**Realni efektivni devizni tečaj – 42 trgovinskih partneric, deflator HICP** (3-letna sprememba v %)	**Delež na izvoznih trgih – v % svetovnega izvoza** (5-letna sprememba v %)	**Indeks nominalnih stroškov dela na enoto (2010=100)** (3-letna sprememba v %)	**Indeks cen st. nepremičnin (2015=100), deflacioniran** (1-letna sprememba v %)	**Kreditni tok v zasebni sektor, konsolidiran** (v % BDP)	**Dolg zasebnega sektorja, konsolidiran** (v % BDP)	**Bruto dolg sektorja država** (v % BDP)	**Stopnja brezposelnosti** (3-letno povprečje)	**Obveznosti finančnega sektorja skupaj, nekonsolidirane** (1-letna sprememba v %)	**Stopnja delovne aktivnosti – v % celotnega preb., starostna skupina 15–64 let** (3-letna sprememba v o. t.)	**Stopnja dolgotrajne brezposelnosti – v % aktivnega preb., starostna skupina 15–74 let** (3-letna sprememba v o. t.)	**Stopnja brezposelnosti mladih – v % aktivnega preb., starostna skupina 15–24 let** (3-letna sprememba v o. t.)
Pragovi	–4 %/+6 %	–35 %	±5 % (EO) ±11 % (zunaj EO)	–6 %	9 % (EO) 12 % (zunaj EO)	6 %	14 %	133 %	60 %	10 %	16,5 %	–0.2 o. t.	0.5 o. t.	2 o. t.
BE	0,1	50,6	2,6	−3,1	5,3	2,5	3,8	179,1	98,1	6,2p	4,6	1,4	−1,7	−5,9
BG	2,5	−31,2	4,5	15,4	19,5z	4,0z	5,6	91,8	20,2	5,2	5,8	4,5	−2,1	−8,3
CZ	0,6	−20,3	8,7	5,1	14,4	6,2	3,1	80,8	30,2	2,4	5,6	1,7	−1,1	−4,9
DK	8	76,9	−0,2	2,6	1,4	1,5	11,4	221,2	33,3	5,3p	13,1	1,6p	−0,4	−2,1
DE	7,4	71,7	2,1	−1,1	7,9	4,3	5,4	105,4	59,6	3,4	7,3	1,3	−0,5	−1,3
EE	1,7	−21,4	6,2	2	19,9	4,4	3,8	97,8	8,4	5,2	12,5	1,4	−1,2	−2,3
IE	−1,6	−174,0	−1,4	71	−4,4	0	−9,1	202,4	57,4	5,8	15,5	0,6	−2,6	−4,3
EL	−2,1	−155,9	0,3	3,7	1,7z	6,5o	0,8z	109,9z	180,5	19,4	11,5	0,2	−4,8	−12,1
ES	2,3	−73,9	1,7	2,6	4,0z	4,1	1,3z	129,4z	95,5	15,5	0,9	−0,4	−4,2	−11,9
FR	−0,7	−22,9	1,6	−0,5	1,3z	2,3	8,0z	153,3z	98,1	9	7,5	0,3	−1,2	−4,9
HR	2,6	−50,3	1,5	22,5	4,7z	8,1	1,7z	91,2z	72,8	8,8	6,8	0,9	−4,2	−14,7
IT	2,7	−1,5	0,2	−2,6	3,2	−0,6	0,2	106,6	134,7	10,6	3,8	0,8	−1,1	−8,6
CY	−5,2	−122,3	−0,1	13,7	5,2z	2,6	2,7z	259,1z	94	8,9	3,9	2,6	−3,7	−12,5
LV	0,1	−41,7	3,7	3,6	17	5,8	1,5	67,1	36,9	7,5	4,6	1	−1,6	−4,9
LT	1,4	−24,1	3,7	16,8	16,4	4,9	3	55,1	35,9	6,5	4,1	2,5	−1,1	−2,6
LU	4,7	56,2	2	10,3	11,9	8	3,8	318,7	22	5,6	3,3	2	−0,9	−1,9
HU	0,7	−43,7	0,3	5,9	10,0z	12,8z	3,2z	66,6z	65,4	3,8	17,8	2,5	−1,3	−1,5
MT	5,1	54,6	1,3	18,1	8,5	4,0z	8,5	123,7	42,6	3,8	4,4	5,3	−1,5	−1,4
NL	10,5	90	2,4	0,7	5,9z	4,8	0,0z	234,0z	48,7	4	6,1z	1,2	−1,5	−4,1
AT	1,8	12,1	2,1	1,4	5,5	3,9	4,5	120,1	70,5	5	4,3	0,9	−0,8	−2,7
PL	−0,4	−49,4	2,8	25,1	9,2z	6,7	3,3	74	45,7	4	4,2	1,8	−1,5	−7,8
PT	0,5	−100,3	−0,4	8,5	7,6z	8,7	2,2z	149,2z	117,2	7,5	0	1,8	−3,4	−9,7
RO	−4,0	−43,5	0,2	17,9	24,5z	−1,7	2,0z	46,7z	35,3	4,3	10,4	3	−1,3	−3,8
SI	5,9	−15,4	1	16	8,4	4,8	0,8	68,7	65,6	5,4	9,9	3,6	−2,4	−7,1
SK	−2,3	−66,3	2,6	1,9	14,5	6,2	5	91,6	48,5	6,8	4,9o	0,8	−2,4	−6,1
FI	−0,9	3,6	0,2	4,6	0,8	0	7,6	147,5	59,3	7,6	7,6	2,4	−1,1	−2,9
SE	3,3	18,2	−8,3	−5,1	8,2	0,5	9,8	203,9	35,1	6,6p	10,6	0,8	−0,4	1,2
p.m.: UK	−3,9	−26,2	−2,9	−1,4	8,8	−0,3	2,8	154,7	85,4	4	3,3	0,8	−0,4	−1,8

