EVROPSKA
KOMISIJA

Strasbourg, 17.12.2024
COM(2024) 702 final

# SPOROČILO KOMISIJE EVROPSKEMU PARLAMENTU, SVETU IN EVROPSKEMU EKONOMSKO-SOCIALNEMU ODBORU

## Poročilo o mehanizmu opozarjanja 2025

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

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

# SPOROČILO O MEHANIZMU OPOZARJANJA

**V poročilu o mehanizmu opozarjanja so na podlagi ekonomske razlage preglednice v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji[1] opredeljene države članice, za katere Komisija meni, da so jih ali bi jih lahko prizadela neravnotežja.** V ekonomski razlagi preglednice se upoštevajo podatki o realizaciji za leto 2023, ki se razlagajo s pogledom v prihodnost, pri čemer se upoštevajo razvoj morebitnih tveganj na podlagi medletnih (2024) gospodarskih gibanj in napovedi za leti 2025 in 2026 iz jesenske napovedi Komisije 2024, kadar je ustrezno. Preglednica je bila po več letih spremenjena in to je prvo poročilo o mehanizmu opozarjanja, ki temelji na revidirani preglednici. Glavne spremembe so navedene v okviru 1, več podrobnosti pa je na voljo v posebnem delovnem dokumentu služb Komisije[2] o navedenih spremembah preglednice, priloženem temu sporočilu. V ločenem delovnem dokumentu služb Komisije, ki mu je priložena priloga z vrednostmi iz preglednice, je zajeta celovita ekonomska analiza, na kateri temelji to sporočilo[3].

**Obdobje visoke inflacije, ki se je začelo leta 2021, se umirja in inflacija se približuje zastavljenemu cilju, vendar storitvena inflacija ostaja visoka.** Do sredine leta 2024 se je obdobje visoke inflacije, ki se je začelo leta 2021, umirilo. Na splošno se stopnje inflacije cen življenjskih potrebščin postopoma približujejo ciljem, ki so jih zastavili monetarni organi. Kljub temu splošnemu zmanjšanju so inflacijski pritiski še vedno prisotni. Interno ustvarjena inflacija, predvsem iz storitev, ostaja na splošno visoka in nehomogena, z izstopajočimi stopnjami inflacije v nekaterih državah. Njen prispevek k skupni inflaciji se trenutno izravnava z dezinflacijo pri uvoženih virih, predvsem energiji in hrani, ter z nižanjem cen trajnega potrošnega blaga. Ta proces dezinflacije je posledica tako učinkov osnove kot nižjih cen energije, ki prehajajo iz proizvodnega postopka. Z zmanjševanjem vpliva teh procesov bi se lahko splošne stopnje zvišale zaradi storitvene inflacije, če se ta medtem ne bi omejila. Ker so realne plače šele letos dosegle raven pred pandemijo, se lahko močne zahteve po višjih plačah nadaljujejo in prispevajo k nadaljevanju visoke osnovne inflacije in deflatorja BDP.

**Znova se je začela gospodarska rast, vendar v zahtevnem makroekonomskem okolju.** V letu 2023 je bila realna rast šibka, saj so se tako potrošnja kot naložbe zmanjšale zaradi kombinacije visokih obrestnih mer ter visoke rasti cen in stroškov. V letu 2024 se je s povečanjem kupne moči gospodinjstev, k čemur so prispevale višje plače in nižja inflacija, znova začela realna rast. Zato naj bi nominalna rast kljub padcu inflacije ostala razmeroma živahna. Čeprav so obrestne mere še vedno precej višje kot v večjem delu zadnjega desetletja, so se začele zniževati. Zaradi tega bi moral začeti popuščati pritisk, ki ga občutijo gospodinjstva, podjetja in države, ki morajo servisirati dolgove. Finančni pogoji se sicer sproščajo, vendar se fiskalna politika v nekaterih državah zaostruje in lahko vpliva na rast. Ker so pandemija in šoki zaradi cen energije zdaj za nami ter se je povrnila rast, začenjajo države zmanjševati svoje deleže dolga, ki so se delno povečali zaradi politik, namenjenih podpori povpraševanju v tem preteklem obdobju. Svetovno gospodarsko

[1] Uredba (EU) št. 1176/2011 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. novembra 2011 o preprečevanju in odpravljanju makroekonomskih neravnotežij.

[2] Delovni dokument služb Komisije o spremembah preglednice v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji (SWD(2024) 702).

[3] Delovni dokument služb Komisije, Poročilo o mehanizmu opozarjanja za leto 2025 (SWD(2024) 700); Delovni dokument služb Komisije, Statistična priloga k Poročilu o mehanizmu opozarjanja za leto 2025 (SWD(2024) 701).

okolje ostaja kompleksno, pri čemer nastajajoče geopolitične napetosti in potencialne gospodarske motnje pomenijo velike izzive, ki bi lahko vplivali na ravni javnega dolga. Vztrajna tveganja so še vedno pretežno negativna in so posledica svetovnih razmer: konflikta na Bližnjem vzhodu, nadaljevanja vojne Rusije proti Ukrajini in na splošno spreminjajočih se geopolitičnih razmer, ki lahko vplivajo na svetovno trgovino in otežijo zunanje razmere.

