

Strasbourg, 17.12.2019.
COM(2019) 651 final

IZVJEŠĆE KOMISIJE

**EUROPSKOM PARLAMENTU, VIJEĆU, EUROPSKOJ SREDIŠNJOJ BANCII
EUROPSKOM GOSPODARSKOM I SOCIJALNOM ODBORU**

Izvješće o mehanizmu upozoravanja za 2020.

**(sastavljeno u skladu s člancima 3. i 4. Uredbe (EU) br. 1176/2011 o sprečavanju i
ispravljanju makroekonomskih neravnoteža)**

{SWD(2019) 630 final}

Izvjeshće o mehanizmu upozoravanja (IMU) polazna je točka godišnjeg ciklusa postupka zbog makroekonomskih neravnoteža (PMN), čija je svrha utvrditi i ukloniti neravnoteže koje ometaju „pravilno funkcioniranje gospodarstva države članice, ekonomske i monetarne unije ili Unije u cjelini“ (članak 2. stavak 1. Uredbe (EU) br. 1176/2011)¹.

Analiza u izvješću o mehanizmu upozoravanja bazirana je na ekonomskom tumačenju tablice odabranih pokazatelja, dopunjene širim skupom pomoćnih pokazatelja, alatima za ocjenjivanje te dodatnim relevantnim informacijama, kako bi se ispitalo može li u državama članicama doći do gospodarskih neravnoteža koje iziskuju djelovanje politika. U izvješću o mehanizmu upozoravanja navedene su države članice koje je potrebno analizirati u detaljnom preispitivanju kako bi se procijenilo kako se makroekonomski rizici akumuliraju ili smanjuju u državama članicama te zaključilo postoje li neravnoteže ili prekomjerne neravnoteže. Komisija će sastaviti izvješća o detaljnom preispitivanju za dotične države članice uzimajući u obzir rasprave o izvješću o mehanizmu upozoravanja s Europskim parlamentom te u Vijeću i Euroskupini. Na temelju ustaljenih praksi, detaljno preispitivanje u svakom će se slučaju pripremiti za države članice u kojima su u prethodnom ciklusu detaljnih preispitivanja utvrđene neravnoteže. Detaljna preispitivanja uključit će se u izvješća po državama članicama. Nalazi iz detaljnog preispitivanja ugrađuju se u preporuke po državama članicama u okviru europskog semestra za koordinaciju ekonomskih politika.

1. SAŽETAK

Ovim izvješćem otvara se deveti godišnji ciklus postupka zbog makroekonomskih neravnoteža (PMN).² Postupkom se želi utvrditi neravnoteže koje otežavaju normalno funkcioniranje gospodarstava država članica, ekonomske i monetarne unije ili Unije u cjelini te potaknuti primjerene odgovore politika. Provedba PMN-a ugrađena je u europski semestar za koordinaciju ekonomskih politika u cilju osiguranja usklađenosti s analizama i preporukama u okviru drugih instrumenata ekonomskog nadzora. Godišnjom strategijom održivog rasta, koja se donosi u isto vrijeme kao i ovo izvješće, bilježi se gospodarsko i socijalno stanje u Europi te određuju opći politički prioriteti za EU.

U ovom izvješću navedene su države članice za koje treba provesti detaljna preispitivanja kako bi se procijenilo jesu li pogođene neravnotežama koje zahtijevaju djelovanje politika.³ Izvješće o mehanizmu upozoravanja (IMU) sredstvo je za analizu ekonomskih neravnoteža koje se objavljuje na početku svakog godišnjeg ciklusa koordinacije ekonomskih politika. Analiza u IMU-u temelji se na ekonomskom tumačenju tablice pokazatelja s indikativnim pragovima, uz skup pomoćnih pokazatelja. U odjeljku 2. IMU-a uključena je analiza posljedica neravnoteža u državama članicama za europodručje u cjelini te se istražuje u kojoj je mjeri potreban koordinirani pristup odgovorima politika s obzirom na međuovisnosti unutar europodručja.⁴ U tom pogledu analiza u ovom izvješću priložena je ocjeni iz

¹ [U slučaju da Ujedinjena Kraljevina napusti Europsku uniju na temelju Sporazuma o povlačenju Ujedinjene Kraljevine Velike Britanije i Sjeverne Irske iz Europske unije i Europske zajednice za atomsku energiju („Sporazum o povlačenju“, SL C 384 I, 12.11.2019., str. 1.), pravo Unije i dalje će se primjenjivati na Ujedinjenu Kraljevinu i u njoj tijekom prijelaznog razdoblja utvrđenog tim Sporazumom.]

²Uz ovo izvješće priložen je *prilog sa statistikama* koji sadržava opsežne statističke podatke na temelju kojih je izvješće sastavljeno.

³Vidjeti članak 5. Uredbe (EU) br. 1176/2011.

⁴U izvješću od 22. lipnja 2015. pod naslovom „Dovršetak europske ekonomske i monetarne unije“ Jean-Claudea Junckera, Donalda Tuska, Jeroena Dijsselbloema, Marija Draghija i Martina Schulza predloženo je da se veća pozornost posveti dimenziji neravnoteža povezanoj s europodručjem. Uloga međuovisnosti i sistemskih

radnog dokumenta službi Komisije „Analiza gospodarstva europodručja” koji je priložen Preporuci Komisije za Preporuku Vijeća o gospodarskoj politici europodručja.

Analiza u IMU-u provodi se u kontekstu promjenjivih gospodarskih izgleda pri čemu se gospodarski rast usporava, a inflacijska očekivanja revidirana su naniže. U Komisijinoj jesenskoj ekonomskoj prognozi 2019. procjenjuje se da će rast realnog BDP-a u 2019. u EU-u iznositi 1,4 %, a u europodručju 1,1 %, što je blago usporavanje u usporedbi s rastom od 2 % odnosno 1,9 % koji je zabilježen u 2018. Predviđa se rast BDP-a za 1,4 % u EU-u i 1,2 % u europodručju u 2020. Podaci od kraja 2018. upućuju na gubitak zamaha, posebno u neto izvozu i outputu. Usporavanje je posebno vidljivo u velikim državama članicama europodručja koje su više izložene trgovini zbog povećane nesigurnosti u pogledu okruženja trgovinske politike⁵. Očekivanja u pogledu inflacije znatno su se smanjila, što je monetarna tijela u drugoj polovini 2019. potaknulo na donošenje mjera u cilju zaustavljanja započetog usporavanja outputa i cijena. Prinosi obveznica počeli su se smanjivati, posebno za duže rokove dospeljeća. Unatoč nedavnom smanjenju ukupne inflacije i rasta produktivnosti, rast plaća od 2018. malo je ojačan zbog napetosti na tržištima rada.

Postojeće makroekonomske neravnoteže postupno se ispravljaju u kontekstu povoljnih gospodarskih uvjeta. Nakon opsežnog postupka razduživanja nakon krize, ispravljen je niz neravnoteža „tokova” i neodrživih trendova (posebno veliki deficiti tekućeg računa, prekomjeren rast kredita koji potiče rast cijena stambenih nekretnina, visoki jedinični troškovi rada koji podrazumijevaju smanjenje troškovne konkurentnosti). Ispravljanje slabosti povezanih s neravnotežama stanja (veliki dug privatnog sektora, državni i vanjski dug) započelo je kasnije i napredovalo je sporije, no udjeli duga u BDP-u počeli su stabilnije padati, uz gospodarski rast i ponovni rast cijena tijekom posljednjih godina. Istovremeno, ubrzanje gospodarske aktivnosti u zadnje vrijeme je popraćeno snažnijim rastom jediničnih troškova rada i cijena stambenih nekretnina u više država članica.

Promjena izgleda mogla bi podrazumijevati sporiju prilagodbu postojećih neravnoteža ili pojavu novih rizika u kontekstu smanjenja prostora za djelovanje politika kojima se odgovara na šokove. Negativni rizici za gospodarske izgleda posebno se odnose na trgovinske napetosti i poremećaje u globalnim lancima vrijednosti, usporavanje na tržištima u nastajanju koje je jače od očekivanog, pogoršanje geopolitičkih napetosti.⁶ Očekuje se da će nominalni rast oslabiti, što podrazumijeva manje poticajno okruženje za smanjenje duga. Znatno smanjenje kamatnih stopa smanjuje trošak duga, ali donosi i izazove povezane, među ostalim, sa slabijim poticajima za razduživanje, potencijalnim prekomjernim preuzimanjem rizika u potrazi za prinosom, smanjenom profitabilnošću financijskih institucija u kontekstu manjih krivulja prinosa⁷. Monetarna politika ima sve manje prostora za rješavanje šokova politika, a mogućnost ublažavanja šokova s pomoću privatne i javne štednje znatno se razlikuje diljem EU-a i ograničena je visokim udjelima duga u relevantnom broju država članica.

implikacija neravnoteža prepoznata je u Uredbi (EU) br. 1176/2011, u kojoj se neravnoteže definiraju kao „makroekonomska kretanja koja negativno utječu, ili imaju mogućnost negativno utjecati na pravilno funkcioniranje gospodarstva države članice, ekonomske i monetarne unije ili Unije u cjelini.”

⁵ Indeks kojim se mjeri nesigurnost u svjetskoj trgovini znatno je porastao u velikim europskim gospodarstvima i u ostalim velikim gospodarskim područjima. https://www.policyuncertainty.com/wui_quarterly.html

⁶ Vidjeti i Međunarodni monetarni fond, Svjetski gospodarski izgledi, listopad 2019.; Europska komisija (2019.), Europska ekonomska prognoza, jesen 2019., Institutional paper 115, studeni 2019.

⁷ Vidjeti i Banka za međunarodne namire, Godišnje gospodarsko izvješće, lipanj 2019.; i Međunarodni monetarni fond, Izvješće o globalnoj financijskoj stabilnosti, travanj 2019.

Horizontalnom analizom predstavljenom u IMU-u došlo se do brojnih zaključaka:

- **Salda tekućih računa blago su se smanjila u cijelom EU-u u 2018., stanja deficita ostala su iznimka, a suficiti su i dalje veliki.** Uz nekoliko iznimaka, države koje su prethodno bilježile velika stanja tekućeg računa trenutačno imaju uglavnom uravnotežene tekuće račune, dok neke države članice i dalje imaju velike i postojeće suficite iznad razina koje se mogu opravdati temeljnim pokazateljima. Usporavanje trgovine, otporna domaća potražnja i rastuće cijene nafte doveli su do smanjenja svih salda tekućih računa.
- **Neto stanja međunarodnih ulaganja ubrzano se poboljšavaju, ali u nekim državama članicama i dalje postoje velike količine vanjskih obveza.** Razborita stanja tekućih računa i kontinuirani nominalni rast posljednjih godina temeljni su uzroci smanjenja udjela vanjskih financijskih obveza u BDP-u. Neto stanja međunarodnih ulaganja neto dužnika poboljšala su se brže nego prije, među ostalim zbog pozitivnih vrijednosnih učinaka, koji možda neće potrajati. Neto stanja međunarodnih ulaganja i dalje su znatno negativna u nizu država članica EU-a, a neki od najnovijih rezultata tekućih računa možda neće biti dostatni za poboljšanja vanjskih pozicija stanja odgovarajućom brzinom. U isto vrijeme, veliki neto vjerovnici bilježe sve pozitivnija neto stanja međunarodnih ulaganja zbog velikih suficita tekućih računa.
- **Jedinični troškovi rada rastu sve bržim tempom u mnogim državama članicama zbog ubrzanja rasta plaća i smanjenog rasta produktivnosti.** Rast plaća u EU-u sve je jači u kontekstu napetih tržišta rada. Ubrzanje jediničnih troškova rada sve je više povezano sa smanjenjem rasta produktivnosti. U nekoliko je slučajeva, posebno u srednjoeuropskim, istočnoeuropskim i baltičkim državama, rast jediničnih troškova rada nastavak trenda koji je započeo prije nekoliko godina, a koji je povezan s povećanjem potražnje za radnom snagom te nedostatkom vještina i uskim grlima u ponudi radne snage u gospodarstvima s ispodprosječnim razinama plaća. U manjoj mjeri rast jediničnih troškova rada nedavno se ubrzao i u državama članicama europodručja. Iako je rast jediničnih troškova rada bio je veći u državama neto vjerovnicima nego u državama neto dužnicama, ta se razlika smanjuje i stoga kretanja troškovne konkurentnosti sve manje podržavaju simetričniji rebalans.
- **Bilježi se aprecijacija realnih efektivnih tečajnih stopa.** Realne efektivne tečajne stope apreciraju od 2016. u nizu zemalja u kontekstu povećanja jediničnih troškova rada i nominalnih aprecijacija. To je uslijedilo nakon niza godina u kojima su relativni troškovi i cijene padali u mnogim državama članicama EU-a zahvaljujući deprecijacijama nominalne tečajne stope i blagoj inflaciji troškova i cijena u usporedbi s konkurentima. Preraspodjela aktivnosti iz sektora nerazmjenjivih dobara u sektor razmjenjivih dobara koja je zabilježena u zemljama neto dužnicama tijekom niza godina nakon krize usporava se, zaustavlja ili preokreće.
- **Razduživanje privatnog sektora u velikoj se mjeri temelji na rastu nominalnog BDP-a, a razduživanje kućanstava sve je sporije.** Smanjena je neto štednja privatnog sektora, a pad udjela duga u BDP-u sve je češće posljedica rasta nominalnog BDP-a. Razduživanje je usporeno, što odražava smanjenu štednju i usporavanje rasta BDP-a. U sve većem broju država članica zaduživanje kućanstava je u porastu. Iako je razduživanje provedeno u većini zemalja s visokim udjelima duga u BDP-u, udjeli privatnog duga ipak su se povećali u nekoliko zemalja s visokim dugom. Državni dug smanjuje se u većini država članica, ali u nekoliko država s visokim dugom smanjenja su bila ograničena ili ih uopće nije bilo. Prinosi na državne obveznice ipak su se znatno smanjili u 2019., među ostalim za najzaduženije državne zajmoprince.
- **Otpornost bankarskog sektora EU-a se poboljšala, ali neki izazovi i dalje postoje.** Omjeri kapitalizacije prestali su rasti s razina iznad regulatornih standarda. Nakon poboljšanja u

prethodnim godinama, stabilizirali su se povrati na kapital. Udjeli loših kredita znatno su se smanjili tijekom posljednjih godina, a znatno smanjenje loših kredita trenutačno je ograničeno na države s visokim udjelom loših kredita. Međutim izazovi su i dalje prisutni u nizu država članica EU-a s relativno niskom kapitalizacijom i profitabilnosti te visokim udjelima loših kredita. Promjena izgleda zbog dugotrajno niskih kamatnih stopa i slabljenja gospodarskog rasta povećava te izazove.

- **Cijene stambenih nekretnina nastavile su brzo rasti tijekom 2018., ali dinamika cijena se usporila u područjima s uvjerljivijim dokazima o precijenjenosti.** Cijene stambenih nekretnina nastavile su rasti u 2018., a u sve više zemalja vrednovanja stambenih nekretnina na razinama su iznad maksimalnih još od sredine 2000-ih i izgledno je da su precijenjene. Međutim najveći rast cijena stambenih nekretnina zabilježen je u raznim državama članicama EU-a u kojima su dosad bili zabilježeni tek ograničeni znakovi precijenjenosti stambenih nekretnina. S druge strane, u državama u kojima je precijenjenost bila posebno zabrinjavajuća i koje imaju velik dug kućanstava, rast cijena često se usporio. U nekim državama članicama dolazi do povećanja broja hipotekarnih kredita, što bi moglo dovesti do dodatnog ubrzanja rasta cijena stambenih nekretnina u budućnosti.
- **Na tržištima rada stanje je sve bolje, a nezaposlenost se smanjila u svim državama članicama EU-a.** Nezaposlenost se dodatno smanjila u cijelom EU-u, posebno u populaciji mladih i dugotrajno nezaposlenih osoba. Povećanje napetosti tržišta rada donekle je vidljivo u snažnijem rastu plaća i u državama članicama europodručja. No od oporavka, realni rasta plaća bio je manji od rasta produktivnosti rada sve do 2017., a preokret se dogodio tek 2018. Iako je rast dohodaka od rada koji je posljedica rasta zaposlenosti i plaća pridonio povećanju domaće potražnje, nema jasnih dokaza prelijevanja povećanja plaća u inflaciju cijena⁸.

U trenutačnom gospodarskom kontekstu, rebalans deficita i suficita tekućih računa u europodručju je nužan i bio bi biti koristan za sve države članice. Predviđa se smanjenje suficita tekućeg računa europodručja zbog usporavanja potražnje za izvozom, iako će ostati blizu svoje najviše točke i iznad razina koje su u skladu s temeljnim ekonomskim pokazateljima. Suficit europodručja povećao se u kontekstu snažnih izvoznih rezultata i opsežnih procesa razduživanja koji uključuju razne sektore gospodarstva, među ostalim u državama u kojima nije bilo potreba za razduživanjem ili su one bile neznatne. Najnovije usporavanje uglavnom odražava slabljenje globalne trgovine i veći deficit energetske bilance. U trenutačnom gospodarskom kontekstu postoji snažniji argument za nastavak rebalansa deficita i suficita tekućih računa na razini europodručja kako bi se lakše prevladalo okruženje niske stope inflacije i niskih kamatnih stopa te kako bi se smanjila ovisnost o stranoj potražnji. U tom kontekstu potrebna je odgovarajuća kombinacija politika među članicama europodručja kojom se uzimaju u obzir međuovisnosti i prelijevanja. Iako su u mnogim državama neto dužnicama u prošlosti zabilježeni veliki deficiti tekućeg računa, njihova stanja tekućeg računa slabe, a zbog visokih razina stranog i domaćeg duga zahtijevaju održavanje razboritog salda tekućeg računa i osiguravanje odgovarajuće brzine smanjenja duga uz nastavak provedbe reformi kojima se povećava potencijal rasta BDP-a. U državama neto vjerovnicama trebalo bi iskoristiti priliku za financiranje uz niske kamatne stope kako bi se postiglo kontinuirano povećanje javnih i privatnih ulaganja. Korištenje povoljnog fiskalnog položaja za potporu ulaganjima i drugoj produktivnoj potrošnji u tim državama pomoglo bi smanjiti ovisnost izgleda za rast o stranoj potražnji i poduprijeti rebalans u europodručju.

Sve u svemu, izvori mogućih neravnoteža uglavnom su jednaki onima utvrđenima u IMU-u 2019., ali čini se da se izgledi pogoršavaju u više pogleda. Vanjske pozicije stanja poboljšala su se brže zbog

⁸ Vidjeti okvir 1. za pregled glavnih nedavnih kretanja u području zapošljavanja i socijalnih pitanja u EU-u.

povoljnih gospodarskih uvjeta, ali dodatna su poboljšanja neizvjesna zbog slabljenja salda tekućih računa i manjeg rasta nominalnog BDP-a. I dalje postoje veliki suficiti tekućih računa, kretanja u području konkurentnosti sve manje podržavaju rebalans, a realne efektivne aprecijacije sve su raširenije. Razduživanje privatnog sektora odvija se sporije, čak i u nekim slučajevima visokog duga, te se sve više oslanja na rast nominalnog BDP-a. Sve slabiji izgledi za nominalni rast dovode u pitanje nastavak razduživanja u zemljama s visokim dugom bez većih privatnih ili državnih ušteda ili povećanja potencijala rasta BDP-a. Nakon više godina znatnih poboljšanja, stanje u financijskom sektoru se stabiliziralo, ali u budućnosti se mogu pojaviti novi izazovi povezani s okruženjem niskih kamatnih stopa. Rast cijena stambenih nekretnina i dalje je jak i uzrok je rekordno visokih cijena stambenih nekretnina u sve većem broju država članica EU-a. Na precijenjenim tržištima dolazi do usporavanja, no zbog ponovnog rasta hipotekarnih kredita u nekim državama rast cijena stambenih nekretnina mogao bi postati samoodrživ.

Potencijalni izvori neravnoteža kombiniraju se u skladu s nizom tipologija. Nekoliko država članica pogođeno je višestrukim i međusobno povezanim slabostima povezanim sa stanjem duga, što možda u određenoj mjeri odražava uvjete u financijskom sektoru. U nekoliko država članica slabosti su uglavnom povezane s velikim i postojanim javnim dugom u kombinaciji sa slabom produktivnošću i konkurentnošću što negativno utječe na potencijal rasta. Određene države imaju velike i kontinuirane suficite tekućeg računa. U nekim državama članicama kretanja troškovne konkurentnosti izazivaju zabrinutost, što bi moglo biti popraćeno pogoršanjem pozicija vanjske bilance. Naposljetku, u nekoliko država članica glavni izazovi proizlaze iz kretanja cijena stambenih nekretnina koja su u nekim slučajevima popraćena velikim dugom kućanstava.

Zbog predstojećih izazova nadzor u okviru PMN-a trebao bi se usmjeriti na budućnost. S obzirom na korekciju većine neravnoteža toka i postupno smanjenje neravnoteža stanja, nadzor u okviru PMN-a postupno se više usmjerava na praćenje potencijalno neodrživih kretanja koja bi se mogla pojaviti u srednjoročnom razdoblju. U isto vrijeme je zbog promjenjive gospodarske situacije, uključujući rizike koji proizlaze uglavnom iz gospodarskog okruženja izvan europodručja i EU-a, potrebno procijeniti neravnoteže iz perspektiva europodručja i EU-a.

Za neke države članice navedene u IMU-u detaljnija i sveobuhvatnija analiza nalazit će se u izvješćima o detaljnom preispitivanju. Kao i u nedavnim godišnjim ciklusima, detaljna preispitivanja bit će uvrštena u izvješća po državama članicama. Za pripremu detaljnih preispitivanja Komisija će svoju analizu temeljiti na opsežnom nizu podataka i relevantnih informacija te okvirima za procjenu koje je Komisija razvila u suradnji s odborima u Vijeću i radnim skupinama. Analize u detaljnim preispitivanjima bit će osnova za utvrđivanje neravnoteža ili prekomjernih neravnoteža u državama članicama te za moguća ažuriranja preporuka po državama članicama.⁹ Države za koje su utvrđene neravnoteže ili prekomjerne neravnoteže i dalje će biti predmet posebnog praćenja kako bi se osigurao stalan nadzor politika poduzetih u okviru PMN-a.

Izvješća o detaljnom preispitivanju pripremit će se za države članice u kojima su već utvrđene neravnoteže ili prekomjerne neravnoteže. U skladu s ustaljenom bonitetnom praksom, detaljna preispitivanja izdat će se kako bi se procijenilo jesu li postojeće neravnoteže postupno smanjene, postojane ili se pogoršavaju, uzimajući pri tom u obzir provedene korektivne politike. Priprema detaljnih preispitivanja stoga je predviđena za 13 država članica u kojima su utvrđene neravnoteže i

⁹Članak 6. Uredbe (EU) br. 1176/2011.

prekomjerne neravnoteže s obzirom na zaključke iz preispitivanja provedenih u veljači 2019.¹⁰ Trenutačno neravnoteže postoje u deset država članica (**Bugarska, Francuska, Hrvatska, Irska, Nizozemska, Njemačka, Portugal, Rumunjska, Španjolska i Švedska**), a prekomjerne neravnoteže postoje u **Cipru, Grčkoj i Italiji**.

Na temelju analize provedene u ovom IMU-u Komisija ne smatra potrebnim pripremiti detaljna preispitivanja za druge države članice. Procjena u okviru IMU-a ne upućuje na znatne dodatne rizike kojima bi se opravdalo novo detaljno preispitivanje za bilo koju državu članicu za koju se nisu utvrdile neravnoteže ili prekomjerne neravnoteže u posljednjem godišnjem ciklusu provedbe PMN-a. Međutim u ovom IMU-u ističe se potreba za **pomnim praćenjem u predstojećim izvješćima po državama članicama** niza kretanja čiji bi razvoj mogao dovesti do makroekonomskih rizika. Ta se kretanja odnose na jedinične troškove rada i implikacije za vanjsku konkurentnost u nizu država članica (Češka, Estonija, Latvija, Litva, Mađarska i Slovačka) te na tržišta nekretnina i dug kućanstava (Austrija, Belgija, Češka, Danska, Finska, Luksemburg, Mađarska, Slovačka, Slovenija, Ujedinjena Kraljevina)¹¹.

2. DIMENZIJA MAKROEKONOMSKIH NERAVNOTEŽA POVEZANA S EUROPODRUČJEM

Saldo tekućeg računa europodručja dosegno je najvišu točku, ali i dalje je na vrlo visokim razinama. Saldo tekućeg računa europodručja kretao se od uglavnom uravnoteženog stanja prije krize do vrhunca od 3,2 % BDP-a u 2016. Od tada je njegova vrijednost neznatno smanjena i u 2018. iznosila je 3,1 % BDP-a (grafikon 1.).¹² Suficit tekućeg računa europodručja i dalje je najveći u svijetu te se procjenjuje da je iznad razine koja bi se očekivala na temelju ekonomskih pokazatelja (oko 1,7 % BDP-a europodručja u 2018.).¹³ Uglavnom odražava velike suficite zabilježene u Njemačkoj i Nizozemskoj, čiji je kombinirani vanjski saldo činio 2,8 % BDP-a europodručja u 2018. Ne bude li promjene u politikama, očekuje se da će se suficit prilagođenog tekućeg računa europodručja u 2019. smanjiti u skladu s Komisijinom jesenskom prognozom 2019. i dosegnuti 2,7 % BDP-a te će se do 2020. dodatno smanjiti na 2,5 % BDP-a.

Stalno smanjenje suficita europodručja uglavnom je rezultat slabljenja trgovinske bilance. Energetska bilanca najviše je pridonijela smanjenju salda tekućeg računa između 2016. i 2018. zbog

¹⁰ Vidjeti „Europski semestar 2019.: ocjena napretka u provedbi strukturnih reformi te sprječavanju i ispravljanju makroekonomskih neravnoteža i rezultati detaljnih preispitivanja u skladu s Uredbom (EU) br. 1176/2011” – COM(2019) 150 final, 27.2.2019.

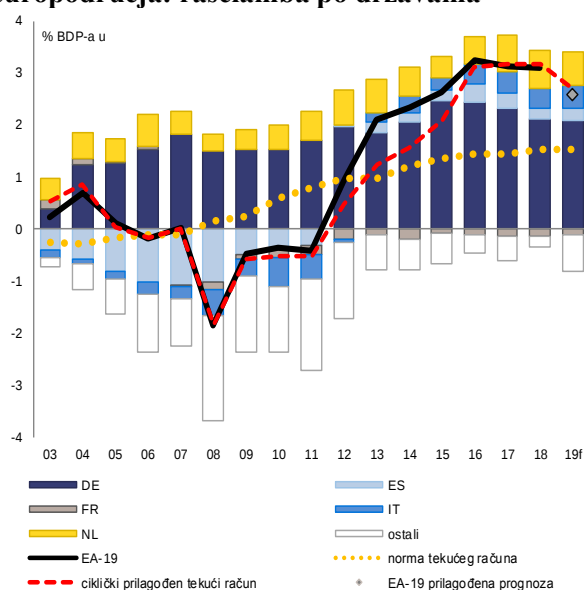
¹¹ U rujnu 2019. Europski odbor za sistemske rizike (ESRB) izdao je posebna upozorenja i preporuke o srednjoročnim slabostima u sektoru stambenih nekretnina za devet država članica: preporuke za Belgiju, Dansku, Finsku, Luksemburg, Nizozemsku i Švedsku te upozorenja Češkoj, Francuskoj i Njemačkoj. Sve države iz prve skupine već su primile upozorenje Europskog odbora za sistemske rizike (ESRB) u studenome 2016., s isto vrijedi za Austriju i Ujedinjenu Kraljevinu. Uredbom o PMN-u (Uredba (EU) br. 1176/2011) Komisija se poziva da uzme u obzir sva upozorenja ili preporuke ESRB-a upućene državama članicama koje su predmet detaljnog preispitivanja.

¹² Podaci o tekućem računu europodručja koji se ovdje spominju i upotrebljavaju odnose se na „prilagođeni“ saldo tekućeg računa europodručja koji je iskazan u odnosu na ostatak svijeta (iz statistike platne bilance europodručja), kojim se prikazuje ukupni saldo tekućeg računa europodručja od 3,1 % BDP-a za 2018. i koji je u skladu je s tekućim računima koje države članice prijavljuju (u okviru takozvanog „koncepta zajednice”). Međutim, zbroj ukupnih salda tekućih računa država članica iznosi 4 % BDP-a europodručja (podaci iz bilance plaćanja) i 3,8 % BDP-a europodručja (statistika nacionalnih računa) zbog asimetrije u saldima unutar europodručja koja su dostavila različita nacionalna statistička tijela. Podaci o europodručju iskazani na temelju bilance plaćanja i statistika nacionalnih računa revidirani su u listopadu 2019., što gotovo nije utjecalo na rezultat za 2018., ali je velikoj mjeri smanjilo saldo tekućeg računa europodručja za razdoblje 2009.–2015.

¹³ MMF (Izvješće o vanjskom sektoru 2019.) predlaže da „norma“ tekućeg računa europodručja iznosi oko 1,6 % BDP-a.

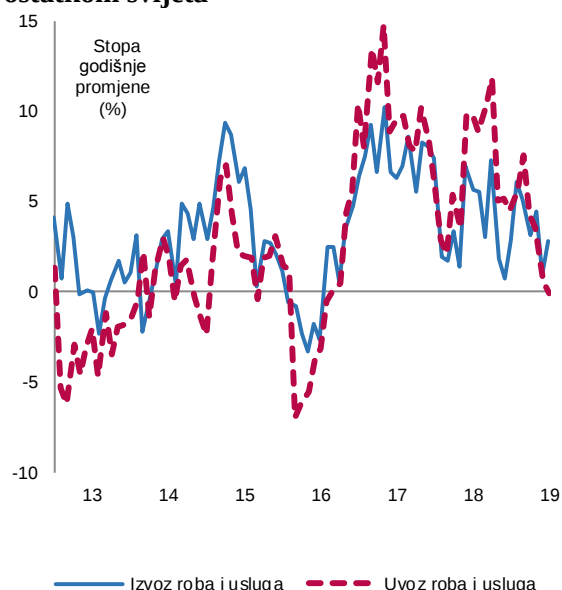
porasta cijena nafte. U energetske bilanci zabilježen je deficit od $-1,7\%$ BDP-a u 2017., koji je porastao na $-2,1\%$ BDP-a u 2018., dok je bilanca preostale trgovine robom kao udio u BDP-u ostala uglavnom stabilna na $4,6\%$ BDP-a. Zbog usporavanja globalnog rasta i trgovine od sredine 2018., stalne pojačane nesigurnosti u okruženju trgovinske politike te efektivne aprecijacije eura u 2018. smanjena je stopa rasta i uvoza i izvoza u europodručju. Mjesečni podaci upućuju na daljnje kontinuirano smanjenje izvoza i uvoza robe europodručja u trgovini s ostatkom svijeta tijekom 2019. (grafikon 2.). Niz čimbenika mogao bi pridonijeti daljnjem pogoršanju tekućeg računa europodručja u budućnosti, uključujući relativno slabljenje cikličkih uvjeta u drugim područjima svjetskog gospodarstva, učinak posljedica restriktivnih trgovinskih politika ili viših cijena nafte koje proizlaze iz geopolitičkih napetosti.

Grafikon 1.: Kretanje tekućeg računa europodručja: raščlamba po državama



Izvor: Eurostat, podaci iz bilance plaćanja, Komisijina jesenska prognoza 2019.

Grafikon 2.: Razvoj trgovine europodručja s ostatkom svijeta

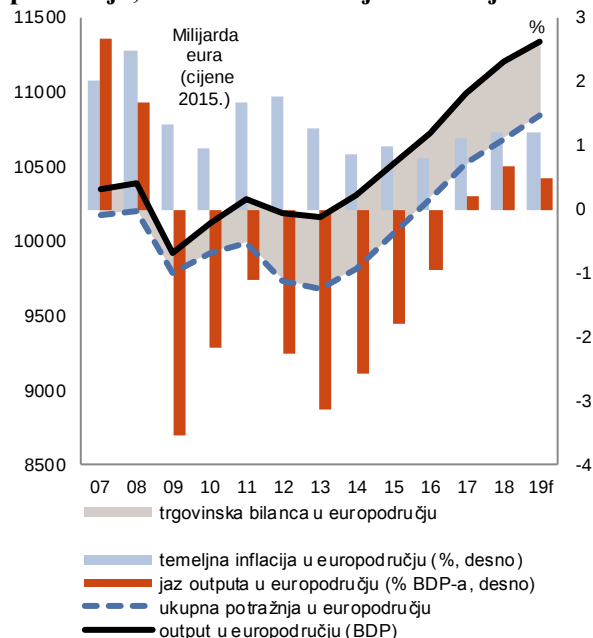


Izvor: Eurostat, statistički podaci o vanjskoj trgovini
Napomena: sezonski usklađeni podaci, tekuće cijene.