Številke na obarvanem ozadju dosegajo prag ali ga presegajo. Oznake: p: prekinitev v časovni seriji podatkov, o: ocenjeno, z: začasni podatek.

1) Združeno kraljestvo je z 31 januarjem 2020 izstopilo iz Evropske unije na podlagi Sporazuma o izstopu Združenega kraljestva Velika Britanija in Severna Irska iz Evropske unije in Evropske skupnosti za atomsko energijo („Sporazum o izstopu“, UL C 384 I, 12.11.2019, str. 1), vendar se do konca prehodnega obdobja, ki se konča 31 decembra 2020, za Združeno kraljestvo in v njem še naprej uporablja pravo Unije. 2) Kazalniki zaposlenosti: glej stran 2 Poročila o mehanizmu opozarjanja za leto 2016. 3) Indeks cen stanovanjskih nepremičnin za EL, o = ocena, vir: nacionalna centralna banka. 4) Dolg zasebnega sektorja, kreditni tok v zasebni sektor, obveznosti finančnega sektorja skupaj: LU je revidiral merilo finančnih računov države. 5) V „obveznosti finančnega sektorja skupaj“ za SK, „izvedeni finančni instrumenti in delniške opcije za zaposlene“ (F.7) ne vključujejo „delniških opcij za zaposlene“. 6) Stopnja brezposelnosti, p = revizija metodologije raziskave za BE; p = izboljšanje zbiranja podatkov, uvedba tehnike računalniško podprtega spletnega anketiranja (CAWI) za DK.

