EUROPSKA
KOMISIJA

Strasbourg, 17.12.2024.
COM(2024) 702 final

KOMUNIKACIJA KOMISIJE EUROPSKOM PARLAMENTU, VIJEĆU I EUROPSKOM GOSPODARSKOM I SOCIJALNOM ODBORU

Izvješće o mehanizmu upozoravanja za 2025. pripremljeno u skladu s člankom 3. Uredbe (EU) br. 1176/2011 o o sprečavanju i ispravljanju makroekonomskih neravnoteža

{SWD(2024) 700 final} - {SWD(2024) 701 final} - {SWD(2024) 702 final}

KOMUNIKACIJA O IZVJEŠĆU O MEHANIZMU UPOZORAVANJA

U Izvješću o mehanizmu upozoravanja (IMU) identificiraju se države članice za koje Komisija smatra da bi mogle biti pogođene neravnotežama ili da postoji rizik da budu pogođene neravnotežama na temelju ekonomskog tumačenja tablice rezultata postupka zbog makroekonomskih neravnoteža([1])**.** U ekonomskom tumačenju tablice rezultata uzimaju se u obzir podaci o realizaciji za 2023., koji se tumače uzimajući u obzir buduća kretanja. Prema potrebi uzimaju se u obzir kretanja mogućih rizika na temelju gospodarskih kretanja u godini (2024.) i prognoza za 2025. i 2026. iz Komisijine jesenske prognoze 2024. Nakon nekoliko je godina tablica pokazatelja izmijenjena, a ovaj je IMU prvo izvješće koje se temelji na revidiranoj tablici rezultata. Glavne promjene navedene su u okviru 1., a više pojedinosti u posebnom radnom dokumentu službi Komisije([2]) o revizijama tablice pokazatelja, koji je priložen ovoj Komunikaciji. Drugi radni dokument službi Komisije sadržava potpunu ekonomsku analizu na kojoj se temelji ova Komunikacija i prilog s vrijednostima iz tablice rezultata ([3]).

Razdoblje visoke inflacije koje je započelo 2021. ublažava se jer se inflacija približila ciljnoj vrijednosti, ali je u području usluga i dalje visoka. Snažno inflacijsko razdoblje, koje je započelo 2021., ublaženo je do sredine 2024. Ukupne stope inflacije potrošačkih cijena postupno se približavaju ciljevima koje su postavila monetarna tijela. Unatoč tom ukupnom smanjenju, inflacijski pritisci i dalje su prisutni. Unutarnja inflacija, uglavnom generirana u sektoru usluga, i dalje je uglavnom snažna, ali i neujednačena jer je inflacija u nekim zemljama i dalje izražena. Njezin doprinos ukupnoj inflaciji trenutačno se kompenzira dezinflacijom koja je posljedica uvoza, uglavnom zbog cijena energije i hrane, te nižih cijena trajnih potrošačkih dobara. Proces dezinflacije posljedica je baznih učinaka i nižih cijena energije zbog sve manje upotrebe u proizvodnim procesima. Budući da učinak tih procesa slabi, inflacija nastala u sektoru usluga mogla bi dovesti do povećanje ukupnih stopa ako se u međuvremenu ne obuzda. Budući da su realne plaće ove godine tek dosegnule razinu prije pandemije, zahtjevi u pogledu plaća vjerojatno će i dalje biti veliki i pridonijeti tome da temeljna inflacija i deflator BDP-a ostanu visoki.

Gospodarstvo je ponovno počelo rasti, ali je makroekonomsko okruženje zahtjevno. Realni rast bio je u 2023. slab zbog pada potrošnje i ulaganja koji su posljedica visokih kamatnih stopa i znatnog rasta cijena i troškova. Realni rast započinje 2024. jer se kupovna moć kućanstava povećala zahvaljujući višim plaćama i nižoj inflaciji. To bi trebalo dovesti do relativno snažnog nominalnog rasta unatoč padu inflacije. Iako su i dalje znatno više nego u većem dijelu proteklog desetljeća, kamatne stope počele su se smanjivati. Zbog toga bi se trebao početi smanjivati pritisak na kućanstva, korporacije i vlade u vezi s dugovima koje trebaju otplatiti. Iako se financijski uvjeti pogoršavaju, fiskalna se politika u nekim zemljama pooštrava i može utjecati na rast. Budući da su pandemija i nagli porast cijena energenata sada stvar prošlosti, a gospodarstvo je ponovo počelo rasti, države počinju smanjivati svoj dug koji se povećao i zbog politika za potporu potražnji u

([1]) Uredba (EU) br. 1176/2011 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. studenog 2011. o sprečavanju i ispravljanju makroekonomskih neravnoteža.

([2]) Radni dokument službi Komisije o promjenama u tablici rezultata postupka u slučaju makroekonomske neravnoteže, SWD(2024) 702.

([3]) Radni dokument službi Komisije, Izvješće o mehanizmu upozoravanja za 2025., SWD(2024) 700. Radni dokument službi Komisije, Statistički prilog uz Izvješće o mehanizmu upozoravanja za 2025., SWD(2024) 701.

razdoblju pandemije i naglog porasta cijena energenata. Globalno gospodarsko okruženje i dalje je složeno, a nove geopolitičke napetosti i mogući gospodarski poremećaji znatan su izazov koji bi mogao utjecati na razine državnog duga. Trajni rizici i dalje su negativni i potaknuti globalnim kontekstom: sukob na Bliskom istoku, kontinuirani rat Rusije protiv Ukrajine i općenito promjenjiv geopolitički kontekst, koji bi mogao utjecati na globalnu trgovinu i otežati vanjske uvjete.