Čimbenici na kojima se temelji nedavno blago smanjenje suficita tekućeg računa europodručja razlikuju se od čimbenika koji su doveli do njegova ranijeg povećanja. Stanje tekućeg računa europodručja prešlo je u suficit nakon financijske krize 2008. zbog znatnog smanjenja velikih deficita nakon preokreta u prekograničnim financijskim tokovima te se dodatno povećalo nakon širenja dužničke krize na Španjolsku i Italiju, što je dovelo do smanjenja domaće potražnje tih zemalja. Istodobno je došlo do postupnog povećanja velikog suficita tekućeg računa Njemačke jer je domaća potražnja rasla sporije od outputa i razduživanja u svim sektorima gospodarstva. Ukupno gledano, povećanje suficita europodručja u razdoblju između financijske krize i 2016. uglavnom je odražavalo opsežni proces razduživanja, koji je uključivao privatni sektor, a nakon pogoršanja dužničke krize 2011. i državni sektor. Smanjenje suficita europodručja od 2017. uglavnom je posljedica smanjenja suficita u Njemačkoj i, u manjem razmjeru, Italiji i Španjolskoj, koje su relativno veliki proizvođači izvoznici i koje ovise o uvezanoj energiji dobivenoj iz ugljikovodika. Čini se da nedavna dinamika tekućeg računa europodručja nije povezana s opsežnim postupkom ponovnog zaduživanja, već sa smanjenjem neto izvoza koji je posljedica usporavanja globalne trgovine i poskupljenja energije. Smanjenje suficita europodručja od 2017. do 2018. uglavnom se odražava u smanjenju neto kreditne pozicije

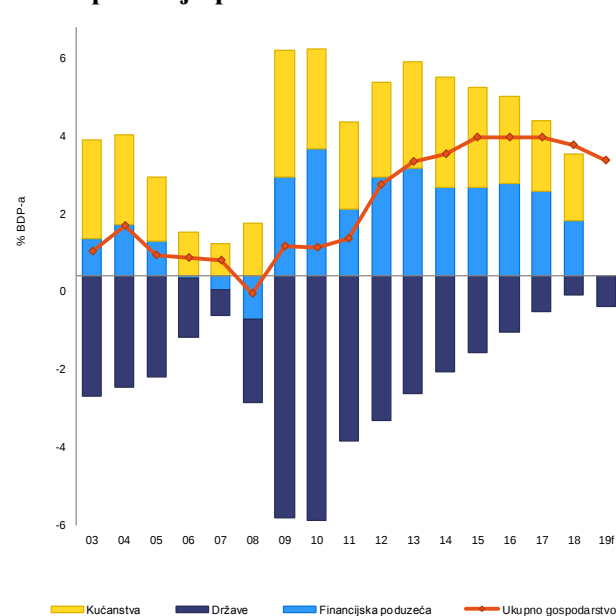
nefinancijskih poduzeća, koja od 2013. bilježi pozitivne vrijednosti. Nedavno smanjenje korporativne neto štednje kompenziralo je poboljšanje neto dužničke pozicije državnog sektora u istom razdoblju (grafikon 4.).

Grafikon 3.: Output u europodručju, domaća potražnja, neto izvoz i temeljna inflacija



Izvor: AMECO¹⁴

Grafikon 4.: Neto pozajmljivanje/zaduživanje u europodručju po sektorima



Izvor: Eurostat

Okruženje niske inflacije i niskih kamatnih stopa predstavlja brojne izazove. Monetarne vlasti u europodručju i drugim velikim svjetskim regijama poduzele su mjere u cilju zaustavljanja započetog usporavanja outputa i pogoršanja očekivanja u pogledu inflacije u 2019., čime je napravljen zaokret u odnosu na prethodno najavljen trend strožih uvjeta. Prinosi na obveznice su na negativnim razinama, povrati padaju, posebno na dugoročne obveznice, a kamatne marže na rizičnije obveznice se smanjuju. Temeljna inflacija i dalje je ispod ciljne inflacije koju su odredila monetarna tijela; procjenjuje se da se jaz outputa europodručja pogoršava nakon što je 2017. postao pozitivan nakon dugotrajnog razdoblja slabije potražnje i negativnih jazova outputa (grafikon 3.). Iako smanjeni nominalni rast otežava razduživanje, u budućnosti bi okruženje niskih kamatnih stopa smanjilo trošak duga. Međutim i dugoročne kamatne stope koje su na rekordno niskim razinama nose potencijalne izazove: poticaji za zaobilaznje regulatornih ograničenja i traženje prinosa u rizičnim ulaganjima; podcjenjivanje kreditnog rizika i slabljenje poticaja za smanjenje velikog duga zbog smanjenih marži; i smanjena profitabilnost reguliranih financijskih institucija, posebno u bankarstvu i osiguranju, zbog manjih krivulja prinosa.¹⁵

Rebalans unutar europodručja i dalje je nepotpun, a kretanja konkurentnosti sve manje podupiru rebalans unutar europodručja. Iako se većina velikih deficita tekućih računa ispravila, veliki suficiti i dalje su prisutni u nizu država članica europodručja. Države koje su imale velike deficite još uvijek su obilježene velikim negativnim neto stanjem međunarodnih ulaganja te općenito imaju velike razine privatnog ili državnog duga, što predstavlja slabost. Nakon financijske krize, postupak

¹⁴ Potrebno je istaknuti da, iako bi razlika između BDP-a i domaće potražnje po definiciji trebala biti jednaka trgovinskoj bilanci, podaci nisu u potpunosti usklađeni zbog razlika u izvješćivanju unutar europodručja (vidjeti bilješku **Error! Bookmark not defined.**).

¹⁵ Npr., ESB, Pregled financijske stabilnosti, svibanj 2018., svibanj 2019.

usklađivanja relativnih troškova i cijena podržavao je rebalans. Jedinični troškovi rada rastu brže u državama neto vjerovnicama u usporedbi s državama neto dužnicama, čime se preokreće trend koji je prethodio financijskoj krizi. Taj se trend nastavlja, ali s manje očitim razlikama između relevantnih skupina država (grafikon 5.)¹⁶. Povećanje napetosti tržišta rada i u državama neto dužnicama podrazumijeva ubrzanje rasta plaća, dok je troškovna konkurentnost dodatno oslabljena zbog smanjenog rasta produktivnosti povezanog s usporavanjem ili smanjenjem omjerâ kapitala i rada. Razine konkurentnosti izmjerene deflatorima BDP-a koje se izražavaju paritetima kupovne moći u odnosu na konkurente (grafikon 6.) nisu usko povezane s vanjskim bilancama i potrebama za vanjskim rebalansom.¹⁷ Udio razmjenjive robe u ukupnoj dodanoj vrijednosti odgovara prilagodbi relativnih cijena: taj je udio u porastu nakon krize u državama s prethodno visokim deficitima, ali taj se trend usporava ili preokreće.¹⁸

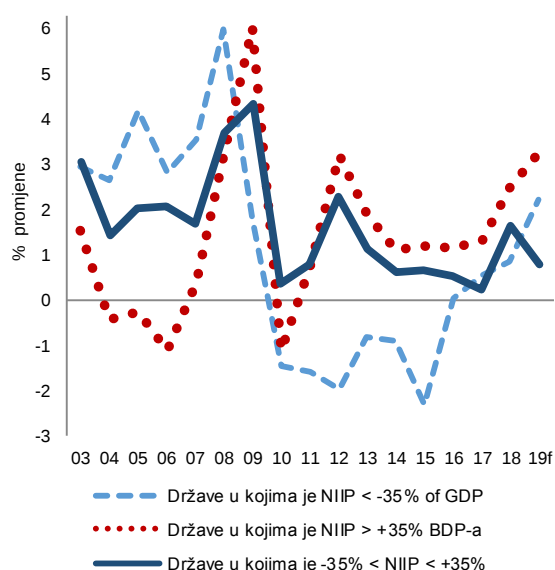
U trenutačnom gospodarskom kontekstu, rebalans deficita i suficita tekućih računa u europodručju je nužan i bio bi biti koristan za sve države članice. U državama neto dužnicama smanjenje velikih razina inozemnog i domaćeg duga zahtijeva održavanje razboritih salda tekućeg računa i osiguravanje odgovarajuće brzine smanjenja duga, uz istovremeno povećanja potencijala za rast. Poboljšanje izgleda za produktivnost, posebno putem ciljanih ulaganja i reformi kojima se podupire ukupna faktorska produktivnost, potrebno je na razini cijelog europodručja, ali posebno u državama neto dužnicama jer je to ključno za održivost razina duga, ali i da bi kretanja relativne konkurentnosti u većoj mjeri podržavala rebalans. S druge strane, dodatnim povećanjem javnih i privatnih ulaganja u državama neto vjerovnicama povećao bi se potencijalni rast te bi izgledi za rast tih država članica postali manje ovisni o stranoj potražnji i podržala bi se domaća potražnja, čime bi se podržao rebalans u europodručju. U trenutačnom gospodarskom kontekstu, fiskalni poticaji u zemljama s velikim suficitom i povoljnim fiskalnim položajem pomogli bi i u prevladavanju okruženja niske inflacije, niskih kamatnih stopa i podržali bi nominalni rast, čime bi se poticalo razduživanje i rebalans pozicija neto dužnika.

¹⁶ Francuski porezni odbitak za zapošljavanje i konkurentnost („CICE”) zamijenjen je 2019. sa stalnim smanjenjem doprinosa poslodavaca za socijalnu sigurnost u prvom tromjesečju, što podrazumijeva znatan pad francuskih troškova rada koji se odražava u promjeni jediničnih troškova rada za skupinu zemalja sa srednjim NIIP-om u grafikonu 5.

¹⁷ U grafikonu 6. države su poredane prema svojim tekućim računima.

¹⁸ Dokazi se temelje na udjelu poljoprivrede, proizvodnje i trgovine, prometa i komunikacijskih usluga u ukupnoj dodanoj vrijednosti. Pokazateljem se ne uzima u obzir da usluge postaju sve razmjenjivije te da predstavljaju sve veći udio ukupne dodane vrijednosti.

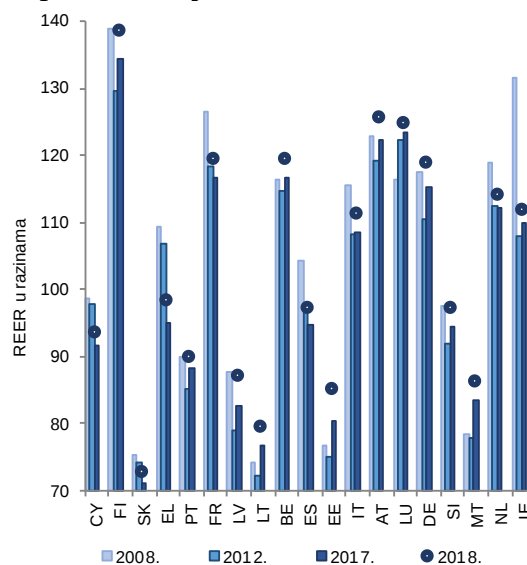
Grafikon 5.: Rast jediničnih troškova rada u europodručju



Izvor: AMECO

Napomena: Države u kojima je NIIP > + 35 % BDP-a su DE, LU, NL, BE, MT. Države u kojima je NIIP između 35 % i –35 % BDP-a su FI, EE, IT, LT, FR, SI, AT. Preostale se države nalaze u skupini NIIP < –35 % BDP-a. Podjela država temelji se na prosječnim vrijednostima NIIP-a u razdoblju 2016.–2018. Države neto vjerovnice zabilježile su prosječni suficit tekućeg računa u istom razdoblju. Podaci se odnose na prosječne vrijednosti ponderirane BDP-om za te tri skupine država.

Grafikon 6.: Razine realnih efektivnih tečajnih stopa, na temelju deflatorâ BDP-a



Izvor: Izračuni službi Komisije s podacima Eurostata i MMF-a.

Napomena: Model kojim se računaju razine REER-a koristi omjer pojedinačnog deflatora BDP-a s deflatorima BDP-a konkurenata, izražen u paritetima kupovne moći (i pod pretpostavkom da je SAD = 100). Ponderi država isti su kao oni koji se upotrebljavaju za izračun indeksa REER-a (skupina od 42 konkurenta).

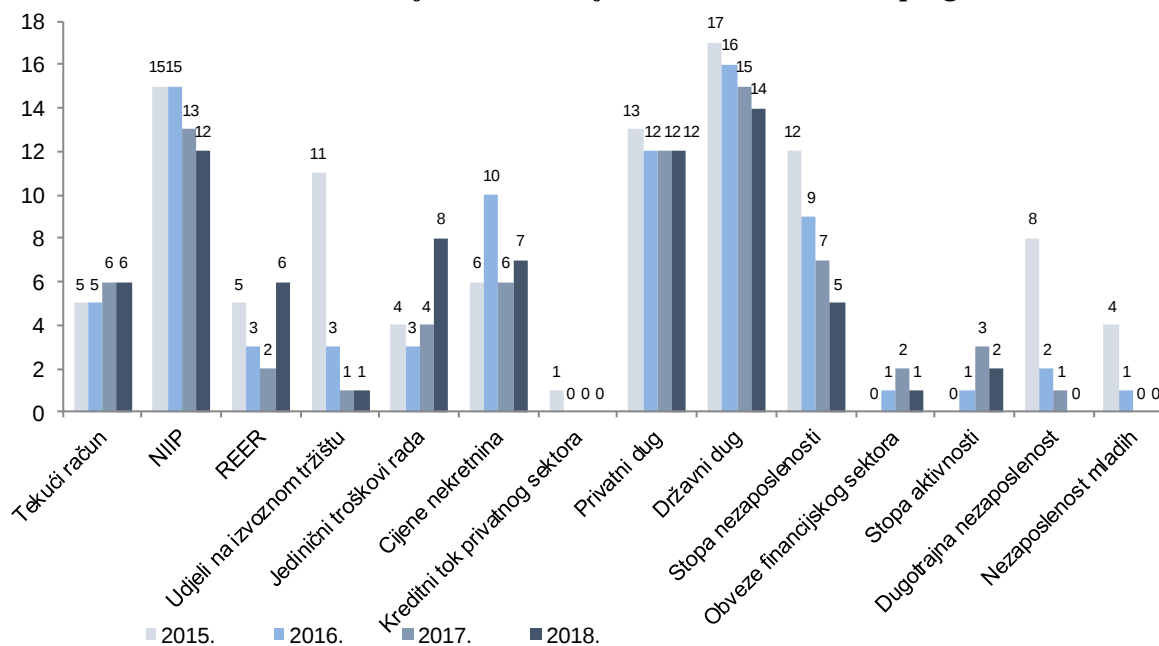
3. NERAVNOTEŽE, RIZICI I PRILAGODBA: GLAVNA KRETANJA PREMA DRŽAVAMA

Izvješće o mehanizmu upozoravanja temelji se na ekonomskom tumačenju tablice pokazatelja PMN-a, koja je filtar za utvrđivanje *prima facie* dokaza o mogućim rizicima i slabostima. Tablica uključuje 14 pokazatelja s indikativnim pragovima u sljedećim područjima: vanjske pozicije, konkurentnost, privatni dug, tržišta stambenih nekretnina, bankarski sektor i zapošljavanje. Koristi stvarne podatke dobre statističke kvalitete, čime se osigurava stabilnost podataka i usporedivost među državama. Stoga tablica u ovom izvješću sadržava podatke do 2018. U skladu s Uredbom o PMN-u (Uredba (EU) br. 1176/2011) vrijednosti iz tablice ne tumače se mehanički u procjenama uključenima u IMU, već su podložne ekonomskom tumačenju koje omogućuje bolje razumijevanje cjelokupnog ekonomskog konteksta i uzimanje u obzir razmatranja po pojedinim državama.¹⁹ Niz pomoćnih pokazatelja dopunjuje tumačenje tablice. Noviji podaci i dodatne informacije, uvidi iz okvira za procjenu te zaključci iz postojećih detaljnih preispitivanja i relevantnih analiza te Komisijina jesenska prognoza 2019. također su uzeti u obzir u procjeni IMU-a.

¹⁹Za obrazloženje o sastavljanju i očitavanju vrijednosti iz tablice u izvješću o mehanizmu upozoravanja vidjeti dokument Europske komisije (2016.), *The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium* (Postupak zbog makroekonomskih neravnoteža. Osnova, proces, primjena: zbirka), European Economy, Institutional Paper 039, studeni 2016.

Podaci iz tablice ukazuju na nastanak mogućih problema u pogledu troškovne konkurentnosti i dinamike cijena stambenih nekretnina, uz stalne visoke razine duga koje se tek postupno prilagođavaju. Vrijednosti koje premašuju prag u tablici IMU-a i dalje se najčešće bilježe u slučaju državnog duga, neto stanja međunarodnih ulaganja i privatnog duga (grafikon 7.).²⁰ Gospodarski rast i poboljšana stanja tekućeg računa i fiskalnog salda ipak su pridonijeli smanjenju neto inozemnih obveza i državnog duga kao udjela u BDP-u, što podrazumijeva smanjenje broja država članica koje prelaze relevantne pragove iz tablice. S druge strane, broj slučajeva koji prelaze prag za privatni dug ostao je nepromijenjen, s obzirom na oslabljenja stanja neto štednje koja neutraliziraju učinak rasta na udjele duga u BDP-u. Gospodarska rast u nekim je državama obilježen i brzorastućim troškovima rada i cijenama stambenih nekretnina. Broj država članica s rastom jediničnih troškova rada iznad praga više se nego udvostručio u usporedbi s prijašnjim rezultatima iz tablica, a više država premašuje pragove za realnu efektivnu tečajnu stopu zbog aprecijacije. Dinamika cijena stambenih nekretnina odražava se u neznatnom povećanju broja država koje su nedavno premašile relevantni prag. Slučajevi u kojima salda tekućeg računa premašuju prag i dalje su uglavnom posljedica suficita. Nastavak gospodarskog rasta koji donosi veliki broj radnih mjesta vidljiv je u manjem broju država članica EU-a s visokom stopom nezaposlenosti te smanjenju problema nezaposlenosti mladih i dugotrajne nezaposlenosti te stopa aktivnosti.

Grafikon 7.: Broj država s varijablama iz tablice iznad praga



Izvor: Eurostat.

Napomena: broj država članica s varijablama iz tablice iznad praga temelji se na izdanju tablice koja je objavljena uz odgovarajuće godišnje izvješće o mehanizmu upozoravanja. Moguće *ex post* izmjene podataka mogu dovesti do razlike u broju vrijednosti iznad praga dobivenom upotrebom najnovijih podataka za varijable u tablici rezultata u usporedbi s onima u ovom grafikonu.

²⁰Detaljni pokazatelji iz tablice rezultata zajedno s odgovarajućim indikativnim pragovima prikazani su u tablici 1.1. u prilogu; pomoćni pokazatelji prikazani su u tablici 2.1. Kako je objašnjeno u bilješci grafikona 9., tumačenje kretanja podataka iz tablice temelji se na podacima koji su bili dostupni u vrijeme pojedinog izvješća o mehanizmu upozoravanja. Podaci za ovaj IMU prikupljeni su za razdoblje do 25. listopada 2019.

Stanja tekućih računa u većini država članica EU-a blago su nazadovala u 2018. Usporavanje trgovine, otporna domaća potražnja i rastuće cijene nafte negativno su utjecali na salda tekućih računa većine država članica. U većini slučajeva salda tekućeg računa i dalje su iznad razina koje bi se mogle očekivati na osnovi temeljnih ekonomskih pokazatelja specifičnih za pojedinu državu članicu („norme tekućeg računa”) i iznad onoga što je potrebno za ispravljanje velikih inozemnih obveza (grafikon 8.).²¹ Iako pogoršanja tekućeg računa do kojih je došlo između 2017. i 2018. često nadilaze ono što se predviđalo samo na temelju cikličkih čimbenika (grafikon 9.), ciklički prilagođeni tekući računi općenito ukazuju na to da su vanjske pozicije snažnije od glavnih podataka jer su jazovi outputa gotovo svugdje pozitivni²².

- **Samo dvije države članice bilježe deficite tekućeg računa iznad nižeg praga iz tablice PMN-a.** Prema trogodišnjim prosječnim podacima iz tablice, Cipar bilježi najveći deficit tekućeg računa u EU-u, koji se poboljšao u 2018., iako ne do razine koja bi osigurala dostatno brza poboljšanja neto stanja međunarodnih ulaganja²³. I deficit tekućeg računa Ujedinjene Kraljevine je iznad praga iz tablice. Rumunjska je zabilježila vidljiv deficit tekućeg računa samo u 2018. na razini od -4,6 % BDP-a, što je znatno pogoršanje u odnosu na prethodne godine; takav je rezultat ispod norme, a velik dio pogoršanja ne može se pripisati gospodarskom ciklusu.
- **Tekući računi smanjili su se u više zemalja koje su velike neto dužnice.** Rezultati tekućih računa smanjili su se u Grčkoj, Portugalu i Španjolskoj u 2018. Deficit tekućeg računa Grčke veći je od iznosa koji se može objasniti temeljnim pokazateljima i nedovoljan za ispravljanje vrlo negativnog neto stanja međunarodnih ulaganja na razborite razine u razdoblju od 10 godina²⁴. Najnoviji rezultati Portugala ispod su razine kojom bi se osigurao ispravak negativnog neto stanja međunarodnih ulaganja primjerenom brzinom. Za razliku od toga, kretanja tekućeg računa Španjolske i dalje su u skladu s poboljšanjem neto stanja međunarodnih ulaganja primjerenom brzinom. Tekući račun Irske naglo se povećao u 2018., što uglavnom posljedica prekograničnih transakcija multinacionalnih poduzeća.
- **Četiri države članice i dalje bilježe suficite tekućih računa koji premašuju gornji prag iz tablice PMN-a.** To su Danska, Njemačka, Nizozemska od početka ovog desetljeća, i od nedavno Malta. Suficiti u Njemačkoj u 2018. smanjili su se za 0,7 postotnih bodova BDP-a i neznatno manje u Danskoj, dok su u Malti i Nizozemskoj većinom ostali nepromijenjeni. U dvije navedene

²¹ Tekući računi u skladu s temeljnim pokazateljima („norme tekućeg računa“) izvedeni su iz pojednostavnjenih regresijskih krivulja gdje su zabilježene osnovne determinante salda štednje i ulaganja, uključujući temeljne determinante, čimbenike politike i globalne financijske uvjete. Vidjeti L. Coutinho i sur. (2018.) *Methodologies for the assessment of current account benchmarks* (Metodologije za procjenu referentnih mjerila tekućeg računa), European Economy, Discussion Paper 86/2018, za opis metodologije izračuna tekućeg računa u skladu s temeljnim pokazateljima koja je korištena u ovom IMU-u; metodologija je srodna metodologiji S. Phillips i sur. (2013.), *The External Balance Assessment (EBA) Methodology* (Metodologija procjene vanjske bilance), IMF Working Paper, 13/272.

²² Ciklički prilagođena salda tekućih računa uzimaju u obzir učinak ciklusa prilagodbom za domaći jaz outputa i jaz outputa trgovinskih partnera, vidjeti M. Salto i A. Turrini (2010.), *Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment* (Usporedba alternativnih metodologija za procjenu realne tečajne stope), European Economy, Discussion Paper 427/2010.

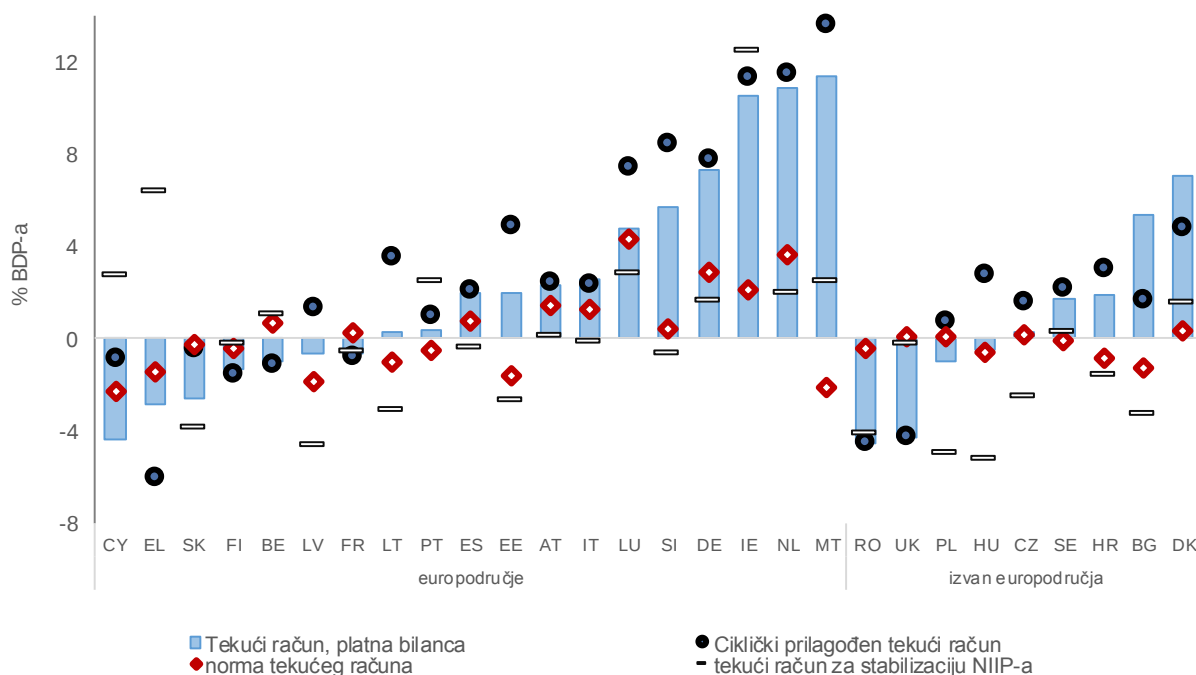
²³ Podaci o ciparskom tekućem računu revidirani su nakon prošlogodišnjeg IMU-a te sad pokazuju deficit tekućeg računa koji je unutar donjeg praga u razdoblju od tri godine do 2017., što nije bio slučaj prošle godine.

²⁴ Za metodologije za bonitetne pragove za NIIP po državama članicama vidjeti bilješku **Error! Bookmark not defined.** Razlika između stvarnih tekućih računa i onih koji su potrebni za stabilizaciju NIIP-a presudno ovisi o razmatranom roku. Na primjer, tekući račun za za stabilizaciju NIIP-a Grčke koji je iznad praga od -35 % BDP-a iz tablice rezultata u razdoblju od 20 godina imao bi suficit od gotovo 1 % BDP-a; Vidjeti Europska komisija (2019.), „Izvješće o pojačanom nadzoru: Grčka, studeni 2019.”, European Economy, Institutional Paper 116, studeni 2019.

države dinamika tekućeg računa potaknuta je i prekograničnim transakcijama povezanim s aktivnostima multinacionalnih kompanija i međunarodno orijentiranih uslužnih sektora koji utječu i na trgovinsku bilancu i na bilance dohotka.

- **Veliki suficiti i dalje pridonose velikim pozitivnim NIIP-ovima.** Osim za Maltu, suficiti tekućih računa koji su iznad praga iz tablice isto su tako iznad razina koje se mogu opravdati temeljnim pokazateljima (grafikon 8.). U svim su slučajevima suficiti tekućih računa koji su iznad praga iz tablice isto tako iznad razina na kojima bi se mogla provesti stabilizacija već ionako velikih NIIP-ova na sadašnjoj razini tijekom razdoblja od 10 godina.

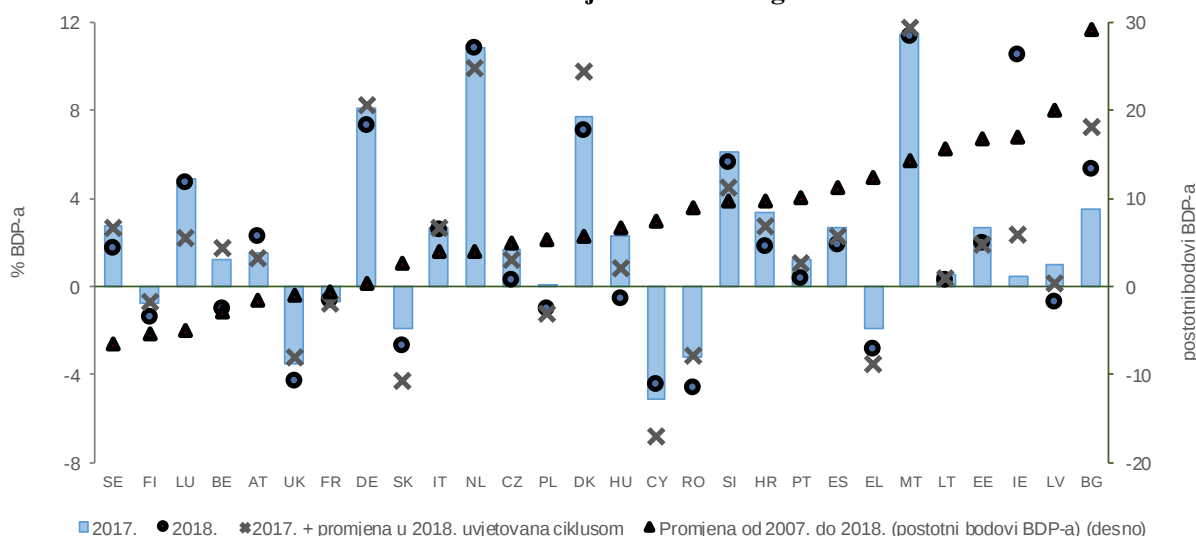
Grafikon 8.: Salda tekućeg računa i referentna mjerila u 2018.



Izvor: Eurostat (podaci BPM6) i izračuni službi Komisije.

Napomena: Države su poredane prema saldu tekućih računa u 2018. *Ciklički prilagođena salda tekućeg računa:* vidjeti bilješku 22. *Norme tekućeg računa:* vidjeti bilješku 21. Referentno mjerilo *tekući račun koji stabilizira NIIP* definira se kao tekući račun koji je potreban za stabilizaciju NIIP-a na sadašnjoj razini tijekom sljedećih 10 godina ili, ako je sadašnji NIIP ispod bonitetnog praga za državu članicu, tekući račun koji je potreban za postizanje bonitetnog praga za taj NIIP u sljedećih 10 godina (vidjeti bilješku 26).

Grafikon 9.: Kretanje salda tekućeg računa



Izvor: Eurostat i izračuni službi Komisije.

Napomena: Države su poredane rastućim redoslijedom prema promjeni na tekućem računu u odnosu na BDP između 2007. i 2018. *Promjena zbog ciklusa* izračunava se kao promjena tekućeg računa koja se ne može objasniti promjenom ciklički prilagođenog salda tekućeg računa.

NIIP-ovi su se 2018. poboljšavali bržim tempom u većini država članica, no u nekim su državama članicama i dalje prisutne visoke razine negativnih vanjskih obveza. Poboljšanja NIIP-ova nastavila su se u 2018. zahvaljujući razboritim stanjima tekućih računa, rastu BDP-a i velikim pozitivnim učincima vrednovanja u više država (grafikon 10. i 11.). No NIIP-ovi su uglavnom negativni u nizu država članica EU-a. Dvanaest država članica u 2018. zabilježilo je NIIP-ove ispod praga iz tablice od – 35 % BDP-a, što je jedna manje nego 2017. U državama s velikim negativnim NIIP-ovima vrijednosti su niže od razina koje se mogu opravdati temeljnim pokazateljima („norme za NIIP”), a u nekim su slučajevima i ispod bonitetnih pragova²⁵. U nekim je državama razina inozemnih obveza velika i kada se izračunava umanjena za izravna strana ulaganja i ostale instrumente bez rizika neispunjavanja obveza (NENDI)²⁶.

- Neke države članice europodručja i dalje imaju **velike negativne NIIP-ove** ispod –100 % BDP-a, npr. Cipar, Grčka, Irska i Portugal. U tim državama NIIP-ovi su znatno ispod referentnih vrijednosti, tj. ispod normi za NIIP-ove i bonitetnih pragova. U Cipru i Irskoj razine NIIP-a odražavaju i važnost bilanci multinacionalnih poduzeća i prekograničnih korporativnih financijskih odnosa. U NIIP-ovima te četiri države i Španjolske vidljive su velike dužničke obveze, što se

²⁵ NIIP u skladu s temeljnim pokazateljima („norme za NIIP“) dobiva se kao kumulacija normi tekućeg računa tijekom vremena (vidjeti i bilješku **Error! Bookmark not defined.**). Bonitetni pragovi za NIIP određuju se na temelju najveće moguće snage signala za predviđanje krize bilance plaćanja, uzimajući u obzir informacije po državama članicama koje su sažete prema dohotku po stanovniku. Za metodologiju izračuna razina NIIP-a u skladu s temeljnim pokazateljima vidjeti A. Turrini i S. Zeugner, (2019.), *Benchmarks for Net International Investment Positions* (Referentna mjerila za neto stanja međunarodnih ulaganja), European Economy, Discussion Paper, 097/2019.

²⁶ NENDI je podskup NIIP-a koji ne uključuje komponente koje se odnose na vlasničke instrumente, to jest vlasničke instrumente i vlasničke udjele povezane s izravnim stranim ulaganjima te prekogranični dug unutar poduzeća povezan s izravnim stranim ulaganjima, i predstavlja NIIP koji isključuje instrumente bez rizika neispunjavanja obveza. Vidjeti i Europska Komisija, *Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard* (Predviđene izmjene odabranih pomoćnih pokazatelja tablice rezultata PMN-a), tehnička napomena; https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

odražava kao vrlo negativan NIIP koji isključuje instrumente bez rizika neispunjavanja obveza (NENDI). Veliki vanjski javni dug u Grčkoj, često pod izrazito povoljnim uvjetima, predstavlja najveći dio NIIP-a²⁷. Veliki udio NIIP-a Cipra povezan je sa stanjima bilance nefinancijskih brodovlasničkih subjekata posebne namjene.