Vir: Evropska komisija, Eurostat in Generalni direktorat za gospodarske in finančne zadeve (za realni efektivni devizni tečaj) in podatki Mednarodnega denarnega sklada, svetovni gospodarski obeti (za svetovne količine izvoza blaga in storitev)

Preglednica 2: Pomožni kazalniki, 2019

Leto 2019	Realni BDP (1-letna sprememba v %)	Bruto investicije v osnovna sredstva (v % BDP)	Bruto domači odhodki za raziskave in razvoj (v % BDP)	Tekoči + kapitalski račun (neto posojanje-izposojanje) (v % BDP)	Neto stanje mednarodnih naložb razen instrumentov brez tveganja neplačila (v %	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 napr ednimi gospodarstvi (5-letna sprememba v %)	Pogoji menjave (5-letna sprememba v %)	Obseg deleža na izvoznih trgih (1-letna sprememba v %)	Produktivnost dela (1-letna sprememba v %)	Bruto nedonosna posojila domačih in tujih subjektov (v % bruto posoji)	Stroškovna učinkovitost dela na enoto v primerjavi z EO (10-letna sprememba v %)	Indeks cen stanovanjskih nepremičnin (2015=100) - nominalni (3-letna sprememba v %)	Gradnja stanovanjskih nepremičnin (v % BDP)	Zadolženost gospodinjstev, konsolidirana (vključno z NPISG, v % BDP	Konsolidirani vzvod bančnega sektorja – domači in tuji subjekti (sredstva/lastniški kapital skupaj)
BE	1,7	24,2	n. p.	0,5	40,2	−5,3	168,1	−2,6	1,1	−4,8	1,2	−0,1	0,2	2,1z	0,3	10,9	6,2	61,2	13,4z
BG	3,7	18,7	0,8z	4,5	39,9	2,4	81,7	−2,9	1,7	13,4	8,9	2,8	3,3	6,5z	42,5	22,8z	2,8	23,3	8,2z
CZ	2,3	26,2	1,9z	0,2	29,7	3,7	78,1	−2,4	7,5	3,2	0,9	0,2	2,1	1,7z	9,0	32,4	4,5	31,8	12,1z
DK	2,8	22,0	3,0z	8,9	27,2	−2	54,3	−0,4	−2,5	0,8	−1,3	3,9	1,6	1,9z	−6,6	11,7	4,9	109,5	16,7z
DE	0,6	21,7	3,2o	7,1	51,3	1,9	46,6	−1,8	0,3	−2,9	3,3	−0,1	−0,3	1,2z	10,4	19,7	6,6	54,4	13,7z
EE	5,0	26,2	1,6z	3,2	31,2	9,3	96,7	−1,2	4,4	0,2	0,6	5,1	3,7	1,6z	22,2	19,6	4,9	37,6	7,5z
IE	5,6	45,6	0,8	−21,2	−285,4	−11,4	436,7	−1,2	−2,9	68,0	4,3	9,4	2,6	3,4z	−35,4	25,1	2,3	37,2	7,4z
EL	1,9z	10,1z	1,2z	−1,1	−135,3	2,4	23,8	−2,4z	−2	1,8	1,9z	3,7z	0,6z	35,5z	−17,8	8,0o	0,7z	54,3	10,9z