Razdoblje inflacije koje završava dovelo je do razlika u kretanjima rasta i različitih povećanja ukupnih razina cijena, a time i do potencijalnih problema troškovne konkurentnosti. Ukupne stope inflacije potrošačkih cijena općenito su se znatno smanjile, a u nekim su zemljama prošle godine zabilježena kratkoročna razdoblja deflacije. U pravilu su to bile zemlje u kojima energija i druge sirovine imaju važnu ulogu u smanjenju cijena, djelomično zbog baznih učinaka. Međutim, u nekim je zemljama temeljna inflacija i dalje znatno viša nego u usporedivim zemljama, što pridonosi ukupnom kumulativnom povećanju razina cijena posljednjih godina. To povećava izglede da se povratni učinci između rasta plaća i inflacije cijena nastave, što bi mogao biti razlog za zabrinutost u zemljama u kojima su razine cijena već vrlo visoke. Osim toga, rast BDP-a može se ostvariti na više načina. Iako je u načelu točno da je u svim zemljama rast bio slabiji 2023., a da je nakon toga uslijedilo povećanje 2024. i 2025., postoje znatne razlike. Nema dosljedne povezanosti između visoke temeljne inflacije i domaće potražnje, što upućuje na to da se situacija znatno razlikuje u razdoblju nakon krize. Konkretno, iako visoka temeljna inflacija u nekim slučajevima prati i dalje visok rast realnog BDP-a, u drugima je i dalje prisutna unatoč negativnom prošlogodišnjem rastu i kontinuiranim slabostima realnog BDP-a u odnosu na druge zemlje i stope rasta prije pandemije.

Tematsko tumačenje specifično za sektor

- **U gotovo svim državama članicama zabilježena su 2023. poboljšanja na tekućim računima** zbog pada cijena energije i dalje slabe potražnje, što je djelomično poništilo snažno smanjenje trgovinskih bilanci od 2022. Unatoč tim povećanjima tekući računi u mnogim su slučajevima ostali ispod razina prije pandemije, što posebno vrijedi za neke velike neto dužnike, te ispod razina na kojima bi se mogli brzo ispraviti. U nekoliko je slučajeva domaća potražnja i dalje snažna, a čini se da i dalje postoje veliki deficiti tekućeg računa. U nekim drugim slučajevima znatno poboljšanje, odnosno umjerena stabilizacija tekućih računa rezultat je cikličkog, ili barem privremenog, smanjenja potražnje. U tim bi slučajevima povratak povoljnijih uvjeta mogao razotkriti negativniju temeljnu poziciju. I dalje postoje visoki suficiti, a u nekim slučajevima važnu ulogu imaju salda dohotka i posebnosti pojedinih zemalja. Općenito, u 2024. postupno poboljšanje domaće potražnje neutraliziralo je kontinuirano poboljšanje trgovinskih uvjeta, što dovodi do uglavnom stabilnih tekućih računa ove i sljedeće godine, iako se poboljšanja ostvarena u posljednjim tromjesečjima još ne pokazuju u podacima na godišnjoj osnovi. U usporedbi s razdobljem prije pandemije došlo je do promjene u kreditiranju i zaduživanju u različitim sektorima gospodarstva jer su države povećale svoje neto zaduživanje, a privatni sektor povećao je svoju neto kreditnu poziciju. U 2024. taj učinak nije toliko izražen kao 2023. jer je došlo do smanjenja državnog zaduživanja i povećanja štednje u privatnom sektoru.

- Velike **negativne neto vanjske pozicije stanja** znatno su se smanjile u 2023., pri čemu su učinci nazivnika imali važnu ulogu, i time više nego kompenzirale određene znatne deficite. U nekim su slučajevima snažni učinci vrednovanja doveli do daljnjih smanjenja, što je odraz kretanja deviznog tečaja. Velike **pozitivne neto vanjske pozicije** ostale su uglavnom stabilne jer su se učinci brojnika i nazivnika kompenzirali u kontekstu kontinuirano snažnog suficita tekućeg računa.

- **Tekući račun europodručja** počeo je rasti s najniže razine početkom 2023. i otad nastavlja rast u svakom tromjesečju. Poboljšanje trgovinskih uvjeta dovelo je do naglog poboljšanja

nominalnog salda, dok je potražnja općenito slaba, što je dovelo i do povećanja salda tekućeg računa. Tekući račun europodručja i dalje je ispod pretpandemijske razine zbog trajnog učinka viših cijena energije koji je utjecao na trgovinsku bilancu i postupnog smanjenja salda primarnog dohotka. Ta smanjenja salda primarnog dohotka koncentrirana su u malom broju zemalja i u nekim slučajevima odražavaju poslovanje subjekata posebne namjene, koji imaju snažne prekogranične financijske veze, ali su njihove veze s domaćim gospodarstvima tih zemalja ograničene. Istodobno je došlo do smanjenja (malog) suficita u sektoru usluga, iako je doprinos turizma uglavnom na razini dugoročnog prosjeka. Predviđa se da će se tekući račun europodručja ove godine i dalje poboljšavati i da će sljedeće godine ostati uglavnom stabilan, što odražava dugogodišnji manjak domaćih ulaganja u odnosu na štednju. Općenito, znatno poboljšanje neto stanja međunarodnih ulaganja neto dužnika dovelo je do jednostranog ponovnog uravnoteženja **vanjskih pozicija u europodručju** unatoč tome što nije bilo korekcija na strani država velikih neto vjerovnica.