**Inflacijsko obdobje, ki se končuje, je privedlo do različnih poti rasti in različnih povišanj splošnih ravni cen, kar bi lahko povzročilo težave v zvezi s stroškovno konkurenčnostjo.** Splošne stopnje inflacije cen življenjskih potrebščin so se povsod močno znižale, nekatere države pa so v zadnjem letu celo zabeležile nekaj kratkotrajnih obdobij deflacije. Običajno so to države, v katerih so imeli energija in drugi primarni proizvodi pomembno vlogo pri zniževanju cen, deloma zaradi učinkov osnove. Vendar osnovna inflacija v nekaterih državah vztraja na višji ravni kot v primerljivih državah, kar prispeva k splošnemu skupnemu povišanju ravni cen v zadnjih letih. To povečuje možnost nadaljevanja povratnih učinkov med rastjo plač in inflacijo cen; pri državah, v katerih so se ravni cen že močno povišale, bi lahko bili takšni stalni povratni učinki zaskrbljujoči. Tudi vzorci rasti BDP se razlikujejo. Čeprav na splošno za skoraj vse države velja, da so v letu 2023 beležile manjšo rast, ki ji je sledilo povečanje v letih 2024 in 2025, pa med njimi obstajajo izrazite razlike. Dosledne povezave med visoko osnovno inflacijo in domačim povpraševanjem, ki bi kazala na znatne razlike v razmerah v obdobju po krizi, ni. Natančneje, v nekaterih primerih visoka osnovna inflacija spremlja še naprej visoko realno rast BDP, medtem ko v drugih ostaja visoka kljub lanskoletni negativni rasti in še naprej šibkemu realnemu BDP, tako v primerjavi z drugimi državami kot tudi v primerjavi s stopnjami rasti pred pandemijo.

**Sektorska tematska razlaga**

- Leta 2023 se je **v skoraj vseh državah članicah izboljšal saldo tekočega računa**, saj so se cene energije znižale, povpraševanje pa je ostalo šibko, kar je delno izničilo učinek močnega zmanjšanja trgovinskih bilanc od leta 2022. Kljub tem povečanjem je saldo tekočega računa v številnih primerih – zlasti v nekaterih velikih neto dolžnicah – ostal pod ravnmi pred pandemijo in pod ravnmi, ki bi lahko spodbudile njegovo hitro izboljšanje. V nekaj primerih, ki izstopajo, pa je domače povpraševanje ostalo močno in zdi se, da se veliki primanjkljaji na tekočem računu ne zmanjšujejo. V nekaterih drugih primerih je močno izboljšanje salda tekočega računa (oziroma njegova stabilizacija na skromni ravni) posledica cikličnega – ali vsaj začasnega – zmanjšanja povpraševanja. V teh primerih lahko vrnitev ugodnejših pogojev razkrije bolj negativen osnovni položaj. Države še vedno beležijo visoke presežke, pri čemer imajo v nekaterih primerih pomembno vlogo nekateri saldi dohodkov in posebne značilnosti posameznih držav. V letu 2024 na splošno postopno izboljšanje domačega povpraševanja izravnava stalno izboljševanje pogojev menjave, zaradi česar so saldi tekočih računov v letošnjem in naslednjem letu na splošno stabilni, čeprav iz podatkov na letni ravni še niso v celoti razvidna izboljšanja iz zadnjih četrtletij. V primerjavi z obdobjem pred pandemijo se je spremenilo dajanje in najemanje posojil v različnih gospodarskih sektorjih, saj se je povečalo neto izposojanje držav, v zasebnem sektorju pa se je povečalo neto stanje posojil. V letu 2024 ta učinek ni tako izrazit kot leta 2023, saj se je izposojanje držav zmanjšalo, varčevanje zasebnega sektorja pa povečalo.

- Velika **negativna neto stanja mednarodnih naložb** so se v letu 2023 močno zmanjšala, pri čemer so imeli pomembno vlogo učinki imenovalca, ki so več kot izravnali nekatere znatne primanjkljaje. V nekaterih primerih so močni učinki vrednotenja privedli do nadaljnjih znižanj, v skladu z gibanji deviznih tečajev. Veliki **pozitivni neto zunanji položaji** so ostali na splošno stabilni, saj se učinki števca in imenovalca izravnavajo ob še vedno močnih presežkih na tekočem računu.

- **Saldo tekočega računa euroobmočja** se je začel povečevati z najnižje točke v začetku leta 2023 in se od takrat vsako četrtletje še naprej povečuje. Izboljšanje pogojev menjave je

spodbudilo močno izboljšanje nominalnega salda, medtem ko je bilo povpraševanje na splošno omejeno, kar je poleg tega povečalo saldo tekočega računa. Saldo tekočega računa euroobmočja ostaja pod ravnjo pred pandemijo, kar odraža trajen učinek višjih cen energije, ki so vplivale na trgovinsko bilanco, in postopno zmanjševanje salda primarnih dohodkov. Ta zmanjšanja salda primarnih dohodkov so skoncentrirana v majhnem številu držav in v nekaterih primerih odražajo dejavnosti subjektov za posebne namene z močnimi čezmejnimi finančnimi povezavami, vendar omejenimi povezavami z domačimi gospodarstvi držav. Hkrati se je zmanjšal (majhen) presežek iz naslova storitev, čeprav je prispevek turizma na splošno na ravni dolgoročnejšega povprečja. Saldo tekočega računa euroobmočja naj bi se letos še naprej izboljševal in naslednje leto ostal na splošno stabilen, kar je odraz dolgotrajnega primanjkljaja domačih naložb glede na prihranke. Na splošno je močno izboljšanje neto stanja mednarodnih naložb v neto dolžnicah privedlo do enostranskega ponovnega uravnoteženja **zunanjih položajev v euroobmočju** kljub temu, da velike neto upnice izboljšanja niso zabeležile.

- Rast **stroškov dela na enoto** se je v letu 2023 na splošno opazno povečala, vendar z znatnimi razlikami med državami, v večini primerov pa jo je spodbudilo pospeševanje rasti plač in počasna ali celo negativna rast produktivnosti. Ta zelo močna rast stroškov dela na enoto pomeni največje povečanje v zadnjih letih v večini držav članic. Plače so se znatno povišale, vendar v nekaterih državah članicah realne plače še vedno niso dosegle ravni iz leta 2019. Rast plač se v letu 2024 upočasnjuje, vendar napovedana povišanja v številnih državah ostajajo rekordno visoka. Trgi dela na splošno ostajajo tesni, kar povečuje pogajalsko moč delavcev. Čeprav se brezposelnost v nekaterih državah postopno rahlo povečuje, je v osnovi nizka in ostaja omejena. V več primerih se je poleg povečanja brezposelnosti veliko bolj povečala tudi zaposlenost, saj sta se povečala obseg migracij in/ali udeležba na trgu dela. Rast stroškov dela na enoto v velikih neto dolžnicah v euroobmočju ni dosegla povprečja euroobmočja, pri čemer so številne neto upnice beležile močnejšo rast; te bi morale podpreti simetrično ponovno uravnoteženje zunanjih položajev v euroobmočju.

