



Bruxelles, 24.11.2021.  
COM(2021) 741 final

**IZVJEŠĆE KOMISIJE EUROPSKOM PARLAMENTU, VIJEĆU I EUROPSKOM  
GOSPODARSKOM I SOCIJALNOM ODBORU**

**Izvješće o mehanizmu upozoravanja za 2022.**

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

{SWD(2021) 361 final}

# SADRŽAJ

Sažetak	2
1. Makroekonomski kontekst i razvoj neravnoteža u europodručju	9
2. Neravnoteže, rizici i prilagodba: glavna kretanja prema državama	17
2.1. Pregled tablice rezultata	17
2.2. Vanjski sektor i konkurentnost	19
2.3. Privatni dug i tržišta stambenih nekretnina	30
2.4. Državni sektor	41
2.5. Financijski sektor	44
3. Sažetak glavnih izazova i posljedice nadzora	50
4. Napomene po državama članicama	54
Prilog 1.: Godišnje i kratkoročne prognoze za glavne pokazatelje iz tablice rezultata	97
Prilog 2.: Tablica rezultata PMN-a	100

*Ovim izvješćem o mehanizmu upozoravanja (IMU) otvara se jedanaesti godišnji ciklus postupka zbog makroekonomskih neravnoteža (PMN). Postupkom se želi utvrditi, spriječiti i ispraviti 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 radi osiguranja usklađenosti s analizama i preporukama u okviru drugih instrumenata ekonomskog nadzora (članci 1. i 2. Uredbe (EU) br. 1176/2011).*

*Analiza u izvješću o mehanizmu upozoravanja bazirana je na ekonomskom tumačenju tablice rezultata odabranih pokazatelja, dopunjene širim skupom pomoćnih pokazatelja, alatima za analizu i okvirima za procjenu te dodatnim relevantnim informacijama, uključujući nedavno objavljene podatke i prognoze. Ovo izvješće uključuje pojačanu procjenu rizika za makroekonomsku stabilnost i razvoj makroekonomskih neravnoteža usmjerenu na budućnost. Izvješće uključuje i analizu posljedica makroekonomskih neravnoteža u državama članicama za cijelo europodručje.*

*U njemu su navedene države članice za koje treba provesti detaljna preispitivanja kako bi se procijenilo jesu li pogođene neravnotežama koje zahtijevaju djelovanje politika (članak 5. Uredbe (EU) br. 1176/2011). 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. Detaljna preispitivanja objavit će se u proljeće 2022. i bit će osnova za Komisijinu procjenu postojanja i ozbiljnosti makroekonomskih neravnoteža te za utvrđivanje nedostataka u politikama.*

## SAŽETAK

**Ovo izvješće o mehanizmu upozoravanja drugo je izvješće obilježeno pandemijom bolesti COVID-19 jer se gospodarstvo oporavlja od iznenadne i neočekivane krize 2020.** Pandemija bolesti COVID-19 izazvala je gospodarsku krizu jedinstvenih razmjera. Nakon poremećaja u prvoj polovini 2020. brzo se ušlo u početnu fazu gospodarskog oporavka kad su u cijeloj Europi ublažene mjere za sprečavanje širenja zaraze. Uvođenje cjepiva označilo je početak oporavka gospodarskih izgleda. Iako i dalje postoje razlike među državama članicama, nastojanja da se suzbiju neposredni učinci gospodarskog šoka donose rezultate. Uspješno procjepljivanje, popraćeno učinkovitom i ciljanom strategijom za sprečavanje širenja zaraze, dovelo je do snažnijeg oporavka gospodarske aktivnosti od proljeća 2021., a koordinacija gospodarske politike preusmjerila se na postavljanje temelja za solidan i uključiv oporavak i snažniju otpornost. Prema Komisijinoj jesenskoj gospodarskoj prognozi 2021. očekuje se da će se većina država članica do kraja 2021. približiti razini outputa prije krize, dok će se samo nekoliko približiti toj razini sljedeće godine.

**Pandemija je izbila dok se za većinu neravnoteža provodio postupak ispravka u kontekstu povoljnih makroekonomskih uvjeta, a istovremeno su se počeli pojavljivati novi rizici povezani sa znakovima pregrijavanja.** Dulje razdoblje gospodarskog rasta tijekom većeg dijela posljednjeg desetljeća olakšalo je postupno ispravljanje neravnoteža. One su se odnosile na visoke razine udjela privatnog i javnog duga u BDP-u, koji su bili posljedica i globalne financijske krize i gomilanja neravnoteža koje joj je prethodilo. Korigirani su i veliki deficiti tekućeg računa ili snažan rast kreditiranja, što je dovelo do postupnog smanjenja vanjskog duga i jačanja bankarskih sustava. Posljednjih godina došlo je do nakupljanja izazova i rizika povezanih sa znakovima pregrijavanja u nekim sektorima u nekim državama nakon kontinuiranog gospodarskog rasta, uglavnom u pogledu cijena stambenih nekretnina i troškovne konkurentnosti, posebno u državama sa snažnijim gospodarskim rastom.