- **Jedinični troškovi rada** općenito su se znatno povećali 2023., ali uz znatne razlike među zemljama, a u većini slučajeva njihov je rast potaknut ubrzanim rastom plaća te usporenim ili čak negativnim rastom produktivnosti. Vrlo snažan rast jediničnih troškova rada ujedno je i najveći posljednjih godina u većini država članica. Plaće su se znatno povećale, ali u nekim državama članicama realne plaće još nisu dosegnule razine iz 2019. Rast plaća se tijekom 2024. usporio, ali predviđena povećanja u mnogim su zemljama i dalje najviša zabilježena povećanja. Na tržištima rada i dalje općenito nedostaje radne snage, što povećava pregovaračku moć radnika. Iako se nezaposlenost u nekim zemljama povećava, njezina je ishodišna razina niska te je i dalje ograničena. U brojnim je slučajevima povećanje nezaposlenosti popraćeno znatno većim povećanjem zaposlenosti zbog većih migracija i/ili sudjelovanja na tržištu rada. Države koje su velike neto dužnice u europodručju zabilježile su rast jediničnih troškova rada ispod prosjeka europodručja, a mnoge zemlje neto vjerovnice zabilježile su snažniji rast. To bi trebalo pridonijeti simetričnom uravnoteženju vanjskih pozicija unutar europodručja.

- Euro je 2023. aprecirao u odnosu na druge bitne valute jer je ESB nastavio ciklus pooštravanja monetarne politike. Izvan europodručja aprecirale su i druge europske valute, osim švedske krune. Zbog toga su se **realni efektivni devizni tečajevi (REER-i)** općenito povećali, pri čemu su jedine iznimke bile Švedska i neke zemlje europodručja s mnogo nižom inflacijom, u kojima su REER-i uglavnom bili stabilni. U zemljama s vrlo visokom inflacijom REER-i na temelju harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena (HIPC) povećali su se za više od 5 % tijekom godine, a dodatno su se povećali u zemljama izvan europodručja u kojima je zabilježena snažna aprecijacija nacionalne valute i visoka inflacija. Aprecijacija eura znatno se usporila 2024., što je dovelo do uglavnom stabilnih REER-a u cijelom europodručju, pri čemu su razlike u inflaciji sad znatno manje i dovode do relativno ograničenih promjena REER-a.

- U cijelom EU-u udjeli duga poduzeća u BDP-u znatno se smanjuju tri godine zaredom (uključujući 2023.), a ukupni udio duga dosegnuo je najnižu vrijednost u posljednjih desetak godina. Iako je najvažniji pokretač smanjenja bio učinak inflacije na nazivnik, ograničeni ili u nekim slučajevima negativni neto kreditni tokovi također su pridonijeli ukupnom smanjenju zaduženosti poduzeća. Ukupno gledajući, kreditni tokovi pali su na najnižu razinu u posljednjih desetak godina. Razduživanje poduzeća prvenstveno je povezano sa smanjenjem opsega zaduženosti, dok su dužnički vrijednosni papiri uglavnom ostali stabilni. Strogi uvjeti financiranja i visoke kamatne stope povećali su kamatne rashode poduzeća i negativno su utjecali na sposobnost otplate duga korporativnog sektora. Međutim, unatoč neznatnom povećanju financijske slabosti poduzeća, trenutačno nema općih naznaka povećanja stope neispunjavanja obveza po kreditima. Nakon vrhunca sredinom 2022. udjeli dobiti vratili su se tijekom 2023. i početkom 2024. na razine prije pandemije, što bi mogla biti posljedica prilagodbe poduzeća na veće plaće, iako su slaba gospodarska aktivnost i slab rast produktivnosti vjerojatno vršili pritisak na dobit u nekim zemljama i sektorima, što će se i ubuduće nastaviti. Razduživanje se

2024. nastavlja, ali sporije, što odražava ublažavanje inflacije i malo povećanje kreditnih tokova, što bi trebalo pratiti i postupan, ali spor oporavak korporativnih ulaganja. Taj bi se oporavak trebao ubrzati jer se povećava potražnja, uvjeti financiranja i povjerenje poduzeća.

- Rast **cijena stambenih nekretnina** usporio se 2023., nakon snažnog rasta u razdoblju 2020. – 2022. Međutim, došlo je do znatnih cjenovnih razlika među zemljama, pri čemu su cijene u nekim zemljama pale, a u nekima porasle. Smanjenje – ili sporija povećanja – cijena odražava prilagodbu zbog viših troškova zaduživanja jer kućanstva mogu servisirati nižu razinu zaduženosti. Manje sniženje kamatnih stopa, zajedno s prilagodbom tržišta na nižu razinu cijena, dovodi do jačanja potražnje u 2024., iako je u nekim zemljama rast cijena i dalje slab. Procjenjuje se da su cijene stambenih nekretnina unatoč usporavanju cijena i dalje precijenjene u tri četvrtine država članica EU-a. U više od polovine zemalja nekretnine su precijenjene za više od 10 % unatoč činjenici da su cijene stambenih nekretnina najviše pale na tržištima koja se smatraju najviše precijenjenima. Istodobno je u nekim zemljama rast cijena stambenih nekretnina i dalje vrlo snažan. Općenito se smanjio opseg gradnje stambenih nekretnina i broj dobivenih građevinskih dozvola, posebno u zemljama u kojima su cijene pretrpjele znatne korekcije, zbog čega bi ponuda u bliskoj budućnosti mogla ostati ograničena, što bi moglo dovesti do nastavka temeljne dinamike koja je posljednjih godina dovela do snažnog rasta cijena stambenih nekretnina.