- V letu 2023 se je vrednost eura v primerjavi z drugimi večjimi valutami povečala, saj je ECB nadaljevala svoj cikel zaostrovanja. Zunaj euroobmočja so se okrepile tudi evropske valute, razen švedske krone. Posledično so se na splošno povečali **realni efektivni devizni tečaji**, pri čemer so bile edine izjeme Švedska in nekatere države euroobmočja z veliko nižjo inflacijo, kjer so ti tečaji ostali na splošno stabilni. V državah z zelo visoko inflacijo se je realni efektivni devizni tečaj na podlagi harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin v enem letu povečal za več kot 5 %, še bolj pa se je povečal v državah zunaj euroobmočja, za katere sta značilna močna apreciacija nacionalne valute in visoka inflacija. V letu 2024 se je apreciacija eura znatno upočasnila, kar je privedlo do na splošno stabilnih realnih efektivnih deviznih tečajev v celotnem euroobmočju, pri čemer so sorazmerno omejena gibanja realnih efektivnih deviznih tečajev povzročile zdaj veliko manjše razlike v inflaciji.

- Po vsej EU so se deleži **dolga podjetij v BDP** v letu 2023 že tretje leto močno zmanjšali, pri čemer je skupni delež dolga dosegel najnižjo vrednost v več kot desetletju. Medtem ko je bil najpomembnejši dejavnik zmanjšanja vpliv inflacije na imenovalec, so k skupnemu zmanjšanju zadolženosti podjetij prispevali tudi omejeni ali v nekaterih primerih negativni neto kreditni tokovi. Na splošno so se kreditni tokovi zmanjšali na najnižjo raven v več kot desetletju. Razdolževanje podjetij je bilo povezano predvsem z zmanjšanjem obsega posojil, medtem ko so dolžniški vrednostni papirji ostali na splošno stabilni. Zaostreni pogoji financiranja in visoke obrestne mere so povzročili povečanje odhodkov podjetij za obresti in so negativno vplivali na sposobnost podjetniškega sektorja za odplačevanje dolga. Vendar kljub rahlemu povečanju finančne ranljivosti podjetij trenutno ni veliko splošnih znakov povečanja neodplačevanja posojil. Potem, ko je bila sredi leta 2022 dosežena najvišja vrednost, so se deleži dobička v letu 2023 in v začetku leta 2024 ponovno znižali na ravni pred pandemijo, kar bi lahko bila posledica prilagoditev podjetij na višje plače, čeprav sta umirjena gospodarska aktivnost in šibka rast

produktivnosti verjetno povzročili pritisk na dobiček v nekaterih državah in panogah, kar se bo nadaljevalo tudi v prihodnje. Razdolževanje se v letu 2024 nadaljuje, vendar počasneje, kar odraža umiritev inflacije in majhno povečanje kreditnih tokov, to pa bi moralo spremljati tudi postopno, vendar počasno okrevanje naložb podjetij. Okrevanje naj bi se pospešilo z okrepitvijo povpraševanja in izboljšanjem pogojev financiranja ter povečanjem zaupanja podjetij.

- Rast **cen stanovanjskih nepremičnin** se je po močni rasti v obdobju 2020–2022 v letu 2023 umirila. Vendar so bile med državami precejšnje razlike, saj so se cene v nekaterih državah nižale, v nekaterih pa so rasle. Znižanje – ali počasnejša rast – cen je odraz prilagoditve višjim stroškom izposojanja, saj lahko gospodinjstva servisirajo manjši obseg posojil. Majhno znižanje obrestnih mer, do katerega je že prišlo, skupaj s prilagoditvijo trga nižjim ravnem cen, vodi k ponovni vzpostavitvi povpraševanja v letu 2024, čeprav se v nekaterih državah nadaljuje omejena rast cen. Kljub umirjanju cen stanovanjskih nepremičnin se ocenjuje, da so v treh četrtinah držav EU še vedno precenjene, pri čemer je v več kot polovici opaziti znake precenjenosti za več kot 10 %. Tako je kljub dejstvu, da so se cene stanovanjskih nepremičnin najbolj znižale na trgih, ki so bili ocenjeni kot najbolj precenjeni. Vzporedno s tem v nekaterih državah cene stanovanjskih nepremičnin še naprej zelo močno rastejo. Na splošno sta se zmanjšala obseg stanovanjske gradnje in količina pridobljenih dovoljenj, zlasti v državah, kjer so se cene znatneje popravile, zaradi česar bi morala ostati ponudba v bližnji prihodnosti omejena, kar bi privedlo do ponovnega zagona osnovne dinamike, ki je v zadnjih letih povzročila močno rast cen stanovanjskih nepremičnin.

- **Deleži zadolženosti gospodinjstev** so se v letu 2023 kot v preteklih letih še naprej zmanjševali in so v večini držav EU dosegli rekordno nizko raven. Čeprav je bil poglavitni razlog za zmanjšanje v letu 2023 učinek visoke inflacije na imenovalec, je k zmanjšanju učinka novega izposojanja na dolg prispevalo tudi zmanjšanje kreditnih tokov. Stroški izposojanja so se močno povečali, kar se je takoj pokazalo pri novih posojilih, saj se je zmanjšalo povpraševanje po hipotekah. Vpliv na plačila obresti na obstoječa posojila je bil večji v državah, v katerih so pogostejša hipotekarna posojila z variabilno obrestno mero ali z zelo kratkim obdobjem fiksne obrestne mere in dolgim obdobjem odplačevanja. Prihranki gospodinjstev so se po dveh letih upadanja po porastu, ki ga je povzročila pandemija, v letu 2023 nekoliko povečali. V povprečju so se za gospodinjstva prejete obresti povečale nekoliko bolj kot plačane obresti. Ker pa so sredstva in posojila v lasti različnih gospodinjstev, se lahko v več državah nekatera gospodinjstva soočajo s precejšnjim pritiskom zaradi visokih obrestnih mer. Nedavno znižanje obrestnih mer in pričakovana rast plač bi morala ta pritisk v prihodnje nekoliko ublažiti. V letu 2024 so se bilance stanja gospodinjstev na splošno še naprej krepile, čeprav počasneje kot v letu 2023.