**Pandemija je prekinula smanjenje udjela duga u BDP-u, dok su cijene stambenih nekretnina ubrzano rasle, što upućuje na ukupno povećanje makroekonomskih rizika.** Neravnoteže povezane s visokim državnim i privatnim dugom pogoršale su se zbog naglog pada BDP-a i fiskalnog učinka potrebnih mjera poduzetih kao odgovor na krizu uzrokovanu bolešću COVID-19, radi zaštite proizvodnih kapaciteta i ograničavanja učinka na zapošljavanje i socijalnih posljedica. Cijene stambenih nekretnina, koje su već bile visoke, počele su dodatno rasti te predstavljaju rizik u nekoliko država, posebno ako su popraćene znatnim povećanjem hipotekarnog duga. Zahvaljujući svojim snažnim stopama kapitala i visokim rezervama likvidnosti, banke su mogle nastaviti kreditirati gospodarstvo. Međutim, kako se budu ukidale zaštitne mjere te kad u gospodarstvu dođu do izražaja dugoročniji učinci pandemije na solventnost trgovačkih društava, moguće je da će to dovesti do sekundarnih učinaka na bankarski sektor. Vanjski računi pogoršali su se u državama koje ovise o prihodima od prekograničnog turizma. Proširene potpore za provedbu politika pomogle su obuzdati nezaposlenost i stabilizirati dohotke kućanstava. S obzirom na sve izraženiji oporavak, u nekim se državama javljaju manjak radne snage i troškovni pritisci, a u brojnim državama predviđaju se znatna povećanja plaća.

**Brzim i koordiniranim odgovorom politike na pandemiju ublažili su se njezini gospodarski učinci, a Mehanizam za oporavak i otpornost (Mehanizam) jedinstvena je prilika da iz krize izidemo snažniji.** Opća klauzula o odstupanju iz Pakta o stabilnosti i rastu aktivirana je odmah nakon pandemije, čime su poduprte nacionalne fiskalne mjere. Sporazum o Privremenom okviru za državne potpore omogućio je državama članicama da potpuno iskoriste fleksibilnost predviđenu pravilima o državnim potporama. Europski instrument za privremenu potporu radi smanjenja rizika od nezaposlenosti u izvanrednoj situaciji (SURE) pomogao je u zaštiti radnih mjesta. Vlade su pružile dosad nezabilježenu fiskalnu potporu i potporu politike, a Europska središnja banka (ESB) provela je širok raspon mjera za očuvanje financijske stabilnosti i osiguravanje neometanog funkcioniranja financijskih tržišta. Kako oporavak postaje izraženiji, učinkovitom provedbom reformi i ulaganja iz planova za oporavak i otpornost (RRP-ovi) pridonijet će se poticanju trajnog oporavka, jačanju otpornosti i ubravanju zelene i digitalne tranzicije EU-a. Provedbom planova za oporavak i otpornost može se poduprijeti smanjenje neravnoteža te se mogu ublažiti makroekonomski rizici. Ti planovi državama članicama koje su najviše pogođene krizom uzrokovanom bolešću COVID-19 pružaju jedinstvenu priliku da se vrate na put

održivog većeg rasta, čime će se potaknuti otvaranje radnih mjesta, poboljšati održivost duga i pridonijeti ponovnoj uspostavi ravnoteže europskog gospodarstva u cjelini.