- **Udjeli duga kućanstava** nastavili su se smanjivati u 2023., što je bio trend posljednjih godina, te su dosegnuli povijesno niske razine u većini država članica EU-a. Iako je smanjenje 2023. snažno potaknuto učinkom visoke inflacije na nazivnik, smanjenje kreditnih tokova pridonijelo je i smanjenju učinka novog zaduživanja na dug. Povećanje troškova zaduživanja bilo je naglo i odmah se osjetilo u novim kreditima, što je smanjilo potražnju za hipotekama. To je brže utjecalo na plaćanje kamata na postojeće kredite u zemljama u kojima je vjerojatnije da hipoteke imaju promjenjive stope ili vrlo kratka razdoblja fiksiranja kamatne stope i u kojima su hipotekarni krediti na dulji rok. Štednja kućanstava donekle se oporavila 2023., nakon dvije godine pada nakon naglog porasta uzrokovanog pandemijom. U prosjeku su se kamate koje dobivaju kućanstva povećale nešto više od plaćenih kamata. Međutim, s obzirom na to da su imovina i krediti u vlasništvu različitih kućanstava, u nizu zemalja neka kućanstva mogu se suočiti sa znatnim pritiskom visokih kamatnih stopa. Nedavno smanjenje kamatnih stopa i očekivani rast plaća trebali bi to ubuduće donekle ublažiti. Bilance kućanstava u 2024. općenito su nastavile jačati, iako sporije nego 2023.

- Snažan rast nominalnog BDP-a potaknut visokom inflacijom i dalje je pridonosio smanjenju **državnog duga** u 2023., unatoč i dalje znatnim državnim deficitima. U nekim zemljama s visokim dugom ne očekuje se u 2024. i 2025. znatno smanjenje primarnih državnih deficita, a zbog nepovoljnije razlike između rasta nominalnog BDP-a i kamatnih stopa predviđa se da će se znatno smanjenje udjela državnog duga u BDP-u, koje postoji od 2021., usporiti ili prekinuti. Međutim, u nekim zemljama, posebno zemljama s visokim dugom, i dalje se predviđa znatno razduživanje u 2024. Riječ je o zemljama koje bilježe suficit ili ograničeni deficit i kontinuirani snažan rast realnog BDP-a, što bi trebalo pridonijeti razduživanju. Za neke zemlje izvan europodručja mogu postojati dodatni rizici povezani s državnim zaduživanjem ako su relativno veliki udjeli njihova državnog duga denominirani u stranim valutama i na njih bi mogle utjecati promjene tečaja. Provedbom novog fiskalnog okvira EU-a sljedećih godina poduprijet će se razduživanje državnog sektora.

- Općenito, **financijski sektor** u EU-u 2023. pokazao je kontinuiranu otpornost jer su banke ostvarile veće prihode od kamata, a udjeli neprihodonosnih kredita ostali su stabilni. Više kamatne stope dovele su do povećanja kamatnih marži jer su banke više kamatne stope brže prenijele na kredite nego na depozite. To je povećalo profitabilnost banaka, posebno onih koje se u većoj mjeri oslanjaju na financiranje depozitima. Stopa redovnog osnovnog kapitala blago je

porasla. Općenito, udio neprihodonosnih kredita i dalje je stabilan iako su 2024. zabilježena određena povećanja, koja su, čini se, uglavnom povezana s aktualnom korekcijom cijena poslovnih nekretnina u nizu zemalja, ali i općenito slabijim cikličkim uvjetima. Standardi kreditiranja postroženi su 2023. i došlo je do smanjenja kreditne ponude i potražnje kućanstava i nefinancijskih poduzeća. Bankarski sektor pokazao se otpornim i 2024., iako postoje određeni pokazatelji pogoršanja kvalitete imovine jer na određene zajmoprimce, uključujući poduzeća u sektoru nekretnina, utječu više kamatne stope i neusklađenost likvidnosti. Ako izuzmemo bankarski sektor, nebankarski financijski sektor izložen je dodatnim rizicima, povezanim strožim financijskim uvjetima, pogoršanju kreditne kvalitete i potencijalno nestabilnim korekcijama cijena imovine. To uključuje likvidnosne rizike i rizike zbog međusobne povezanosti jer su veze između bankarskog i nebankarskog sektora posebno snažne u EU-u. Poremećaji u sektoru investicijskih fondova ili sektoru osiguranja mogu imati učinke prelijevanja na bankarski sektor i obrnuto. Recesija u sektoru poslovnih nekretnina predstavlja rizik za određene dijelove financijskog sektora i može dovesti do negativnog učinka prelijevanja na cijeli financijski sektor i realno gospodarstvo.