ES	2,0z	19,9z	1,1z	2,5	−46,8	1,0	67,7	−1,9z	0,0	0,8	−1,0z	1,2z	−0,3z	3,1z	−11,8	19,2	5,7z	56,9	13,5z
FR	1,5z	23,6z	n. p.	−0,6	−35,6	1,9	48,0	−1,8z	−0,1	−2,2	2,5z	0,8z	0,4z	2,5z	−1,4	9,7	6,4z	61,7	15,1z
HR	2,9z	21,0z	n. p.	4,7	−5,5	2,4	49,4	−2,9z	0,5	20,4	3,7z	5,7z	−0,2z	5,2z	−17,6	20,0	n. p.	34,6	7,5z
IT	0,3	18,1	1,5z	2,9	0,0	1,6	29,0	−2	−1,7	−4,3	4,2	−0,1	−0,2	6,7z	−2,4	−1,8	4,2	41,2	12,9z
CY	3,1z	19,4z	n. p.	−6,2	−159,5	103,5	1827,5	−4,0z	−2,5	11,7	0,7z	−1,5z	−0,1z	18,1z	−11,5	7,9	7,9z	89,5	12,8z
LV	2,1	22,2	0,6z	0,8	4,5	3,1	56,0	−2,7	2,8	1,8	6,7	1,0	2,1	3,9z	17,3	29,9	2,4	20,3	9,8z
LT	4,3	21,4	1,0z	5,2	4,8	2,9	44,0	−3,6	3,4	14,7	4,5	8,4	3,9	1,7z	16,8	24,9	2,9	23,0	14,5z
LU	2,3	16,9	n. p.	4,5	−3893,6	−446,6	6742,5	−3,2	1,0	8,3	−0,7	−0,3	−1,3	0,6z	8,5	24,5	3,4	65,9	15,0z
HU	4,6z	27,2z	1,5	1,6	−2,5	19,7	169,6	−3,8z	−0,6	4,0	0,0z	4,7z	3,3z	4,1z	15,3	50,0z	3,2z	18,4	9,6z
MT	4,9	21,6z	0,6z	5,6	246,3	27,5	1497,1	−6,4	−0,1	16,0	3,3	5,0	−0,8	3,2z	4,5	18,2z	4,9z	49,7	11,2z
NL	1,7z	21,0z	n. p.	9,9	−0,5	3,9	581,2	−0,8z	0,9	−1,1	1,9z	1,6z	−0,2z	1,8z	−1,7	26,3	5,0z	100,3z	16,1z
AT	1,4	24,7	3,2z	2,8	−1,1	−1,9	59,7	−2,2	1,1	−0,4	0,7	1,8	0,3	2,2z	5,5	16,6	4,7	49,5	11,2z
PL	4,5	18,5	1,3z	2,5	−12,5	2,4	46,4	−2,4	1,6	22,9	3,7	4,0	4,8z	6,1z	4,1	20,3	2,0	34,4	9,7z
PT	2,2z	18,2z	1,4z	0,9	−47,1	3,5	80,6	−2,5z	−1,6	6,6	4,1z	2,4z	1,4z	6,1z	−7,1	32,1	3,2z	63,6	10,8z
RO	4,2z	23,6z	n. p.	−3,4	−4,1	2,9	44,2	−1,7z	−1,2	15,8	4,7z	2,9z	4,2z	4,3z	30,7	15,8	2,4z	15,4	9,1z
SI	3,2	19,6	n. p.	5,2	1,6	3,1	39,7	−3,5	0,4	13,9	2,0	3,0	0,7	3,4z	−1,4	25,6	2,2	26,9	8,2z
SK	2,3	21,4	0,8	−2	−14,1	2,2	69,6	−3,1	1,9	0,1	−2	−0,3	1,3	2,9z	6,3	24,1	3,4	43,7	9,6z
FI	1,1	23,9	2,8z	−0,1	6,3	5,9	50,9	−1,7	−1,7	2,7	2,5	6,6	−0,5	1,4z	−3,1	3,7	7,2	66,0	16,6z
SE	1,3	24,5	3,4zo	4,2	−5	4,6	86,1	−1,1	−9,7	−6,7	−0,5	2,2	0,7	1,1z	5,8	8,3	4,6	88,6	17,9z
p.m.: UK	1,3	18,0	n. p.	−4,3	−15,1	0,8	80,5	−0,5	−4,4	−3,1	2,3	1,7	0,2	1,2z	9,2	9,1	4,0	84,1	16,0z