**Horizontalna analiza predstavljena u izvješću o mehanizmu upozoravanja može se sažeti kako slijedi:**

- **Kriza uzrokovana bolešću COVID-19 privremeno je utjecala na vanjske pozicije, ali nije iz temelja promijenila obrasce kretanja tekućeg računa.** Države sa značajnim sektorom prekograničnog turizma općenito su zabilježile znatno povećanje deficita tekućeg računa ili smanjenje skromnih suficita. Očekuje se da će se to postupno ispraviti oporavkom sektora putovanja. Neki od velikih suficita salda tekućeg računa u 2020. blago su se smanjili, čime je tekući račun europodručja u cjelini usklađen s temeljnim pokazateljima. Međutim, podaci za prvu polovinu 2021. pokazuju znatno povećanje suficita tekućeg računa europodručja, uglavnom potaknuto višom bilancom trgovine uslugama. Trenutačno se predviđa da će se tekući račun europodručja 2021. vratiti na razinu iz 2019., što je odraz kontinuirane slabe domaće potražnje. Općenito, najveće promjene u tekućim računima bile su u njihovu sastavu: u svim državama članicama privatni sektor povećao je svoju poziciju neto štednje, dok su se neto kreditne pozicije državnog sektora znatno smanjile zbog posljedica pandemije bolesti COVID-19 i mjera poduzetih za njihovo ublažavanje. Nekoliko država članica s velikim negativnim neto stanjem međunarodnih ulaganja (NIIP) 2020. zabilježilo je pogoršanje tekućih računa, ali predviđa se da će se učinak na njihov udio NIIP-a u BDP-u postupno preokrenuti.
- **Prekid gospodarske aktivnosti u 2020. doveo je do velikih povećanja jediničnih troškova rada, za koje se očekuje da će se djelomično poništiti s oporavkom, ali u brojnim slučajevima pojavljuju se nedostaci radne snage i troškovni pritisci.** Jedinični troškovi rada porasli su u cijelom EU-a zbog stabilnog broja zaposlenih unatoč naglom padu proizvodnje, što je omogućeno raznim javnim inicijativama za zadržavanje radnih mjesta, posebno programima skraćenog radnog vremena, kojima se potiče smanjenje broja radnih sati, a ne smanjenje zaposlenosti. Ti se učinci odražavaju u privremenim smanjenjima ukupne produktivnosti rada u 2020. S oporavkom se povećava produktivnost i poništava dio gubitaka u jediničnim troškovima rada. Međutim, u nekim državama plaće ponovno rastu, ponekad nastavljajući trendove iz razdoblja prije pandemije. Međutim, stanje na tržištu rada razlikuje se među sektorima i državama; iako se u nekim slučajevima zaposlenost uglavnom vratila na razinu prije krize, u drugima i dalje postoji znatan jaz. U nekim se slučajevima tijekom oporavka može nastaviti povećana preraspodjela radne snage među radnim mjestima, poduzećima i sektorima, što može dovesti do trajnih promjena u proizvodnom kapacitetu zemalja. U drugim slučajevima dolazi do manjka radne snage, posebno u državama koje su manje pogođene krizom i u slučajevima veće potražnje. U kombinaciji s drugim čimbenicima, kao što je brz rast cijena energije, troškovni pritisci mogu postati znatni i pretvoriti se u rizik u narednom razdoblju.
- **Radna mjesta i proizvodni kapaciteti očuvani su tijekom krize nizom mjera politike u cilju podupiranja likvidnosti i solventnosti privatnog sektora.** Mjere potpore, kao što su moratoriji na otplatu duga i državna jamstva za kredite, pomogle su spriječiti da se manjak likvidnosti privatnog sektora pretvori u probleme solventnosti na početku krize uzrokovane bolešću COVID-19. Moratorijima je omogućena odgoda otplate duga, čime se povećala nominalna razina duga i povezano kamatno opterećenje. Postupnim ukidanjem tih mjera mogu se pojaviti poteškoće s otplatom, posebno u sektorima koji su jače pogođeni krizom i među poduzećima koja su i prije bila u osjetljivom položaju. U mnogim državama povećanja zaduživanja poduzeća i kućanstava popraćena su povećanom neto štednjom.
- **Korporativna zaduženost u većini zemalja EU-a povećala se 2020., ponekad naglo.** Novo zaduživanje za pokrivanje iznenadnih gubitaka prihoda i manjka likvidnosti koji su posljedica pandemije pridonijelo je povećanju udjela korporativnog duga u BDP-u povrh učinka nagle recesije. Iako su znatno povećani neto kreditni tokovi zabilježeni do početka 2021., odnedavno su na umjerenoj razini, što bi mogao biti i znak niže potražnje, koja bi mogla biti povezana s društvima koja se koriste akumuliranom likvidnošću, ili manjom ponudom kredita.
- **Zaduživanje kućanstava poraslo je s jačanjem oporavka.** Veći udjeli duga kućanstava u BDP-u 2020. uglavnom su posljedica velikog pada BDP-a. Kreditni tokovi na vrhuncu pandemije smanjeni su uglavnom zbog naglog pada potrošačkih kredita. Istodobno je u mnogim državama došlo do povećanja hipotekarnih kredita zbog velike aktivnosti na tržištu nekretnina i ubrzanja rasta cijena stambenih nekretnina. Od početka 2021. neto kreditni tokovi u nekoliko su država dosegli značajnije razine zahvaljujući oporavku.