Izgledi za ekonomske neravnoteže

Izgledi za neravnoteže potaknuti su neuobičajeno snažnim inflacijskim okruženjem, koje je dovelo do znatnog smanjenja udjela duga. Stope inflacije znatno su pale u 2023. i do kraja te godine približile su se ciljevima središnjih banaka. Međutim, povećanje cijena i troškova tijekom godine odlučujuće je utjecalo na izglede za neravnoteže. Visoki deflatori BDP-a imali su snažne učinke nazivnika na glavne udjele duga. Na taj se način naslijeđene neravnoteže, uglavnom visoke razine duga, i dalje ispravljaju, a mnogi agregati, posebno dug poduzeća i kućanstava, dosegnuli su najnižu razinu u duljem višegodišnjem razdoblju. Iznimka je državni dug nekih zemalja, u kojima se, unatoč daljnjem smanjenju u 2023., udjeli duga još nisu vratili na razine iz razdoblja prije 2020.

Zbog inflacijskih pritisaka posljednjih godina promijenilo se gospodarsko okruženje. Unatoč činjenici da smanjenje inflacije znači da je njezin doprinos razduživanju sada ograničeniji, posljedice veće inflacije i dalje su prisutne i ubuduće će biti čimbenik u nastanku neravnoteža. Predviđa se da će u mnogim zemljama jedinični troškovi rada i dalje znatno rasti jer plaće nadoknađuju smanjenje realnog raspoloživog dohotka. Unatoč činjenici da su središnje banke, uključujući Europsku središnju banku, počele popuštati monetarnu politiku, kamate su i dalje na višim razinama nego u posljednjem desetljeću. To utječe na kamatno opterećenje povezano sa zaduženošću i na vrijednost imovine u svim sektorima gospodarstva. Otkad su se povećale kamatne stope, smanjila su se ulaganja u stambene i poslovne svrhe.

Sljedećih će godina nominalni rast u manjoj mjeri pridonijeti pasivnom razduživanju. Predviđa se da će ukupan nominalni rast i dalje biti nešto veći nego prije pandemije, uglavnom zbog blagog povećanja deflatora BDP-a. Međutim, sljedećih godina daljnja smanjenja tereta duga više neće biti moguća bez ograničavanja zaduživanja. Kućanstva s velikim dugom i hipotekama s promjenjivom kamatnom stopom odnosno s razdobljima fiksne stope koja istječu mogu se suočiti s poteškoćama pri plaćanju viših kamata. Kod poduzeća je zamjetno smanjenje kreditnih tokova, koje je nakon znatnih povećanja popraćeno padom jedinične dobiti vjerojatno zato da bi mogla apsorbirati određena povećanja jediničnih troškova rada jer plaće dostižu troškove života.

U nekim zemljama zamjetni su znatni temeljni deficiti tekućeg računa, a neto vanjski dug mogao bi ponovno početi rasti. U nekim je slučajevima vanjska zaduženost na prekretnici jer se znatni deficiti tekućeg računa više ne kompenziraju nominalnim rastom, što će dovesti do očekivanog pogoršanja neto vanjske pozicije sljedećih godina. Iako to ne vrijedi za zemlje s najvećom vanjskom zaduženošću, vrijedi za određene zemlje u kojima bi izostanak učinkovitih mjera politike mogao dovesti do zabrinjavajućeg povećanja vanjske zaduženosti. Ako se poduzimaju mjere, to obično znači da je potrebno obuzdati fiskalne deficite da se zaustavi visoka potražnja, što

bi istodobno pridonijelo smanjenju preostalih inflacijskih pritisaka, no možda će biti potrebna i prilagodba u sektoru kućanstava ili poduzeća.

Izazovi povezani s troškovnom konkurentnosti posljednjih se godina povećavaju, a neke su zemlje sada suočene s mnogo višim razinama cijena i troškova zbog kumulativnih povećanja, koja se u nekim slučajevima i dalje pogoršavaju. Iako su se razlike u inflaciji znatno smanjile, a u mnogim slučajevima i nestale, u nekim su državama članicama posljedice toga znatno više relativne cijene i troškovi. Iako to uglavnom vrijedi za zemlje koje još imaju određeni potencijal za smanjenje zaostatka, povećanje se čini mnogo većim od onoga što se može vjerodostojno pripisati čimbenicima kao što je učinak Balassa-Samuelson i nije potaknuto povećanjem produktivnosti. Zbog toga su razine cijena u tim zemljama znatno više nego prije, što bi moglo dovesti do pritiska na njihovu konkurentnost, posebno ako je njihova konkurentnost već i prije pandemije bila oslabljena. Uklanjanje tih učinaka uzet će vremena: potrebno je ili naglo smanjenje cijena i troškova koje bi moglo dovesti do gospodarskih poremećaja ili dulje razdoblje smirivanja cijena i troškova u odnosu na trgovinske partnere, koje bi trajalo dulje ili bi bilo izraženije nego što je uobičajeno.

Povećane razine cijena i troškova mogu dodatno opteretiti vanjsku stranu, a u nekim slučajevima ograničavanje daljnjeg povećanja cijena i troškova može biti otežano. U nekim zemljama u kojima je došlo do snažnog povećanja cijena i troškova postoje drugi štetni čimbenici koji predstavljaju posebne rizike. Gubitak izvoznih tržišta, među ostalim i zbog geopolitičkih razloga, teže će se nadoknaditi pronalaženjem novih poslovnih prilika s obzirom na više cijene i troškove na domaćem tržištu. Kad su vanjske bilance već izložene pritisku, primjerice zbog trajnog smanjenja salda kao posljedice učinaka cijena energije, povećane razine troškova mogu dodatno opteretiti vanjsku stranu do prilagodbe na nižu razinu potražnje. Ako je i rast slab, nakon oporavka potražnje moglo bi biti teško obuzdati daljnje inflacijske pritiske. S normalizacijom gospodarskih uvjeta mogu se otkriti temeljne gospodarske slabosti, primjerice strukturno slabija vanjska bilanca.