- Močna nominalna rast BDP, ki jo je spodbujala visoka inflacija, je v letu 2023 še naprej podpirala zmanjšanje **javnega dolga**, čeprav so javnofinančni primanjkljaji še vedno veliki. Primarni javnofinančni primanjkljaji nekaterih držav z velikim dolgom naj se v letih 2024 in 2025 ne bi znatno zmanjšali, zaradi manj ugodne razlike med nominalno rastjo BDP in obrestnimi merami pa naj bi se močno zmanjševanje deleža javnega dolga v BDP, ki ga je mogoče opazovati od leta 2021, upočasnilo ali zaustavilo. Vendar naj bi se v nekaterih, zlasti visoko zadolženih državah znatno zmanjševanje dolga v letu 2024 nadaljevalo. To so države s presežki ali omejenimi primanjkljaji in nadaljnjo močno realno rastjo BDP, ki bi morala prispevati k razdolževanju. V nekaterih državah zunaj euroobmočja lahko obstajajo dodatna tveganja, povezana z izposojanjem države, če so razmeroma veliki deleži njihovega javnega dolga denominirani v tujih valutah in lahko zato nanje vplivajo nihanja menjalnih tečajev. V prihodnjih letih bo izvajanje novega fiskalnega okvira EU podprlo razdolževanje sektorja država.

- Na splošno je bil **finančni sektor** v EU v letu 2023 še naprej odporen, saj so imele banke koristi od višjih prihodkov od obresti, deleži nedonosnih posojil pa so ostali stabilni. Višje obrestne mere

so povzročile povišane obrestne marže, saj so banke višje obrestne mere hitreje prenašale na posojila kot na vloge. To je povečalo dobičkonosnost bank, zlasti tistih, ki so bolj odvisne od financiranja z vlogami. Količnik navadnega lastniškega temeljnega kapitala se je rahlo povečal. Na splošno nedonosna posojila ostajajo stabilna, čeprav so bila v letu 2024 opažena določena povečanja, ki so na videz povezana predvsem s popravkom cen poslovnih nepremičnin, ki poteka v več državah, vendar tudi z na splošno slabšimi cikličnimi pogoji. Kreditni standardi so se v letu 2023 zaostrili, ponudba in povpraševanje po posojilih pa sta se zmanjšala, in sicer tako s strani gospodinjstev kot nefinančnih družb. Odpornost bančnega sektorja se nadaljuje tudi v letu 2024, čeprav obstajajo nekateri znaki slabšanja kakovosti aktive, saj na nekatere posojilojemalce, vključno s podjetji, dejavnimi na področju nepremičnin, vplivajo višje obrestne mere in likvidnostna vrzel. Zunaj bančnega sektorja za nebančni finančni sektor verjetno obstajajo dodatna tveganja, povezana z zaostrovanjem finančnih pogojev, slabšanjem kreditne kakovosti in možnostjo neurejenih popravkov cen premoženja. Ta vključujejo likvidnostna tveganja in tveganja, ki izhajajo iz medsebojne povezanosti, saj sta bančni in nebančni sektor v EU še posebej tesno povezana. Učinki motenj v sektorju investicijskih skladov ali zavarovalniškem sektorju se lahko prelivajo na bančni sektor in obratno. Upad rasti sektorja poslovnih nepremičnin predstavlja tveganje za nekatere dele finančnega sektorja in lahko povzroči negativne učinke prelivanja na celoten finančni sektor in realno gospodarstvo.

**Obeti glede ekonomskih neravnotežij**

**Obeti glede neravnotežij temeljijo na nenavadno močnem inflacijskem okolju, ki je omogočilo močno zmanjšanje deležev dolga.** Leto 2023 je zaznamovalo močno znižanje stopenj inflacije, ki so se do konca leta približale ciljem centralnih bank. Vendar so bila povišanja cen in stroškov skozi vse leto odločilni dejavnik za obete glede neravnotežij. Visoki deflatorji BDP so imeli močne učinke imenovalca pri poglavitnih deležih dolga. Tako so se pretekla neravnotežja, predvsem visoko stanje dolga, še naprej izboljševala, številni agregati, zlasti dolg podjetij in gospodinjstev, pa so zdaj že več let na najnižji ravni. Izjema je javni dolg v nekaterih državah, v katerih se deleži dolga kljub nadaljnjemu zmanjšanju v letu 2023 še niso vrnili na ravni iz obdobja pred letom 2020.

**Inflacijski pritiski v zadnjih letih spreminjajo gospodarsko okolje.** Kljub dejstvu, da je zaradi znižanja inflacije njen prispevek k razdolževanju zdaj bolj omejen, se zapuščina višje inflacije nadaljuje in bo tudi v prihodnje dejavnik pri oblikovanju neravnotežij. V mnogih državah naj bi se stroški dela na enoto še naprej znatno povečevali, medtem ko plače kompenzirajo znižanja realnega razpoložljivega dohodka. Kljub dejstvu, da so centralne banke, vključno z Evropsko centralno banko, začele sproščati denarno politiko, ostajajo obrestne mere na višjih ravneh kot v zadnjem desetletju in se zanje to pričakuje tudi v prihodnje. To vpliva na stroške servisiranja dolga in na vrednost sredstev v vseh gospodarskih sektorjih. Od povišanja obrestnih mer so se naložbe v stanovanjske in poslovne nepremičnine že zmanjšale.