- **Kriza uzrokovana bolešću COVID-19 i mjere koje su vlade poduzele kako bi je ublažile znatno su utjecale na državni dug.** Nužno potrebna opsežna potpora koju su vlade pružile pridonijela je preusmjeravanju dijela nepovoljnih gospodarskih posljedica pandemije s kućanstava i poduzeća, čime se štite radna mjesta i potencijal rasta. Udjeli državnog duga u BDP-u više su se povećali u državama koje su nerazmjerno pogođene recesijom, uglavnom zbog njihova turističkog sektora. Očekuje se da će se s oporavkom stabilizirati udio duga u BDP-u, a u nekim se državama on već počeo smanjivati; međutim, općenito gledano, države iz krize izlaze znatno zaduženije. Poticajni smjer fiskalne politike i mjere monetarne politike komplementarni su i pomažu u održavanju povjerenja i stabilnosti. Uvjeti zaduživanja za države i dalje su povoljni unatoč njihovim povećanim potrebama za financiranjem, i zbog mjera monetarne politike i dugoročnih čimbenika kao što je višak štednje u odnosu na ulaganja u europodručju. S obzirom na kretanja inflacije, troškovi zaduživanja neznatno su se povećali, ali su općenito i dalje niski. Troškovi zaduživanja nešto su se više povećali u nekim državama članicama izvan europodručja s promjenjivim tečajnim stopama. Neke od njih imaju nezanemariv udio duga denominiran u stranoj valuti ili relativno kratke rokove dospelja duga.
- **Pandemija je popraćena daljnjim ubrzanjem rasta cijena stambenih nekretnina.** Nakon godina rasta cijena stambenih nekretnina taj se rast dodatno ubrzao 2020. i u prvoj polovini 2021. te je dosegao najbrže stope rasta od globalne financijske krize. U raznim državama EU-a postoji rizik od precijenjenosti. To izaziva zabrinutost posebno kada je dug kućanstava visok ili brzo raste. Rast cijena stambenih nekretnina potaknut je nizom čimbenika koji potiču potražnju i ograničavaju ponudu. Ograničenja ponude postojala su i prije pandemije, a mjere ograničenja kretanja privremeno su ih pogoršale. Pandemija je možda dovela do nekih strukturnih promjena u potražnji za stambenim nekretninama jer bi prelazak na rad na daljinu mogao promijeniti geografske preferencije. Financijski su uvjeti prilagodljivi i općenito će vjerojatno i dalje podupirati povećanu potražnju za stambenim nekretninama, dok će dohodak kućanstava koji raste s oporavkom vjerojatno održati daljnji rast cijena stambenih nekretnina.
- **Bankarski sektor zadržao je snažne stope kapitala, ali profitabilnost se 2020. smanjila, dok će potpuni učinak krize na bilance banaka vjerojatno biti vidljiv tek kasnije.** Uvjeti u bankarskom sektoru znatno su se poboljšali od globalne financijske krize, pri čemu su se rezerve kapitala stvorene u godinama prije pandemije i stope kapitala dodatno povećale 2020., među ostalim zbog privremenih regulatornih ograničenja za isplatu dividendi. Učinak krize uzrokovane bolešću COVID-19 na bankarski sektor ograničen je zahvaljujući jačanju sektora nakon financijske krize i opsežnim privremenim mjerama politike kao što su kreditna jamstva, moratoriji na otplatu duga ili privremeno regulatorno ublažavanje. Neprihodonosni krediti nastavili su se smanjivati 2020., posebno u državama u kojima su bili znatni i u kojima su banke otuđivale problematičnu imovinu. Međutim, dugotrajan problem niske profitabilnosti i dalje je prisutan. Nadalje, moguće je da će se potpuni učinak krize na kvalitetu imovine, profitabilnost i rezerve kapitala pojaviti i nakon povlačenja mjera politike. Trebalo bi pomno pratiti potencijalne povratne sprege između banaka, država i korporativnog sektora.

**Iako je učinak pandemije ublažen odlučnim mjerama politike, pandemija je pogoršala razlike među državama europodručja.** Države članice sa značajnim sektorom prekograničnog turizma bile su najizložnije gospodarskim posljedicama pandemije bolesti COVID-19, što je dovelo do različitih učinaka na zapošljavanje i rast. Budući da su te države bile obilježene i razmjerno velikim javnim, privatnim ili vanjskim dugom, to je dovelo do šire disperzije zaduženosti unutar europodručja. Neki od tih obrazaca povezani su s privremenim čimbenicima, kao što je učinak ograničenja putovanja, no unatoč uspjehu odlučnih političkih mjera u ublažavanju širenja gospodarskih i socijalnih razlika, postoji rizik da nakon krize ostanu problemi i ukorijenjene razlike.

**Suficit tekućeg računa i dalje je velik za europodručje u cjelini, što ukazuje na to da postoje resursi da se održi oporavak na razini cijelog europodručja.** Time bi se pridonijelo i bržem smanjenju neravnoteža. Tekući račun cijelog područja privremeno se smanjio na razinu koja je blizu njegovih temeljnih pokazatelja, ali se predviđa da će se vratiti na razine prije krize koje su više od temeljnih pokazatelja. Rezultati na razini država članica znatno se razlikuju. Vanjski rebalans u europodručju tim je važniji s obzirom na ograničen prostor za dodatnu monetarnu potporu kako bi se održala potražnja.