Cijene stambenih nekretnina i dalje su važan problem u više zemalja, unatoč nedavnom smirivanju. Do smirivanja je došlo nakon godina snažnog rasta, koji se u većini slučajeva ubrzao tijekom pandemije. Te korekcije same po sebi ne znače znatno smanjenje rizika povezanog s kretanjem cijena stambenih nekretnina. Umjesto toga, one su manifestacija ranjivosti: u nekim zemljama cijene stambenih nekretnina znatno padaju jer su dosegnule neodržive razine zbog temeljne dinamike koja ju je uzrokovala. Općenito se ta temeljna dinamika nije promijenila. Nakon što se potražnja za stambenim nekretninama u potpunosti prilagodi na više razine kamata, može se očekivati da će se snažan rast cijena stambenih nekretnina nastaviti zbog dugotrajnog jaza između izražene potražnje za stambenim nekretninama i ograničene ponude. To bi se moglo pogoršati smanjenjem ulaganja u stambene nekretnine do kojeg je nedavno došlo u kontekstu povijesno visoke neto migracije u neke države članice. Pritisci na cjenovno pristupačno stanovanje u brojnim državama rastu i vjerojatno će se ubuduće pogoršati. Cijene stambenih nekretnina u metropolskim područjima nekih država članica dosegnule su razine koje bi njihovim gospodarstvima mogle biti prepreka da privuku radnike, što bi moglo u sve većoj mjeri ograničavati njihov model rasta. U nekim je zemljama rast cijena stambenih nekretnina i dalje vrlo snažan i ponovno se ubrzava. U nekim slučajevima taj snažan rast nastavlja se uz snažnu inflatornu dinamiku koju bi moglo biti teško ograničiti bez snažnih gospodarskih učinaka.

Zaključci za pojedine zemlje i naknadni nadzor

Detaljna preispitivanja pripremit će se 2025. za devet država članica za koje je utvrđeno da su u 2024. imale neravnoteže ili prekomjerne neravnoteže ([4]). U Izvješću o mehanizmu upozoravanja prikazan je pregled kretanja ključnih podataka na kojima se temelje te neravnoteže. Ekonomska procjena o tome pogoršavaju li se te neravnoteže, ispravljaju li se ili su ispravljene radi ažuriranja postojećih procjena i procjene mogućih preostalih potreba politika provest će se u detaljnim preispitivanjima za 2025., koja će biti objavljena u prvoj polovini 2025. To će biti slučaj s **Ciprom, Njemačkom, Grčkom, Italijom, Mađarskom, Nizozemskom, Rumunjskom, Slovačkom** i **Švedskom**.

Usto, na temelju ekonomskog tumačenja tablice rezultata može se zaključiti da za Estoniju treba provesti detaljno preispitivanje jer u toj državi članici postoje posebni rizici od novih neravnoteža. To je u skladu s perspektivom usmjerenom na budućnost koja se primjenjuje posljednjih godina. U skladu s tim pristupom trebalo bi nastaviti s detaljnim preispitivanjima s obzirom na sve veći broj zabrinjavajućih događaja, a ne čekati da neravnoteže nastanu. U Estoniji je posljednjih godina došlo do snažnih troškovnih pritisaka, a znatno su porasle cijene stambenih nekretnina i broj kućanstava koja se zadužuju. Estonija se ističe po tome što su ta kretanja postojana, uz činjenicu da postoje i drugi zabrinjavajući čimbenici koji predstavljaju dodatne rizike.

U Estoniji se gubici troškovne konkurentnosti i dalje akumuliraju, a tekući se račun pogoršao; istodobno cijene stambenih nekretnina i dalje znatno rastu. Za Estoniju je u proljeće 2023. provedeno detaljno preispitivanje, ali u to vrijeme nisu utvrđene neravnoteže: već su bile prisutne slabosti povezane s konkurentnošću, vanjskom bilancom i cijenama stambenih nekretnina, ali je utvrđeno da su ograničene i da bi se ubrzo trebale smanjiti. U trenutačnoj tablici pokazatelja za Estoniju vidljivo je da su 2023. dva pokazatelja premašila svoje indikativne pragove, a to su realna efektivna tečajna stopa i jedinični troškovi rada. Ekonomsko tumačenje tablice rezultata na temelju nedavnih kretanja i izgleda nije u dovoljnoj mjeri ohrabrujuće. Troškovni su pritisci ublaženi, ali su među najvišima u europodručju. Ta zemlja i dalje bilježi rekordno visoku inflaciju, pri čemu se temeljna inflacija nedavno povećala i očito je iznad prosjeka europodručja. U Estoniji je unatoč slabom rastu gospodarstva došlo do snažnog porasta cijena i troškova. Gospodarstvo se još nije oporavilo od krize izazvane ruskim ratom protiv Ukrajine i pretrpjelo je izraženu recesiju 2023. i 2024. Realni BDP blizu je razine prije pandemije, što je najgori rezultat u EU-u. Izvoz se u zadnje vrijeme osjetno smanjio, kao i udio na izvoznom tržištu. Deficit tekućeg računa ublažio se u odnosu na razinu iz 2022., ali se ne očekuje daljnje poboljšanje. Osim toga, taj deficit nastaje u vrijeme slabe gospodarske aktivnosti, što upućuje na slabiji temeljni vanjski položaj, te bi poboljšanje gospodarske aktivnosti dovelo do veće potražnje, a time i do smanjenja deficita tekućeg računa. Istodobno, cijene stambenih nekretnina znatno su porasle posljednjih godina, a nominalne cijene porasle su u prvoj polovini 2024. za više od 7 %. To je povećalo rizik od precijenjenosti stambenih nekretnina. Zaduživanje kućanstava usporilo se 2023., ali je i dalje znatno, unatoč najvišim troškovima zaduživanja u europodručju.