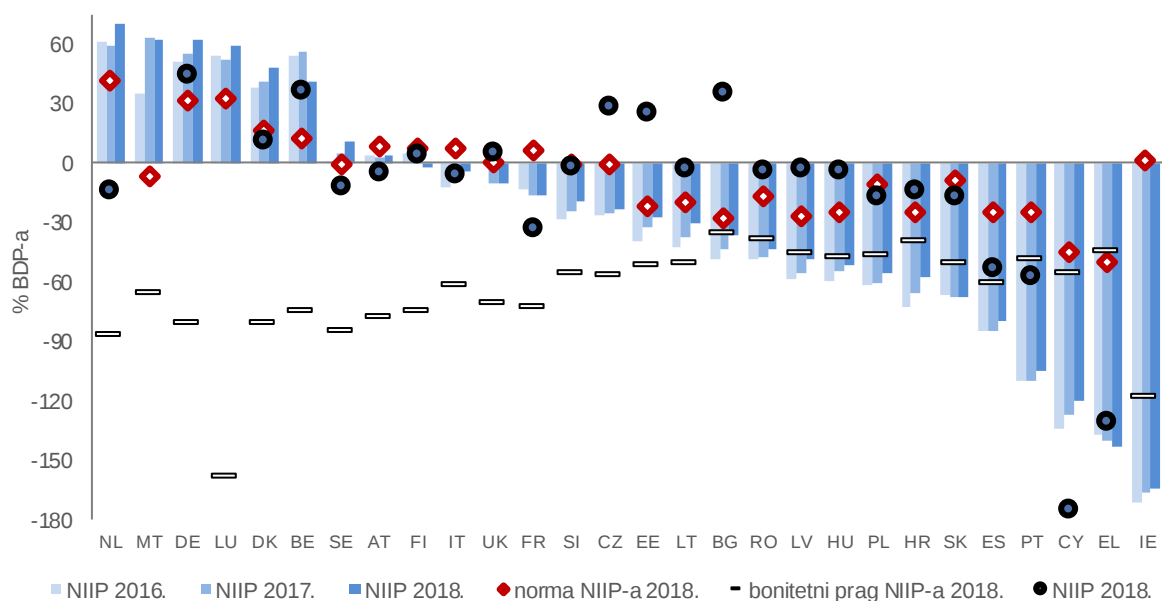
- U državama s **umjerenije negativnim NIIP-ovima** koji su još uvijek ispod –35 % BDP-a, ti su NIIP-ovi često ispod razine koja se očekuje od temeljnih ekonomskih pokazatelja specifičnih za pojedinu državu. To vrijedi za Bugarsku, Hrvatsku, Mađarsku, Latviju, Poljsku, Rumunjsku i Slovačku. U nekoliko su slučajeva i ispod bonitetnih pragova. Međutim, s obzirom na to da mnoge od tih država srednje i istočne Europe i baltičkih zemalja primaju velike iznose izravnih stranih ulaganja, NIIP se znatno poboljšava ako se računa isključujući instrumente bez rizika neispunjavanja obveza (NENDI)²⁸. Ostale države članice EU-a bilježe negativne NIIP-ove iznad –35 % BDP-a, ali ispod relevantnih normi (Češka, Estonija, Litva i Slovenija) koji u tom slučaju uglavnom odražavaju razine priljeva izravnih stranih ulaganja. Unutar te skupine Francuska se ističe zbog velikog utjecaja instrumenata s rizikom neispunjavanja obveza na njezin negativan NIIP.
- Većina **velikih pozitivnih NIIP-ova** dodatno se povećala 2018. Njemačka, Luksemburg, Malta i Nizozemska bilježe pozitivne NIIP-ove na razini od 60 % BDP-a ili više, a Danska na razini od približno 50 % BDP-a²⁹. To je odraz postojanosti velikih suficita tekućih računa tijekom niza godina, što je dovelo do akumulacije velike pozicije neto imovine u odnosu na ostatak svijeta. S druge strane, Belgija je zabilježila pad svojeg vrlo pozitivnog NIIP-a zbog negativnih učinaka vrednovanja. U svim tim slučajevima, rezultati NIIP-ova vidljivo su iznad relevantnih normi, tj. znatno su veći od onoga što bi se moglo opravdati ili očekivati na osnovi temeljnih pokazatelja specifičnih za pojedinu državu.

²⁷ Ako se uzmu u obzir podaci po institucionalnim sektorima, državni NIIP čini cjelokupan vrlo negativan NIIP Grčke – javni dug u velikoj je mjeri u vlasništvu stranaca, posebno uključujući službene zajmodavce – dok ostatak gospodarstva ima pozitivan NIIP (kućanstva, nefinancijska i financijska društva, uključujući monetarne financijske institucije). U Cipru, Portugalu i Španjolskoj državni NIIP čini velik udio NIIP-a gospodarstva, ali ostatak gospodarstva i dalje ima očito negativan NIIP.

²⁸ Kretanja tekućeg računa u skladu su sa stabilnošću vanjske pozicije za te države, osim za Rumunjsku u kojoj će očekivano daljnje pogoršanje tekućeg računa vjerojatno uzrokovati i pogoršanja NIIP-a.

²⁹ Relevantnost NENDI-ja znatno se razlikuje unutar te skupine država te odražava i važnost njihovih financijskih centara, kao npr. u Luksemburgu i Malti, ili obveze vanjskog duga banaka i sjedišta multinacionalnih kompanija, kao npr. u Nizozemskoj.

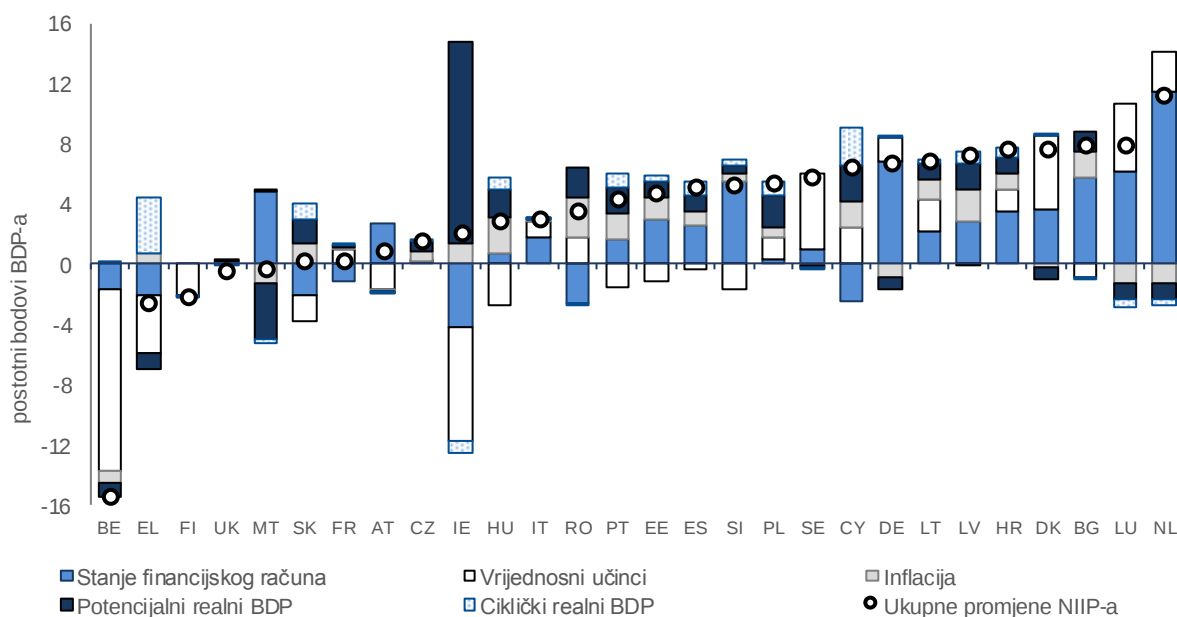
Grafikon 10.: Neto stanja međunarodnih ulaganja (NIIP-ovi) i referentna mjerila u 2018.



Izvor: Eurostat (BPM6, ESA10), izračuni službi Komisije

Napomena: vrijednosti NENDI-ja za Irsku, Luksemburg i Maltu nisu prikazane u mjerilu. Države su poredane padajućim redoslijedom prema udjelu NIIP-a u BDP-u u 2018. NENDI je NIIP koji isključuje instrumente bez rizika neispunjavanja obveza. Za objašnjenje norme NIIP-a i bonitetnog praga NIIP-a vidjeti bilješku 26.

Grafikon 11.: Dinamika neto stanja međunarodnih ulaganja (NIIP-ovi) u 2018.



Izvor: Eurostat, izračuni službi Komisije

Napomena: Države su poredane rastućim redoslijedom prema promjeni udjela NIIP-a u BDP-u u 2018. Na grafikonu je prikazano kretanje udjela NIIP-a u BDP-u na godišnjoj razini raščlanjeno na pet komponenata: saldo finansijskog računa, koji bi trebao biti jednak zbroju salda tekućeg i kapitalnog računa; potencijalni i ciklički rast realnog BDP-a; inflacija; i promjene u vrednovanju. Ciklička komponenta rasta BDP-a izračunava se kao razlika između stvarnog i potencijalnog rasta.

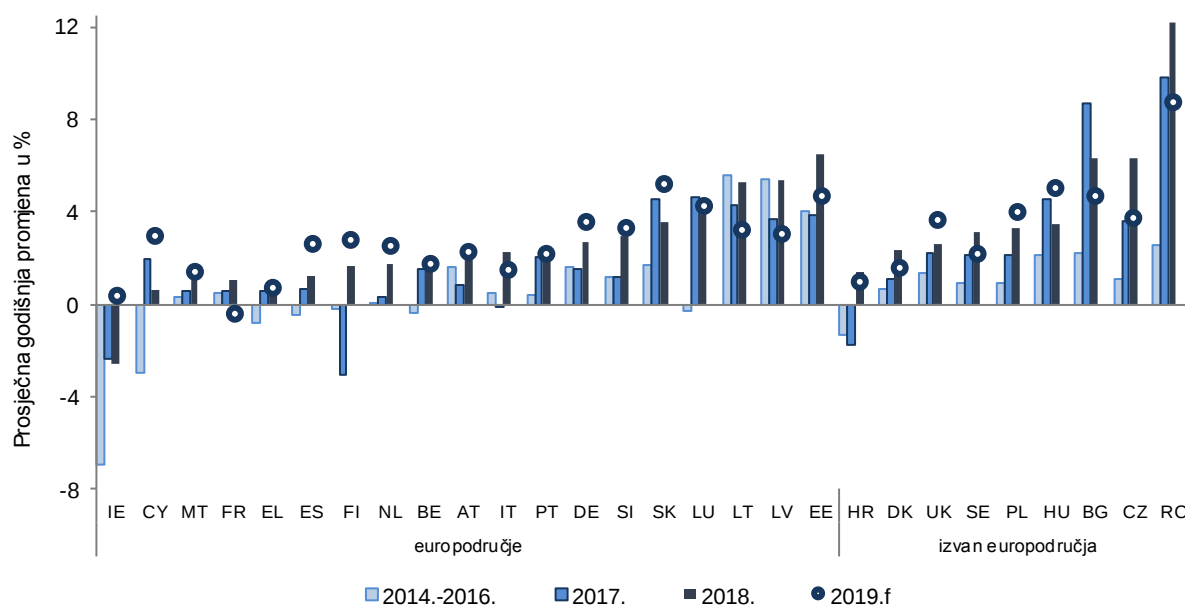
Jedinični troškovi rada rastu ubrzanim tempom u nizu država članica EU-a. U tablici iz 2018. prikazan je rast jediničnih troškova rada iznad praga u osam zemalja, dvostruko više u odnosu na prethodne godine. Ubrzanje rasta jediničnih troškova rada započelo je oko 2013., prvo u baltičkim gospodarstvima, nešto kasnije u nizu zemalja srednje i istočne Europe, pri čemu neki znakovi ubrzanja postaju vidljivi i u cijelom europodručju. Predviđanja za 2019. upućuju na blago smanjenje rasta jediničnih troškova rada u državama sa znatnijim gubitcima troškovne konkurentnosti posljednjih godina, ali u nekim se slučajevima rast jediničnih troškova rada dodatno povećao (grafikon 12.).

- **Ubrzanja rasta jediničnih troškova rada vidljiva su u sve većem broju država članica.** Rast jediničnih troškova rada posebno je izražen u nekim državama srednje i istočne Europe i baltičkim državama, posebno u Rumunjskoj, te u Bugarskoj, Češkoj, Estoniji, Mađarskoj, Latviji, Litvi i Slovačkoj. Za sve te države rast jediničnih troškova rada je iznad praga u tablici. Iako se za većinu njih očekuje određeno usporavanje rasta jediničnih troškova rada u 2019., očekuje se da će se u tekućoj godini rast jediničnih troškova rada dodatno ubrzati u Mađarskoj i Slovačkoj. U državama neto dužnicama europodručja rast jediničnih troškova rada ostao je relativno umjeren, iako nešto veći nego u prethodnim godinama, posebno u Cipru, Grčkoj i Španjolskoj. Portugal je zabilježio rast jediničnih troškova rada iznad prosjeka europodručja. Rast jediničnih troškova rada s vremenom se donekle povećao i u zemljama koje su velike neto vjerovnice. Njemačka je zabilježila najveće ubrzanje rasta jediničnih troškova rada među velikim gospodarstvima europodručja.
- **Snažan rast jediničnih troškova rada u velikoj je mjeri posljedica ponovnog rasta plaća zbog povećanja napetosti tržišta rada.** Rast nominalnih plaća u 2018. bio je najvažniji čimbenik koji je utjecao na rast jediničnih troškova rada (grafikon 13.). Od gospodarskog oporavka rast zaposlenosti i pad stopa nezaposlenosti slijedilo je ubrzanje rasta plaća, što odražava dinamiku Phillipsove krivulje. No od oporavka, realni rasta plaća bio je manji od rasta produktivnosti rada sve do 2017., a preokret se dogodio tek 2018. Rast jediničnih troškova rada uglavnom je veći u državama s najnižom nezaposlenosti, nedostacima vještina i uskim grlima u ponudi radne snage, a ulogu igra i „dinamika sustizanja“, osobito u srednjoj i istočnoj Europi³⁰. Ubrzanja rasta jediničnih troškova rada održavaju i poboljšanja na tržišta rada, pri čemu su ubrzana povećanja jediničnih troškova rada ranije zabilježena u državama koje su bile manje pogođene recesijom povezanom s dužničkom krizom europodručja 2011. i u kojima se nezaposlenost počela ranije smanjivati.
- **Slaba produktivnost rada igra sve veću ulogu u ubrzanjima rasta jediničnih troškova rada.** Smanjenje rasta produktivnosti rada uzrok je znatnog dijela ubrzanja rasta jediničnih troškova rada između 2017. i 2018. Rast produktivnosti rada nastavljen je u većini država članica EU-a u kontekstu gospodarskog oporavka nakon znatnog usporavanja u glavnim godinama financijske krize (grafikon 14.). Oporavak produktivnosti rada uglavnom je bio povezan s rastom ukupne faktorske produktivnosti, dok je produbljivanje kapitala manje pridonijelo rastu produktivnosti rada u usporedbi s razdobljem prije krize. Potonje odražava prosječni kapital po radniku koji raste sporije ili pada zbog snažnog rasta zaposlenosti, kao i slabog ulaganja. Posljednjih je godina produktivnost rada rasla po stopama nižima od onih zabilježenih u razdoblju prije krize zbog umjerenijeg rasta ukupne faktorske produktivnosti i slabijeg produbljivanja kapitala.
- **Model rasta jediničnih troškova rada sve je manje povezan s potrebama za rebalansom.** Jedinični troškovi rada u 2018. rasli su svim u državama europodručja s malo razlika između

³⁰ Npr., G. Brunello i P. Wruuck, *Skill mismatch in Europe: A survey of the literature* (Neusklađenost vještina u Europi: pregled literature), IZA Discussion Paper Series 12346, 2019.; A. Kiss i A. Vandeplas, *Measuring skills mismatch* (Mjerenje neusklađenosti vještina). Analitička napomena GU EMPL 7/2015, Europska komisija, 2015.; Europska komisija (2018.), *Labour markets and wage developments in Europe* (Tržišta rada i kretanja plaća u Europi); godišnji pregledi za 2018. i 2019.

država neto vjerovnica i država neto dužnica, za razliku od godina nakon krize u kojima su jedinični troškovi rada u državama neto vjerovnicama rasli brže. S obzirom na postupno povećanje napetosti tržišta rada i u državama u kojima je došlo do naglih promjena stanja tekućeg računa, troškovi rada počeli su rasti i u tim državama, a razlika u usporedbi s državama neto vjerovnicama počela se smanjivati (vidjeti i odjeljak 2.). S obzirom na to da u državama neto dužnicama ima više prostora za povećanje napetosti tržišta rada, moguće je da će dinamike konkurentnosti u budućnosti manje podupirati rebalans zbog relativno većeg rasta plaća i ograničenijeg rasta produktivnosti što je posljedica slabijeg utjecaja produbljivanja kapitala.

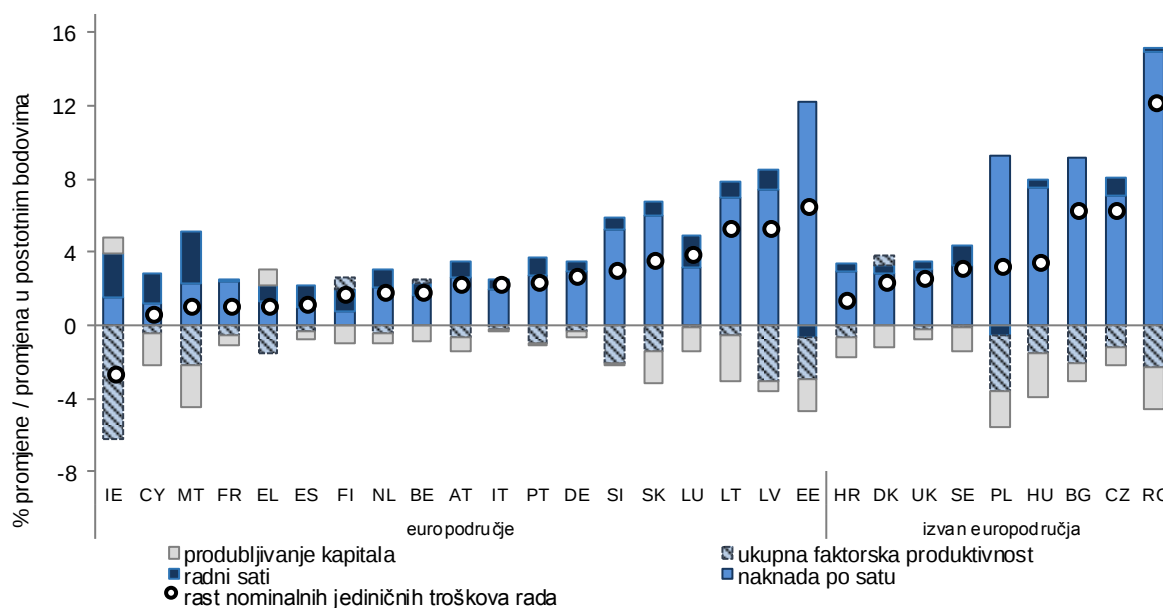
Grafikon 12.: Rast jediničnih troškova rada u posljednjih nekoliko godina



Izvor: AMECO; Podaci za 2019. potječu iz Komisijine jesenske prognoze 2019.

Napomena: Države su poredane rastućim redoslijedom prema rastu jediničnih troškova rada u 2018.

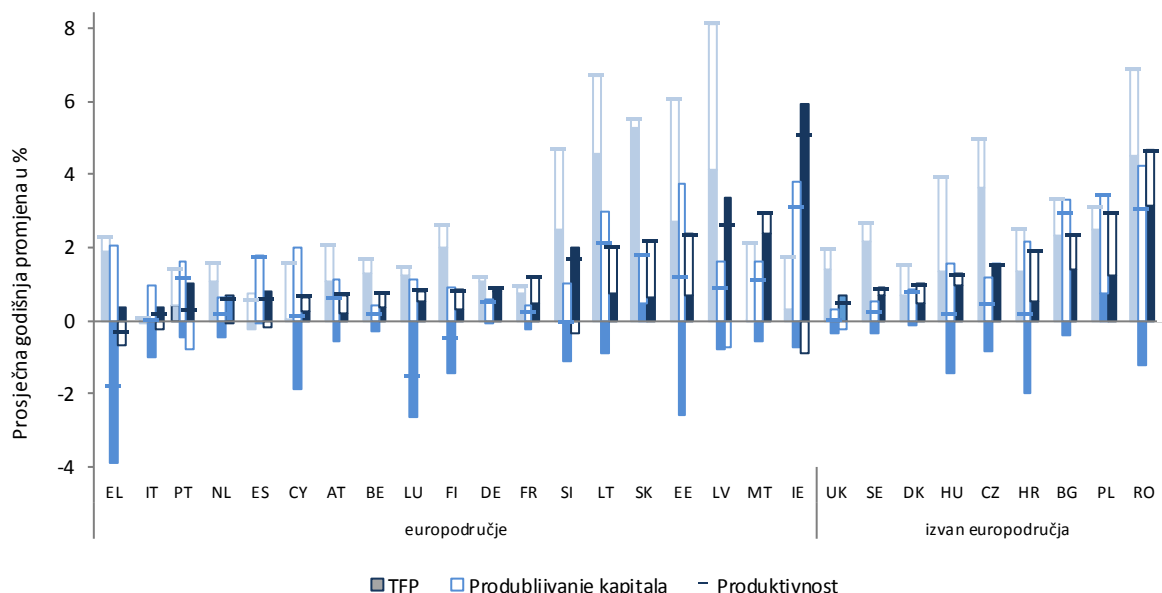
Grafikon 13.: Raščlamba rasta jediničnih troškova rada, 2018.



Izvor: AMECO i izračuni službi Komisije

Napomena: Države su poredane rastućim redoslijedom prema rastu jediničnih troškova rada u 2018. Raščlamba se temelji na standardnoj raščlambi rasta jediničnog troška rada na nominalnu naknadu po satu i produktivnost rada, pri čemu se produktivnost rada s pomoću standardnog okvira za analizu rasta dalje raščlanjuje na doprinos radnih sati, ukupnu faktorsku produktivnosti i akumulaciju kapitala.

Grafikon 14.: Raščlamba rasta produktivnosti, 2002.–2018.



Izvor: AMECO

Napomena: Produktivnost rada mjerena na temelju BDP-a po zaposlenoj osobi. Podaci o produktivnosti i njezinim podkomponentama (ukupna faktorska produktivnost (TFP) i produbljivanje kapitala) odnose se na tri razdoblja kako je prikazano s lijeva na desno: 2002. –2007. (svijetloplavi stupci i oznake), 2007.–2012. (srednje plavi) i 2012.–2018. (tamnoplavi).

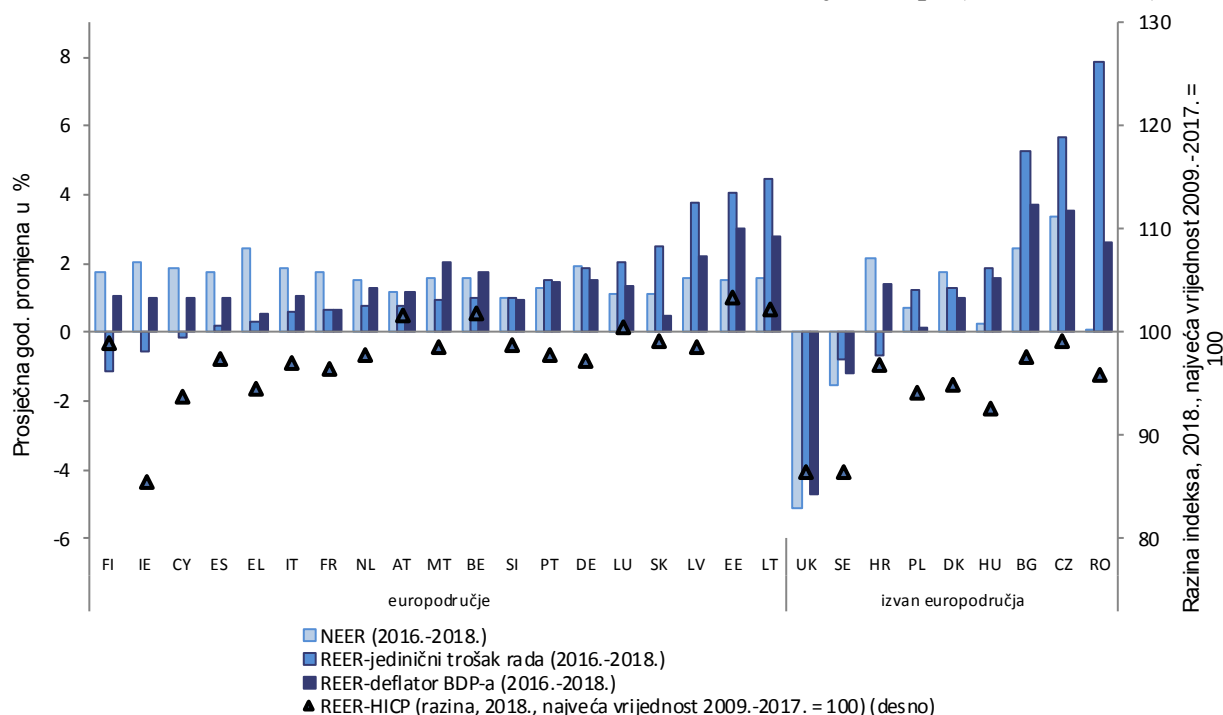
Gubici troškovne konkurentnosti počeli su se odražavati i u mjerama realnih efektivnih tečajnih stopa (REER), koje djelomično odražavaju nominalne aprecijacije. Do nedavno rast jediničnih troškova rada tek se marginalno očitovao u aprecijaciji REER-a temeljenih na jediničnom trošku rada, što je najvećim dijelom bilo uvjetovano relativno snažnim rastom troškova i cijena u partnerskim zemljama izvan EU-a i deprecijacijom eura do koje je došlo na prijelazu desetljeća te u 2015. U posljednje vrijeme REER-i temeljeni na jediničnom trošku rada počeli su bilježiti pogoršanje, što je djelomično vidljivo i u mjerama REER-a primjenom različitih deflatora (BDP ili potrošnja) zbog postojanog rasta jediničnih troškova rada i aprecijacije eura u razdoblju od 2016. do 2018. Kao posljedica toga tablica rezultata za 2018. upućuje na veći broj država članica s rastom REER-a iznad praga. Trenutačno je samo jedna država članica ispod nižeg praga zbog deprecijacije (Ujedinjena Kraljevina), dok je pet država prekoračilo prag za aprecijaciju (Belgija, Češka, Estonija, Njemačka i Litva).

- **REER-i temeljeni na jediničnom trošku rada rastu u većini država članica i taj rast je brži u odnosu na protekle godine.** Nekoliko država srednje i istočne Europe pokazuje najsnažniji rast od 2016., posebice one izvan europodručja, ali i nekoliko država europodručja bilježi znatan rast, posebno baltičke države te Luksemburg, Njemačka, Portugal i Slovačka (grafikon 15.).
- **Dio realnih aprecijacija zabilježenih u razdoblju od 2016. do 2018. mogao se pripisati nominalnim aprecijacijama, prije svega eura.** Međutim taj je trend u 2019. zaustavljen te je polako počeo mijenjati smjer. Izvan europodručja Bugarska i Češka imale su u razdoblju od 2016.

do 2018. najsnažniju aprecijaciju nominalnih efektivnih tečajnih stopa (NEER), dok je u Švedskoj i Ujedinjenoj Kraljevini došlo do deprecijacije.

- **Moguće je da dolazi do određenog smanjenja razlike cijene i troška** jer je REER temeljen na jediničnim troškovima rada općenito aprecirao više od REER-a temeljenih na deflatoru BDP-a ili HICP-a. Znatne razlike između REER-a temeljenih na jediničnom trošku rada i REER-a temeljenih na deflatoru BDP-a zabilježene su posebice u Bugarskoj, Češkoj, Latviji, Litvi, Rumunjskoj i Slovačkoj³¹. Unatoč smanjenoj dinamici inflacije, zbog nominalnih aprecijacija **većina država članica EU-a zabilježila je gubitke konkurentnosti mjereno REER-om temeljenim na HICP-u**.
- Unatoč nedavnim gubicima u većini država članica EU-a **trenutačni konkurentski položaj povoljniji je od onoga prije krize** i razina REER-a temeljenog na HICP-u često je niža od one zabilježene na nedavnim najvišim razinama. No u nekoliko država, posebno u Austriji, Belgiji, Estoniji i Litvi, iznosi REER-a temeljenog na HICP-u trenutačno su iznad nedavno zabilježenih najviših razina, što je odraz dugotrajnih aprecijacija.
- Realna se deprecijacija često poklapa sa smanjenjem relativne cijene nerazmjenjivih dobara i **povećanim udjelom razmjenjivih dobara u gospodarstvu**, čime se poboljšava potencijal za dinamiku rasta koja se temelji na izvozu. Podaci uglavnom potvrđuju taj trend, koji se, kako se čini, ipak **usporava** ili čak mijenja smjer u više država članica EU-a, a posebno u baltičkim državama (grafikon 16.).

Grafikon 15.: Dinamika nominalnih i realnih efektivnih tečajnih stopa (NEER i REER)



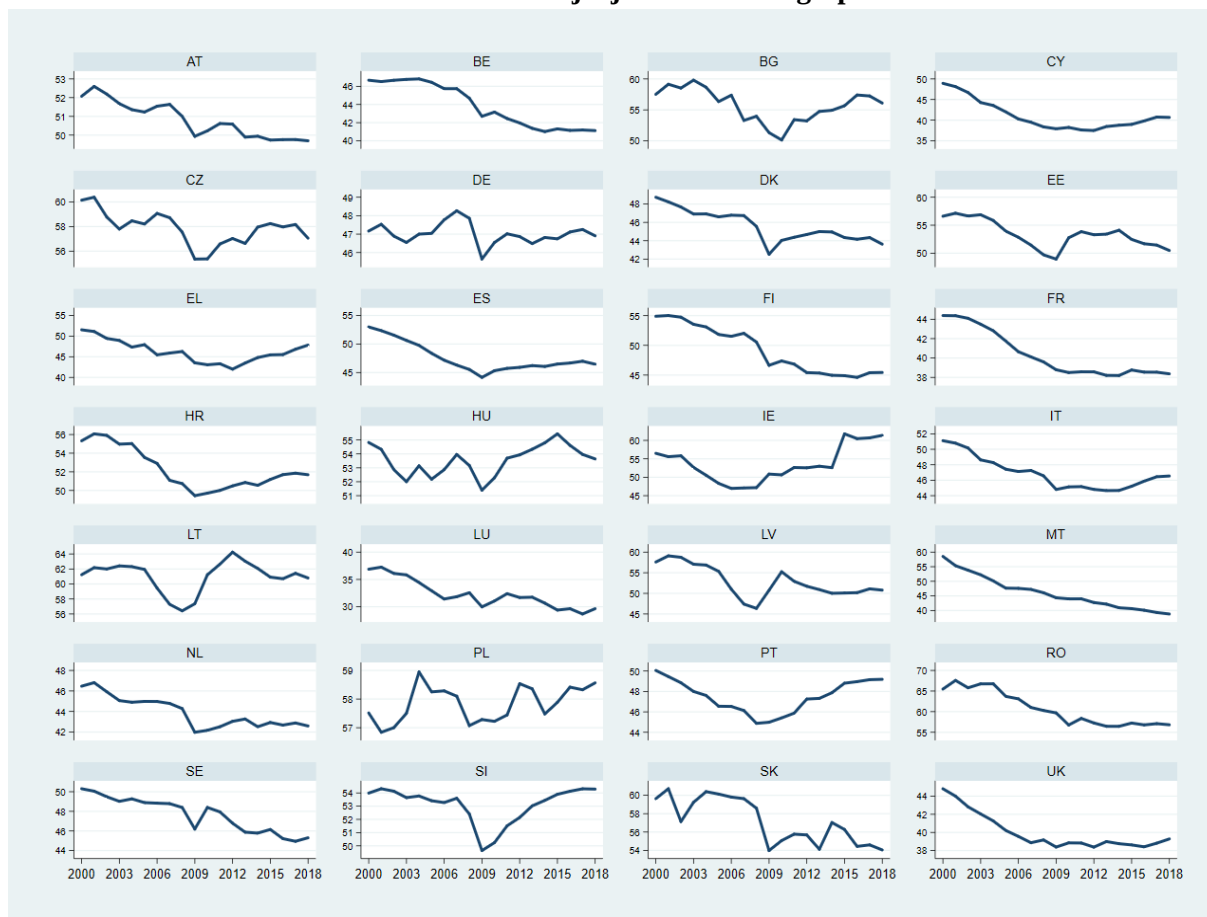
Izvor: AMECO

Napomena: Države su prikazane rastućim redoslijedom prema prosječnoj godišnjoj promjeni realne efektivne tečajne stope (REER) na temelju rasta jediničnih troškova rada u razdoblju od 2016. do 2018. REER temeljen na

³¹ Iako se kompresijom marže sprečava utjecaj troškovne konkurentnosti na trgovinske uvjete, što ograničava utjecaj na trgovinske tokove u industrijama koje karakteriziraju diferencijacija proizvoda i cjenovna prilagodba tržištu, dugotrajna smanjena profitabilnost s vremenom bi dovela do smanjenja sektora razmjenjivih dobara.

jediničnim troškovima rada i deflatoru BDP-a te nominalna efektivna tečajna stopa (NEER) izračunavaju se u odnosu na 37 trgovinskih partnera, a REER temeljen na harmoniziranom indeksu potrošačkih cijena (HICP) izračunava se u odnosu na 42 trgovinska partnera.