**S obzirom na međusobnu povezanost gospodarstava europodručja potrebna je odgovarajuća kombinacija makroekonomskih politika u državama članicama kako bi se održao oporavak, uz istodobno ispravljanje neravnoteža i uklanjanje novih rizika.** Gospodarska ekspanzija u državama neto vjerovnicama europodručja, uključujući na temelju povoljnih uvjeta potražnje, ne bi bila korisna samo za te države, nego i za države neto dužnice jer veći rast u europodručju podupire rast i razduživanje, kao i poboljšanje vanjskih pozicija u potonjoj skupini država. U tom bi pogledu pomoglo povlačenje izvanrednih mjera potpore za provedbu politika tijekom krize vezanih uz potrebe za prilagodbom. Znatna i trajna poboljšanja produktivnosti i konkurentnosti u državama neto dužnicama pridonijela bi i vanjskom rebalansu te bi pomogla u smanjenju tereta duga. Učinkovita uporaba instrumenata uspostavljenih na razini europodručja i EU-a, uz učinkovitu provedbu potrebnih reformi i ulaganja, pomogla bi u poticanju trajnog oporavka i jačanju otpornosti, između ostalog i uklanjanjem neravnoteža i novih rizika. Bit će ključno u potpunosti iskoristiti instrument Next Generation EU i višegodišnji financijski okvir (VFO) i usmjeriti ih u najproduktivnije svrhe. Time bi se maksimalno povećao gospodarski učinak fondova i pridonijelo uravnoteženom rastu.

**Potpuni učinak pandemije na neravnoteže bit će jasan tek s odmakom jer su mogući sekundarni učinci.** Kad je riječ o trgovačkim društvima, i dalje postoje područja temeljnih financijskih slabosti zbog iscrpljivanja vlasničkog kapitala nakon dugotrajnih gubitaka i visokih dugovanja. Na neka trgovačka društva mogle bi utjecati strukturne promjene koje zahtijevaju prilagodbu njihovih poslovnih modela. Istek mjera potpore mogao bi dovesti do povećanja neprihodonosnih kredita i stečajeva barem u sektorima koji su najviše pogođeni krizom uzrokovanom bolešću COVID-19 i među poduzećima koja su bila ugrožena i prije krize. To će možda doći do izražaja tek nakon određenog vremena, ovisno o vrstama restrukturiranja koje bi se mogle ponuditi inače nesolventnim dužnicima. Sposobnost stečajnog postupka za poništavanje postojećih umanjenja vrijednosti važna je kako bi se osigurao dotok novih kredita u gospodarstvo. Davanjem državnih jamstava za kredite poduzećima pridonosi se očuvanju održivih poslovnih subjekata, no velika državna jamstva mogla bi dovesti i do povratne sprege između korporativnog i državnog sektora, što bi utjecalo i na banke. Postoji rizik da će problemi bilance trgovačkih društava utjecati na tržište rada, a time i na sposobnost nekih kućanstava da otplaćuju kredit. Velika povećanja hipotekarnih kredita dodatni su čimbenik rizika, posebno u slučaju ispravka na tržištu stambenih nekretnina. Isto tako, daljnje pogoršanje cijena poslovnih nekretnina moglo bi oslabiti i financijski sektor.

**Uvjeti financiranja utjecat će na razvoj neravnoteža.** Okruženje niskih kamatnih stopa omogućilo je državama, trgovačkim društvima i kućanstvima da preuzmu veći dug i ublaže posljedice pandemije, štiteći radna mjesta i proizvodne kapacitete. Povećanjem kamatnih stopa povećali bi se troškovi financiranja duga i u javnom i u privatnom sektoru, čime bi se povećali rizici u područjima u kojima su potrebe za financiranjem visoke. Od početka 2021. inflacija se znatno povećala u europodručju i mnogim drugim naprednim gospodarstvima. Iako se čini da su odrednice tog povećanja inflacije, uključujući porast cijena energije, uglavnom privremenog karaktera, postoji rizik da neće biti toliko kratkotrajne. Sve dok se ne postrože uvjeti financiranja, veća inflacija može smanjiti teret duga. No dugotrajno povećanje inflacije moglo bi dovesti do strožih uvjeta financiranja i većih troškova zaduživanja.

**Kretanja na tržištima stambenih nekretnina zahtijevaju pomno praćenje.** Visoke cijene stambenih nekretnina predstavljaju rizik, posebno u kombinaciji s visokom zaduženošću kućanstava, uz neizvjesne prilagodbe tržišta rada. To predstavlja rizik za sposobnost kućanstava da ispune svoje hipotekarne obveze. Povećane kamatne stope mogle bi povećati pritisak na sposobnost otplate hipotekarnih kredita, što bi moglo posredno utjecati na bankarski sektor. Nastavak rasta cijena s daljnjim oporavkom mogao bi povećati pritisak na plaće i potaknuti veće hipotekarno zaduživanje. Cjenovna pristupačnost stambenih nekretnina posljednjih se godina pogoršala, s potencijalno nepovoljnim makroekonomskim posljedicama povezanim s manjom privatnom potrošnjom i mobilnošću radne snage te preusmjeravanjem kredita s ulaganja kojima se jača produktivnost.