Za preostale države članice u ovom trenutku nije potrebno provoditi detaljna preispitivanja.

([4]) Komunikacija Komisije Europski semestar 2024. – proljetni paket, COM(2024) 600 final.

Okvir: Ishod preispitivanja tablice rezultata PMN-a za 2024.

U skladu s Uredbom o PMN-u Komisija redovito ocjenjuje primjerenost tablice pokazatelja PMN-a i prema potrebi je ažurira (članak 4. stavak 7. Uredbe (EU) br. 1176/2011). U ovom Izvješću o mehanizmu upozoravanja uvodi se niz revizija glavnih i pomoćnih pokazatelja u tablici pokazatelja. Kao i u prethodnim preispitivanjima tablice rezultata, planirane su revizije prije njihova konačnog donošenja dostavljene Europskom parlamentu, Vijeću (uključujući njegove stručne odbore) i ESRB-u.

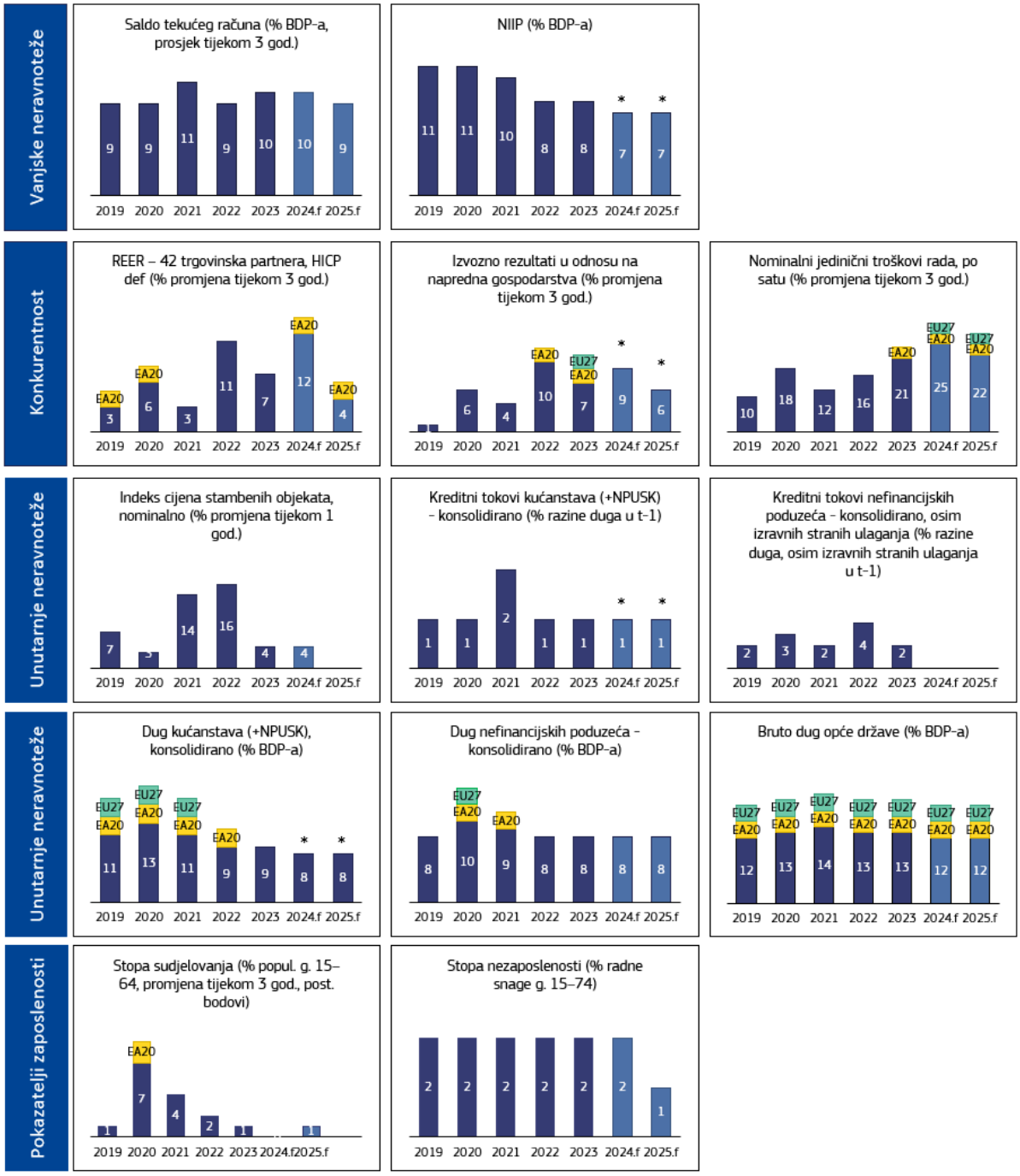
U donesenim revizijama uzimaju se u obzir najnovija kretanja statističkih pokazatelja, a njihov je cilj da tablica pokazatelja bude kompaktnija, uravnoteženija među različitim tematskim blokovima i usmjerena prema budućnosti. Temeljile su se na sljedećim načelima: i. stabilnost (izbjegavanje prečestih revizija); ii. ograničenje broja varijabli (broj varijabli u pravilu se ne bi trebao povećavati kako bi se poštovao zahtjev iz Uredbe za konciznost tablice pokazatelja); iii. relevantnost i važnost za nadzor u okviru PMN-a; i iv. stalna poboljšanja kvalitete statističkih podataka. Najvažnije promjene glavnih pokazatelja navedene su u nastavku, a dodatne informacije dostupne su u popratnom radnom dokumentu službi Komisije([5]).