Grafikon 16.: Udio razmjenjivih dobara u gospodarstvu



Izvor: AMECO

Napomena: udio razmjenjivih dobara u gospodarstvu (poljoprivreda, proizvodnja, trgovina, prijevoz i komunikacijske usluge) izračunava se kao udio dodane vrijednosti razmjenjivih dobara u ukupnoj dodanoj vrijednosti gospodarstva (%).

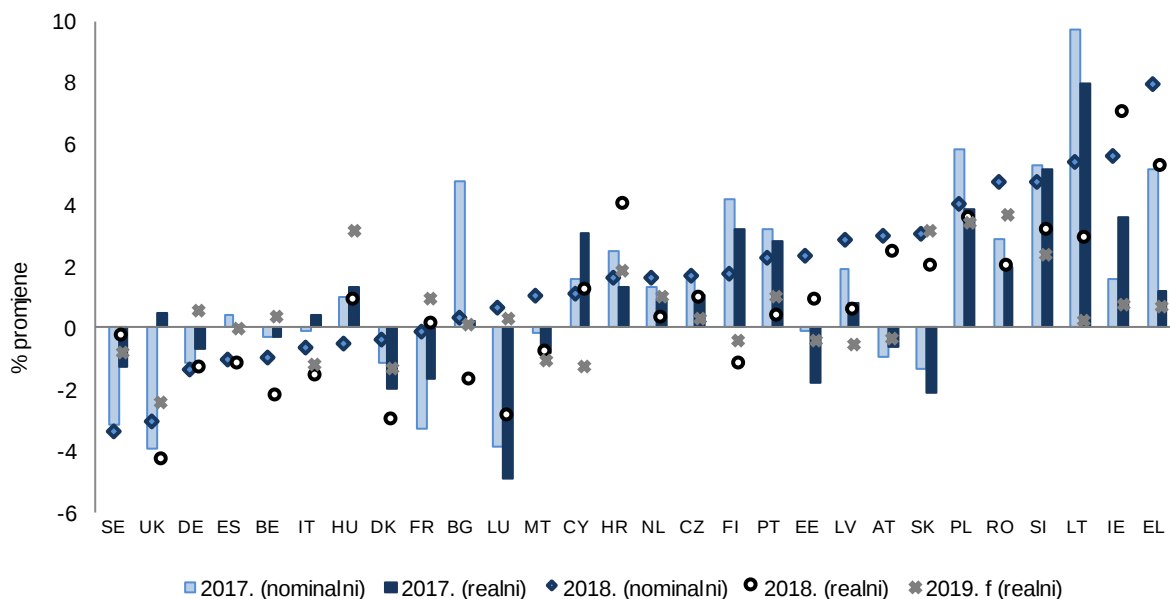
Većina država članica u 2018. je zabilježila rast udjela na izvoznom tržištu. Kumulativna promjena udjela na izvoznom tržištu tijekom 5 godina obuhvaćenih tablicom rezultata pokazuje pozitivne vrijednosti u većini država članica EU-a, a samo u jednoj državi članici (Švedska) gubici udjela na izvoznom tržištu nisu bili unutar praga tablice rezultata. Novi podaci na godišnjoj osnovi upućuju na općenito pozitivne stope rasta udjela na izvoznom tržištu (grafikon 17.).

- Nedavna povećanja tržišnih udjela država članica EU-a još uvijek su djelomično povezana s relativno snažnom potražnjom za izvozom u područjima koja imaju snažne trgovinske veze s državama članicama EU-a. Tu su određenu ulogu možda imale i nedavne deprecijacije REER-a. Tržišni udjeli država članica EU-a pali su u godinama nakon krize te su se počeli oporavljati s oporavkom potražnje za izvozom unutar EU-a. Rastu udjela na izvoznom tržištu država članica EU-a u posljednjih nekoliko godina vjerojatno je pridonijelo **usporavanje trgovine u više gospodarstava u usponu** zabilježeno u posljednje vrijeme u odnosu na trgovinu unutar EU-a. To potvrđuju i, doduše nešto manja, povećanja udjela na izvoznom tržištu u odnosu na zemlje OECD-a

(Tablica 2.1. u Prilogu). Zbog aprecijacije REER-a povećanja udjela na izvoznom tržištu čine se nešto umjerenijima kada se mjere u realnom smislu.

- **U 2018. države članice u srednjoj i istočnoj Europi zabilježile su najsnažnija povećanja udjela na izvoznom tržištu, ali često uz znatna usporavanja.** Neke države koje su neto vjerovnice, uključujući Njemačku, bilježe gubitke. Među neto dužnicama pad tržišnih udjela zabilježile su Španjolska i Bugarska, Portugal bilježi usporavanje, dok su poboljšanja zabilježena u Grčkoj (s najvećim povećanjem u 2018.), Rumunjskoj i Cipru.

Grafikon 17.: Promjene udjela na izvoznom tržištu



Izvor: Eurostat, izračuni službi Komisije.

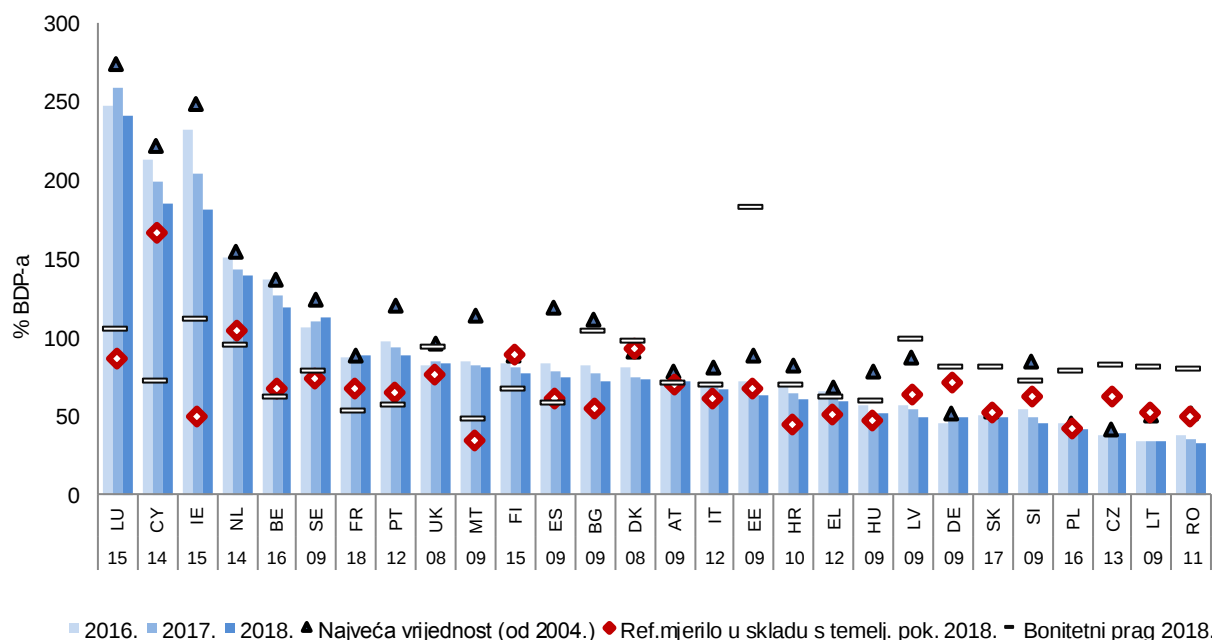
Napomena: Države su prikazane rastućim redoslijedom prema godišnjoj promjeni nominalnih udjela na izvoznom tržištu u 2018. Nominalni udjeli na izvoznom tržištu izračunavaju se dijeljenjem izvoza države po tekućim cijenama svjetskim izvozom po tekućim cijenama. Rast realnih udjela na izvoznom tržištu izračunava se oduzimanjem stope rasta obujma svjetskog izvoza od stope rasta obujma izvoza države.

Prema dostupnim referentnim mjerilima, **udjeli duga privatnog sektora i dalje su visoki u više država članica.**

- **Dvanaest država članica prešlo je prag iz tablice rezultata za privatni dug 2018., jednak broj kao i u 2016. i 2017.** Udio privatnog duga premašio je 200 % BDP-a u Luksemburgu, Cipru, Nizozemskoj i Irskoj. Na iznose duga u tim državama utječu prekogranične transakcije unutar poduzeća, ponajprije povezane s aktivnostima multinacionalnih korporacija i subjekata posebne namjene. Udjeli privatnog duga u BDP-u u Danskoj i Švedskoj iznose oko 200 % BDP-a, a u Belgiji, Francuskoj, Portugalu i Ujedinjenoj Kraljevini kreću se oko 150 % ili iznad te razine.
- U Cipru, Francuskoj, Nizozemskoj, Portugalu, Španjolskoj i Švedskoj **kućanstva i nefinancijska poduzeća** doprinose visokim udjelima duga privatnog sektora (grafikoni 18. i 19.). U Irskoj i Luksemburgu visoka razina privatnog duga najvećim je dijelom posljedica velike zaduženosti poduzeća, dok je u Danskoj, Finskoj i Ujedinjenoj Kraljevini uglavnom posljedica duga kućanstava.
- **Razlike u razini privatnog duga među državama** u velikoj se mjeri mogu objasniti razlikama temeljnih čimbenika koji opravdavaju akumulaciju duga, uključujući izgleda za rast i ulaganja, i

financijski razvoj. Pri procjeni razina duga trebalo bi stoga uzeti u obzir te čimbenike kao i druge elemente koji utječu na rizike visokog duga iz perspektive okrenute budućnosti.³² Na temelju podataka za 2018. sve države čiji je privatni dug iznad praga tablice rezultata premašile su i svoja referentna mjerila za bonitetni prag i referentna mjerila zasnovana na temeljnim pokazateljima.

Grafikon 18.: Dug nefinancijskih poduzeća

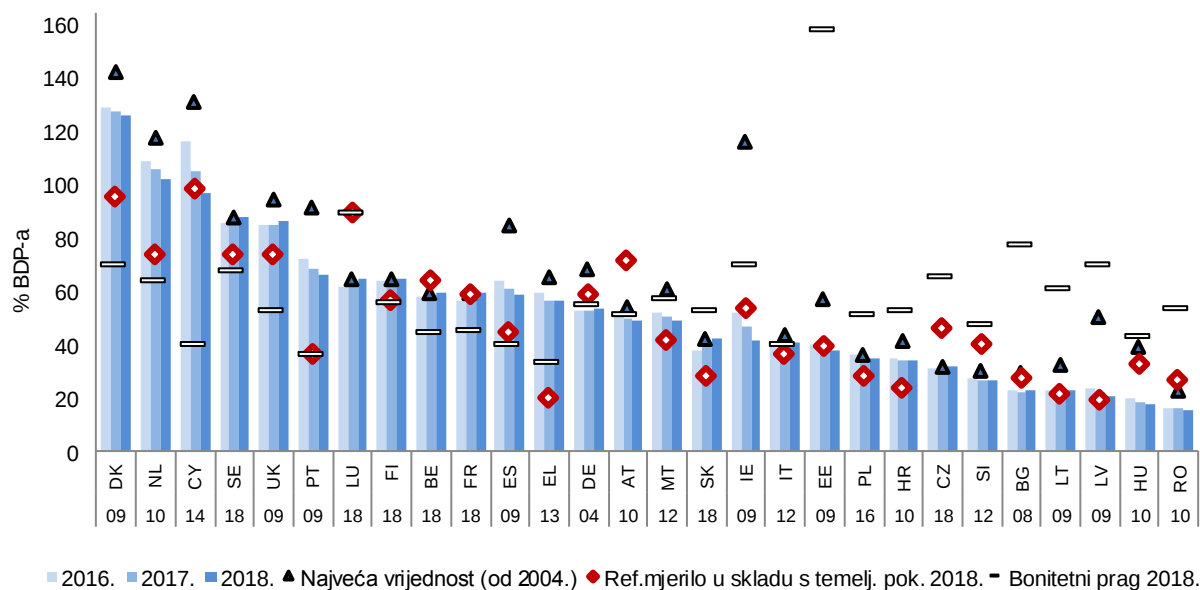


Izvori: Eurostatovi nekonsolidirani tromjesečni sektorski računi, izračuni službi Komisije.

Napomene: Države su prikazane padajućim redoslijedom prema udjelu duga nefinancijskih poduzeća u BDP-u u 2018. Brojevi ispod oznaka država označavaju godinu u kojoj je zabilježen najveći udio duga.

³² Ti se čimbenici uzimaju u obzir u referentnim mjerilima za pojedine države koje je razvila Europska komisija u suradnji s radnom skupinom Odbora za ekonomsku politiku projekta LIME (Europska komisija, *Benchmarks for the assessment of private debt* (Referentna mjerila za procjenu privatnog duga), napomena Odboru za ekonomsku politiku, ARES (2017) 4970814 i kasnije ažurirane inačice). Referentna mjerila zasnovana na temeljnim pokazateljima omogućuju procjenu privatnog duga u odnosu na vrijednosti koje se mogu objasniti temeljnim ekonomskim pokazateljima, a izračunavaju se regresijskim modelom u kojem je glavna funkcija rast kredita i uzimajući u obzir navedenu početnu razinu duga. Bonitetni pragovi su razine duga iznad kojih je vjerojatnost bankarske krize relativno visoka; te se razine temelje na najvećoj mogućoj snazi signala za predviđanje bankarskih kriza smanjenjem vjerojatnosti propuštenih kriza i lažnih uzbuna te uključuju informacije o kapitalizaciji banaka, državnom dugu i razini gospodarskog razvoja za svaku pojedinu državu.

Grafikon 19.: Dug kućanstava



Izvori: Eurostatovi nekonsolidirani tromjesečni sektorski računi, izračuni službi Komisije.

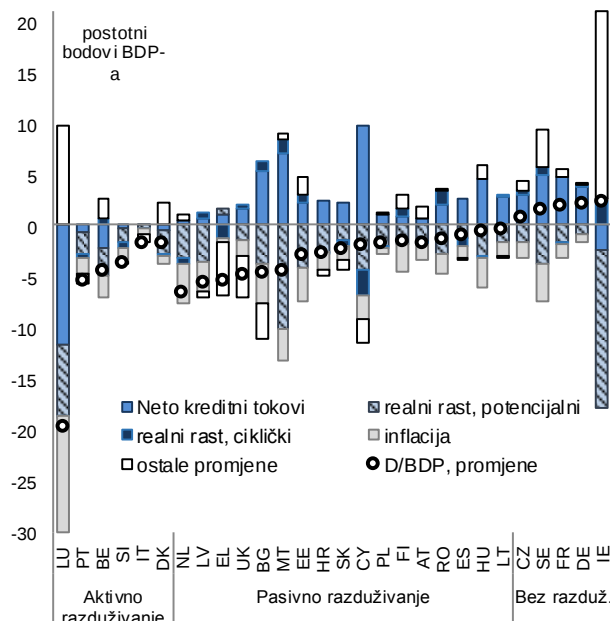
Napomene: Države su prikazane padajućim redoslijedom prema udjelu duga kućanstava u BDP-u u 2018. Brojevi ispod oznaka država označavaju godinu u kojoj je zabilježen najveći udio duga.

Razduživanje privatnog sektora uglavnom se odvija u kontekstu rasta nominalnog BDP-a, sporijim tempom, a u nekim se slučajevima visoki dug ne smanjuje, već ponovno raste. U proteklih godinama dug nefinancijskih poduzeća i kućanstava u državama s visokim dugom, kao što su Cipar, Irska, Portugal i Španjolska, smanjio se za najmanje 25 postotnih bodova BDP-a u odnosu na najviše zabilježene razine (grafikoni 18. i 19.). Estonija, Latvija, Mađarska i Slovenija također su zabilježile znatna smanjenja, osobito kada je riječ o udjelu korporativnog duga. Posljednjih je godina tempo smanjenja udjela duga opao. To je posebno vidljivo u slučaju duga kućanstava. Dok u većini gospodarstava EU-a udio duga i dalje pada, došlo je i do novog zaduživanja, osobito kućanstava.

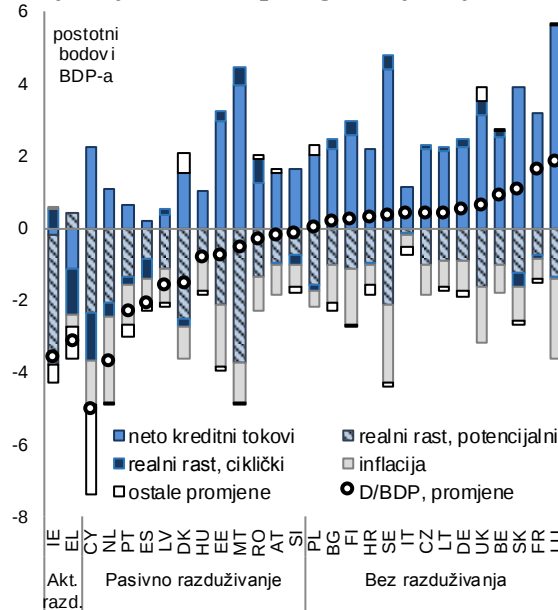
- **Razduživanje se sve više oslanja na rast nominalnog BDP-a.** Kreditni tokovi privatnog sektora i dalje su skromni i 2018. nijedna država članica nije premašila prag iz tablice rezultata za tu varijablu. Rast nominalnog BDP-a posljednjih je godina omogućio nekim državama da uđu u fazu „pasivnog razduživanja”, odnosno da smanje udio duga u BDP-u unatoč pozitivnim kreditnim tokovima. Rast BDP-a smanjio je pritisak „aktivnog” razduživanja, zahvaljujući smanjenju razina nominalnog duga. Zapravo sada manje država pokazuju negativne kreditne tokove i prema poduzećima i prema kućanstvima nego u 2017. (grafikoni 20. i 21.). Međutim, s obzirom na to da je gospodarski ciklus već dosegao vrhunac, doprinos cikličkog rasta BDP-a sve je manji ili čak postaje negativan, što znači da će u budućnosti izgledi za daljnje pasivno razduživanje uvelike ovisiti o rastu potencijalnog BDP-a.
- Kada je riječ o **korporativnom dugu**, razduživanje se nastavilo u većini država članica EU-a, i to sve više zahvaljujući rastu BDP-a. Između prvog tromjesečja 2018. i prvog tromjesečja 2019. aktivno razduživanje nefinancijskih poduzeća zabilježeno je samo u Belgiji, Danskoj, Italiji, Luksemburgu, Portugalu i Sloveniji (grafikon 20., koji se temelji na nekonsolidiranim podacima). U Cipru, Malti i Bugarskoj neto kreditni tokovi prema korporativnom sektoru premašili su 5 % BDP-a premda je dug nefinancijskih poduzeća već bio visok. Umjereno dinamični kreditni tokovi bili su temelj rasta duga nefinancijskih poduzeća u Francuskoj, Njemačkoj i Švedskoj. Štoviše, u Francuskoj i Švedskoj zaduživanje se nastavilo unatoč tome što je dug nefinancijskih poduzeća već bio iznad referentnih mjerila³³.
- Razduživanje u **sektoru kućanstava** još se više usporilo. U Ujedinjenoj Kraljevini, Švedskoj, Belgiji i Francuskoj udio duga kućanstava u BDP-u rastao je u 2018. iako je već bio relativno visok (blizu ili iznad referentnih mjerila). Samo je u nekoliko država članica (Grčka i Irska) zabilježeno aktivno razduživanje (grafikon 21.). U državama u kojima je došlo do razduživanja, ono se odvijalo usporenim tempom, posebno u Cipru, Portugalu i Španjolskoj.

³³ Neto kreditni tokovi u Irskoj bili su negativni, a rast nominalnog BDP-a povoljan, ali su pozitivne promjene u vrednovanju poništile te učinke, pa je razduživanje u razdoblju od prvog tromjesečja 2018. do prvog tromjesečja 2019. bilo neuspješno (u nekonsolidiranom smislu), možda kao odraz aktivnosti multinacionalnih poduzeća.

Grafikon 20.: Raščlamba promjene udjela duga nefinancijskih poduzeća u BDP-u (od prvog tromjesečja 2018. do prvog tromjesečja 2019.)



Grafikon 21.: Raščlamba promjene udjela duga kućanstava u BDP-u (od prvog tromjesečja 2018. do prvog tromjesečja 2019.)



Izvori: Eurostatovi nekonsolidirani tromjesečni sektorski računi, izračuni službi Komisije.

Napomene: na grafikonima je prikazana godišnja raščlamba kretanja udjela nekonsolidiranog duga u BDP-u na pet komponentata: kreditni tokovi, potencijalni rast BDP-a i ciklički rast realnog BDP-a, inflacija i ostale promjene. Ciklička komponenta rasta BDP-a izračunava se kao razlika između stvarnog i potencijalnog rasta. „Aktivno razduživanje” uključuje neto otplatu duga (negativni neto kreditni tokovi), što obično dovodi do nominalnog smanjenja sektorske bilance. „Pasivno razduživanje”, s druge strane, sastoji se od kompenzacije pozitivnih neto kreditnih tokova većim rastom nominalnog BDP-a, što dovodi do smanjenja udjela duga u BDP-u.

Uvjeti u bankarskom sektoru EU-a proteklih su se godina znatno poboljšali i uglavnom stabilizirali. Bankarski sektor EU-a i dalje se suočava s izazovima, posebice zbog niskih razina profitabilnosti i visokih razina loših kredita u nekoliko država članica. Stope osnovnog kapitala prestale su rasti nakon što su u svim državama članicama dosegnule razine iznad regulatornih zahtjeva, uz znatne razlike među državama članicama. Povrati na kapital u bankarskom sektoru proteklih su se godina u velikoj mjeri oporavili, ali su u zadnje vrijeme poboljšanja bila slabija. Nekoliko država, posebice Grčka, Italija i Portugal (grafikoni 22. i 23.) suočavaju se s relativno niskim stopama profitabilnosti uz ispodprosječne omjere kapitalizacije i relativno visoke udjele loših kredita.

- **Rast obveza financijskog sektora ostao je ograničen i znatno je ispod praga iz tablice**, osim u slučaju Finske. Rast obveza financijskog sektora u 2018. u većini država članica blago je usporio u odnosu na 2017.³⁴ Ipak, kreditni tokovi banaka rasli su u 2018. nešto sporije nego u 2017., osobito kada je riječ o kreditima za kućanstva, te su se stabilizirali u prvim mjesecima 2019. s početkom pooštavanja uvjeta kreditiranja³⁵.
- **Omjeri kapitalizacije u 2018. u većini su se država članica stabilizirali, dok su se u više slučajeva povrati na kapital blago pogoršali.** Povrati na kapital u 2018. ostali su negativni u Grčkoj i Portugalu, dok su u Cipru postali pozitivni. Vrednovanja vlasničkog kapitala banaka rasla

³⁴ To povećanje u Finskoj u 2018. podudara se s preseljenjem sjedišta jedne od banaka iz Švedske u Finsku.

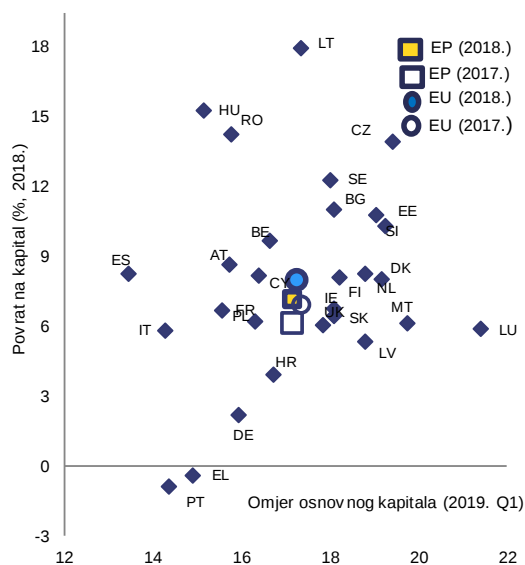
³⁵ Kako pokazuju rezultati istraživanja o kreditima banaka u europodručju, vidjeti ESB, Ekonomski bilten, kolovoz 2019.

su tijekom 2017. da bi zatim 2018. i najvećem dijelu 2019. zabilježila pad unatoč općenito pozitivnim rezultatima europskih burzovnih indeksa, što je među ostalim odraz revidiranih očekivanja profitabilnosti sektora.

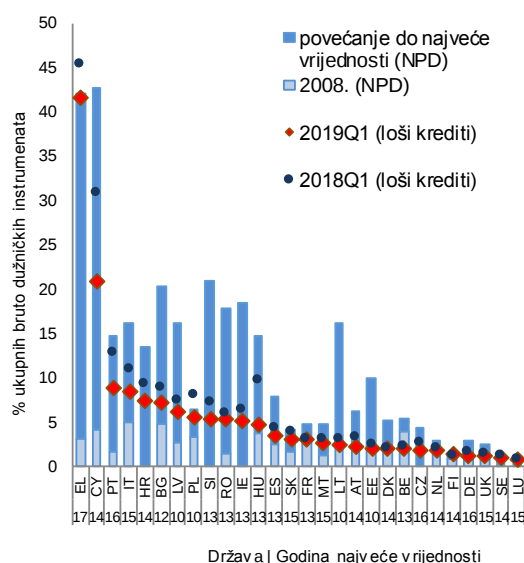
- **Nekoliko država članica EU-a posebno se ističe relativno niskom profitabilnošću i omjerima kapitalizacije u kombinaciji s visokim udjelima loših kredita.**³⁶ U Grčkoj su udjeli loših kredita i dalje iznad 40 %. Cipar je ostvario znatna poboljšanja u udjelu loših kredita, uglavnom kao posljedica prodaje kredita i likvidacije jedne velike banke u 2018., pa je profitabilnost dobila pozitivan predznak. U Portugalu i Italiji udio loših kredita znatno se smanjio od 2016., a posljednji podaci upućuju na dodatno, iako umjerenije, smanjenje u 2018. Udio loših kredita u obje je države pao ispod 10 %. Bugarska, Irska, Hrvatska, Mađarska, Rumunjska i Slovenija u 2018. su ostvarile smanjenje svojih udjela loših kredita koji su iznad prosjeka EU-a.
- **Trenutačni gospodarski izgledi, obilježeni dugotrajno niskim kamatnim stopama, predstavljaju dodatni izazov.** Smanjenje kamatnih stopa posebno se osjeća kod duljih dospelja, što dovodi do izravnavanja krivulja prinosa i daljnjeg smanjenja kamatnih marži. Izravnavanje krivulje prinosa bankama otežava promjenu dospelja i može negativno utjecati na njihovu profitabilnost. Budući da okruženje niskih prinosa posebno utječe na niskorizičnu financijsku imovinu, pod pritiskom bi se posebno mogla naći profitabilnost i bilanca nebankarskih financijskih institucija koje veliki dio svojeg portfelja ulažu u niskorizičnu imovinu, kao što su osiguravajuća društva, osobito ona u sektoru životnog osiguranja, i mirovinski fondovi³⁷.

Grafikon 22.:

Profitabilnost i kapital bankarskog sektora



Grafikon 23.: Loši krediti



³⁶ Loši krediti u skupu dodatnih pokazatelja iz tablice rezultata definiraju se kao postotak bruto loših kredita i predujmova u ukupnim bruto kreditima i predujmovima (bruto knjigovodstvena vrijednost), za izvještajni sektor „domaće bankovne grupacije i samostalne banke, društva kćeri u stranom vlasništvu i podružnice u stranom vlasništvu, sve institucije”. Vrijednosti su navedene u tablici 2.1. u Prilogu. Usklađeni podaci o omjerima loših kredita dostupni su tek od 2014. Stoga kada je riječ o podacima za 2008. i „povećanju do najveće vrijednosti”, u grafikonu 23. prikazani su podaci o udjelu bruto neprihodujućih dužničkih instrumenata u ukupnim bruto dužničkim instrumentima, koji su dostupni u duljim vremenskim serijama i koji se, osim kredita, odnose i na druge dužničke instrumente koje drži bankarski sektor. On je u pravilu nešto manji od udjela loših kredita, uglavnom stoga što je nazivnik veći, tj. ukupni bruto dužnički instrumenti veći su od ukupnih kredita. Maksimalna razlika između dva udjela trenutačno iznosi 4 postotna boda (za Grčku), a za većinu država manja je od 1 postotnog boda.

³⁷ ESB, Pregled financijske stabilnosti, svibanj 2019.

Izvor: Podaci o bruto neprihodujućim dužničkim instrumentima za 2008. nisu dostupni za Češku, Hrvatsku, Irsku, Sloveniju i Švedsku.

Napomena: u grafikonu 23. podaci za 2008. i „povećanje do najveće vrijednosti” odnose se na udio bruto neprihodujućih dužničkih instrumenata u ukupnim bruto dužničkim instrumentima; udjeli loših kredita prikazani su za prvo tromjesečje 2018. i prvo tromjesečje 2019.; brojevi ispod oznaka država označavaju godinu u kojoj su zabilježeni najveći udjeli neprihodujućih dužničkih instrumenata.

Cijene stambenih nekretnina u 2018. nastavile su ubrzano rasti, ali dinamika cijena se smanjila tamo gdje su znakovi precijenjenosti bili izraženiji. S ubrzanim rastom cijena stambenih nekretnina sve više tržišta stambenih nekretnina približava se najvišim razinama prije krize ili su ih već premašila (grafikon 26.). U 2018. sedam država članica bilježi rast realnih cijena stambenih nekretnina iznad praga iz tablice rezultata (Češka, Irska, Latvija, Mađarska, Nizozemska, Portugal i Slovenija), što je jedna više nego u 2017. Rast cijena stambenih nekretnina bio je osobito izražen u državama članicama EU-a koje su dosada pokazivale tek ograničene znakove precijenjenosti ili u kojima nije bilo vidljivih znakova precijenjenosti, dok je u državama s izraženijim znakovima precijenjenosti zabilježeno usporavanje. Podaci do drugog tromjesečja 2019. upućuju na to da bi Češka, Hrvatska, Mađarska, Poljska i Portugal mogli premašiti prag iz tablice rezultata ako se ti trendovi nastave u drugoj polovini godine. U prvoj polovini ove godine, u usporedbi s 2018., ubrzanje rasta cijena stambenih nekretnina posebno je bilo izraženo u Cipru, Hrvatskoj i Švedskoj, a usporavanje u Danskoj, Irskoj, Latviji, Rumunjskoj i Sloveniji.

- **Ubrzanje rasta cijena stambenih nekretnina djelomično je povezano s temeljnim ekonomskim pokazateljima.** Cijene stambenih nekretnina počele su ponovno rasti u kontekstu gospodarskog oporavka započetog 2013. i smanjenja kamatnih stopa. U tom se smislu trend može objasniti temeljnim ekonomskim pokazateljima.³⁸ Unatoč ubrzanju, rast novih hipotekarnih kredita zasada nema veću, samostalnu ulogu u određivanju cijena kao što je to bio slučaj u razdoblju prije krize. Međutim mogao bi pridonijeti postojanosti tekućeg ubrzanja rasta cijena stambenih nekretnina.
- **Snažan rast cijena stambenih nekretnina utječe na razine vrednovanja.** U Irskoj, Latviji, Mađarskoj, Nizozemskoj, Portugalu i Sloveniji rast realnih cijena stambenih nekretnina već je u 2017. bio visok te se dodatno ubrzao u 2018. (grafikon 24. i grafikon 25., gornji desni kvadrant). Dugotrajni snažan rast u više država postupno povećava rizike precijenjenosti. Posljednjih godina broj država članica EU-a s precijenjenim stambenim nekretninama u stalnom je porastu. Znakovi precijenjenosti (na temelju povećanja vrijednosnog jaza) u zadnje vrijeme postali su izraženiji u državama poput Njemačke i Portugala. U više država (Austrija, Belgija, Češka, Luksemburg, Malta, Njemačka, Portugal) cijene stambenih nekretnina na najvišoj su razini od sredine 2000-ih ili još više (grafikon 26.). Razine cijena stambenih nekretnina u više država dosegle su granice pristupačnosti, što je vidljivo iz omjera cijena stambenih nekretnina i raspoloživog dohotka po stanovniku. Procjene pokazuju da je otprilike u polovini država članica EU-a za kupnju 100

³⁸ Referentna mjerila cijena stambenih nekretnina omogućuju da se izmjeri opseg precijenjenosti ili podcijenjenosti stambenih nekretnina na temelju posebnih značajki za svaku državu. Sintetički vrijednosni jazovi temelje se na razlici koja proizlazi iz primjene različitih referentnih mjerila: i. odstupanje omjera cijene i dohotka u odnosu na dugoročni prosjek; ii. odstupanje omjera cijena i stanarina od dugoročnog prosjeka; iii. odstupanje od referentnih mjerila zasnovanih na regresijskim modelima uzimajući u obzir temeljne ekonomske pokazatelje ponude i potražnje (vidjeti N. Philipponnet i A. Turrini (2017.), *Assessing House Price Developments in the EU* (Procjena razvoja cijena stambenih nekretnina u EU-u), European Commission Discussion Paper 048, svibanj 2017.). Pri izračunavanju referentnih mjerila zasnovanih na regresijskim modelima cikličke eksplanatorne varijable filtriraju se s pomoću HP filtra kako bi se ograničila njihova volatilnost.

kvadratnih metara stambenog prostora potrebno više od deset godišnjih dohodaka³⁹. Isto tako, u 2017. jedan od deset Europljana živio je u kućanstvu koje troši 40 % ili više svojeg dohotka na stanovanje⁴⁰.