**Smanjenje visokih razina i državnog i privatnog duga uvelike ovisi o tome hoće li oporavak krenuti u smjeru održivog širenja, za što su potrebna produktivna ulaganja.** Trajan oporavak ovisi o primjeni poticajnih politika i pravodobnom povlačenju izvanredne potpore politike koja je pružena tijekom krize. Održivo gospodarsko širenje ovisi o jačanju gospodarske i socijalne otpornosti, što iziskuje provedbu odgovarajućih reformi i ulaganja. Ulaganja kojima se potiče produktivnost potrebna su kako bi se potaknuo rast u srednjoročnom razdoblju i poduprle strukturne preobrazbe koje su potrebne za ostvarenje

zelene i digitalne tranzicije u kontekstu demografskih promjena. To je još važnije s obzirom na to da je niz zemalja obilježen visokim javnim i privatnim dugom i razmjerno niskim potencijalnim rastom, što otežava smanjenje visokih razina duga. U situaciji visokog javnog duga potrebno je poboljšati sastav rashoda i prihoda kako bi se stvorio prostor za provedbu javnih ulaganja jer je razduživanje, na temelju vjerodostojne strategije fiskalne prilagodbe, potrebno i kako bi se osigurao prostor za rješavanje budućih kriza. Istodobno, potrebe korporativnog razduživanja mogu otežati privatna ulaganja. Učinkovita provedba planova za oporavak i otpornost ima važnu ulogu u podupiranju javnih i privatnih ulaganja, čime se pomaže u prevladavanju dugoročnih posljedica pandemije i otvara put prema većem rastu i otpornosti. Novim Mehanizmom, u kombinaciji s europskim strukturnim i investicijskim fondovima, promicat će se oporavak bogat ulaganjima, a njihova učinkovita provedba učinit će gospodarstvo EU-a održivijim, uključivijim, otpornijim i bolje pripremljenim za zelenu i digitalnu tranziciju, u skladu s ciljevima Unije u tom pogledu.

**Pandemija je istaknula pozitivnu ulogu protucikličke diskrecijske fiskalne politike, politika monetarnih potpora i europske koordinacije u odgovoru na gospodarsku krizu.** Kriza uzrokovana bolešću COVID-19 pokazala je da znatne diskrecijske fiskalne reakcije mogu biti učinkovite u ublažavanju neposrednih posljedica velikog šoka i uspješne u stvaranju uvjeta za brz oporavak. Fiskalni naponi koji su odmah poduzeti na nacionalnoj razini ojačani su iskorištavanjem postojećih fleksibilnosti unutar relevantnih regulatornih okvira EU-a. Kolektivna reakcija ojačala je povjerenje. Mjere monetarne politike pridonijele su očuvanju povoljnih uvjeta financiranja u razdoblju pandemije za sve sektore gospodarstva i tako poduprle gospodarsku aktivnost i očuvale srednjoročnu stabilnost cijena. Međusobno nadopunjujući učinci fiskalne i monetarne politike bili su ključni za ublažavanje posljedica krize te podupiranje oporavka. Iako se očekuje da će monetarna politika ostati prilagodljiva u narednim godinama, niske kamatne stope i nedavno povećanje inflacije ograničavaju mogućnost daljnjeg ublažavanja monetarne politike. Fiskalna će politika možda zadržati ulogu stabilizatora ako se pojave negativni rizici, a razborita proračunska politika u normalnim vremenima stvara povjerenje u učinkovitost proračunske politike u kriznim vremenima.

**Sprečavanje i ispravljanje makroekonomskih neravnoteža i dalje je ključno.** Prvo, slab gospodarski oporavak mogao bi uzrokovati porast broja stečajna poduzeća, što bi dovelo do gubitka radnih mjesta, kao i većeg povlačenja jamstava za kredite poduzećima povezane s krizom i ograničavanja ulaganja. Drugo, nepovoljna gospodarska kretanja mogla bi naglasiti povratne sprege između banaka i države. Treće, rast cijena imovine i stambenih nekretnina mogao bi dovesti do veće osjetljivosti sektora kućanstava zbog neodrživog rasta cijena imovine. Ti rizici mogu negativno utjecati na održivost državnog duga i ograničiti fiskalnoj politici prostor da odgovori na buduće izazove. Ispravljanje slabosti pridonijet će konsolidaciji oporavka i jačanju dugoročnog rasta. Sličnije gospodarske strukture i usklađeniji poslovni ciklusi pridonijet će povećanju učinkovitosti zajedničke monetarne politike.

**Poticanjem oporavka koji je bogat ulaganjima, Mehanizam će pridonijeti makroekonomskoj stabilnosti.** Učinkovita provedba planova za oporavak i otpornost učinit će gospodarstvo EU-a održivijim, uključivijim, otpornijim i bolje pripremljenim za zelenu i digitalnu tranziciju. Pomoći će i u ublažavanju rizika od razlika unutar EU-a jer su bespovratna sredstva Mehanizma usmjerena na države članice s nižim BDP-om po stanovniku, većom nezaposlenošću i države najteže pogođene krizom uzrokovanom bolešću COVID-19. Osim toga, za razliku od razdoblja nakon globalne financijske krize, veća javna ulaganja poduprijet će oporavak nakon pandemije. Bespovratnim sredstvima Mehanizma financirat će se visokokvalitetni projekti ulaganja i omogućiti reforme u cilju povećanja produktivnosti, i to bez povećanja nacionalnog deficita i udjela duga. Procjenjuje se da će se tim bespovratnim sredstvima i drugim izvorima financiranja EU-a pojačati javna ulaganja u državama članicama za prosječno oko 0,5 % BDP-a godišnje 2021. i 2022.