- Pokazatelj „uspješnost izvoza u odnosu na napredna gospodarstva” od pomoćnog postaje glavni pokazatelj, koji se mjeri kao promjena tijekom tri godine. Za taj je pokazatelj utvrđen novi prag od –3 %. S druge strane, pokazatelj „udio na izvoznom tržištu” postaje pomoćni pokazatelj.
- Pokazatelji stanja duga i kreditnih tokova privatnog sektora podijeljeni su na zasebne pokazatelje za kućanstva i nefinancijska društva. Kreditni tokovi mjerit će se kao postotak stanja iz prethodne godine, a kreditni tok prema nefinancijskim društvima isključit će izravna strana ulaganja iz brojnika i nazivnika. Novoutvrđeni pragovi iznose 55 % BDP-a za zaduženost kućanstava, odnosno 85 % BDP-a za nefinancijska društava, a za kreditne tokove 14 % zaduženosti kućanstava iz prethodne godine, odnosno 13 % za nefinancijska društava.
- Uklonjen je glavni pokazatelj obveza financijskog sektora jer ne postoji sveobuhvatni pokazatelj za taj sektor za koji bi se mogao razumno utvrditi prag. Osim toga, postoji i nekoliko drugih neovisnih mehanizama nadzora financijskog sektora na europskoj razini koji su uspostavljeni nakon pokretanja postupka zbog makroekonomskih neravnoteža. Za pomnije praćenje bankarskog sektora koristit će se tri pomoćna pokazatelja: bruto neprihodonosni krediti (% bruto kredita), stopa osnovnog kapitala bankarskog sektora (% rizikom ponderirane imovine) i povrat na kapital bankarskog sektora (%). Iako ti pokazatelji pružaju važne informacije, teško je utvrditi relevantne makroekonomske pragove. Činjenica da u tablici ne postoji glavni pokazatelj ni u kojem slučaju ne znači da se financijskom sektoru pridaje manja važnost u makroekonomskom nadzoru Komisije.
- Stopa dugotrajne nezaposlenosti i nezaposlenosti mladih postat će pomoćni pokazatelji.
- Prag pokazatelja realne efektivne tečajne stope smanjit će se s ±5 % na ±3 % za europodručje i s ±11 % na ±10 % za zemlje izvan europodručja kako bi se uzela u obzir distribucijska obilježja novijih podataka.
- Prilagođene su neke definicije i izmijenjeni neki od glavnih pokazatelja, i to:
  - indeks nominalnih jediničnih troškova rada mjerit će se po satu umjesto po zaposlenoj osobi
  - indeks cijena stambenih nekretnina mjerit će se u nominalnim, a ne u realnim vrijednostima, što će dovesti i do promjene praga na +9 %
  - stopa nezaposlenosti iskazivat će se u godišnjim podacima, a ne u trogodišnjem prosjeku.

Uvedeno je više izmjena pomoćnih pokazatelja, uključujući znatno smanjenje njihova broja, kako je detaljno opisano u popratnom radnom dokumentu službi Komisije. Revidirana tablica rezultata imat će jedan glavni pokazatelj i 5(+5) pomoćnih pokazatelja manje od dosadašnje verzije.

([5]) Radni dokument službi Komisije o promjenama u tablici rezultata postupka u slučaju makroekonomske neravnoteže, SWD(2024) 702.

Grafikon 1: **Broj država članica s varijablama iz tablice iznad praga**



Broj država članica za koje u određenoj godini varijable iz tablice prelaze relevantne pragove odražava podatke zaključno s krajnjim datumom Izvješća o mehanizmu upozoravanja za 2025. (31. listopada 2024.). Moguće *ex post* izmjene podataka mogu upućivati na razliku u broju vrijednosti iznad pragova koje su izračunane upotrebom podataka za varijable iz prijašnjih godina, kako su bili objavljeni u prijašnjim izdanjima Izvješća o mehanizmu upozoravanja. * Podaci za agregate nisu bili dostupni tijekom razdoblja prognoze.

Izvor: Eurostat i predviđanja Europske komisije.

Grafikon 2:**Pokazatelji iz tablice rezultata Izvješća o mehanizmu upozoravanja za 2023., po zemljama**

Izvor: Eurostat