**Nominalna rast bo v prihodnjih letih zagotovila bolj omejeno podporo pasivnemu razdolževanju.** Na splošno naj bi ostala nominalna rast nekoliko višja kot pred pandemijo, in sicer predvsem zato, ker ostaja deflator BDP rahlo povišan. Vendar v prihodnjih letih ne bo mogoče doseči nadaljnjega zmanjšanja stroškov servisiranja dolga brez omejevanja izposojanja. Pri gospodinjstvih z velikimi dolgovi in hipotekami z variabilno obrestno mero ali s fiksno obrestno mero, katere obdobje se je izteklo ali se izteka, lahko pride do pritiskov na zmožnost plačevanja višjih obresti. Pri podjetjih je opazno zmanjšanje kreditnih tokov skupaj z zmanjšanjem dobička na enoto, ki sledi močnemu povečanju, morda zato, da bi lahko podjetja absorbirala nekatera povišanja stroškov dela na enoto, ko plače dohitevajo življenjske stroške.

**V nekaterih državah je mogoče opaziti precejšnje osnovne primanjkljaje na tekočem računu, neto zunanji dolg pa bi lahko začel znova naraščati.** V nekaj primerih je zunanja

zadolženost na prelomni točki, pri čemer nominalna rast ne izravnava več znatnih primanjkljajev na tekočem računu, zaradi česar se v prihodnjih letih pričakuje poslabšanje neto zunanjega položaja. Medtem ko to ne velja za države z najvišjo zunanjo zadolženostjo, pa vključuje nekatere države, v katerih bi lahko pomanjkanje učinkovitih ukrepov politike povzročilo zaskrbljujoče povečanje zunanje zadolženosti. Ukrepanje običajno zajema zmanjšanje javnofinančnega primanjkljaja, da se zavre veliko povpraševanje, kar bi hkrati pomagalo zajeziti preostale inflacijske pritiske, vendar je morda potrebna tudi prilagoditev v sektorju gospodinjstev ali podjetij.

**V zadnjih letih se kopičijo izzivi v zvezi s stroškovno konkurenčnostjo in nekatere države se zdaj soočajo z veliko višjimi ravnmi cen in stroškov zaradi kumulativnega povečanja, ki se v nekaterih primerih še naprej poslabšuje.** Čeprav so se razlike v inflaciji zelo močno zmanjšale – in v številnih primerih izginile – so v nekaterih državah članicah njihova vidna posledica veliko višje relativne cene in stroški. Tudi če to velja predvsem za države, ki še imajo določen potencial za zmanjšanje zaostanka, se zdi povečanje veliko večje od tega, kar je mogoče verodostojno pripisati dejavnikom, kot so Balassa-Samuelsonovi učinki, in ni posledica povečanja produktivnosti. Zato imajo te države veliko višje ravni cen kot prej, kar bi lahko povzročilo pritisk na njihovo konkurenčnost, zlasti tam, kjer je bil konkurenčni položaj oslabljen že pred pandemijo. Za odpravo teh učinkov bo potreben čas: potrebno je bodisi močno znižanje cen in stroškov, kar bi lahko povzročilo gospodarske motnje, bodisi trajno obdobje umirjanja cen in stroškov v razmerju do trgovinskih partnerjev, ki traja dlje ali je izrazitejše, kot bi bilo sicer.

**Višje ravni cen in stroškov lahko ustvarijo dodaten pritisk na zunanji strani, v nekaterih primerih pa se lahko pojavijo težave pri nadaljnji zajezitvi povišanja cen in stroškov.** V nekaterih državah z močnim povišanjem ravni cen in stroškov obstajajo še drugi škodljivi dejavniki, ki predstavljajo posebna tveganja. Zaradi višjih cen in stroškov doma je izgubo izvoznih trgov, ki je lahko povezana z geopolitičnimi razlogi, morda težje kompenzirati z iskanjem novih priložnosti. Kadar so zunanji saldi že pod pritiskom, na primer zaradi trajnega zmanjšanja bilanc, ki je posledica učinkov cen energije, lahko višje ravni stroškov povzročijo dodaten pritisk na zunanji strani, dokler ni prilagoditve nižji ravni povpraševanja. Če je bila poleg tega omejena tudi rast, bo morda težko umiriti nadaljnje inflacijske pritiske, tudi ko bo povpraševanje okrevalo. Z normalizacijo gospodarskih razmer se lahko razkrije osnovni šibki gospodarski položaj, kot je strukturno šibkejši zunanji saldo.

**Visoke cene stanovanjskih nepremičnin kljub nedavnemu umirjanju v več državah vzbujajo skrb.** Cene stanovanjskih nepremičnin se umirjajo po več letih močne rasti, ki se je v večini primerov pospešila med pandemijo. Ti popravki sami po sebi ne pomenijo znatnega zmanjšanja tveganja, povezanega z gibanjem cen stanovanjskih nepremičnin. Nasprotno, so izraz ranljivosti: v državah, v katerih cene stanovanjskih nepremičnin močno upadajo, je vzrok za to pretekla osnovna dinamika, ki je cene privedla do nevzdržnih ravni. Na splošno se ta osnovna dinamika ni spremenila. Ko se bo povpraševanje po stanovanjskih nepremičninah v celoti prilagodilo višjim obrestnim meram, se lahko glede na dolgotrajno vrzel med živahnim povpraševanjem po stanovanjskih nepremičninah in omejeno ponudbo pričakuje ponovna močna rast cen stanovanjskih nepremičnin. To bi se lahko še poslabšalo zaradi zmanjšanja naložb v stanovanjske nepremičnine, ki so ga nedavno povzročile rekordno visoke neto migracije v nekatere države članice. Pritiski na cenovno dostopnost stanovanj v številnih državah naraščajo in se bodo verjetno še povečali. Na metropolitanskih območjih nekaterih držav članic so cene stanovanjskih nepremičnin dosegle ravni, ki morda zavirajo sposobnost njihovih gospodarstev za privabljanje delovne sile, kar lahko postane vse večja ovira za njihov model rasti. V nekaterih državah je rast cen stanovanjskih nepremičnin še vedno zelo močna in se znova pospešuje. Ta močna rast se v nekaterih primerih nadaljuje skupaj z močno inflacijsko dinamiko, ki jo bo morda težko zamejiti brez močnih gospodarskih učinkov.