- **U nekoliko država sa znakovima precijenjenosti i visokim dugom kućanstava rast cijena nekretnina malo je usporen, dok je na švedskom tržištu stambenih nekretnina započela korekcija na niže.** U posljednje vrijeme stope rasta cijena stambenih nekretnina u pravilu su bile niže što je precijenjenost bila veća. Taj trend, koji nije bio vidljiv u prethodnim godinama, u 2018. bio je jasno prepoznatljiv u državama za koje se procjenjuje da su im stambene nekretnine precijenjene. U 2018. Austrija, Belgija, Francuska i Ujedinjena Kraljevina posebno su se isticale određenim stupnjem precijenjenosti stambenih nekretnina u kombinaciji s visokim dugom kućanstava, ali su ondje i cijene stambenih nekretnina u 2018. rasle manje nego u 2017. (grafikon 25.). Ta usporavanja mogla bi biti odraz ograničenja pristupačnosti, oporavka ponude stambenih nekretnina i provedbe politika na nacionalnoj razini, među ostalim u području makrobonitetne politike⁴¹. Isto tako, u Švedskoj su cijene stambenih nekretnina u 2018. pale na godišnjoj osnovi i u nominalnom i u realnom smislu, ali podaci za prva dva tromjesečja 2019. upućuju na stabilizaciju. S druge strane, u Luksemburgu nije došlo do prilagodbe, pa su se slabosti i rizici od precijenjenosti nastavili povećavati.
- **U nekim državama članicama uz precijenjenost stambenih nekretnina istodobno se bilježe i visoke razine duga kućanstava.** To se osobito odnosi na Dansku, Luksemburg, Švedsku i Ujedinjenu Kraljevinu. Nizozemska bilježi vrlo visoku razinu duga kućanstava i visoke razine cijena u odnosu na dohodak. Posebno brz rast hipotekarnih kredita u 2018. zabilježen je u Bugarskoj, Rumunjskoj i Slovačkoj (više od 10 % u odnosu na prethodnu godinu), Austriji, Belgiji, Češkoj, Estoniji, Francuskoj, Litvi, Luksemburgu, Mađarskoj i Malti (više od 5 % u odnosu na prethodnu godinu). U nekim je slučajevima, npr. u Belgiji i Francuskoj, zabilježen snažan rast s već ionako relativno visokih početnih razina. Situacija je nešto drukčija ako se promatra samo promjena duga povezanog s novim hipotekarnim kreditima, tj. isključujući učinak otplate (grafikon 27.). Čini se da u državama članicama općenito ne postoji čvrsta veza između cijena stambenih nekretnina i tokova novih hipotekarnih kredita jer nema jasnih naznaka da su cijene rasle brže s većom ponudom novih hipotekarnih kredita. Iz toga bi se dalo zaključiti da krediti dosada nisu imali ključnu ulogu u ubrzavanju rasta cijena stambenih nekretnina⁴². Ipak, u nekoliko država

³⁹ Procjene razina cijena dobivene su na temelju podataka iz nacionalnih računa i popisa stanovništva ili, ako ti podaci nisu bili dostupni, na temelju informacija objavljenih na internetskim stranicama agencija za nekretnine. Vidjeti J. C. Bricongne i sur. (2019.), *Assessing House Prices: Insights from „Houselev”, a Dataset of Price Level Estimates* (Ocjena cijena stambenih nekretnina: spoznaje iz baze podataka „Houselev”, skup podataka o procjenama razina cijena nekretnina), European Economy, Discussion Paper 101, srpanj 2019.

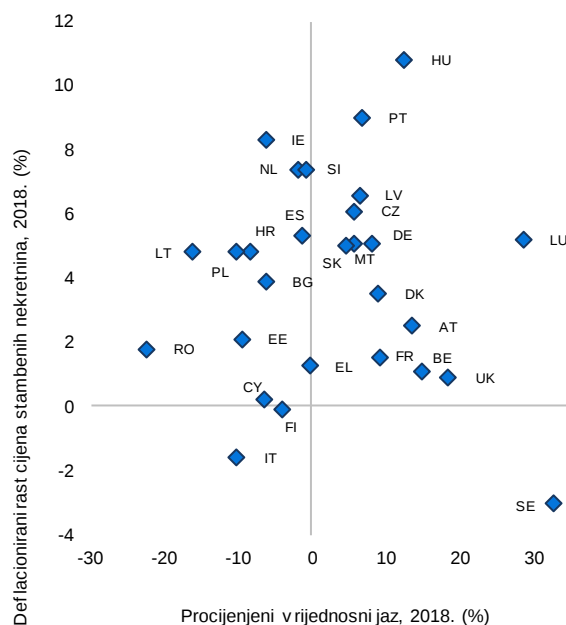
⁴⁰ Europska komisija (2019.), *Employment and Social Developments in Europe* (Zapošljavanje i socijalna kretanja u Europi), godišnji pregled za 2019., poglavlje 4.

⁴¹ Od 2015. u cijelom se EU-u bilježi ubrzani rast ulaganja u građevinski sektor, a najviše stope rasta zabilježene su tamo gdje je rast cijena stambenih nekretnina bio snažniji. U većini država članica EU-a u porastu je broj građevinskih dozvola. Na tempo rasta cijena stambenih nekretnina možda su utjecale i makrobonitetne politike koje su nedavno uvedene u EU-u. To se posebno odnosi na ograničenja omjera vrijednosti kredita i kolaterala i omjera otplate duga i dohotka. Posljednjih je godina u više država članica EU-a provedena reforma stambenog oporezivanja, posebno kako bi se ograničile porezne olakšice za hipotekarne kredite.

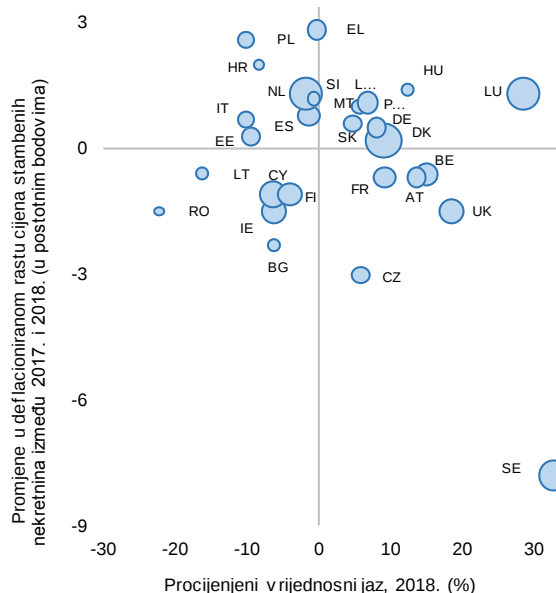
⁴² U većini država europodručja rast cijena stambenih nekretnina nakon krize započeo je prije rasta hipotekarnih kredita. Vidjeti npr. Europska komisija, *Euro-area housing markets: Ongoing trends, challenges, and policy responses* (Tržišta stambenih nekretnina u europodručju: aktualni trendovi, izazovi i odgovori politike), napomena Odboru za ekonomsku politiku – europodručje, Ares(2019)922432, veljača 2019.; i Europska komisija, *Euro-area housing markets: Ongoing trends, challenges, and policy responses* (Tržišta stambenih nekretnina u europodručju: aktualni trendovi, izazovi i odgovori politike), tehnička napomena Euroskupini, veljača 2019.: <https://www.consilium.europa.eu/media/38387/housing-note-eg-26-02-2019-technical-note.pdf>

snažan rast cijena stambenih nekretnina bio je povezan sa snažnim rastom hipotekarnih kredita, i to u Slovačkoj, Luksemburgu, Njemačkoj i Nizozemskoj.

Grafikon 24.: Promjene cijena stambenih nekretnina i vrijednosni jazovi u 2018.



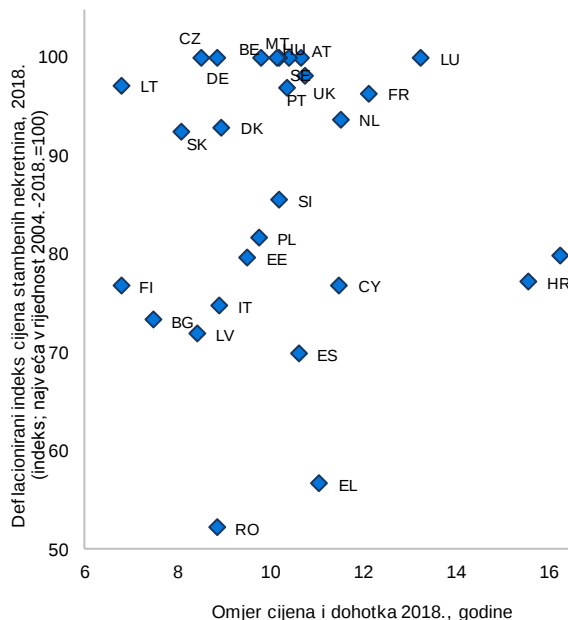
Grafikon 25.: Vrijednosni jazovi, promjene rasta cijena između 2017. i 2018. i dug kućanstava (% dohotka kućanstva)



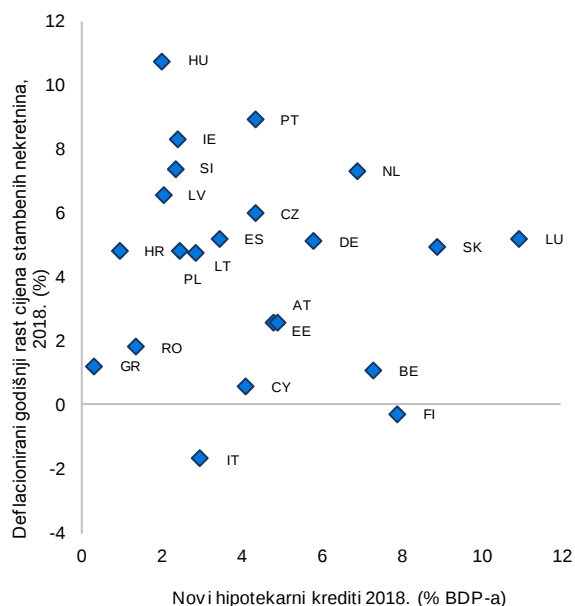
Izvor: Eurostat i izračuni službi Komisije.

Napomena: razlika zbog precijenjenosti temelji se na prosjeku triju pokazatelja: odstupanja omjera cijena i dohotka te cijena i stanarina od njihovih dugoročnih prosjeka i rezultati temeljnog modela vrijednosnih jazova; vidjeti bilješku 39. Veličina balona u grafikonu 25. odgovara omjeru duga kućanstava na temelju bruto raspoloživog dohotka kućanstava. Za Hrvatsku nisu raspoloživi podaci o bruto raspoloživom dohotku kućanstava nakon 2012. te su ekstrapolirani na temelju rasta bruto raspoloživog dohotka kućanstava tog gospodarstva; nedostaju i podaci o bruto raspoloživom dohotku kućanstava za Maltu te je upotrijebljena zamjenska vrijednost od 56 % bruto nacionalnog dohotka.

Grafikon 26.: Razine cijena stambenih nekretnina u odnosu na dohodak i indeksi realnih cijena nekretnina u odnosu na najviše razine, 2018.



Grafikon 27.: Rast cijena stambenih nekretnina i novi hipotekarni krediti u 2018.



Izvor: Eurostat i izračuni službi Komisije.

Napomena: Nedostaju podaci o novim hipotekarnim kreditima za šest država (Bugarska, Danska, Francuska, Malta, Švedska i Ujedinjena Kraljevina). Omjer razine cijena i dohotka mjeri se kao omjer cijene 100 kvadratnih metara stambenog prostora i prosječnog raspoloživog dohotka kućanstava. Za Hrvatsku nisu raspoloživi podaci o bruto raspoloživom dohotku kućanstava po stanovniku nakon 2012. te su ekstrapolirani na temelju rasta bruto raspoloživog dohotka kućanstava gospodarstva; nedostaju i podaci o bruto raspoloživom dohotku kućanstava za Maltu te je upotrijebljena zamjenska vrijednost od 56 % bruto nacionalnog dohotka.

Udjeli državnog duga dodatno su se smanjili u većini država članica, ali ne i u nekoliko država članica koje imaju najviše udjele državnog duga. U četrnaest država članica udjeli duga u 2018. bili su iznad praga iz tablice rezultata, u odnosu na petnaest u 2017. Belgija, Cipar, Grčka, Italija i Portugal imaju dug na razini od 100 % BDP-a ili viši, a Francuska i Španjolska samo su malo ispod te razine. U sedam država s državnim dugom većim od 60 % BDP-a (Belgija, Cipar, Francuska, Irska, Portugal, Španjolska i Ujedinjena Kraljevina) i zaduženost privatnog sektora premašuje relevantni prag iz tablice rezultata. U 2018. udjeli državnog duga dodatno su se smanjili, ali često manje nego u prethodnoj godini, što je odraz nešto manje restriktivne proračunske politike i već donekle oslabljenog rasta nominalnog BDP-a. Međutim, neki od najviših udjela javnog duga u 2018. ne bilježe poboljšanja, a neki su se čak i povećali: državni dug ostao je nepromijenjen u Francuskoj te se povećao u Cipru, Grčkoj i Italiji. To je u nekim slučajevima posljedica iznimno velikih prilagodbi stanja i tokova koje utječu na povećanje duga, dok je u drugima odraz nedostatka fiskalne konsolidacije. Unatoč tome prinosi na državne obveznice pali su te su se još dodatno smanjili tijekom 2019., čak i za najzaduženije države zajmoprimce, te nastavljaju bilježiti nove rekordne najniže razine. U budućnosti, predviđa se da će udjeli duga kontinuirano rasti u razdoblju od 2019. do 2021., osobito u Rumunjskoj, ali i u Italiji i u manjoj mjeri u Finskoj i Francuskoj, dok će se u većini drugih država članica EU-a smanjivati nešto manje nego u proteklom razdoblju.

Okvir 1.: Kretanja u području zapošljavanja i socijalnih pitanja

U 2018. stanje na tržištima rada u EU-u nastavilo se poboljšavati unatoč usporavanju gospodarske aktivnosti u drugoj polovini godine. Zaposlenost u EU-u dodatno je porasla te je ostvaren novi rekord u broju zaposlenih osoba. Nezaposlenost se smanjuje u svim državama članicama EU-a, posebno u onima u kojima je visoka, te manje doprinosi nejednakostima među državama, iako je nezaposlenost u nekima od njih i dalje visoka. Ipak, u prvoj polovini 2019. poboljšanja su se usporila, što bi među ostalim mogao biti i odraz smanjenja preostalih rezervi radne snage. Oporavak je pridonio i poboljšanju većine pokazatelja siromaštva, no socijalna situacija u nekim državama članicama i dalje predstavlja izazov. Od 2008. rizik od siromaštva i socijalne isključenosti smanjio se u većini država članica (7 milijuna osoba manje nego 2008., oko 13 milijuna manje nego 2012.) kao i rizik od teške materijalne oskudice, posebno u državama srednje i istočne Europe u kojima je u početku bio na visokoj razini. Međutim, relativni rizik od siromaštva u mnogim je državama članicama i dalje viši nego u godinama prije krize. Općenito, uklanjanje ozbiljnih makroekonomskih slabosti odrazilo se na stanje zaposlenosti i socijalno stanje u dotičnim državama. Slabije stanje zaposlenosti i socijalne prilike i dalje se bilježe posebno u državama članicama koje se suočavaju s prekomjernim neravnotežama; stanje u državama s neravnotežama nešto je neujednačenije, što je u velikoj mjeri i odraz razlika u vrsti i ozbiljnosti neravnoteža.

U 2018. stopa nezaposlenosti dodatno se smanjila u svim državama članicama, ali je u nekima i dalje visoka. Poboljšanja su bila najveća u državama s najvišim razinama nezaposlenosti (smanjenja od 2 postotna boda ili više u Cipru, Grčkoj i Hrvatskoj). Ipak, pet država članica (Grčka, Španjolska, Hrvatska, Cipar i Italija) u 2018. i dalje su bile iznad praga tablice pokazatelja PMN-a od prosječno 10 % u prethodne tri godine. Stope nezaposlenosti u 2018. bile su znatno ispod najviših razina zabilježenih u 2013., za oko 4 postotna boda, ali su u oko pola država članica i dalje više nego u 2008. Stope nezaposlenosti nastavile su se smanjivati u prvoj polovini 2019. te su se do trećeg tromjesečja 2019. snizile na 6,3 % u EU-u i na 7,5 % u europodručju.

Stope zaposlenosti dodatno su se poboljšale u svim državama članicama. Stopa zaposlenosti u EU-u (dobna skupina 20–64) dosegla je svoju najvišu razinu od 73,2 % (72,0 % u europodručju) u 2018. te je nastavila rasti da bi u drugom tromjesečju 2019. dosegla rekordnu razinu od 73,9 %, znatno iznad najviše razine prije krize od 70,2 % zabilježene u 2008. Najveće povećanje stope zaposlenosti izraženo brojem osoba u odnosu na 2017. zabilježeno je u Malti (5,4 %), slijede Cipar (4,1 %), Luksemburg (3,7 %) i Irska (3,2 %), dok su najmanja povećanja zabilježena u Poljskoj (0,3 %), Rumunjskoj (0,2 %) i Italiji (0,9 %).

Stope aktivnosti nastavile su se povećavati gotovo u svim državama članicama EU-a. Samo su dvije države u zadnje tri godine zabilježile smanjenje stope aktivnosti (dobna skupina 15–64), Hrvatska i Španjolska, i to u oba slučaja iznad praga tablice rezultata od –0,2 (obje po –0,6 %). Ukupno gledano, stope aktivnosti zabilježile su u 2018. rekordne razine i u EU-u i u europodručju od 73,7 % odnosno 73,4 %, što je oko 3,5 odnosno 2,5 postotnih bodova više od razina prije krize, najvećim dijelom zahvaljujući povećanju sudjelovanja starijih radnika i žena na tržištu rada.

Dugotrajna nezaposlenost i nezaposlenost mladih pokazuju veća poboljšanja od ostatka tržišta rada, ali su u nekoliko država članica EU-a i dalje visoke. Dugotrajna nezaposlenost smanjila se 2018. u svim državama članicama te su sve države zabilježile niže stope nego prije tri godine. Najviše stope dugotrajne nezaposlenosti zabilježene su u Grčkoj (13,6 %), Španjolskoj (6,4 %), Italiji (6,2 %) i Slovačkoj (4 %), ali su sve one osim Italije zabilježile znatan pad u odnosu na 2015. (oko 5 postotnih bodova u Španjolskoj, 4,6 postotnih bodova u Grčkoj i 3,6 postotnih bodova u Slovačkoj). U razdoblju

od tri godine do 2018. *stopa nezaposlenosti mladih* smanjila se u svim državama članicama EU-a. Pad od 10 postotnih bodova ili više u tom razdoblju zabilježen je u Cipru, Hrvatskoj, Portugalu, Slovačkoj i Španjolskoj. No stopa nezaposlenosti mladih još je uvijek iznad 30 % u Grčkoj, Italiji i Španjolskoj. Istodobno 9,6 % mladih u EU-u (dobna skupina 15–24) u 2018. nije bilo zaposleno ni u sustavu obrazovanja i osposobljavanja (NEET), a u nekoliko država članica (Bugarska, Cipar, Grčka, Hrvatska, Italija, Rumunjska i Španjolska) zabilježene su stope veće od 12 %.

Siromaštvo i socijalna isključenost dodatno su se smanjili, ali su i dalje visoki u nekoliko država članica. Udio osoba kojima prijeti siromaštvo ili socijalna isključenost (AROE) u EU-u dodatno se smanjio u 2018. na 21,9 %. To je oko tri postotna boda manje od najviše razine iz 2012⁴³. Iako je većina država ostvarila smanjenje u razdoblju od tri godine do 2018., Estonija, Luksemburg, Ujedinjena Kraljevina i Nizozemska bilježe povećanja, doduše u nekim slučajevima (Nizozemska i Luksemburg) s prethodno relativno niskih razina. Unatoč znatnom padu stope AROE s gotovo 39 % na 32,8 %, Bugarska i dalje bilježi najvišu razinu u EU-u, a slijede je Rumunjska i Grčka, obje iznad 30 %, te Latvija i Litva, koje su tek nešto malo ispod te vrijednosti. Najniže stope AROE bilježe se u Češkoj (12,2 %), a slijede je Slovenija (16,2 %), Slovačka (16,3 %), Finska (16,5 %) i Nizozemska (16,8 %). Unatoč općenito pozitivnom razvoju situacije u pogledu siromaštva i socijalne isključenosti, neke sastavnice bilježe drukčija kretanja, što bi mogao biti razlog za zabrinutost u nekim državama članicama EU-a:

- Udio osoba izloženih riziku od siromaštva u jednoj se trećini država članica posljednjih godina povećao: najveća povećanja u trogodišnjem razdoblju zabilježena su u Luksemburgu (3 postotna boda), Ujedinjenoj Kraljevini (2,3 postotna boda), Nizozemskoj (1,7 postotnih bodova) i Belgiji (1,5 postotnih bodova), dok je znatno smanjenje zabilježeno u Grčkoj, Mađarskoj, Poljskoj i Portugalu, između 2 i 3 postotna boda.
- Suprotno tome, teška materijalna oskudica smanjila se tijekom trogodišnjeg razdoblja (i u 2018.) u većini država članica EU-a: u Bugarskoj je u trogodišnjem razdoblju ostvareno smanjenje za više od 13 postotnih bodova, dok je u Cipru, Grčkoj, Hrvatskoj, Latviji, Mađarskoj, Malti i Rumunjskoj zabilježeno smanjenje od 5 postotnih bodova ili više.
- Naposljetku, oporavak je u većini država članica EU-a doveo do smanjenja udjela osoba (mladih od 60 godina) koje žive u kućanstvima s vrlo niskim intenzitetom rada, osim u Luksemburgu i Švedskoj, u kojima se taj udio povećao, i u Finskoj, u kojoj je ostao stabilan u razdoblju od tri godine do 2018. Istodobno se stopa siromaštva zaposlenih u 2018. u EU-u u cjelini blago povećala na 9,5 % te je i dalje blizu najviše razine od 9,6 % zabilježene 2016.

⁴³ Pokazatelj *izloženosti riziku od siromaštva ili socijalne isključenosti (AROE)* odgovara udjelu osoba koje su ranjive prema najmanje jednom od tri socijalna pokazatelja: 1. *izloženost riziku od siromaštva (AROP)* kojim se mjeri financijsko siromaštvo u odnosu na raspodjelu nacionalnog dohotka i izračunava se kao udio osoba s raspoloživim dohodkom (prilagođen za sastav kućanstva) ispod 60 % nacionalnog medijana; 2. *teška materijalna oskudica* koja obuhvaća pokazatelje koji se odnose na manjak sredstava i predstavlja udio osoba koje oskudijevaju u najmanje 4 od 9 elemenata oskudice, na temelju nemogućnosti da si priušte određene vrste troškova; 3. *osobe koje žive u kućanstvima s izrazito niskim intenzitetom rada* pripadnici su dobne skupine 0–59 koji žive u kućanstvima u kojima su odrasle osobe (dobna skupina 18–59) tijekom protekle godine odradile manje od 20 % svojeg ukupnog radnog potencijala. Referentno razdoblje za dohodak za podatke na kojima se temelje ti izračuni utvrđeno je razdoblje od 12 mjeseci, kao što je prethodna kalendarska ili porezna godina na koju se odnose podaci, za sve države osim za Ujedinjenu Kraljevinu, za koju je referentno razdoblje za dohodak tekuća godina, i Irsku, za koju se istraživanje trajno provodi i podaci o dohotku prikupljaju za posljednjih dvanaest mjeseci.

4. SAŽETAK GLAVNIH IZAZOVA I IMPLIKACIJE SA STAJALIŠTA NADZORA

Rebalans unutar europodručja i dalje je nepotpun iako je rebalans deficita i suficita tekućih računa u današnjem gospodarskom kontekstu od iznimne važnosti i bio bi koristan za sve države članice. Iako je većina velikih deficita tekućeg računa ispravljena, veliki suficiti i dalje su prisutni u više država europodručja. Stanje u europodručju postupno je prešlo u suficit, koji se počeo blago smanjivati uglavnom u svjetlu smanjene vanjske potražnje za izvozom. Započela je prilagodba neravnoteža stanja, ali su one i dalje znatne, pa neke države europodručja i dalje bilježe znatno negativno neto stanje međunarodnih ulaganja, dok je u drugima ono izrazito pozitivno i u daljnjem porastu. Jedinični troškovi rada rastu brže u državama neto vjerovnicama nego u državama neto dužnicama, suprotno kretanjima zabilježenima prije financijske krize. Taj se trend nastavlja, ali je ipak nešto oslabio u odnosu na prve godine nakon krize jer povećana napetost tržišta rada u državama neto dužnicama dovodi do povećanja plaća unatoč slabijoj produktivnosti, dok je rast plaća u neto vjerovnicama ograničen čak i nakon dugog razdoblja niske nezaposlenosti. Simetričnim rebalansom stanja tekućih računa doprinijelo bi se prevladavanju postojećeg stanja niske inflacije i niskih kamatnih stopa i istodobno podržao nominalni rast, a time i razduživanje i rebalans stanja neto dužnica.

Općenito, izazovi su prisutni u više država članica iz različitih razloga i u različitoj mjeri. Ozbiljnost izazova u smislu makroekonomske stabilnosti znatno se razlikuje po državama članicama, ovisno o prirodi i razmjerima slabosti i neodrživih trendova te o njihovim međusobnim interakcijama. Tipologije glavnih izvora potencijalnih neravnoteža javljaju se u nekoliko kombinacija koje se mogu sažeti na sljedeći način:

- Nekoliko država članica uglavnom je i dalje pogođeno *višestrukim i međusobno povezanim slabostima povezanim sa stanjem*. To je najčešće slučaj u državama koje su bile pogođene ciklusima naglog pada i rasta kredita u kombinaciji s naglim promjenama stanja tekućeg računa, što je imalo posljedice i za bankarski sektor i za državni dug.
 - U Cipru i Grčkoj uz visoke razine duga i izrazito negativno neto stanje međunarodnih ulaganja prisutni su i neriješeni problemi u financijskom sektoru, iako su u Cipru vidljiva poboljšanja u području loših kredita i profitabilnosti, dok je u Grčkoj od 2018. ubrzano smanjenje loših kredita, ali su njihove razine i dalje visoke. U slučaju Grčke potencijalni rast outputa nizak je u kontekstu visoke nezaposlenosti (koja se doduše ipak smanjuje).
 - U Irskoj, Hrvatskoj, Portugalu i Španjolskoj također su vidljive značajne, višestruke i međusobno povezane slabosti koje proizlaze iz naslijeđenih problema iz prošlosti. U Bugarskoj se uz korporativnu zaduženost još osjeća naslijeđe dugotrajnih problema u financijskom sektoru, koji se sada rješavaju u okviru politike. U tim državama neravnoteže stanja smanjuju se zahvaljujući ponovno započetom nominalnom rastu, koji je u nekim slučajevima povezan s ponovnim snažnim rastom cijena stambenih nekretnina (osobito u Irskoj, a u zadnje vrijeme i u Portugalu) te ponovnim rastom jediničnih troškova rada i usporenim rastom konkurentnosti (u Portugalu i Španjolskoj) te snažnim povećanjima jediničnih troškova rada (u Bugarskoj).
- U nekoliko država članica slabosti su uglavnom povezane s *visokom razinom duga opće države i zabrinutosti u pogledu potencijalnog rasta outputa i konkurentnosti*. To se posebno odnosi na Italiju, u kojoj su slabosti povezane i s bankarskim sektorom i visokim razinama loših kredita, koje se u posljednje vrijeme ipak ubrzano smanjuju, a sve to u kontekstu slabog funkcioniranja tržišta rada. Belgija i Francuska uglavnom se suočavaju s visokim dugom opće države i problemima potencijalnog rasta, također u kontekstu smanjene konkurentnosti. U Francuskoj je u porastu već ionako relativno visoka razina privatnog duga. U Belgiji se relativno visoka i rastuća razina duga

kućanstava bilježi u kombinaciji s moguće precijenjenim stambenim nekretninama. Vanjska pozicija i dalje je solidna, ali je u posljednje vrijeme malo oslabila.

- Neke države članice karakteriziraju *veliki i postojani suficiti tekućeg računa* koji su, među ostalim, u manjoj ili većoj mjeri odraz smanjene privatne potrošnje i ulaganja, više od onoga što bi bilo opravdano temeljnim ekonomskim pokazateljima. To se posebno odnosi na Njemačku i Nizozemsku. U Nizozemskoj je visoki suficit praćen visokom razinom duga kućanstava i snažnim rastom cijena stambenih nekretnina. Pritisci na cijene stambenih nekretnina u zadnje vrijeme bilježe se i u Njemačkoj, ali su ondje razine duga relativno niske. Veliki i postojani suficiti mogu značiti neiskorištene mogućnosti rasta i domaćih ulaganja, što može imati posljedice za ostatak europodručja u kontekstu dugotrajno niske inflacije, ispod ciljane razine, i slabljenja vanjske potražnje.
- U nekim državama članicama *kretanja varijabli cijena ili troškova pokazuju potencijalne znakove pregrijavanja, posebno kada je riječ o tržištu stambenih nekretnina ili tržištu rada*.
 - U Švedskoj, a u manjoj mjeri i u Austriji, Danskoj, Luksemburgu, Nizozemskoj i Ujedinjenoj Kraljevini, postojani rast cijena stambenih nekretnina posljednjih se godina odvija u kontekstu mogućih razlika zbog precijenjenosti i znatnih razina duga kućanstava. Noviji pokazatelji upućuju na to da su u Švedskoj nastupile određene prilagodbe na niže u smislu cijena i precijenjenosti te da je u drugim državama došlo do usporavanja rasta cijena stambenih nekretnina (osim Luksemburga). Snažniji rast cijena stambenih nekretnina koji se u posljednje vrijeme bilježi u Češkoj, Latviji, Mađarskoj, Slovačkoj i Sloveniji povezan je s manje izraženim znakovima precijenjenosti, a u slučaju Češke i Slovačke praćen je daljnjim rastom hipotekarnog zaduživanja i rastom duga kućanstava. Čini se da Finsku ne karakterizira snažan rast cijena stambenih nekretnina ni moguća precijenjenost, već visok dug kućanstava koji i dalje raste.
 - U Češkoj, Estoniji, Latviji, Litvi, Mađarskoj, Slovačkoj i Rumunjskoj troškovi rada i dalje rastu relativno snažnim ritmom, a cjenovna se konkurentnost pomalo smanjuje. Uz snažan rast jediničnih troškova rada Mađarska posljednjih godina bilježi znatno smanjenje suficita tekućeg računa, a Slovačka ograničen, ali postojan deficit tekućeg računa. U Rumunjskoj se dugotrajan i vrlo snažan rast jediničnih troškova rada javlja u kontekstu daljnjeg pogoršanja deficita tekućeg računa i ekspanzivnih fiskalnih politika.

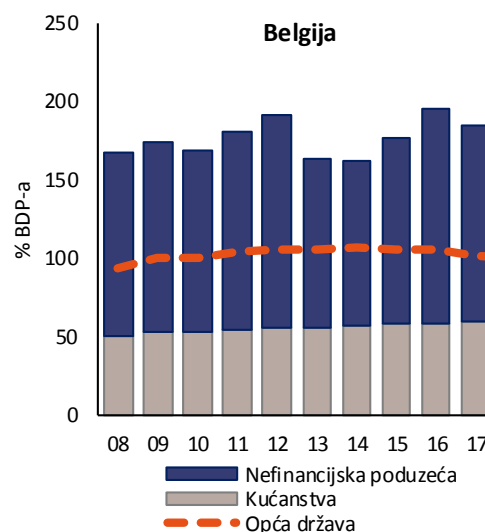
Detaljna preispitivanja potrebna su za ukupno 13 država članica: Bugarsku, Cipar, Francusku, Grčku, Hrvatsku, Irsku, Italiju, Nizozemsku, Njemačku, Portugal, Rumunjsku, Španjolsku i Švedsku. Sve te države članice bile su predmet detaljnog ispitivanja u prethodnom godišnjem ciklusu nadzora u okviru PMN-a te je utvrđeno da u njima postoje neravnoteže ili prekomjerne ravnoteže. Nova detaljna preispitivanja omogućit će dublju analizu tih izazova i procjenu potreba na razini politika. Predstojeća detaljna preispitivanja provest će se kako bi se utvrdilo je li došlo do pogoršanja utvrđenih neravnoteža ili se one ispravljaju, kako bi se ažurirale postojeće ocjene. Ovaj IMU upućuje i na moguće nastajanje rizika u nizu drugih država članica za koje se na temelju aktualnih informacija čini da u ovom trenutku ne zahtijevaju detaljnu analizu, ali ih je ipak potrebno pažljivo pratiti, posebno u kontekstu predstojećih izvješća po državama članicama. Ti se rizici prije svega odnose na kretanja povezana s konkurentnošću (Češka, Estonija, Latvija, Litva, Mađarska i Slovačka) te na cijene stambenih nekretnina i tržišta stambenih nekretnina i kretanja duga kućanstava (Austrija, Belgija, Češka, Danska, Finska, Luksemburg, Mađarska, Slovačka, Slovenija i Ujedinjena Kraljevina).