Oznake: o: ocenjeno, z: začasni podatek.

1) Združeno kraljestvo je z 31 januarjem 2020 izstopilo iz Evropske unije na podlagi Sporazuma o izstopu Združenega kraljestva Velika Britanija in Severna Irska iz Evropske unije in Evropske skupnosti za atomsko energijo („Sporazum o izstopu", UL C 384 I, 12.11.2019, str. 1), vendar se do konca prehodnega obdobja, ki se konča 31 decembra 2020, za Združeno kraljestvo in v njem še naprej uporablja pravo Unije. 2) Uradni rok za posredovanje podatkov o bruto domačih odhodkih za raziskave in razvoj za leto 2019 je 31 oktober 2020, podatki pa so bili pridobljeni 23. oktobra. 2020. 3) Indeks cen stanovanjskih nepremičnin za EL, o =ocena, vir: nacionalna centralna banka. 4) Zadolženost gospodinjstev: LU je revidiral merilo finančnih računov države.

Vir: Evropska komisija, Eurostat in Generalni direktorat za gospodarske in finančne zadeve (za realni efektivni devizni tečaj), Evropska centralna banka (za konsolidirani vzvod bančnega sektorja in bruto nedonosna posojila domačih in tujih subjektov), in podatki Mednarodnega denarnega sklada, svetovni gospodarski obeti (za svetovne količine izvoza blaga in storitev)

Preglednica 2 (nadaljevanje): Pomožni kazalniki, 2019

Leto 2019	Zaposlenost (1-letna sprememba v %)	Stopnja delovne aktivnosti – v % celotnega preb., starostna skupina 15–64 let	Stopnja dolgotrajne brezposelnosti – v % aktivnega preb., starostna skupina 15–74 let	Stopnja brezposelnosti mladih – v % aktivnega preb., starostna skupina 15–24 let	Mladi, ki niso zaposleni, se ne izobražujejo ali usposabljajo – v % celotnega prebivalstva, starostna skupina 15–24		Ljudje, ki jim grozi revščina ali socialna izključenost – v % celotnega prebivalstva		Ljudje, ki jim grozi revščina po socialnih transferjih – v % celotnega prebivalstva		Resno materialno prikrajšane osebe – v % celotnega prebivalstva		Ljudje, ki živijo v gospodinjstvih z zelo nizko intenzivnostjo dela – v % cel. preb., star. skupina 0–59 let	
					%	3-letna sprememba v o. t.	%	3-letna sprememba v o. t.	%	3-letna sprememba v o. t.	%	3-letna sprememba v o. t.	%	3-letna sprememba v o. t.
BE	1,6	69,0	2,3	14,2	9,3	−0,6	19,5p	−1,4p	14,8p	−0,7p	4,4p	−1,1p	12,4p	−2,5p
BG	0,3	73,2	2,4	8,9	13,7	−4,5	32,5	−7,9p	22,6	−0,3p	19,9	−12,0p	9,3	−2,6p
CZ	0,2	76,7	0,6	5,6	5,7	−1,3	12,5	−0,8	10,1	0,4	2,7	−2,1	4,2	−2,5
DK	1,2	79,1	0,8	10,1	7,7	1,0p	16,3	−0,5	12,5	0,6	2,6	0,0	9,3	−1,4
DE	0,9	79,2	1,2	5,8	5,7	−1,0	17,4	−2,3	14,8	−1,7	2,6	−1,1	7,6	−2,0
EE	1,3	78,9	0,9	11,1	6,9	−2,2	24,3	−0,1	21,7	0,0	3,3	−1,4	5,4	−0,4
IE	2,9	73,3	1,6	12,5	10,1	−2,5	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.
EL	1,2z	68,4	12,2	35,2	12,5	−3,3	30,0	−5,6	17,9	−3,3	16,2	−6,2	13,8	−3,4
ES	2,2z	73,8	5,3	32,5	12,1	−2,5	25,3	−2,6	20,7	−1,6	4,7	−1,1	10,8	−4,1
FR	1,1z	71,7	3,4	19,6	10,6	−1,3	17,9	−0,3	13,6	0,0	4,7	0,3	7,9	−0,5
HR	3,1z	66,5	2,4	16,6	11,8	−5,1	23,3	−4,6	18,3	−1,2	7,2	−5,3	9,2	−3,8
IT	0,5	65,7	5,6	29,2	18,1	−1,8	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.
CY	3,1z	76,0	2,1	16,6	13,7	−2,3	22,3	−5,4	14,7	−1,4	9,1	−4,5	6,8	−3,8
LV	−0,1	77,3	2,4	12,4	7,9	−3,3	27,3	−1,2	22,9	1,1	7,8	−5,0	7,6	0,4
LT	0,5	78,0	1,9	11,9	8,6	−0,8	26,3	−3,8	20,6	−1,3	9,4	−4,1	7,5	−2,7
LU	3,6	72,0	1,3	17,0	5,6	0,2	20,6	1,5p	17,5	1,7p	1,3	−0,3p	7,5	0,9p
HU	1,3	72,6	1,1	11,4	11,0	0,0	18,9	−7,4	12,3	−2,2	8,7	−7,5	5,0	−3,2
MT	5,8	75,9	0,9	9,3	8,6	−0,2	20,1	−0,2	17,1	0,6	3,6	−0,8	4,9	−2,4
NL	1,9z	80,9	1,0	6,7	4,3	−0,3	16,5	−0,2p	13,2	0,5p	2,5	−0,1p	9,2	−0,5p
AT	1,1	77,1	1,1	8,5	7,1	−0,6	16,9	−1,1	13,3	−0,8	2,6	−0,4	7,8	−0,3
PL	−0,2z	70,6	0,7	9,9	8,1	−2,4	18,2	−3,7	15,4	−1,9	3,6	−3,1	4,7	−1,7
PT	0,8z	75,5	2,8	18,3	8,0	−2,6	21,6	−3,5	17,2	−1,8	5,6	−2,8	6,2	−2,9
RO	0,0z	68,6	1,7	16,8	14,7	−2,7	31,2	−7,6	23,8	−1,5	14,5	−9,3	6,0	−2,2
SI	2,5	75,2	1,9	8,1	7,0	−1,0	14,4	−4,0	12,0	−1,9	2,6	−2,8	5,2	−2,2
SK	1,0	72,7	3,4	16,1	10,3	−2,0	16,4	−1,7	11,9	−0,8	7,9	−0,3	6,2	−0,3
FI	1,7	78,3	1,2	17,2	8,2	−1,7	15,6	−1,0	11,6	0,0	2,4	0,2	9,7	−1,7
SE	0,6	82,9	0,9	20,1	5,5	−1,0	18,8	0,5	17,1	0,9	1,8	1,0	8,6	0,1
p.m.: UK	1,1	78,1	0,9	11,2	10,5	−0,4	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.