**Specifični zaključki za države in naknadno spremljanje**

**V letu 2025 bodo za devet držav članic, za katere so bila v letu 2024 ugotovljena neravnotežja ali čezmerna neravnotežja, pripravljeni poglobljeni pregledi**[4]. Poročilo o mehanizmu opozarjanja vsebuje pregled gibanja ključnih podatkov, na katerih temeljijo navedena neravnotežja. V poglobljenih pregledih za leto 2025, ki bodo objavljeni v prvi polovici leta 2025, bo izvedena ekonomska ocena, ali se neravnotežja povečujejo, se odpravljajo ali so bila že odpravljena, da se posodobijo obstoječe ocene in ocenijo morebitne preostale potrebe politike. To velja za **Ciper, Nemčijo, Grčijo, Italijo, Madžarsko, Nizozemsko, Romunijo, Slovaško** in **Švedsko**.

**Poleg tega je iz ekonomske razlage preglednice razvidno, da bi bilo treba opraviti poglobljeni pregled za Estonijo, saj so v tej državi članici prisotna določena tveganja za nova neravnotežja.** To je skladno z v prihodnost usmerjeno perspektivo, ki se uporablja zadnja leta. V okviru tega pristopa bi bilo treba zaradi kopičenja zaskrbljujočih gibanj nadaljevati izvajanje poglobljenih pregledov, ne pa čakati na nastanek neravnotežij. V Estoniji so v zadnjih letih prisotni močni stroškovni pritiski, medtem ko so se cene stanovanjskih nepremičnin izrazito povečale, povečalo pa se je tudi izposojanje gospodinjstev. Estonija izstopa v smislu vztrajnosti teh gibanj in zaradi dejstva, da v državi obstajajo tudi drugi zaskrbljujoči dejavniki, ki povzročajo dodatna tveganja.

**V Estoniji se izgube stroškovne konkurenčnosti še vedno kopičijo, saldo tekočega računa pa se je poslabšal; obenem cene stanovanjskih nepremičnin še naprej izrazito rastejo.** Za Estonijo je bil spomladi 2023 opravljen poglobljeni pregled, vendar takrat niso bila ugotovljena neravnotežja: ranljivosti, povezane s konkurenčnostjo, zunanjim saldom in cenami stanovanjskih nepremičnin, so že bile prisotne, vendar je bilo ugotovljeno, da so omejene in se bodo po pričakovanjih hitro zmanjšale. V skladu s sedanjo preglednico za Estonijo sta leta 2023 svoje okvirne pragove presegla dva kazalnika, in sicer realni efektivni devizni tečaj in stroški dela na enoto. Ekonomska razlaga preglednice, ki temelji na nedavnih gibanjih in obetih, ni dovolj pomirjujoča. Stroškovni pritiski so se umirili, vendar so med najvišjimi v euroobmočju. Država še naprej beleži visoko inflacijo, pri čemer se osnovna inflacija v zadnjem času povečuje in očitno bolj kot povprečno v euroobmočju. Estonija je močno rast cen in stroškov zabeležila kljub slabi rasti gospodarstva. Njeno gospodarstvo po krizi, ki jo je sprožila vojna Rusije proti Ukrajini, ni okrevalo in je v letih 2023 in 2024 doživelo opazno recesijo; realni BDP je blizu ravni pred pandemijo, s čimer Estonija dosega najslabši rezultat v EU. Izvoz se je v zadnjem času izrazito zmanjšal, enako tudi izvozni tržni delež. Primanjkljaj na tekočem računu se je umiril z ravni iz leta 2022, vendar dodatnega izboljšanja ni pričakovati. Poleg tega primanjkljaj sovpada s počasno gospodarsko aktivnostjo, kar kaže na šibkejši osnovni zunanji položaj, in izboljšanje gospodarske aktivnosti, ki bi spodbudilo povečanje povpraševanja, bi zmanjšalo saldo tekočega računa. Hkrati so cene stanovanjskih nepremičnin v zadnjih letih znatno porasle, nominalne cene pa so se v prvi polovici leta 2024 povišale za več kot 7 %. To še stopnjuje tveganje precenjenosti cen stanovanjskih nepremičnin. Izposojanje gospodinjstev se je v letu 2023 upočasnilo, vendar je kljub najvišjim stroškom izposojanja v euroobmočju ostalo znatno.

**Za preostale države članice v tem trenutku ni treba izvesti poglobljenih pregledov**.

[4] Sporočilo Komisije Evropski semester 2024 – pomladanski sveženj (COM(2024) 600 final).

**Okvir: Izid pregleda preglednice v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za leto 2024**

Komisija v skladu z uredbo o postopku v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji redno ocenjuje ustreznost preglednice v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji in jo po potrebi posodablja (člen 4(7) Uredbe (EU) št. 1176/2011). S tem poročilom o mehanizmu opozarjanja se v preglednico uvajajo številne spremembe glavnih in pomožnih kazalnikov. Tako kot pri prejšnjih pregledih preglednice so bile načrtovane spremembe pred njihovim dokončnim sprejetjem sporočene Evropskemu parlamentu, Svetu (vključno z njegovimi strokovnimi odbori) in Evropskemu odboru za sistemska tveganja.

V sprejetih spremembah se upošteva najnovejši razvoj statističnih kazalnikov, njihov cilj pa je, da bi bila preglednica bolj kompaktna in usmerjena v prihodnost, različni tematski sklopi pa bolj uravnoteženi. Pri tem so se upoštevala naslednja načela: (i) stabilnost (izogibanje prepogostim revizijam); (ii) brez čezmernega dodajanja spremenljivk (število spremenljivk se praviloma ne bi smelo povečati, da se spoštuje zahteva iz Uredbe glede kompaktnosti preglednice); (iii) relevantnost in pomembnost za nadzor v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji ter (iv) potreba po vključitvi tekočih izboljšav kakovosti statističnih podatkov. Poglavitne spremembe glavnih kazalnikov so navedene v nadaljevanju, dodatne podrobnosti pa so na voljo v priloženem delovnem dokumentu služb Komisije[5].