5. NERAVNOTEŽE, RIZICI I PRILAGODBA: NAPOMENE PO DRŽAVAMA ČLANICAMA

Belgija: U prethodnom ciklusu PMN-a u Belgiji *nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže*. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi indikativni prag, i to promjena realne efektivne tečajne stope, privatni dug i državni dug.

U 2018. zabilježen je ograničen deficit tekućeg računa uz visoko pozitivno neto stanje međunarodnih ulaganja. Unatoč niskom rastu produktivnosti rast jediničnih troškova rada ostao je ograničen jer su povećanja plaća bila umjerena. Promjena realne efektivne tečajne stope u razdoblju od tri godine upućuje na daljnju aprecijaciju te premašuje prag, premda promjena u razdoblju od jedne godine upućuje na tek lagano ubrzanje. Udjeli na izvoznom tržištu uglavnom su bili stabilni. Visok udio korporativnog duga u BDP-u smanjuje se unatoč tome što su brojke napuhane zbog raširene prakse prekograničnog kreditiranja poduzeća unutar grupe. Dug kućanstava, uglavnom povezan s hipotekama, relativno je visok i u daljnjem porastu, a realne cijene stambenih nekretnina posljednjih su godina nastavile umjereno rasti te ima naznaka potencijalne precijenjenosti. Državni dug je visok i vrlo se sporo smanjuje. Otvaranje radnih mjesta ostalo je pozitivno i stopa nezaposlenosti pala je na rekordno nisku razinu. Stopa neaktivnosti je visoka.

Grafikon A1: *Dug po sektorima gospodarstva*



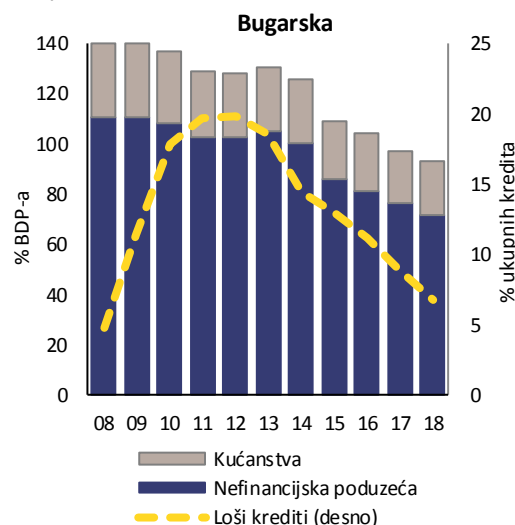
Izvor: Eurostat

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s javnom, ali i privatnim zaduženosti, premda su rizici i dalje ograničeni. Stoga Komisija u ovoj fazi neće provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.

Bugarska: U veljači 2019. Komisija je zaključila da u Bugarskoj postoje *neravnoteže* koje su posebice povezane sa slabostima u financijskom sektoru, u kombinaciji s visokom zaduženošću i lošim kreditima u korporativnom sektoru. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi indikativni prag, i to neto stanje međunarodnih ulaganja (NIIP) i rast jediničnih troškova rada.

Vanjska pozicija gospodarstva dodatno je ojačala, uz povećanje suficita tekućeg računa i brzo poboljšanje negativnog neto stanja međunarodnih ulaganja, koje se približava pragu. Ostvarena su kumulativna povećanja udjela na izvoznom tržištu, ali su napeto tržište rada i nedostatak vještina potaknuli rast plaća. Kao posljedica toga, rast jediničnih troškova rada znatno je iznad praga

Grafikon A2: *Privatni dug i loši krediti*



Izvor: Eurostat i ESB

te mu je potrebno posvetiti pozornost. Bankarski sektor u cjelini učvrstio je svoje stope kapitala i likvidnosti u kontekstu povoljnih gospodarskih uvjeta i uvjeta financiranja. Bilježi se snažan rast kredita koji se u cijelosti financira povećanjem depozitne osnove. Loši krediti i dalje se smanjuju, ali su i dalje

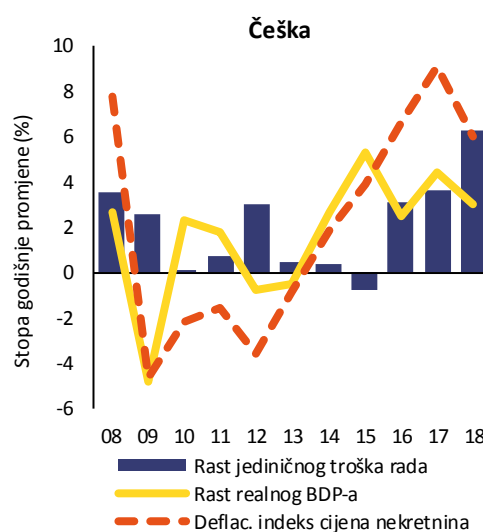
relativno visoki u nefinancijskim poduzećima i bankama u domaćem vlasništvu. Uveden je niz mjera za jačanje bankarskog i nebankarskog nadzora ili je njihovo uvođenje u tijeku. Međutim, i dalje su prisutni neki izazovi i slabosti povezani s nedostatkom kapitala u nekim bankarskim institucijama i neriješenim pitanjima u sektoru osiguranja. Korporativni dug i dalje je relativno visok iako se znatno smanjio. Državni dug je nizak i smanjuje se. Cijene stambenih nekretnina u porastu su, premda usporenim tempom i u skladu s temeljnim pokazateljima. Zabilježen je snažan rast hipotekarnih kredita i građevinskih dozvola te je potrebno pomno pratiti njihova buduća kretanja. Nezaposlenost ja pala na vrlo nisku razinu i stopa aktivnosti, iako relativno niska, nastavlja rasti.

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s preostalim slabostima u financijskom sektoru. Stoga Komisija smatra, među ostalim i zbog neravnoteža utvrđenih u veljači, da bi bilo dobro detaljnije ispitati postojanost neravnoteža ili njihovo postupno uklanjanje.

Češka: U prethodnom ciklusu PMN-a u Češkoj nisu utvrđene *makroekonomske neravnoteže*. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi indikativni prag, i to realna efektivna tečajna stopa, rast nominalnih jediničnih troškova rada i rast realnih cijena stambenih nekretnina.

Na tekućem računu zabilježen je mali suficit koji se dalje smanjuje, dok se negativno neto stanje međunarodnih ulaganja nastavilo smanjivati. Nakon isteka preuzete obveze u pogledu deviznog tečaja u travnju 2017. uslijedila je aprecijacija realne efektivne tečajne stope, osobito u 2018. Nominalni jedinični troškovi rada znatno su se povećali kao posljedica velikih povećanja plaća i akutnog nedostatka radne snage, iako se u budućnosti očekuje njihovo usporavanje. Dosada nisu zabilježena povećanja udjela na izvoznom tržištu. Istodobno, Češka je izložena rizicima povezanim s trgovinskopolitičkim okruženjem i mogućim poremećajima globalnih lanaca vrijednosti. Snažan rast realnih cijena stambenih nekretnina nastavio se i u 2018., ali nešto sporijim tempom nego u 2017. Dug privatnog sektora, uključujući dug kućanstava, relativno je nizak. Bankarski sektor vrlo je otporan i ima vrlo nisku stopu loših kredita. Državni dug nastavlja se smanjivati, a državni proračun bilježi suficit od 2016. Stopa nezaposlenosti dodatno se smanjila u kontekstu tržišta rada koje je i dalje vrlo napeto.

Grafikon A3: **BDP, jedinični troškovi rada i cijene st. nekretnina**



Izvor: Eurostat

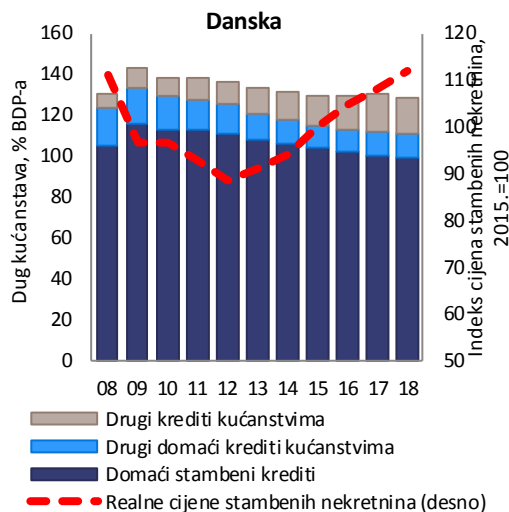
Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s konkurentnošću i pritiscima na tržište stambenih nekretnina, premda se čini da su rizici uglavnom ograničeni. Stoga Komisija u ovoj fazi neće provesti daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.

Danska: U prethodnom ciklusu PMN-a u Danskoj *nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže*. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi indikativni prag, i to saldo tekućeg računa i dug privatnog sektora.

Iako se smanjuju, suficiti salda tekućeg računa i dalje su veliki. Suficit tekućeg računa nedavno je smanjen jer su poduzeća manje štedjela i više ulagala na domaćem tržištu. Uzastopni suficiti doveli su do izrazito pozitivnog neto stanja međunarodnih ulaganja, čime se generira pozitivni neto primarni dohodak koji pak učvršćuje pozitivni saldo tekućeg računa. Smanjenje rasta produktivnosti utjecalo je na pokazatelje troškovne konkurentnosti uz ograničene gubitke udjela na izvoznom tržištu. Štednja kućanstava porasla je, što je odraz potrebe za razduživanjem i mjera makrobonitetne politike u cilju ograničenja rizičnog zaduživanja. Istodobno se niskim troškovima financiranja i povoljnim poreznim tretmanom i dalje potiče rast zaduženosti. Ukupno gledajući, usprkos blagom trendu razduživanja udio duga kućanstava u BDP-u i dalje je najviši u EU-u. S druge strane, korporativna zaduženost je umjerena. Rast realnih cijena stambenih nekretnina kontinuiran je, iako umjeren, dok pokazatelji vrednovanja upućuju na određenu precijenjenost. Stanje na tržištu rada nastavlja se poboljšavati, a rast zaposlenosti i dalje je solidan. Nedostatak radne snage raširen je, ali se nedavno smanjio, čime se ublažio pritisak na rast plaća.

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s vanjskim suficitom i visokim dugom kućanstava, uključujući sektor stambenih nekretnina, premda se rizici čine ograničeni. Stoga Komisija u ovoj fazi neće provesti daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.

Grafikon A4: **Dug kućanstava i indeks cijena stambenih nekretnina**

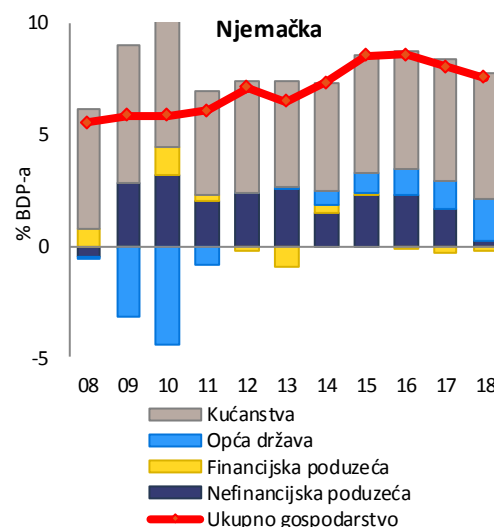


Izvor: Eurostat i ESB

Njemačka: U veljači 2019. Komisija je utvrdila *makroekonomske neravnoteže* u Njemačkoj, posebno u pogledu visokog suficita tekućeg računa koji odražava relativno skromna ulaganja u odnosu na razinu štednje i u privatnom i u javnom sektoru. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi indikativni prag, i to saldo tekućeg računa, realna efektivna tečajna stopa i državni dug.

Na tekućem računu i dalje je vidljiv vrlo veliki suficit, iako je u 2018. zabilježeno određeno smanjenje. Rast se zbog slabljenja vanjske trgovine sve više temelji na domaćoj potražnji. U skladu s time, očekuje se da će se suficit tekućeg računa sve više smanjivati, ali će ostati na visokoj razini te će dodatno pridonijeti povećanju već vrlo nepovoljnog neto stanja međunarodnih ulaganja. Slab rast

Grafikon A5: **Neto pozajmljivanje/zaduživanje po sektoru**



Izvor: Eurostat

produktivnosti pridonio je povećanju jediničnih troškova rada, a aprecijacija realne efektivne tečajne stope nastavila se. Rast nominalne plaće ubrzao se, među ostalim i zbog jednokratnih učinaka politike, u kontekstu napetog tržišta rada, a očekuje se da će uskoro usporiti. Rast izvoza u 2018. znatno je usporen, što je popraćeno ograničenim gubicima udjela na izvoznom tržištu na godišnjoj razini. Realne cijene stambenih nekretnina i troškovi gradnje rastu i potrebno ih je pratiti, među ostalim i s obzirom na regionalne razlike u cijenama i raspoloživosti nekretnina. Ulaganja u stambene nekretnine nastavljaju rasti, ali na velegradskim područjima i dalje zaostaju za potrebama. Kreditni rast postupno jača. Državni dug nastavio se smanjivati i očekuje se da će do 2019. pasti ispod praga od 60 % BDP-a. Istodobno i dalje postoje znatni zaostaci u javnim ulaganjima, iako se ulaganja već nekoliko godina povećavaju. Ukupna nezaposlenost te nezaposlenost mladih i dugotrajna nezaposlenost na povijesno su niskim razinama, iako nije bilo daljnjeg poboljšanja situacije na tržištu rada.

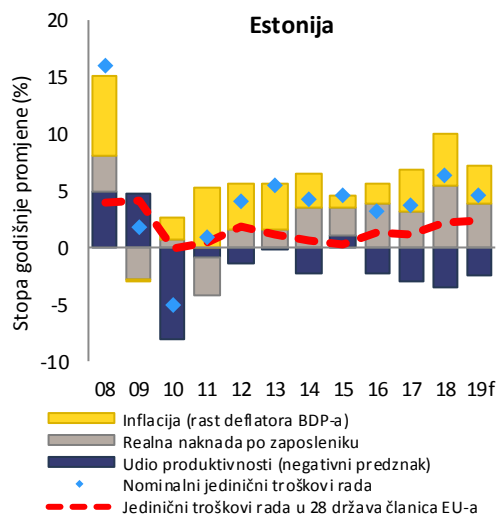
Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s dugotrajnim viškom štednje u odnosu na ulaganja, što se odražava na visok suficit tekućeg računa, koji se ipak postupno smanjuje, naglašavajući potrebu za kontinuiranim rebalansom. Stoga Komisija smatra, među ostalim i zbog neravnoteža utvrđenih u veljači, da bi bilo korisno detaljnije ispitati postojanost neravnoteža ili njihovo postupno uklanjanje.

Estonija: U prethodnom ciklusu PMN-a u Estoniji *nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže*. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi indikativni prag, i to realna efektivna tečajna stopa i rast nominalnih jediničnih troškova rada.

Saldo tekućeg računa bilježi stabilan suficit, a negativno neto stanje međunarodnih ulaganja poboljšalo se. Aprecijacija realne efektivne tečajne stope u 2018. se ubrzala i taj je pokazatelj prešao prag. Dodatno je ubrzan i rast jediničnih troškova rada zbog pritiska na domaće cijene i plaće, posebice u javnom sektoru, što je posljedica napetog tržišta rada. Zabilježeno je malo kumulativno povećanje udjela na izvoznom tržištu. Zaduživanje u javnom i privatnom sektoru i razina duga relativno su niske. Štoviše, dug privatnog sektora i dalje se smanjuje, što je u skladu s dinamikom preostalog razduživanja. Rast realnih cijena stambenih nekretnina usporen je te je ostao na umjerenom razini. Napeto tržište rada odražava se u relativno niskoj stopi nezaposlenosti i vrlo visokoj stopi aktivnosti iz perspektive EU-a.

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s nominalnim jediničnim troškovima rada i realnom efektivnom tečajnom stopom, premda se rizici čine ograničeni. Stoga Komisija u ovoj fazi neće provesti daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.

Grafikon A6: *Raščlamba jediničnih troškova rada*

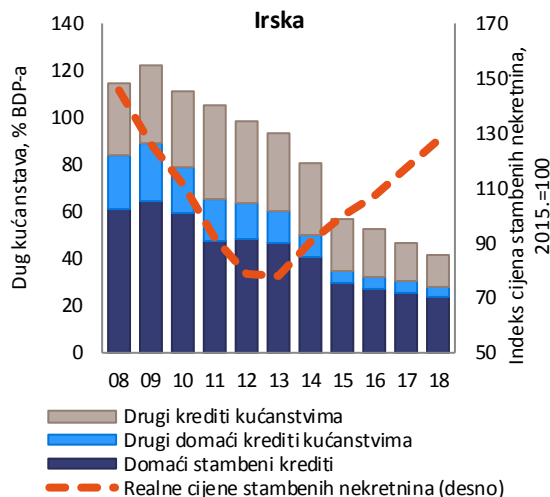


Izvor: službe Komisije

Irska: U veljači 2019. Komisija je utvrdila *makroekonomske neravnoteže* u Irskoj, posebno u pogledu slabosti koje proizlaze iz visokih razina javnog i privatnog duga te neto vanjskih obveza. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi indikativni prag, i to neto stanje međunarodnih ulaganja (NIIP), privatni dug, javni dug i rast realnih cijena stambenih nekretnina.

Tekući račun, koji je u 2017. bio uglavnom uravnotežen, u 2018. bilježi znatni suficit. To veliko povećanje uglavnom je rezultat aktivnosti multinacionalnih poduzeća. Modificirana mjera salda tekućeg računa, koja bolje odražava domaću gospodarsku aktivnost, pokazuje manji suficit u 2018. NIIP je i dalje izrazito negativan, među ostalim i zbog aktivnosti multinacionalnih poduzeća i velikog financijskog *offshore* centra koji ima ograničene veze s domaćim gospodarstvom. Zahvaljujući snažnom gospodarskom rastu udio javnog duga u BDP-u opada, ali je dug i dalje visok. Privatni dug i dalje je vrlo visok, premda je nastavio padati. Kućanstva su nastavila smanjivati svoj dug, a irske banke smanjile su izloženost domaćim poduzećima, što upućuje na daljnje razduživanje poduzeća. U 2018. se rast realnih cijena stambenih nekretnina nastavio, ali je tijekom godine znatno usporio. Međutim, cjenovna pristupačnost stanovanja i dalje je razlog za zabrinutost. Udio loših kredita posljednjih je godina u stalnom padu i banke su dobro kapitalizirane, ali razine izdvajanja rezervacija relativno su niske. Profitabilnost banaka postupno se povećava, iako je i dalje relativno skromna. Nezaposlenost se smanjuje i približava razinama prije krize.

Grafikon A7: *Dug kućanstava i indeks cijena stambenih nekretnina*



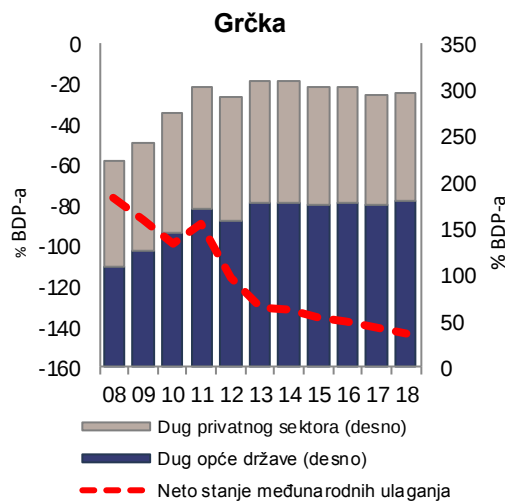
Izvor: Eurostat i ESB

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju tablice rezultata ističu se problemi povezani s volatilnošću vanjske pozicije, razinom privatnog i javnog duga te cijenama stambenih nekretnina. Stoga Komisija smatra, među ostalim i zbog neravnoteža utvrđenih u veljači, da bi bilo dobro detaljnije ispitati postojanost neravnoteža ili njihovo postupno uklanjanje.

Grčka: U veljači 2019. Komisija je utvrdila *prekomjerne makroekonomske neravnoteže* u Grčkoj, posebno u pogledu visoke zaduženosti države, negativne vanjske pozicije i visokog udjela loših kredita, u kontekstu nezaposlenosti koja je unatoč padu i dalje visoka i niskog potencijalnog rasta. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi indikativni prag, i to neto stanje međunarodnih ulaganja (NIIP), bruto dug opće države i stopa nezaposlenosti.

Izrazito negativna vanjska pozicija Grčke uglavnom obuhvaća neto dužničke obveze, posebno vanjski javni dug, koji uglavnom drže vjerovnici u službenom sektoru pod izrazito povoljnim uvjetima. Umjereni rast nominalnog BDP-a i negativan saldo tekućeg računa

Grafikon A8: *NIIP, privatni dug i državni dug*



Izvor: Eurostat

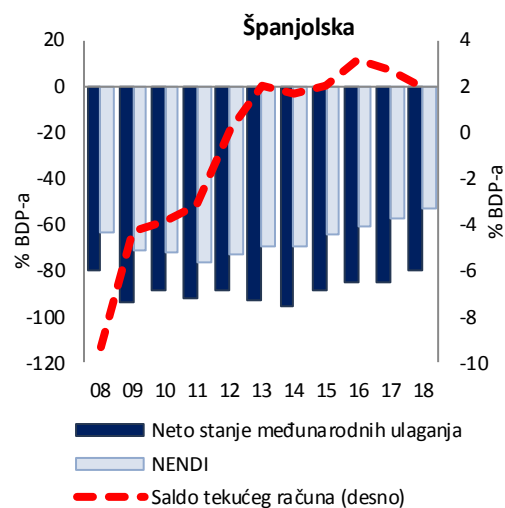
koji se povećao u 2018. sprečavaju bržu prilagodbu visoke razine neto vanjskih obveza. Nominalni jedinični troškovi rada u 2018. bilježe pozitivan rast u kontekstu niskog rasta produktivnosti rada. Povećanja plaća dovela su do daljnjeg povećanja realne efektivne tečajne stope, a u 2018. udjeli na izvoznom tržištu povećali su se drugu godinu zaredom. Javni dug vrlo je visok, iako se predviđa da će se u narednim godinama postupno smanjivati, dok se njegova održivost temelji na mjerama otpisa duga koje su europski partneri dogovorili u 2018. Nakon desetljeća pada realne cijene stambenih nekretnina u 2018. počele su rasti. Kreditni rast privatnog sektora negativan je zbog nastavka razduživanja, dok se visoka razina loših kredita polako smanjuje. Nezaposlenost pada, ali je i dalje vrlo visoka, osobito dugotrajna nezaposlenost i nezaposlenost mladih.

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s visokom razinom javnog duga, negativnim stanjem međunarodnih ulaganja i visokom razinom loših kredita, a sve to u kontekstu velike nezaposlenosti, niskog rasta produktivnosti i usporene ulagačke aktivnosti. Stoga Komisija smatra, među ostalim i zbog prekomjernih neravnoteža utvrđenih u veljači, da bi bilo korisno detaljnije ispitati postojanost makroekonomskih rizika te pratiti napredak u postupnom uklanjanju prekomjernih neravnoteža.

Španjolska: U veljači 2019. Komisija je utvrdila *makroekonomske neravnoteže* u Španjolskoj povezane s visokim razinama vanjskog i unutarnjeg duga u privatnom i javnom sektoru, u kontekstu visoke nezaposlenosti. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi indikativni prag, i to neto stanje međunarodnih ulaganja (NIIP), udio državnog duga, privatni dug, stopa nezaposlenosti te pad stope aktivnosti.

Stanje tekućeg računa bilježi stalni suficit, iako se on u 2018. smanjio. Negativni NIIP nastavio se poboljšavati, ali je i dalje vrlo visok. Nominalni jedinični troškovi rada neznatno su se povećali u kontekstu gotovo nultog rasta produktivnosti. Nakon krize relativno povećanje troškovne konkurentnosti bilo je glavni pokretač rasta konkurentnosti. Unatoč određenom pogoršanju u 2018., koje je djelomično uzrokovano prijelaznim čimbenicima, izvoz je umjereno rastao, a udjeli na izvoznom tržištu ostali su uglavnom stabilni. Dug privatnog sektora u 2018. se nastavio smanjivati, ali potrebno je daljnje razduživanje. Nastavljen je pad udjela korporativnog duga u BDP-u, ali je usporen zbog blagog pozitivnog rasta odobravanja novih kredita, dok se udio duga kućanstava u BDP-u nastavio smanjivati unatoč pozitivnom kreditnom rastu 2018. Realne cijene stambenih nekretnina i dalje rastu te se čini da je razdoblje podcijenjenosti pri kraju. Snažan gospodarski rast posljednjih je godina bio glavni pokretač smanjenja deficita opće države, ali postojeći deficiti upućuju na vrlo sporo smanjenje i dalje visokog udjela duga opće države. Iako se brzo smanjivala, nezaposlenost je i dalje vrlo visoka i premašuje razine prije krize, posebno među mladima i nekvalificiranim radnicima.

Grafikon A9: NIIP i saldo tekućeg računa



Izvor: službe Komisije

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s vanjskom održivosti, privatnim i javnim dugom u kontekstu visoke nezaposlenosti i niskog rasta produktivnosti. Stoga

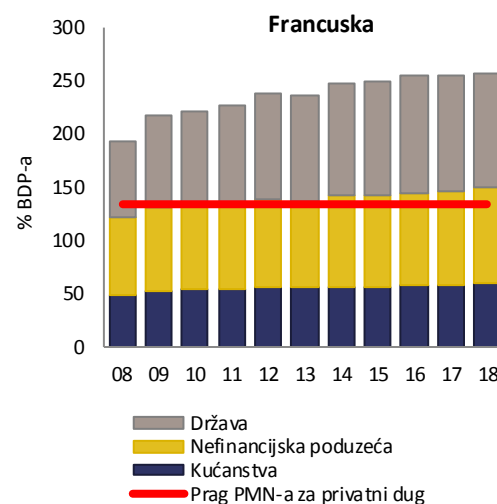
Komisija smatra, među ostalim i zbog neravnoteža utvrđenih veljači, da bi bilo dobro detaljnije ispitati postojanost neravnoteža ili njihovo postupno uklanjanje.

Francuska: U veljači 2019. Komisija je utvrdila *makroekonomske neravnoteže* u Francuskoj, posebno visok javni dug i slabu dinamiku konkurentnosti u kontekstu niskog rasta produktivnosti. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi indikativni prag, i to dug opće države i privatnog sektora.

Tekući račun bilježi ograničen i stabilan deficit, dok je neto stanje međunarodnih ulaganja blago negativno. Udjeli na izvoznom tržištu u 2018. bili su stabilni i na godišnjoj osnovi i na osnovi petogodišnjeg pokazatelja. Rast jediničnih troškova rada ograničen je i ispod prosjeka europodručja iako je rast produktivnosti rada nizak. Državni dug u 2018. stabilizirao se na rekordno visokoj razini, što potvrđuje da je fiskalni prostor za odgovor na buduće šokove ograničen. Privatni kreditni tokovi i dalje su relativno dinamični, pa se udio duga privatnog sektora u BDP-u blago povećao. Dug nefinancijskih društava bio je iznad razine koja bi se očekivala na osnovi temeljnih pokazatelja, dok je zaduženost kućanstava bila ograničenija. Rast realnih cijena stambenih nekretnina posljednjih je godina bio umjeren, ali stalan, te i dalje postoje znakovi moguće precijenjenosti. Bankarski sektor čini se otporan, ali kombinacija visokih udjela javnog i privatnog duga može uzrokovati rizike. Nadalje, prevladavajuće niske kamatne stope mogu negativno utjecati na profitabilnost banaka. Stopa nezaposlenosti dodatno se smanjila i sada je ispod praga. Dugotrajna nezaposlenost i nezaposlenost mladih i dalje se smanjuju.

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s visokom razinom zaduženosti i slabom iako stabilnom konkurentnosti, u kontekstu niskog rasta produktivnosti. Stoga Komisija smatra, među ostalim i zbog neravnoteža utvrđenih u veljači, da bi bilo dobro detaljnije ispitati postojanost neravnoteža ili njihovo postupno uklanjanje.

Grafikon A10: Dug po sektorima u gospodarstvu

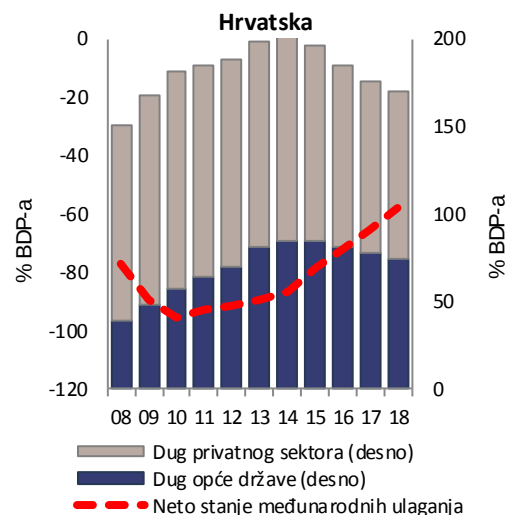


Izvor: Eurostat

Hrvatska: U veljači 2019. Komisija je utvrdila *makroekonomske neravnoteže* u Hrvatskoj povezane s visokim razinama javnog, privatnog i vanjskog duga u kontekstu niskog potencijalnog rasta. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi indikativni prag, i to neto stanje međunarodnih ulaganja (NIIP), javni dug, stopa nezaposlenosti te pad stope aktivnosti.

Negativni NIIP znatno se smanjio u skladu s kontinuiranim suficitom tekućeg računa, ali i dalje je velik. U 2018. zabilježen je pozitivan rast jediničnih troškova rada uz vrlo nizak rast produktivnosti rada. Od 2013. vidljiva su kontinuirana povećanja udjela na izvoznom tržištu, no bilježi se njihov pad. Državni dug visok je, ali se smanjuje, što je posljedica malih fiskalnih suficita. Dug kućanstava i korporativni dug nastavljaju se smanjivati, ali su i dalje relativno visoki. Općenito, znatan udio duga denominiran je u stranoj valuti, čime se stvaraju tečajni rizici. Iako skroman rast kredita pridonosi smanjenju razina privatnog duga, sve veće korištenje gotovinskih nenamjenskih kredita među kućanstvima razlog je za zabrinutost. Istodobno je financijski sektor opterećen lošim kreditima, čija je razina unatoč padu i dalje visoka, te određenom valutnom izloženosti. Stopa nezaposlenosti brzo pada, ali i dalje je relativno visoka. Stopa aktivnosti trajno je niska, a radno sposobno stanovništvo smanjuje se. Ta činjenica i nizak rast produktivnosti, s obzirom na to da je riječ o sustižućem gospodarstvu, koče potencijalni rast.

Grafikon A11: NIIP, privatni dug i državni dug



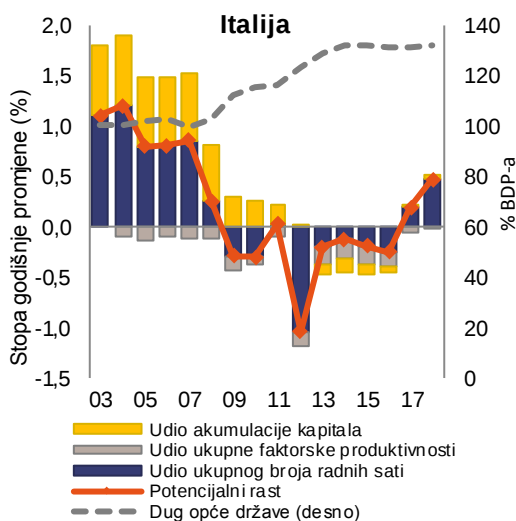
Izvor: Eurostat

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s razinom vanjskih obveza, javnim i privatnim dugom te visokim razinama loših kredita u kontekstu još uvijek visoke nezaposlenosti i niskog rasta produktivnosti. Stoga Komisija smatra, među ostalim i zbog neravnoteža utvrđenih u veljači, da bi bilo dobro detaljnije ispitati postojanost neravnoteža ili njihovo postupno uklanjanje.

Italija: U veljači 2019. Komisija je utvrdila *prekomjerne makroekonomske neravnoteže* u Italiji, posebno u pogledu rizika koji proizlaze iz vrlo visokog javnog duga i dugotrajnog slabog rata produktivnosti, u kontekstu i dalje velikog udjela loših kredita i visoke nezaposlenosti. U ažuriranoj tablici rezultata državni dug i stopa nezaposlenosti i dalje prelaze indikativni prag.