**Sprečavanjem i ispravljanjem makroekonomskih neravnoteža povećava se sposobnost država članica za odgovor na šokove i podupire gospodarska konvergencija.** Ispravljanje ili sprečavanje nagomilavanja neravnoteža pridonijet će konsolidaciji oporavka i jačanju dugoročnog rasta. Države s postojećim neravnotežama moraju ih nastaviti ispravljati na isti način kao i prije pandemije, uz potporu politika za poticanje potencijalnog rasta. Smanjenje neravnoteža može dovesti i do pozitivnih prelijevanja među državama. Dublja gospodarska i financijska integracija i sinkroniziraniji poslovni ciklusi pridonijet će povećanju učinkovitosti zajedničke monetarne politike, posebno u slučaju članica europodručja, te će joj omogućiti bolji odgovor na buduće izazove.



**Jedan je od zaključaka ovog izvješća o mehanizmu upozoravanja da treba provesti detaljna preispitivanja za 12 država članica: Cipar, Francusku, Grčku, Hrvatsku, Irsku, Italiju, Nizozemsku, Njemačku, Portugal, Rumunjsku, Španjolsku i Švedsku.** Te države članice podvrgnute su detaljnom preispitivanju u prethodnom godišnjem ciklusu nadzora u okviru PMN-a te se smatralo da u njima postoje neravnoteže (Francuska, Hrvatska, Irska, Njemačka, Nizozemska, Portugal, Rumunjska, Španjolska i Švedska) ili prekomjerne neravnoteže (Cipar, Grčka i Italija). U novim detaljnim preispitivanjima ocijenit će se kako je došlo do tih neravnoteža te će se analizirati njihova ozbiljnost, razvoj i odgovor politika država članica kako bi se ažurirale postojeće procjene i procijenile moguće preostale potrebe politika. Odjeljak 3. sadrži sažetak razvoja tih neravnoteža, a u odjeljku 4. razrađuju se informacije po državama članicama.

**Osim toga, u nizu država članica koje nisu bile predmet detaljnog preispitivanja u prethodnom krugu prisutna su kretanja kojima je potrebno posvetiti posebnu pozornost. Slovačka je obilježena snažnim rastom cijena stambenih nekretnina, uz kontinuirano, iako sve slabije povećanje zaduživanja kućanstava. Izvoz je znatno koncentriran u nekoliko određenih sektora i došlo je do gubitaka troškovne konkurentnosti, ali to dosad nije negativno utjecalo na udjele na izvoznom tržištu. U slučaju Mađarske, potrebno je obratiti pozornost na međudjelovanje javnog zaduživanja i vanjskog financiranja u kontekstu znatne izloženosti dugu u stranoj valuti. Bilježi se snažan rast cijena stambenih nekretnina. Pritisци troškovne konkurentnosti sve su veći, ali to dosad nije negativno utjecalo na udjele na izvoznom tržištu.**

**Postoji i potreba za praćenjem razvoja rizikâ u drugim državama članicama, koji su u mnogim slučajevima povezani s tržištima stambenih nekretnina.** U slučaju Danske i Luksemburga kretanja na tržištu stambenih nekretnina upućuju na povećanje rizikâ. Iako se zbog promjene preferencija, povoljnih financijskih uvjeta i ograničenja ponude može održati rast cijena stambenih nekretnina, ne može se odbaciti rizik ispravka cijena stambenih nekretnina naniže, s mogućim posljedicama za šire gospodarstvo. Češka je obilježena snažnim rastom cijena stambenih nekretnina i trajnim gubicima troškovne konkurentnosti koji su već godinama znatni. U Malti sve veći privatni dug u kombinaciji s nedostacima stečajnog okvira dovodi do posebnih slabosti. Kretanja u tih šest država članica trebalo bi pomno pratiti i nadzirati te utvrditi jesu li u skladu s makroekonomskom stabilnošću i pogoduju li joj. Ravnoteža rizika trenutačno ne upućuje na potrebu za detaljnim preispitivanjem. U odjeljku 4. navedeno je više informacija o razvoju događaja u pojedinim državama.