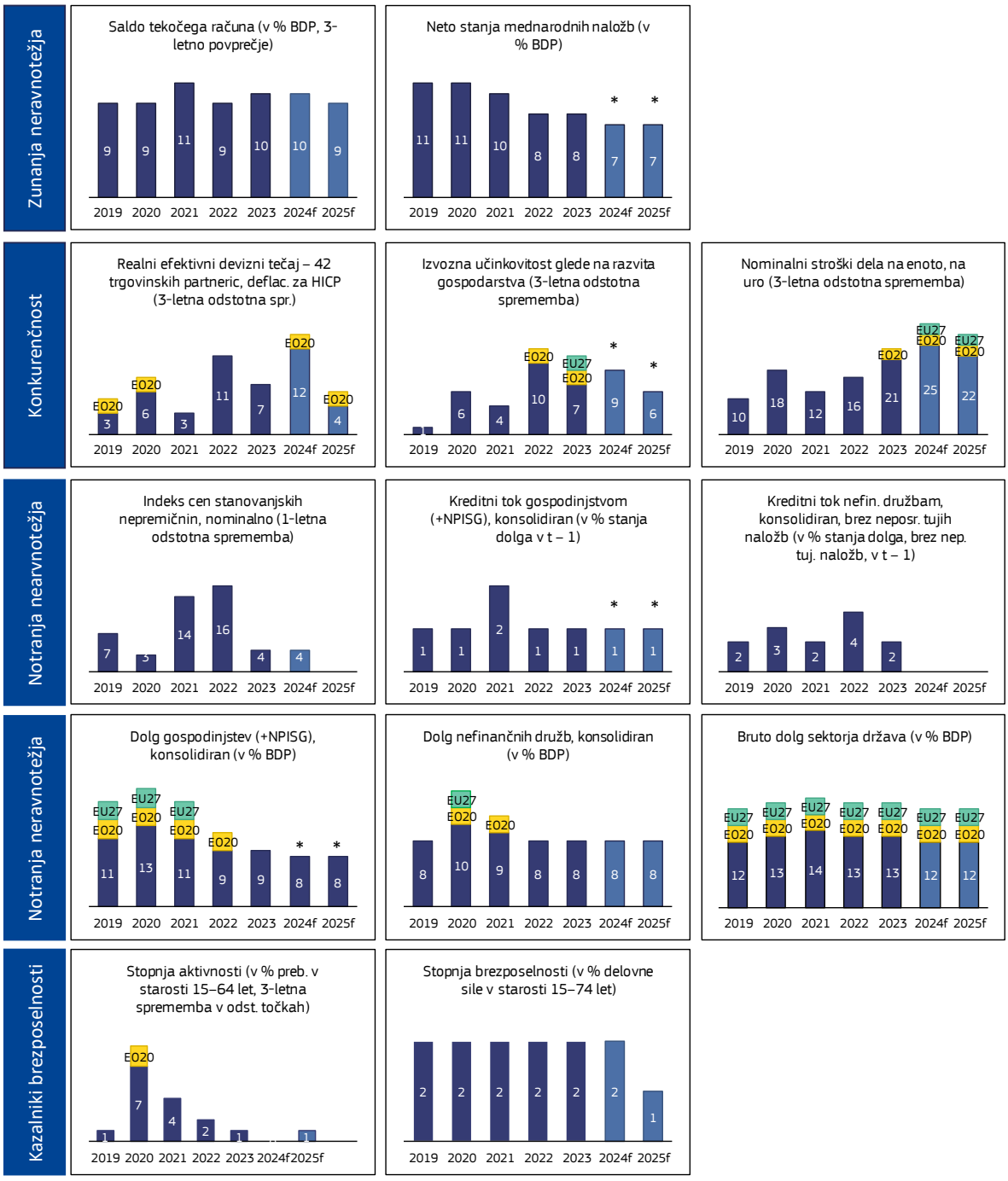
- Kazalnik „izvozna učinkovitost glede na razvita gospodarstva“ se nadgradi iz pomožnega v glavni kazalnik, meri pa se kot sprememba v treh letih. Za kazalnik je na novo določen prag –3 %. Nasprotno se kazalnik „izvozni tržni delež“ prerazvrsti med pomožne kazalnike.
- Kazalnika stanja dolga zasebnega sektorja in kreditnih tokov sta razdeljena na ločena kazalnika za gospodinjstva in nefinančne družbe. Kreditni tokovi se bodo merili kot odstotek stanja predhodnega leta, iz kreditnega toka nefinančnim družbam pa bodo izključene neposredne tuje naložbe v številcu in imenovalcu. Na novo določena praga znašata 55 % oziroma 85 % BDP za zadolženost gospodinjstev in nefinančnih družb ter 14 % oziroma 13 % stanja dolga iz preteklega leta za kreditne tokove.
- Glavni kazalnik obveznosti finančnega sektorja je opuščen zaradi odsotnosti celovitega kazalnika za finančni sektor, za katerega bi bilo mogoče določiti smiseln prag, in obstoja več drugih neodvisnih mehanizmov za nadzor finančnega sektorja na evropski ravni, ki so bili vzpostavljeni po uvedbi postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji. Bančni sektor se bo natančneje spremljal s tremi pomožnimi kazalniki: bruto nedonosnimi posojili (v % bruto posojil), količnikom temeljnega kapitala bančnega sektorja (v % tveganju prilagojenih sredstev) in donosnostjo lastniškega kapitala bančnega sektorja (v %). Čeprav ti kazalniki zagotavljajo pomembne informacije, je težko določiti smiselne makroekonomske pragove zanje. Neobstoj glavnega kazalnika v preglednici nikakor ne pomeni, da je finančni sektor v makroekonomskem nadzoru Komisije manj pomemben.
- Stopnja dolgotrajne brezposelnosti in stopnja brezposelnosti mladih bosta postali pomožna kazalnika.
- Prag kazalnika realnega efektivnega deviznega tečaja se bo znižal s ±5 % za euroobmočje in ±11 % za države zunaj euroobmočja na ±3 % za euroobmočje in ±10 % za države zunaj euroobmočja, da se upoštevajo distribucijske značilnosti novejših podatkov.
- Uvedene so bile nekatere prilagoditve opredelitev in preoblikovanja nekaterih glavnih kazalnikov, zlasti:
  - indeks nominalnih stroškov dela na enoto se bo meril na uro in ne na zaposleno osebo,
  - indeks cen stanovanjskih nepremičnin se bo meril z nominalno in ne z realno vrednostjo, zaradi česar bo spremenjen tudi prag, in sicer na +9 %,
  - stopnja brezposelnosti bo prikazana po letih in ne kot triletno povprečje.