Vanjska pozicija je stabilna s obzirom na to da je neto stanje međunarodnih ulaganja gotovo u ravnoteži, a tekući račun bilježi suficit. Dio suficita tekućeg računa povezan je sa slabom domaćom potražnjom i niskim rastom plaća. Stagniranje rasta produktivnosti negativno utječe na netroškovnu konkurentnost i potencijalni rast BDP-a, što pak otežava javno razduživanje. Niska stopa rasta produktivnosti posljedica je niskih razina ulaganja i inovacija, nepoticajnog poslovnog okruženja,

Grafikon A12: Potencijalni rast i javni dug



Izvor: službe Komisije

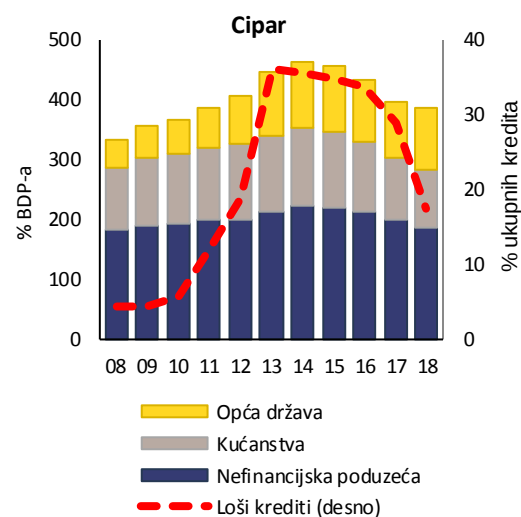
ograničenja u financiranju, nedostatka visokokvalificiranih radnika te sektorskih promjena. Rast jediničnih troškova rada ograničen je, a udjeli na izvoznom tržištu uglavnom su stabilni. Udio državnog duga u BDP-u 2018. se povećao i postoji rizik od daljnjeg povećanja u 2019. zbog slabih gospodarskih izgleda i pogoršanja primarnog salda. Pozitivno je to što su se prinosi na državne obveznice znatno smanjili. Ostvaren je znatan napredak u oporavku bilanci banaka jer je razina loših kredita pala, ali kreditiranje nefinancijskih poduzeća i dalje je slabo. U financijskom sektoru i dalje su prisutne slabosti, osobito kada je riječ o malim i srednjim bankama koje još opterećuju visoke razine loših kredita iz prošlosti i više su izložene riziku države od većih banaka. Stope nezaposlenosti i zaposlenosti bilježe povoljna kretanja. Međutim, razina nezaposlenosti, posebice mladih i dugotrajno nezaposlenih, i dalje je visoka, dok je sudjelovanje na tržištu rada, osobito žena, i dalje nisko, uz rizike za buduću zapošljivost i rast.

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s visokom razinom javnog duga, slabim rastom produktivnosti i funkcioniranjem tržišta rada te slabostima bankarskog sektora, čime se pridonosi niskom potencijalnom rastu, što pak otežava javno razduživanje. Stoga Komisija smatra, među ostalim i zbog prekomjernih neravnoteža utvrđenih u veljači, da bi bilo dobro detaljnije ispitati postojanost makroekonomskih rizika te pratiti napredak u postupnom uklanjanju prekomjernih neravnoteža.

Cipar: U veljači 2019. Komisija je utvrdila *prekomjerne makroekonomske neravnoteže* u Cipru, posebno u pogledu vrlo velikog udjela loših kredita, visoke razine privatnog, javnog i vanjskog duga u kontekstu još relativno visoke nezaposlenosti i slabog potencijalnog rasta. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja i dalje prelazi indikativni prag, i to saldo tekućeg računa, neto stanje međunarodnih ulaganja (NIIP), dug privatnog sektora, državni dug i stopa nezaposlenosti.

Deficit tekućeg računa u 2018. i dalje je izrazito negativan, što odražava snažnu domaću potražnju i negativnu štednju kućanstava. Dinamika tekućeg računa ne pogoduje stabilnom neto stanju međunarodnih ulaganja, čak i ako se uzme u obzir prisutnost subjekata posebne namjene. Rast jediničnih troškova rada je ograničen, a udjeli na izvoznom tržištu u 2018. uglavnom su bili stabilni. Privatni dug među najvišima je u EU-u kada je riječ o kućanstvima i poduzećima, a kreditni tokovi i dalje su pozitivni. Udio loših kredita u bankarskom sektoru u 2018. se znatno smanjio, ali je i dalje vrlo visok. Vladina potpora prodaji banke Cyprus Cooperative Bank rezultirala je jednokratnim povećanjem javnog duga 2018. Zahvaljujući i dalje povoljnim fiskalnim kretanjima koja pogoduju smanjenju javnog duga u budućnosti se očekuje njegovo kontinuirano smanjenje. Nezaposlenost i dalje pada, a očekuje se da će se taj trend nastaviti u kontekstu snažnog gospodarskog rasta.

Grafikon A13: **Dug i loši krediti**



Izvor: Eurostat i ESB

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s održivošću vanjskog duga, javnim i privatnim dugom te slabostima u financijskom sektoru. Stoga Komisija smatra, među ostalim i zbog prekomjernih neravnoteža utvrđenih u veljači, da bi bilo korisno detaljnije ispitati postojanost makroekonomskih rizika te pratiti napredak u postupnom uklanjanju prekomjernih neravnoteža.

Latvija: U prethodnom ciklusu PMN-a u Latviji *nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže*. U ažuriranoj se tablici rezultata više pokazatelja nalazi iznad indikativnog praga, i to neto stanje međunarodnih ulaganja (NIIP), rast jediničnih troškova rada i rast realnih cijena stambenih nekretnina.

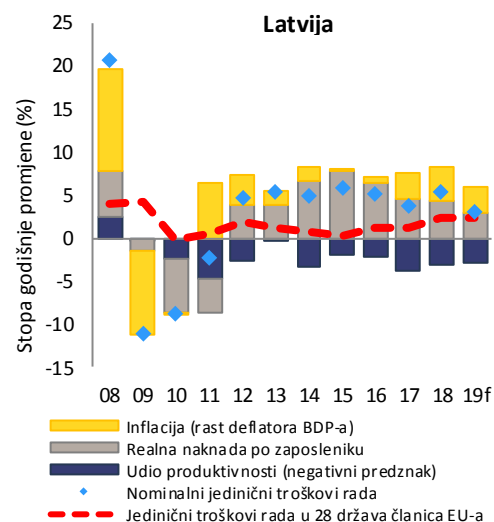
Tekući račun u 2018. ponovno je zabilježio mali deficit, ali se negativni NIIP, koji uglavnom odražava državni dug i izravna strana ulaganja, nastavio relativno brzo poboljšavati. Čini se da zbog aprecijacije realne efektivne tečajne stope pokazatelji troškovne konkurentnosti slabe, dok se rast jediničnih troškova rada nastavio relativno snažim ritmom potaknut kontinuiranim rastom plaća. Očekuje se da će zbog smanjenja radne snage pritisak na plaće potrajati. Istodobno se povećanje udjela na izvoznom tržištu usporilo, no kumulativno povećanje i dalje je pozitivno. Rast realnih cijena stambenih nekretnina dinamičan je i u 2018. se ponešto ubrzao, pa je stoga potrebno obratiti pozornost na pritiske na tržištu stambenih nekretnina, iako još nema jasnih znakova precijenjenosti stambenog tržišta. Razduživanje privatnog sektora nastavlja se jer je kreditni rast i dalje umjeren, a javni dug nizak je i lagano se smanjuje. Kad je riječ o tržištu rada, nezaposlenost i dalje pada, a stopa aktivnosti raste.

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s pritiscima na ponudu radne snage i troškovnu konkurentnost, premda se rizici čine ograničeni. Komisija u ovoj fazi neće provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.

Litva: U prethodnom krugu PMN-a u Litvi *nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže*. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi indikativni prag, i to realna tečajna stopa i rast nominalnih jediničnih troškova rada.

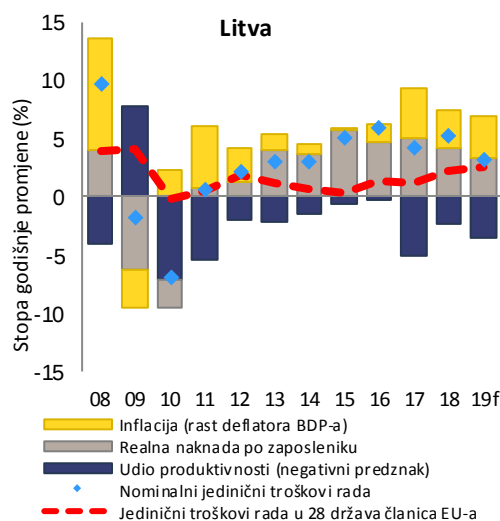
Stanje tekućeg računa uglavnom je uravnoteženo, dok se NIIP, koji uglavnom odražava državni dug i izravna strana ulaganja, nastavio poboljšavati i sada je u okviru zadanog praga. Jedinični troškovi rada i dalje rastu relativno brzo zbog velikog rasta plaća, koji odražava napeto tržište rada i određene regulatorne promjene, uključujući relativno brzo povećanje minimalnih plaća od 2016. Osim toga, realna efektivna tečajna stopa u 2018. prilično je aprecirala i prešla prag. Međutim, čini se da su rizici ublaženi jer je nominalni rast plaća sve umjereniji, dok je rast produktivnosti i dalje snažan. Povećanje udjela na izvoznom tržištu nastavilo se dobrom brzinom. Razine javnog i privatnog duga i dalje su relativno niske i stabilne uz pozitivan kreditni rast. Rast realnih cijena stambenih nekretnina izražen je, ali ostaje u okviru praga iz tablice rezultata. Nezaposlenost je i dalje niska.

Grafikon A14: *Raščlamba jediničnih troškova rada*



Izvor: službe Komisije

Grafikon A15: *Raščlamba jediničnih troškova rada*



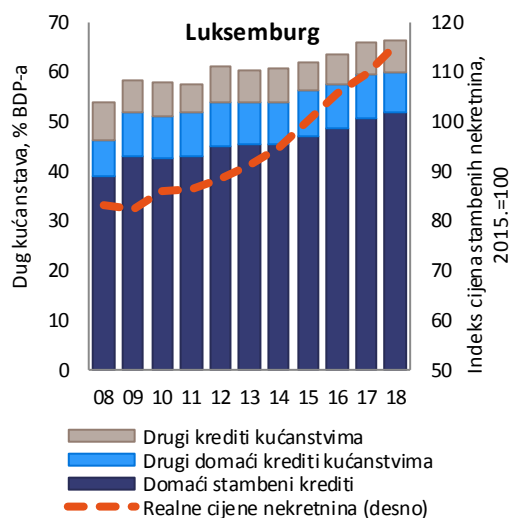
Izvor: službe Komisije

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s troškovnom konkurentnosti, premda se rizici u ovoj fazi čine ograničeni. Komisija u ovoj fazi neće provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.

Luksemburg: U prethodnom ciklusu PMN-a u Luksemburgu *nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže*. U ažuriranoj tablici rezultata dug privatnog sektora prelazi indikativni prag.

Vanjska pozicija obilježena je uglavnom stabilnim suficitima tekućeg računa i pozitivnim neto stanjem međunarodnih ulaganja. Kumulativno povećanje udjela na izvoznom tržištu smanjilo se, dok je rast jediničnih troškova rada bio relativno snažan. Realne cijene stambenih nekretnina već niz godina imaju relativno visoku stopu rasta, zbog čega je potrebno pomno praćenje. Rast cijena stambenih nekretnina podupire dinamično tržište rada u kombinaciji sa znatnim neto migracijskim tokovima i povoljnim uvjetima financiranja, a ponuda pritom ostaje relativno ograničena. Visoka korporativna zaduženost većinom je povezana s prekograničnim zajmovima unutar poduzeća. Dug kućanstava, koji uglavnom čini hipotekarni dug, dosegao je relativno visoke razine zbog povećanja cijena stambenih nekretnina. Rizike za financijsku stabilnost ublažava solidnost bankarskog sektora. Nadalje, tržište rada stabilno je zahvaljujući otvaranju brojnih radnih mjesta i stabilizaciji nezaposlenosti na relativno niskim razinama. Javni dug i dalje je vrlo nizak.

Grafikon A16: **Dug kućanstava i indeks cijena st. nekretnina**



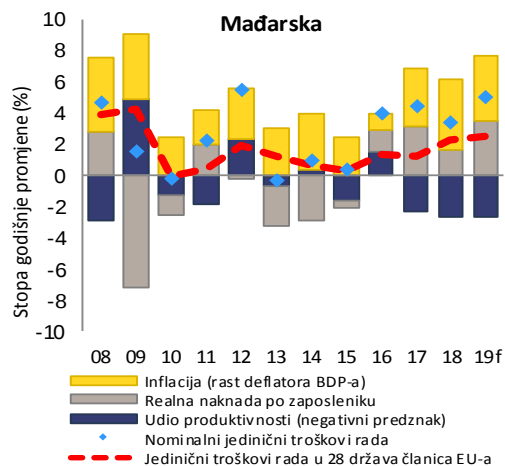
Izvor: Eurostat i ESB

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se uglavnom problemi povezani s povećanjem cijena stambenih nekretnina i duga kućanstava, premda se rizici u ovoj fazi čine ograničeni. Stoga Komisija u ovoj fazi neće provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.

Mađarska: U prethodnom ciklusu PMN-a u Mađarskoj *nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže*. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja nalazi se iznad indikativnog praga, i to neto stanje međunarodnih ulaganja (NIIP), rast jediničnih troškova rada, realnih cijena stambenih nekretnina i državni dug.

Negativni NIIP kontinuirano se poboljšava, ali se suficit tekućeg računa smanjuje zbog snažnog rasta uvoza. Rizici pritiska na domaću potražnju zahtijevaju pozornost. Rast jediničnih troškova rada vrlo je dinamičan, dok rast produktivnosti zaostaje za znatnim rastom plaća, koji je posljedica napetog tržišta rada i administrativnih mjera. Aprecijacija realnog efektivnog tečaja zasad je ublažena

Grafikon A17: **Raščlamba jediničnih troškova rada**



Izvor: službe Komisije

postupnom nominalnom deprecijacijom valute. Ipak, privremeni poremećaji u automobilske industriji i njezinu vrijednosnom lancu posljednjih su godina usporili rast udjela na izvoznom tržištu, a velika uloga tog sektora mogla bi dugoročno predstavljati rizik. Realne cijene stambenih nekretnina i dalje brzo rastu. Volumen novih kredita povećava se, no privatni dug kao postotak BDP-a i dalje se smanjuje zbog postupne amortizacije prethodno akumuliranih količina. Državni dug sporo se smanjuje zbog procikličke fiskalne politike posljednjih godina. Nezaposlenost se u 2018. dodatno smanjila zbog stalno suženog tržišta rada.

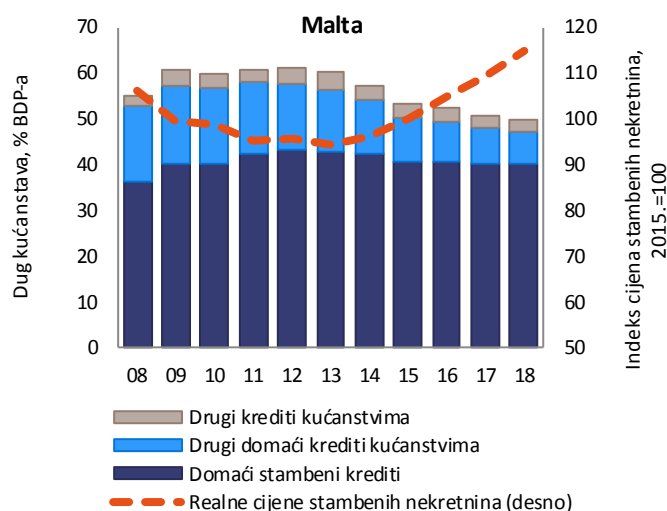
Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s jediničnim troškovima rada, tržištem stambenih nekretnina i mogućim rizicima koji proizlaze iz izloženosti automobilske industriji. Međutim, čini se da su kratkoročni rizici ograničeni. Stoga će Komisija i dalje pratiti situaciju, ali u ovoj fazi smatra da nije potrebno provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.

Malta: U prethodnom ciklusu PMN-a u Malti nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže. U ažuriranoj tablici rezultata pokazatelj suficita tekućeg računa prelazi indikativni prag.

U 2018. zabilježen je vrlo visok suficit tekućeg računa, otprilike kao i u 2017. Neto stanje međunarodnih ulaganja neznatno se smanjilo, ali je i dalje snažno pozitivno zbog prisutnosti međunarodno orijentiranih financijskih poduzeća i aktivnosti povezanih s internetskim igrima. Umjerene promjene plaća glavni su čimbenik kontinuiranog ograničenog rasta nominalnih jediničnih troškova rada. Zabilježena je blaga aprecijacija realne efektivne tečajne stope. Dug privatnog sektora u 2018. nastavio se smanjivati, uglavnom zahvaljujući snažnom rastu nominalnog BDP-a. Iako se kreditni tok prema nefinancijskom sektoru povećava, kreditiranje kućanstava do 2018. uglavnom je bilo stabilno. Udio državnog duga u BDP-u i dalje pada. Kontinuirano povećanje cijena stambenih nekretnina u 2018. blago se ubrzalo, a još nema pouzdanih naznaka njihove precijenjenosti. Obveze financijskog sektora u 2018. su se smanjile i u bankarskom sektoru nema vidljivih znakova slabosti zahvaljujući postojećim zaštitnim slojevima kapitala. Tržište rada i dalje dobro funkcionira, uz pad nezaposlenosti, uključujući dugotrajnu nezaposlenost, i sve veće stope aktivnosti.

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističe se vrlo visok saldo tekućeg računa i relativno dinamičan rast cijena stambenih nekretnina, dok se rizici u ovoj fazi čine ograničeni. Općenito, Komisija u ovoj fazi smatra da nije potrebno provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.

Grafikon A18: Dug kućanstava i indeks cijena stambenih nekretnina



Izvor: Eurostat i ESB

Nizozemska: Komisija je u veljači 2019. utvrdila *makroekonomske neravnoteže* u Nizozemskoj, posebno u pogledu visoke razine privatnog duga i velikog suficita tekućeg računa. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi indikativni prag, i to saldo tekućeg računa, dug privatnog sektora i rast realnih cijena stambenih nekretnina.

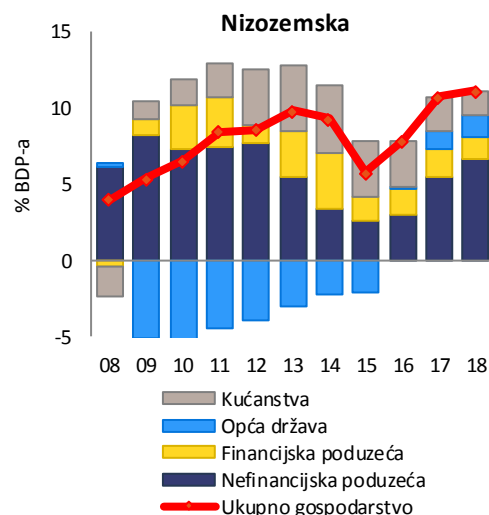
Suficit tekućeg računa vrlo je visok te je i dalje znatno iznad praga iz tablice rezultata. Svi gospodarski sektori (sektor kućanstva, državni i korporativni sektor) pridonose suficitu. Povećanje do kojeg je došlo posljednjih godina najvećim se dijelom može pripisati nefinancijskim poduzećima, čiji je višak štednje povezan s relativno visokom profitabilnošću poduzeća i relativno niskom stopom domaćih ulaganja. Rast jediničnih troškova rada ograničen je, dok se rast plaća ubrzao, ali je i dalje umjeren, a rast produktivnosti stagnira. Privatni dug kao udio u BDP-u i dalje se postupno smanjuje, ali je još znatno iznad praga iz tablice rezultata. Visoka razina korporativnog duga uglavnom je posljedica duga unutar grupe multinacionalnih kompanija. Osobito je visok dug kućanstava, što je uglavnom povezano s izrazito povoljnim poreznim tretmanom hipoteka na stambene nekretnine u vlasništvu stanara i suboptimalnim funkcioniranjem tržišta najma. Iako udio duga kućanstava u BDP-u bilježi pad, nominalni dug u 2018. nastavio se povećavati jer se snažan oporavak tržišta stambenih nekretnina dodatno ubrzao. Zbog toga se rast realnih cijena stambenih nekretnina u 2018. povećao i premašio prag iz tablice rezultata. Udio državnog duga relativno je nizak i pada. Uz snažan rast zaposlenosti smanjila se i nezaposlenost.

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s visokim dugom kućanstava, koji je povezan s tržištem stambenih nekretnina, i velikim viškom domaće štednje. Stoga Komisija smatra, među ostalim i zbog neravnoteža utvrđenih u veljači, da bi bilo dobro detaljnije ispitati postojanost neravnoteža ili njihovo postupno uklanjanje.

Austrija: U prethodnom ciklusu PMN-a u Austriji nisu utvrđene *makroekonomske neravnoteže*. U ažuriranoj tablici rezultata pokazatelj državnog duga prelazi indikativni prag.

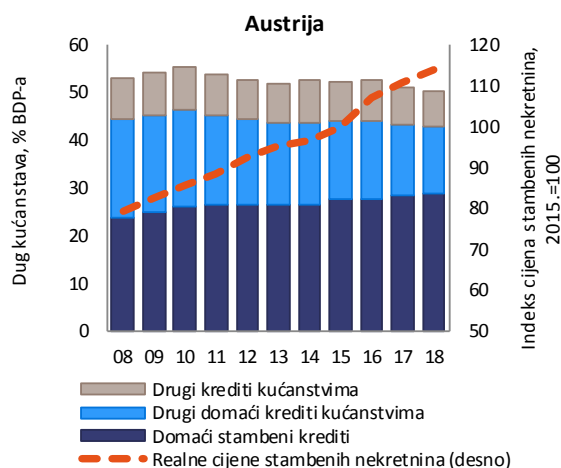
Suficit tekućeg računa u 2018. ostao je umjeren i uglavnom stabilan, a neto stanje međunarodnih ulaganja i dalje je bilo blago pozitivno. Došlo je do određenog povećanja udjela na izvoznom tržištu. Jedinični trošak rada povećao se jer su plaće porasle više od produktivnosti rada, ali je ostao uglavnom relativno ograničen. Realne cijene stambenih nekretnina nastavile su rasti, ali

Grafikon A19: *Neto pozajmljivanje/zaduživanje po sektoru*



Izvor: Eurostat

Grafikon A20: *Dug kućanstava i indeks cijena stambenih nekretnina*



Izvor: Eurostat i ESB

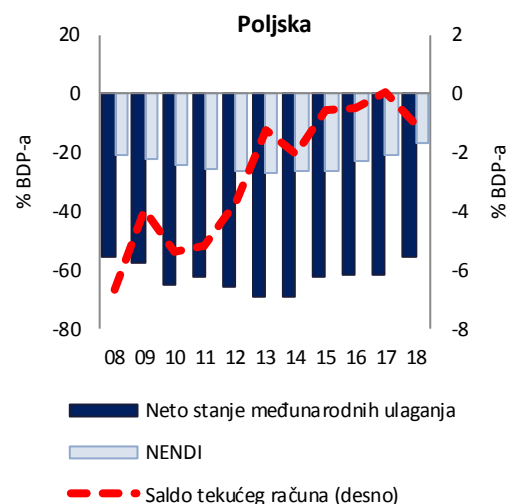
se rast dodatno usporio. Iako je taj trend potrebno pratiti, čini se da rast cijena nije potaknut kreditima. Istodobno se udio korporativnog duga i duga kućanstava i dalje smanjuje. I padajući trend državnog duga se nastavio zahvaljujući snažnom gospodarskom rastu i tekućoj likvidaciji imovine nacionaliziranih financijskih institucija. Stanje u bankarskom sektoru dodatno se poboljšalo, među ostalim i u vezi s oporavkom u susjednim zemljama. U tim povoljnim gospodarskim uvjetima i uz snažan rast zaposlenosti stopa nezaposlenosti znatno se smanjila.

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani sa sektorom stambenih nekretnina, premda se rizici čine ograničeni. Stoga Komisija u ovoj fazi smatra da nije potrebno provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.

Poljska: U prethodnom ciklusu PMN-a u Poljskoj nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže. U ažuriranoj tablici rezultata pokazatelj neto stanja međunarodnih ulaganja (NIIP) prelazi indikativni prag.

Saldo tekućeg računa bilježi promjenu iz malog suficita u 2017. u blagi deficit u 2018., dok se negativni NIIP znatno smanjio, iako je još iznad praga. Vanjske slabosti i dalje su ograničene s obzirom na to da najveći dio inozemnih obveza čine izravna strana ulaganja. U 2018. zabilježeno je dodatno povećanje udjela na izvoznom tržištu. Rast nominalnih jediničnih troškova rada bio je umjeren, uz snažan rast plaća kompenziran snažnim rastom produktivnosti. Rast cijena stambenih nekretnina povećao se u 2018. i gotovo je dosegao prag. Udio duga privatnog sektora u BDP-u u 2018. uglavnom je stabilan. Već ionako relativno nizak, udio duga opće države u BDP-u dodatno se smanjio zahvaljujući brzom rastu nominalnog BDP-a i malom ukupnom deficitu. Bankarski sektor relativno je dobro kapitaliziran, likvidan i profitabilan, ali znatna, iako sve manja, količina kredita denominiranih u stranoj valuti ostaje njegova slabost. Situacija na tržištu rada i dalje je povoljna, što je dovelo do dodatnog pada stope nezaposlenosti na vrlo nisku razinu.

Grafikon A21: NIIP i saldo tekućeg računa



Izvor: službe Komisije

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s neto stanjem međunarodnih ulaganja, premda su rizici ograničeni. Stoga Komisija u ovoj fazi smatra da nije potrebno provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.

Portugal: U veljači 2019. Komisija je utvrdila *makroekonomske neravnoteže* u Portugalu, posebno u pogledu visoke razine neto vanjskih obveza, privatnog i javnog duga te visokog udjela loših kredita u kontekstu niskog rasta produktivnosti. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi indikativni prag, i to neto stanje međunarodnih ulaganja (NIIP), državni dug, privatni dug i rast realnih cijena stambenih nekretnina.

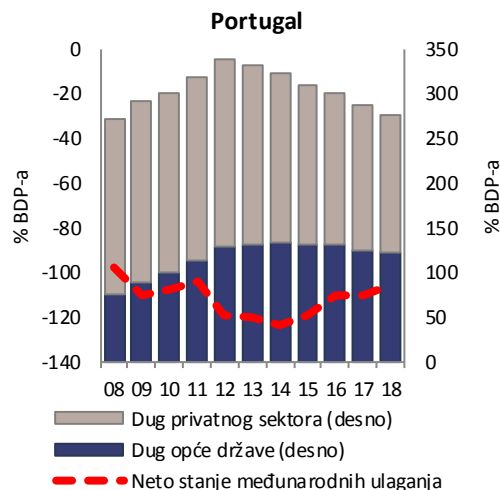
Vanjska pozicija nestabilna je jer je NIIP izrazito negativan, a brzina prilagodbe vrlo spora, dok se saldo tekućeg računa pogoršao. Cjenovna konkurentnost posljednjih godina neznatno se pogoršala zbog povećanja jediničnih troškova rada, dok izvoznici nastavljaju povećavati tržišne udjele, iako sporijim tempom. Produktivnost rada i dalje je niska, a predviđa se da će se u nadolazećim godinama tek neznatno poboljšati, što otežava hvatanje koraka gospodarstva s naprednijim gospodarstvima europodručja. Razduživanje privatnog sektora nastavlja se, iako su razine duga poduzeća i kućanstava relativno visoke. Predviđa se da će se još uvijek vrlo visok državni dug nastaviti postupno smanjivati. Bankarski sektor postaje otporniji iako razina loših kredita i dalje zabrinjava bez obzira na njihov znatan pad u 2017. i 2018. Snažan rast cijena stambenih nekretnina nastavlja se i sve je brži, osobito u tržišnim segmentima na koje utječu djelatnosti povezane s turizmom. Međutim, razina hipotekarnih kredita uglavnom je stabilna, a izgradnja postupno hvata korak s potražnjom. Tržište rada i dalje se poboljšava, a stopa nezaposlenosti sada je unutar praga.

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s neravnotežama varijabli stanja, posebno vanjski, javni i privatni dug, slabosti bankarskog sektora i nizak rast produktivnosti. Stoga Komisija smatra, među ostalim i zbog neravnoteža utvrđenih u veljači, da bi bilo dobro detaljnije ispitati postojanost neravnoteža ili njihovo postupno uklanjanje.

Rumunjska: U veljači 2019. Komisija je utvrdila *makroekonomske neravnoteže* u Rumunjskoj, posebno u pogledu rizika od gubitaka troškovne konkurentnosti, kontinuiranog pogoršanja vanjske pozicije i rizika za financijsku stabilnost. U ažuriranoj tablici rezultata dva pokazatelja prelaze prag, i to neto stanje međunarodnih ulaganja (NIIP) i rast nominalnih jediničnih troškova rada.

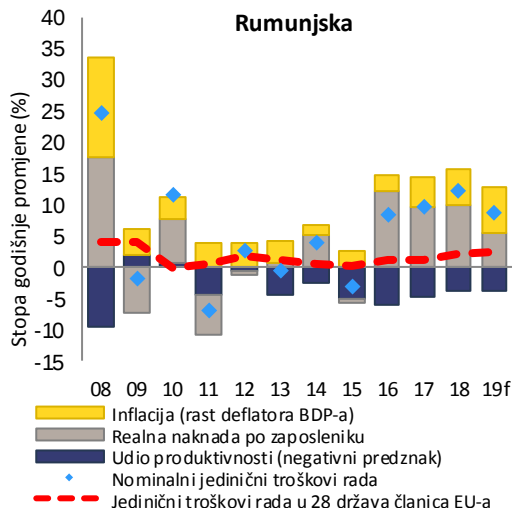
Veliki deficit tekućeg računa u 2018. nastavio se povećavati zbog velikog uvoza i sporijeg rasta izvoza. Negativni NIIP, koji se najvećim dijelom sastoji od izravnih stranih ulaganja, u 2018. se poboljšao zahvaljujući snažnom rastu nominalnog BDP-a. Izvoz je u 2018. nastavio bilježiti dobre rezultate i udjeli na izvoznom tržištu dodatno su se povećali. U 2018.

Grafikon A22: *NIIP, privatni dug i državni dug*



Izvor: Eurostat

Grafikon A23: *Raščlamba jediničnih troškova rada*



Izvor: službe Komisije

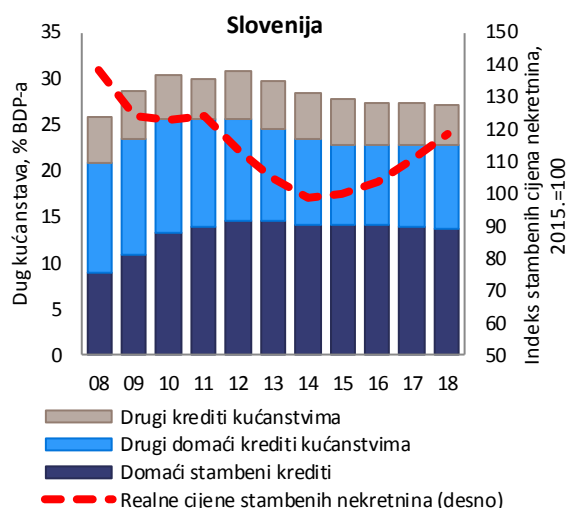
zabilježeno je naglo povećanje rasta jediničnih troškova rada zbog snažnog rasta plaća, osobito u javnom sektoru. Prethodna iskustva upućuju na to da će se rast plaća u javnom sektoru vjerojatno proširiti na privatni sektor, što bi moglo dovesti do smanjenja troškovne konkurentnosti. Privatni je dug nizak i nastavio se smanjivati, dok je kreditni rast privatnog sektora umjeren. Na poslovno okruženje utječu česte i nepredvidive zakonodavne izmjene koje su često donesene bez procjene učinka ili savjetovanja s dionicima. Državni dug kao postotak BDP-a relativno je nizak, ali se više ne smanjuje. Kada je riječ o tržištu stambenih nekretnina, rast realnih cijena stambenih nekretnina u 2018. nastavio se usporavati te je i dalje umjeren. Banke su dobro kapitalizirane i likvidne. Čini se da su se rizici za financijsku stabilnost koji proizlaze iz prošlog zakonodavstva smanjili, iako su nestabilnost politika i zakonodavna nestabilnost i dalje zabrinjavajuće. Sve manja stopa nezaposlenosti u 2018. posljedica je kontinuirane napetosti tržišta rada, dok se stopa aktivnosti, koja je na vrlo niskim razinama, nastavila poboljšavati.

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani sa snažnim povećanjem jediničnih troškova rada i pogoršanjem vanjske pozicije. Stoga Komisija smatra, među ostalim i zbog neravnoteža utvrđenih u veljači, da bi bilo dobro detaljnije ispitati postojanost neravnoteža ili njihovo postupno uklanjanje.

Slovenija: U prethodnom ciklusu PMN-a u Sloveniji *nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže*. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi indikativni prag, i to dug javnog sektora i rast cijena stambenih nekretnina.

Tekući račun i dalje bilježi veliki suficit koji pridonosi daljnjem smanjenju negativnog neto stanja međunarodnih ulaganja. Povećanja plaća relativno su niska, a produktivnost rada poboljšala se, što je uzrokovalo ograničeni rast jediničnih troškova rada, dok se povećanje udjela na izvoznom tržištu nastavilo. Dug privatnog sektora relativno je nizak i pada. U 2017. je kreditni rast privatnog sektora postao pozitivan iako je i dalje ograničen. Ulaganja su ispod prosjeka EU-a, posebno kada je riječ o stanogradnji. Rast cijena stambenih nekretnina i dalje je visok zbog manjka ponude, što zahtijeva pozornost. Iako je visok, udio državnog duga u BDP-u pokazuje jasan silazni trend. Međutim, predviđeni troškovi starenja vrše pritisak na srednjoročnu i dugoročnu fiskalnu održivost. Bankarski je sektor stabilan, a udio loših kredita i dalje pada. Kad je riječ o tržištu rada, stopa nezaposlenosti i dalje se smanjuje, a stopa aktivnosti nikad nije bila toliko visoka.