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

1) Združeno kraljestvo je z 31. januarjem 2020 izstopilo iz Evropske unije na podlagi Sporazuma o izstopu Združenega kraljestva Velika Britanija in Severna Irska iz Evropske unije in Evropske skupnosti za atomsko energijo („Sporazum o izstopu“, UL C 384 I, 12.11.2019, str. 1), vendar se do konca prehodnega obdobja, ki se konča 31. decembra 2020, za Združeno kraljestvo in v njem še naprej uporablja pravo Unije. 2) Uradni rok za posredovanje podatkov o kazalnikih dohodka in življenjskih pogojev (EU-SILC) za leto 2019 je 30. november 2020, medtem ko so bili podatki pridobljeni 23. oktobra 2020. 3) Kazalniki dohodka in življenjskih pogojev. V časovnih primerjavah za BE je potrebna previdnost: v raziskavi so bile narejene številne temeljne izboljšave. Prekinitev je tako vsebinska kot metodološka. Kar zadeva vsebino je bil v letu 2019 izveden prehod na uporabo upravnih podatkov za večino dohodkovnih spremenljivk. Zato je bil celoten vprašalnik SILC temeljito revidiran. Na metodološki ravni je bil revidiran celoten model za popravek neodgovora, osipa enot iz panelne raziskave in kalibracije.
Vir: Evropska komisija, Eurostat