Uvedenih je bilo tudi več sprememb pomožnih kazalnikov, vključno s precejšnjim zmanjšanjem njihovega števila, kot je podrobno opisano v priloženem delovnem dokumentu služb Komisije. V spremenjeni preglednici bo en glavni kazalnik manj in 5(+5) pomožnih kazalnikov manj kot v različici, ki se je uporabljala

[5] Delovni dokument služb Komisije o spremembah preglednice v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji (SWD(2024) 702).

doslej.

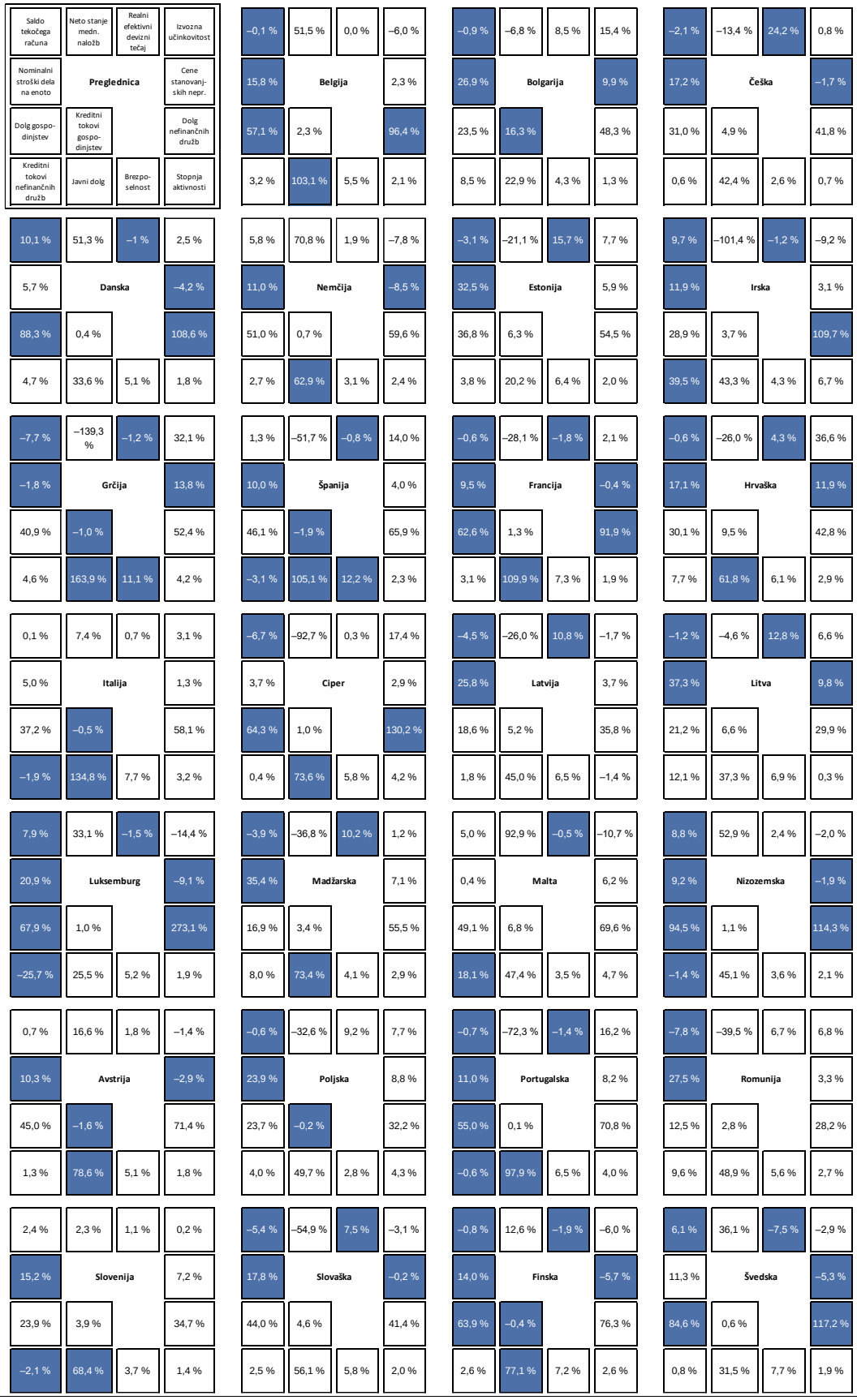
Graf 1: **Število držav članic, pri katerih spremenljivke preglednice presegajo prag**




Število držav članic, za katere v danem letu spremenljivke preglednice presegajo ustrezne pragove, odraža podatke na presečni datum poročila o mehanizmu opozarjanja za leto 2025 (tj. 31. oktober 2024). Morebitne naknadne revizije podatkov lahko kažejo na razliko med številom vrednosti, ki presegajo pragove, izračunane z uporabo podatkov za spremenljivke preglednice iz prejšnjih let, kot so bili objavljeni v preteklih izdajah poročila o mehanizmu opozarjanja. * Podatki za agregate za obdobje, ki ga zajema napoved, niso na voljo.

***Vir:*** Eurostat in napovedi Evropske komisije.

Graf 2: **Kazalniki iz preglednice poročila o mehanizmu opozarjanja v letu 2023 po državah**




***Vir:*** Eurostat.