Grafikon A24: *Dug kućanstava i indeks cijena stambenih nekretnina*



Izvor: Eurostat i ESB

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani uglavnom s fiskalnom održivosti i rastom cijena stambenih nekretnina, premda se rizici u ovoj fazi čine ograničeni. Stoga Komisija u ovoj fazi smatra da nije potrebno provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.

Slovačka: U prethodnom ciklusu PMN-a u Slovačkoj *nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže*. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi indikativni prag, i to neto stanje međunarodnih ulaganja (NIIP) i rast nominalnih jediničnih troškova rada.

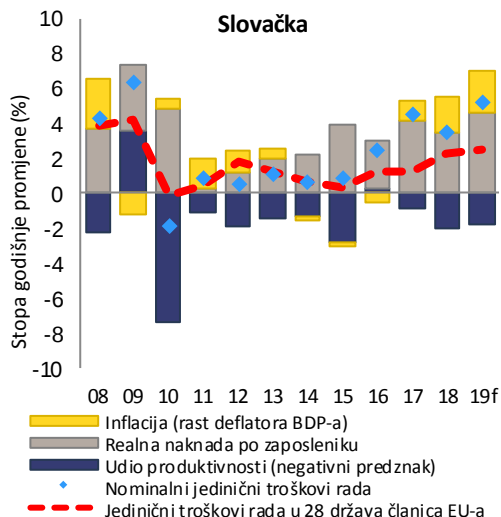
Deficit tekućeg računa u 2018. neznatno se povećao, ali je i dalje umjeren. NIIP je izrazito negativan, ali stabilan, dok su rizici ograničeni zahvaljujući velikom priljevu izravnih stranih ulaganja u rastućoj automobilskej industriji i financijskom sektoru. Privremeni poremećaji u automobilskej industriji i velika uloga tog sektora dugoročno ipak mogu predstavljati rizik. Zabilježena su određena povećana udjela na izvoznom tržištu i nakon dugotrajnog razdoblja ograničenja došlo je do neznatne aprecijacije realne efektivne tečajne stope. Rast nominalnih jediničnih troškova rada znatno se ubrzao potaknut velikim rastom plaća u kontekstu vrlo napetog tržišta rada i znatnog manjka radne snage te je sada izvan praga. Cijene stambenih nekretnina u 2018. osjetno su porasle, iako precijenjenost još nije očita. Rastuće tržište stambenih nekretnina pridonijelo je kontinuiranom povećanju relativno niskog duga kućanstava. Bankarski sektor, koji je uglavnom u stranom vlasništvu, dobro je kapitaliziran. Daljnja smanjenja ukupne i dugotrajne nezaposlenosti popraćena su povećanjima stope sudjelovanja na tržištu rada.

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se mogući problemi povezani s vanjskom održivosti, domaćim pritiscima na plaće i mogućim rizicima izloženosti automobilskej industriji. Međutim, čini se da su kratkoročni rizici ograničeni. Stoga Komisija u ovoj fazi neće provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.

Finska: U prethodnom ciklusu PMN-a u Finskoj *nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže*. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi indikativni prag, i to dug privatnog sektora i promjena u ukupnim obvezama financijskog sektora.

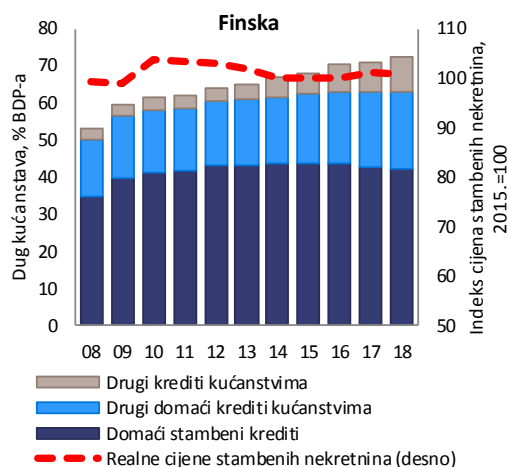
Deficit tekućeg računa u 2018. povećao se jer je trgovinska bilanca prešla u negativne vrijednosti, dok je neto stanje međunarodnih ulaganja uravnoteženo. Udjeli na izvoznom tržištu rastu već treću godinu zaredom, čime se smanjuju kumulativni gubici. Jedinični troškovi rada u 2018. bilježili su pozitivan rast i došlo je do neznatne aprecijacije realne efektivne tečajne stope, ali promjene su uglavnom ograničene. Državni dug dodatno se smanjio zahvaljujući rastu BDP-a koji je premašio rast duga i sada je unutar praga. Privatni dug i dalje je visok, ali se polagano smanjuje. Povoljni kreditni uvjeti i niske

Grafikon A25: *Rasčlamba jediničnih troškova rada*



Izvor: službe Komisije

Grafikon A26: *Dug kućanstava i indeks cijena stambenih nekretnina*



Izvor: Eurostat i ESB

kamatne stope i dalje omogućuju rast privatnih kredita iako se kreditni rast u 2018. smanjio. Udio duga kućanstava u BDP-u relativno je visok i nastavlja blago rasti. U 2018. realne cijene stambenih nekretnina bile su stabilne. Zahvaljujući usporenom rastu hipotekarnih kredita i padu broja novih građevinskih dozvola smanjuju se rizici za održivost duga sektora kućanstava. Financijski sektor dobro je kapitaliziran, što ograničava rizike za financijsku stabilnost. Veliko povećanje ukupne imovine i obveza bankarskog sektora krajem 2018. posljedica je preseljenja sjedišta jedne banke iz Švedske u Finsku. Iako su se u 2018. zaposlenost i nezaposlenost znatno poboljšale, daljnje poboljšanje vjerojatno će biti sporije. Stope dugotrajne nezaposlenosti i nezaposlenosti mladih u 2018. su se smanjile.

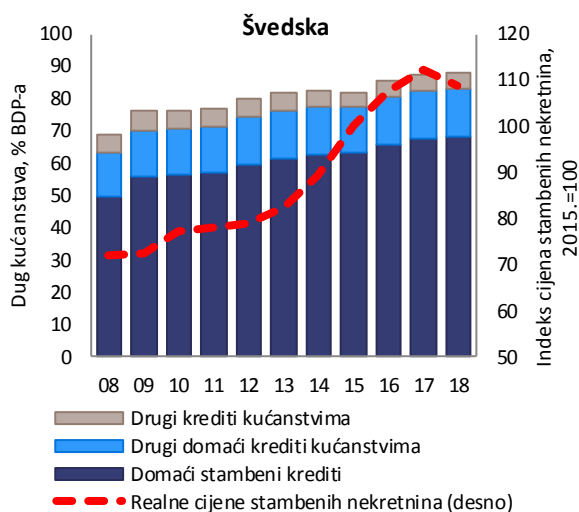
Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se stalni izazovi povezani s dugom privatnog sektora, premda su rizici i dalje ograničeni. Općenito, Komisija u ovoj fazi smatra da nije potrebno provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.

Švedska: U veljači 2019. Komisija je utvrdila *makroekonomske neravnoteže* u Švedskoj, posebno u pogledu precijenjenih stambenih nekretnina u kombinaciji s kontinuiranim rastom duga kućanstava. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi prag, i to dug privatnog sektora i udjeli na izvoznom tržištu.

U 2018. se bilježi nastavak trenda smanjenja suficita tekućeg računa, dok se NIIP povećao i postao pozitivan. Gubici udjela na izvoznom tržištu u 2018. povećali su se i taj je pokazatelj sada iznad praga. Rast nominalnih jediničnih troškova rada ubrzao se i zabilježena je deprecijacija realne efektivne tečajne stope uzrokovana deprecijacijom krune. Dug privatnog sektora visok je, a dug kućanstava povezan s hipotekama njegov je glavni pokretač. U 2018. dug kućanstava dodatno se blago povećao. Cijene stambenih nekretnina krajem 2017. su pale, dok su u 2018. ostale stabilne, što podrazumijeva negativni rast na godišnjoj osnovi u 2018., te su ukupno gledano vrlo visoke s naznakama precijenjenosti. Cijene stambenih nekretnina i zaduženost kućanstava sa sobom nose rizike za makro stabilnost te je njihov rast potaknut povoljnim poreznim tretmanom kupnje vlastite stambene nekretnine, vrlo niskim kamatnim stopama na hipotekarne kredite, posebnim aspektima tržišta hipotekarnih kredita i ograničenjima na strani ponude, što upućuje na rizike za makroekonomsku stabilnost. Čini se da su rizici u bankarskom sustavu ograničeni s obzirom na to da su kvaliteta imovine i profitabilnost i dalje visoki, a financijsko stanje kućanstava općenito dobro, dok su mjere makrobonitetne politike postrožene. Uvjeti na tržištu rada u 2018. dodatno su se poboljšali i nezaposlenost je pala, no najnovija kretanja upućuju na njegovo slabljenje.

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s velikim privatnim dugom i sektorom stambenih nekretnina. Stoga Komisija smatra, među ostalim i zbog neravnoteža utvrđenih u veljači, da bi bilo dobro detaljnije ispitati postojanost neravnoteža ili njihovo postupno uklanjanje.

Grafikon A27: *Dug kućanstava i indeks cijena stambenih nekretnina*

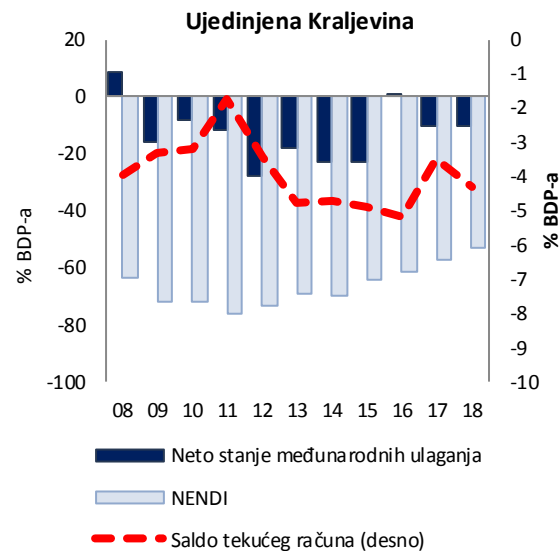


Izvor: Eurostat i ESB

Ujedinjena Kraljevina: U prethodnom ciklusu PMN-a u Ujedinjenoj Kraljevini *nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže*. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi indikativni prag, i to deficit tekućeg računa, realna efektivna tečajna stopa, dug privatnog sektora i državni dug.

Već velik deficit tekućeg računa u 2018. dodatno se povećao, što je razlog znatnih potreba za vanjskim financiranjem. Velik deficit u trgovini robom i manji deficiti u transferima i dohotku od ulaganja samo djelomično su neutralizirani suficitom u trgovini uslugama. Bez obzira na trajne vanjske deficite, neto stanje međunarodnih ulaganja gotovo je uravnoteženo, čemu je pridonijela i deprecijacija funte u 2016. Međutim, neto trgovinski odgovor na deprecijaciju realne efektivne tečajne stope i s time povezana veća cjenovna konkurentnost zasad su razočaravajući, a nedavno su zabilježeni i gubitci udjela na izvoznom tržištu. Udio duga privatnog sektora u BDP-u stabilizirao se na visokoj razini nakon razdoblja umjerenog razduživanja poslije krize. Posebno je i dalje visok dug kućanstava te i dalje zahtijeva pomno praćenje. Realne cijene stambenih nekretnina stagniraju iako na visokoj razini. Državni dug je visok i uglavnom stabilan. Snažan rast zaposlenosti i dalje je bio praćen niskom nezaposlenošću, ali su ulaganja i produktivnost rada slabi.

Grafikon A28: NIIP i saldo tekućeg računa



Izvor: službe Komisije

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se određeni problemi povezani s vanjskom stranom gospodarstva i privatnim dugom. Čini se da ti problemi kratkoročno predstavljaju ograničene rizike za stabilnost. Općenito, Komisija u ovoj fazi smatra da nije potrebno provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.

Tablica 1.1: Tablica PMN-a 2018.

Godina 2018.	Vanjske neravnoteže i konkurentnost					Unutarnje neravnoteže						Pokazatelji nezaposlenosti ¹		
	Saldo tekućeg računa - % BDP-a (3-god. prosjek)	Neto stanje međunarodnih ulaganja (% BDP-a)	Realna efektivna tečajna stopa - 42 trgovinska partnera, HICP deflator (3-god. promjena u %)	Udio na izvoznom tržištu - % svjetskog izvoza (5-god. promjena u %)	Indeks nominalnih jediničnih troškova rada (2010.=100) (3-god. promjena u %)	Indeks cijena stambenih nekretnina (2015.=100), deflaciran (1-god. promjena u %)	Kreditni tok privatnog sektora, konsolidiran (% BDP-a)	Dug privatnog sektora, konsolidiran (% BDP-a)	Bruto dug opće države (% BDP-a)	Stopa nezaposlenosti (3-god. prosjek)	Ukupne obveze financijskog sektora, nekonsolid. (1-god. promjena u %)	Stopa aktivnosti - % ukupnog stanovništva u dobi 15-64 (3-god. promjena u postotnim bodovima)	Stopa dugotrajne nezaposlenosti - % aktivnog stanovništva u dobi 15-74 (3-god. promjena u postotnim bodovima)	Stopa nezaposlenosti mladih - % aktivnog stanovništva u dobi 15-24 (3-god. promjena u postotnim bodovima)
Pragovi	-4/6%	-35 B5 B4%	±5 % (EP) ±11 % (izvan EP-a)	-6 D5%	9 % (EP) 12 % (izvan EP-a)	6 %	14 %	133 %	60 %	10 %	16,5 %	-0,2 boda	0,5 bodova	2 boda
BE	0.3	41.3	6.9	-1.5	3.7	1.0	0.8	178.5	100.0	7.0b	-2.9	1.0	-1.5	-6.3
BG	4.0	-35.2	3.9	13.4	18.3p	4.5	3.9	95.0	22.3	6.3	6.8	2.2	-2.6	-8.9
CZ	1.2	-23.5	11.0	11.9	13.5	6.1p	5.3	70.7	32.6	3.0	7.4	2.6	-1.7	-5.9
DK	7.5	48.5	2.6	-1.5	4.0	3.5	2.4	199.4	34.2	5.6	-4.7	0.9	-0.6	-1.6
DE	8.0	62.0	5.3	3.1	5.6	5.1	6.6	102.4	61.9	3.8	2.0	1.0	-0.6	-1.0
EE	2.1	-27.7	7.7	0.8	14.3	2.1	3.7	101.5	8.4	6.0	6.9	2.4	-1.1	-1.2
IE	2.3	-165.0	2.3	77.4	-2.8	8.3	-7.8	223.2	63.6	7.0	5.1	0.8	-3.2	-6.4
EL	-2.2	-143.3	3.6	6.9	1.4p	1.3e	-1.1p	115.3p	181.2	21.5	-5.0	0.4	-4.6	-9.9
ES	2.6	-80.4	4.1	4.6	0.7p	5.3	0.4p	133.5p	97.6	17.4	-2.2	-0.6	-5.0	-14.0
FR	-0.6	-16.4	4.5	-0.2	2.4p	1.5	7.9p	148.9p	98.4	9.5	1.6	0.6	-0.8	-4.0
HR	2.4	-57.9	4.2	22.9	-2.4d	4.6	2.3p	94.0p	74.8	10.9	4.6	-0.6	-6.8	-18.9
IT	2.6	-4.7	3.3	0.3	2.7	-1.6	1.6	107.0	134.8	11.2	-0.1	1.6	-0.7	-8.1
CY	-4.6	-120.8	1.8	16.6	-0.4p	0.2	8.4p	282.6p	100.6	10.8	0.3	1.1	-4.1	-12.6
LV	0.6	-49.0	4.9	8.6	14.7	6.6	-0.2	70.3	36.4	8.6	-3.0	2.0	-1.4	-4.1
LT	-0.1	-31.0	6.4	3.5	16.5	4.6	4.3	56.4	34.1	7.1	8.2	3.2	-1.9	-5.2
LU	4.9	59.8	3.3	10.7	7.9	4.9	-0.5	306.5	21.0	5.8	-2.0	0.2b	-0.5	-2.5
HU	2.1	-52.0	2.0	8.4	12.4	10.9	4.3	69.3	70.2	4.3	-9.2	3.3	-1.7	-7.1
MT	8.9	62.7	4.9	24.0	3.2	5.1p	7.5	129.8	45.8	4.1	2.3	5.9	-1.3	-2.5
NL	9.9	70.7	3.2	1.7	3.0p	7.4	4.5p	241.6p	52.4	4.9	-3.3p	0.7	-1.6	-4.1
AT	2.2	3.7	4.8	3.9	4.7	2.5	3.9	121.0	74.0	5.5	1.7	1.3	-0.3	-1.2
PL	-0.5	-55.8	0.1	25.8	8.1p	4.9	3.4	76.1	48.9	5.0	3.0	2.0	-2.0	-9.1
PT	0.9	-105.6	3.1	9.4	5.3p	8.9	-0.1p	154.3p	122.2	9.1	0.7	1.7	-4.1	-11.7
RO	-3.3	-44.1	-0.7	23.7	33.6p	1.8	1.9p	47.8p	35.0	5.0	3.3	1.7	-1.2	-5.5
SI	5.5	-18.9	2.0	20.4	6.1	7.4	1.3	72.8	70.4	6.6	4.1	3.2	-2.5	-7.5
SK	-2.4	-68.1	2.5	3.2	10.9	5.0	2.0	90.9	49.4	8.1	8.9e	1.5	-3.6	-11.6
FI	-1.4	-2.0	3.0	-3.0	-2.6	-0.2	1.6	142.1	59.0	8.3	19.9	2.1	-0.7	-5.4
SE	2.8	10.3	-4.0	-6.3	7.4	-3.0	9.0	200.0	38.8	6.6	-2.9	1.2	-0.3	-3.6
UK	-4.3	-10.5	-13.0	-3.8	7.8	0.7	5.3	169.1	85.9	4.4	-0.6	1.0	-0.5	-3.3

Istaknuti su iznosi koji su jednaki pragu ili ga prelaze. Oznake: b: vremenski prekid, d: definicija se razlikuje, e: procjena, p: privremeno.

1. Za pokazatelje zaposlenosti vidjeti stranicu 2. Izvješća o mehanizmu upozoravanja 2016. 2. Indeks cijena nekretnina = izvor NCB za EL. 3. Za nominalne jedinične troškove rada u HR, d: u podacima o zaposlenosti upotrebljava se nacionalni umjesto domaćeg koncepta. 4. Stopa nezaposlenosti za BE: revizija metodologije istraživanja. 5. U Ukupnim obvezama financijskog sektora za SK izvedenice su procijenjene.

Izvori: Europska komisija, Eurostat i Glavna uprava za ekonomska i financijska pitanja (za realni efektivni tečaj) i Međunarodni monetarni fond, Svjetski gospodarski izgledi (za svjetski izvoz roba i usluga)

Tablica 2.1: Pomoćni pokazatelji, 2018.

Godina 2018.	Realni BDP (1-godišnja promjena u %)	Bruto investicije u fiksni kapital (% BDP-a)	Bruto domaći izdaci za istraživanje i razvoj (% BDP-a)	Tekući plus kapitalni račun (neto pozajmlj. - zaduž.) (% BDP-a)	NIIP ne uključujući instrumente bez rizika neispunjavanja obveza (% BDP-a)	Izravna strana ulaganja u državi koja podnosi izvješće - tokovi (% BDP-a)	Izravna strana ulaganja u državi koja podnosi izvješće - stanje (% BDP-a)	Neto trgovinska bilanca energetskih proizvoda (% BDP-a)	Realna efektivna tečajna stopa - trgovinski partneri europskog područja (3-god. promjena u %)	Izvozni rezultati vs. razvijena gospodarstva (5-god. promjena u %)	Uvjeti razmjene (5-god. promjena u %)	Količina udjela na izvoznom tržištu (1-god. promjena u %)	Produktivnost rada (1-god. promjena u %)	Bruto loši krediti domaćih i stranih subjekata (% bruto kredita)	Rezultat jediničnih troškova rada u odnosu na europsko područje (10-god. promjena u %)	Indeks cijena stambenih nekretnosti (2015.=100) - nominalne (3-god. promjena u %)	Stanogradnja (% BDP-a)	Dug kućanstava, konsolidiran (uklj. NPISH, % BDP-a)	Zaduženost banaka, konsolidirano, domaći i strani subjekti (ukupna imovina/ukupni kapital)
BE	1.5	23.8	na	-1.0	36.6	-11.8	170.1	-3.5	2.8	-3.4	0.3	-2.2	0.1	2.3p	0.7	9.4p	5.8	60.9	13.1p
BG	3.1	18.8	0.8p	6.4	35.4	1.9	82.3	-3.4	-1.1	11.1	7.5	-1.7	3.2p	7.7p	43.3	24.0	2.7	23.4	7.5p
CZ	3.0	25.5	1.9p	0.6	28.3	3.5	77.5	-2.9	7.6	9.7	1.9	1.0	1.6	2.1p	5.0	30.0p	4.0	32.3	12.5p
DK	1.5	22.4	3.1p	7.1	11.0	0.3	55.5	-0.2	-1.8	-3.5	1.6	-3.0	-0.3	2.3p	-2.2	14.8	4.8	126.4	16.4p
DE	1.5	21.2	3.1e	7.4	44.7	2.7	44.7	-2.0	0.4	1.1	3.5	-1.3	0.2	1.4p	11.4	21.7	6.3	53.6	13.9p
EE	4.8	23.9	1.4p	3.4	25.7	3.8	92.7	-1.0	4.1	-1.3	4.3	0.9	3.5	1.3p	16.2	17.1	4.6	38.9	6.9p
IE	8.2	23.4	1.2	-5.8	-251.7	16.8	466.2	-1.4	-3.0	73.8	-0.5	7.0	4.8	5.5p	-42.0	31.4	2.4	41.7	6.7p
EL	1.9p	11.1p	1.2p	-2.6	-130.6	1.8	18.5	-2.4p	-1.5	4.7	3.6p	5.3p	0.2p	41.6p	-15.1	-1.9e	0.7p	56.5	11.5p
ES	2.4p	19.4p	na	2.4	-53.6	3.4	65.4	-2.1p	-0.2	2.5	-2.3p	-1.2p	0.1p	3.7p	-14.5	18.6	5.3p	59.0	13.6p
FR	1.7p	22.9p	na	-0.6	-33.0	2.2	45.8	-1.9p	-0.1	-2.2	2.8p	0.1p	0.7p	2.7p	-0.3	7.2	6.4p	60.0	15.3p
HR	2.6p	20.1p	na	3.3	-13.7	1.9	48.1	-3.2p	1.2	20.5	1.8p	4.0p	0.8d	7.3p	-15.5	11.1	na	34.2	7.5p
IT	0.8	17.7	na	2.6	-6.2	1.9	27.3	-2.3	-1.3	-1.7	6.0	-1.6	-0.1	8.4p	-1.2	-1.4	4.2	41.0	13.1p
CY	4.1p	19.1p	na	-3.8	-175.0	22.2	1890.1	-4.2p	-3.2	14.2	1.4p	1.2p	0.0p	20.2p	-9.7	4.4	5.8p	97.0	14.1p
LV	4.6	22.5	0.6p	1.1	-2.4	1.3	55.5	-3.4	1.3	6.5	5.0	0.6	3.0	5.3p	-4.4	29.3	2.2	20.8	7.8p
LT	3.6	20.5	0.9p	1.8	-2.7	2.7	43.4	-4.0	3.0	1.4	4.5	2.9	2.2	2.6p	7.9	23.2	2.7	22.9	10.4p
LU	3.1	16.8	na	6.1	-3523.8	-722.2	7466.2	-3.3	0.4	8.5	-0.2	-2.9	-0.6	0.8p	13.4	19.9	3.8	66.3	14.6p
HU	5.1	25.2	1.5	2.1	-4.2	-43.8	163.1	-3.8	-1.0	6.3	0.3	0.9	2.7	5.3p	9.1	45.5	3.0	18.0	9.4p
MT	6.8	19.0	0.6	12.3	248.0	32.2	1568.6	-8.5	0.3	21.5	2.0	-0.8	1.3	3.1p	4.5	17.5p	5.2	49.4	12.1p
NL	2.6p	20.3p	na	10.8	-14.0	-27.3	581.8	-1.5p	-0.8	-0.4	1.1p	0.3p	0.1p	1.9p	-1.8	23.6	4.8p	102.4p	16.1p
AT	2.4	23.9	3.2p	2.3	-5.0	0.9	67.4	-2.5	1.7	1.8	1.5	2.5	0.7	2.6p	4.7	19.6	4.5	49.6	11.4p
PL	5.1	18.2	1.2p	1.1	-16.9	2.8	47.8	-2.8	-3.0	23.2	3.8	3.6	4.8p	6.2p	-0.1	12.7	2.0	35.1	9.3p
PT	2.4p	17.6p	1.4p	1.4	-57.1	2.7	79.0	-2.5p	-0.3	7.2	4.8p	0.4p	0.1p	9.4p	-6.6	29.0	3.0p	66.9	11.0p
RO	4.0p	21.2p	na	-3.4	-3.9	3.1	44.0	-1.6p	-4.1	21.2	5.3p	2.0p	3.7p	5.3p	25.9	18.6	3.5p	16.0	9.3p
SI	4.1	19.2	2.0p	5.2	-1.9	2.8	39.1	-2.9	-0.4	18.0	2.6	3.2	0.9	6.0p	-0.3	22.5	2.1	27.0	8.2p
SK	4.0	21.2	0.8	-1.3	-16.5	2.4	69.2	-4.1	-0.4	1.1	-1.7	2.0	2.0	3.2p	3.9	21.3	3.4	42.1	9.5p
FI	1.7	23.7	2.8	-1.3	3.9	-1.9	48.9	-2.0	-1.4	-5.0	3.4	-1.2	-0.9	1.5p	1.9	2.9	7.3	65.4	16.1p
SE	2.3	25.9	3.3	1.7	-11.4	1.6	81.1	-1.3	-7.6	-8.2	-1.1	-0.3	0.4	1.0p	6.2	14.4	5.4	87.9	18.8p
UK	1.4	17.0	na	-4.5	4.9	1.3	83.9	-0.7	-16.2	-5.7	3.3	-4.3	0.2	1.2p	7.8	15.4	3.8	87.2	15.3p

Oznake: d=definicija se razlikuje, e=procjena, p=pripremljeno.

1. Službeni rok za dostavu podataka o bruto domaćim izdacima za istraživanje i razvoj za 2018. je 31. listopada 2019., a u obzir su uzeti podaci od 25. listopada 2019. 2. Indeks cijena stambenih nekretnosti = procjena NCB za EL. 3. Produktivnost rada za HR d: u podacima o zaposlenosti upotrebljava se nacionalni umjesto domaćeg koncepta.

Izvori: Europska komisija, Eurostat i Glavna uprava za ekonomska i financijska pitanja (za realni efektivni tečaj), Europska središnja banka (za bruto loše kredite domaćih i stranih subjekata i konsolidiranu zaduženost banaka, domaći i strani subjekti), Međunarodni monetarni fond i Svjetski gospodarski izgledi (za svjetski izvoz roba i usluga)

Tablica 2.1 (nastavak): Pomoćni pokazatelji, 2018.

Godina 2018.	Stopa zaposlenosti (1-god. promjena u %)	Stopa aktivnosti - % ukupnog stanovništva u dobi 15-64 (%)	Stopa dugotrajne nezaposlenosti - % ukupnog stanovništva u dobi 15-74 (%)	Stopa nezaposlenost i mladih - % aktivnog stanovništva u dobi 15-24 (%)	Mladi koji nisu u sustavu obrazovanja, ne rade i ne pohađaju programe osposobljavanja - % ukup. stan. u dobi 15-24		Osobe izložene riziku siromaštva ili socijalne isključenosti - % ukupnog stanovništva		Osobe izložene riziku siromaštva nakon socijalnih transfera- % ukupnog stanovništva		Osobe u teškoj materijalnoj oskudici - % ukupnog stanovništva		Osobe koje žive u kućan. s jako niskim intenzitetom rada - % ukup.stan. u dobi 0-59	
					%	3-god. promjena u p. bodovima	%	3-god. promjena u p. bodovima	%	3-god. promjena u p. bodovima	%	3-god. promjena u p. bodovima	%	3-god. promjena u p. bodovima
BE	1.4	68.6	2.9	15.8	9.2	-3.0	19.8	-1.3	16.4	1.5	4.9	-0.9	12.1	-2.8
BG	-0.1p	71.5	3.0	12.7	15.0	-4.3	32.8	-8.5	22.0	0.0	20.9	-13.3	9.0	-2.6
CZ	1.3	76.6	0.7	6.7	5.6	-1.9	12.2	-1.8	9.6	-0.1	2.8	-2.8	4.5	-2.3
DK	1.8	79.4	1.1	10.5	6.8	0.6	17.4	-0.3	12.7	0.5	3.4	-0.3	11.1	-0.5
DE	1.4	78.6	1.4	6.2	5.9	-0.3	18.7	-1.3	16.0	-0.7	3.1	-1.3	8.1	-1.7
EE	1.2	79.1	1.3	11.9	9.8	-1.0	24.4	0.2	21.9	0.3	3.8	-0.7	5.2	-1.4
IE	3.2	72.9	2.1	13.8	10.1	-4.2	na	na	na	na	na	na	na	na
EL	1.7p	68.2	13.6	39.9	14.1	-3.1	31.8	-3.9	18.5	-2.9	16.7	-5.5	14.6	-2.2
ES	2.2p	73.7	6.4	34.3	12.4	-3.2	26.1	-2.5	21.5	-0.6	5.4	-1.0	10.7	-4.7
FR	1.0p	71.9	3.8	20.7	11.1	-0.9	17.4	-0.3	13.4	-0.2	4.7	0.2	8.0	-0.6
HR	1.8d	66.3	3.4	23.4	13.6	-4.5	24.8	-4.3	19.3	-0.7	8.6	-5.1	11.2	-3.2
IT	0.9	65.6	6.2	32.2	19.2	-2.2	27.3	-1.4	20.3	0.4	8.5	-3.0	11.3	-0.4
CY	4.1p	75.0	2.7	20.2	13.2	-2.1	23.9	-5.0	15.4	-0.8	10.2	-5.2	8.6	-2.3
LV	1.6	77.7	3.1	12.2	7.8	-2.7	28.4	-2.5	23.3	0.8	9.5	-6.9	7.6	-0.2
LT	1.4	77.3	2.0	11.1	8.0	-1.2	28.3	-1.0	22.9	0.7	11.1	-2.8	9.0	-0.2
LU	3.7	71.1	1.4	14.1	5.3	-0.9b	21.9	3.4	18.3	3.0	1.3	-0.7	8.3	2.6
HU	2.4	71.9	1.4	10.2	10.7	-0.9b	19.6	-8.6	12.8	-2.1	10.1	-9.3	5.7	-3.7
MT	5.4	74.7	1.1	9.1	7.3	-3.2	19.0	-4.0	16.8	0.2	3.0	-5.5	5.5	-3.7
NL	2.5p	80.3	1.4	7.2	4.2	-0.5	16.7	0.3	13.3	1.7	2.4	-0.2	8.6	-1.6
AT	1.7	76.8	1.4	9.4	6.8	-0.7	17.5	-0.8	14.3	0.4	2.8	-0.8	7.3	-0.9
PL	0.3p	70.1	1.0	11.7	8.7b	-2.3b	18.9	-4.5	14.8	-2.8	4.7	-3.4	5.6	-1.3
PT	2.3p	75.1	3.1	20.3	8.4	-2.9	21.6	-5.0	17.3	-2.2	6.0	-3.6	7.2	-3.7
RO	0.2p	67.8	1.8	16.2	14.5	-3.6	32.5	-4.9	23.5	-1.9	16.8	-5.9	7.4	-0.5
SI	3.2	75.0	2.2	8.8	6.6	-2.9	16.2	-3.0	13.3	-1.0	3.7	-2.1	5.4	-2.0
SK	2.0	72.4	4.0	14.9	10.2	-3.5	na	na	na	na	na	na	na	na
FI	2.6	77.9	1.6	17.0	8.5	-2.1	16.5	-0.3	12.0	-0.4	2.8	0.6	10.8	0.0
SE	1.9	82.9	1.2	16.8	6.1	-0.6	18.0	-0.6	16.4	0.1	1.6	0.5	9.1	0.4
UK	1.2	77.9	1.1	11.3	10.4	-0.7	na	na	na	na	4.6p	-1.5p	na	na

Oznake: b: vremenski prekid, d: definicija se razlikuje, p: privremeno.

1 Stopa zaposlenosti za HR, d: u podacima o zaposlenosti upotrebljava se nacionalni umjesto domaćeg koncepta. 2. Mladi koji nisu u sustavu obrazovanja, ne rade i ne pohađaju programe osposobljavanja za PL: promjene u postupku ponderiranja. 3. Službeni rok za dostavu podataka o pokazateljima dohotka i životnih uvjeta (EU-SILC) za 2018. je 31. listopada 2019., a u obzir su uzeti podaci od 25. listopada 2019.

Izvori: Europska komisija, Eurostat