# 1. MAKROEKONOMSKI KONTEKST I RAZVOJ NERAVNOTEŽA U EUROPODRUČJU

## Gospodarski kontekst

**Ovo izvješće o mehanizmu upozoravanja pripremljeno je u kontekstu gospodarstva obilježenog pandemijom bolesti COVID-19.** Prvi je učinak pandemije bila nagla recesija jer su restriktivne mjere za ograničavanje širenja virusa imale znatan učinak na gospodarsku aktivnost 2020. To je dovelo do smanjenja BDP-a od 5,9 % u EU-u i 6,4 % u europodručju 2020., uz znatne razlike među državama. Neke su države zabilježile pad koji se u postotku približio dvoznamenkastoj granici ili ju je čak prešao, a druge su doživjele blagu recesiju. Pобољшanje zdravstvenog stanja omogućilo je ublažavanje ograničenja od drugog tromjesečja 2020., čime je otpočeo oporavak. Različiti valovi pandemije uzrokovali su neujednačen oporavak do početka 2021. Procjepljivanje, popraćeno učinkovitim i ciljanom strategijom za sprečavanje širenja zaraze, kao i opsežne mjere javne potpore od proljeća 2021. omogućile su veću mobilnost i oživljavanje gospodarske aktivnosti snažnije od očekivanog. Prema Komisijinoj jesenskoj ekonomskoj prognozi 2021. očekuje se ukupni rast BDP-a od 5 % i u EU-u i u europodručju 2021. te 4,3 % u 2022. Predviđa se da će se većina država članica do kraja 2021. približiti razini outputa prije krize, dok će se samo nekoliko približiti toj razini sljedeće godine (grafikon 1.1.a). <sup>(1)</sup>

**Iako je učinak ublažen odlučnim mjerama politike, pandemija je pogoršala razlike među državama europodručja.** To je odraz neujednačenih posljedica pandemije i razlika u gospodarskim strukturama. Ograničenja su imala veći negativni utjecaj na usluge koje karakterizira bliski fizički kontakt nego na usluge proizvodnje. To je dovelo do velikih razlika u gospodarskim rezultatima unutar država i među njima. Države sa značajnim sektorom prekograničnog turizma koje su posebno pogođene ograničenjima mobilnosti, zabilježile su veće smanjenje BDP-a od prosjeka, uz znatna pogoršanja vanjskih računa. To je slučaj s Grčkom, Portugalom i Španjolskom. Recesija je snažno pogodila i države s visokim domaćim dugom, kao što su Francuska i Italija (vidi grafikon 1.1.b). To su i države čiji je privatni, javni i vanjski dug među najvišima u EU-u. Predviđa se da će oporavak u nekima od tih zemalja biti sporiji.

**Izvanredan odgovor politike ključan je za ublažavanje posljedica krize uzrokovane bolešću COVID-19 i podupiranje oporavka, uz pozitivan učinak na makroekonomsku stabilnost.** Vlade su pružile dosad nezabilježenu fiskalnu potporu kako bi zaštitile radna mjesta i dohodak te pružile potporu poduzećima, umanjujući rizik od stečaja poduzeća. Osigurani su moratoriji na plaćanja poreza i otplate duga kućanstava i poduzeća te su izdavana državna jamstva za bankovne zajmove. Kao rezultat toga, bruto raspoloživi dohodak kućanstava 2020. bio je uglavnom stabilan u EU-u kao cjelini unatoč snažnoj recesiji. Stopa nezaposlenosti u EU-u porasla je za samo 0,4 postotna boda, a stečajevi trgovačkih društava bili su vrlo ograničeni jer su vlade apsorbirale velik dio posljedica krize.

**Na razini EU-a odvijala se dosad nezabilježena koordinacija odgovora politika.** Opća klauzula o odstupanju iz Pakta o stabilnosti i rastu aktivirana je odmah nakon pandemije, čime su poduprte fiskalne mjere. Sporazum o Privremenom okviru za državne potpore omogućio je državama članicama da potpuno iskoriste fleksibilnost predviđenu pravilima o državnim potporama. Europski instrument za privremenu potporu radi smanjenja rizika od nezaposlenosti u izvanrednoj situaciji (SURE) zaštitio je tržišta rada. Investicijske inicijative kao odgovor na koronavirus (CRII i CRII plus) i REACT-EU mobilizirali su i pojačali sredstva kohezijske politike za potporu sektoru javnog zdravstva, poduzećima i najugroženijim skupinama stanovništva. Europski stabilizacijski mehanizam i Europska investicijska banka stavili su na raspolaganje financijske instrumente. Uz učinkovitu provedbu reformi i ulaganja, Mehanizam za oporavak i otpornost (Mehanizam) pomoći će da gospodarstvo EU-a postane održivije, uključivije, otpornije i bolje pripremljeno za zelenu i digitalnu tranziciju, u skladu s ciljevima Unije u tom pogledu.

<sup>(1)</sup> Europska komisija, Europska ekonomska prognoza, jesen 2021., Institutional paper 160, studeni 2021. Vidjeti i Croitorov, O. et al. (2021.), *The macroeconomic impact of the COVID-19 pandemic in the euro area* (Makroekonomski učinak pandemije bolesti COVID-19 u europodručju), Quarterly Report on the Euro Area, GU ECFIN, Europska komisija, svezak 20, br. 2, dio I.

**Usklađeni globalni odgovor monetarne politike doveo je do prilagodljivih financijskih uvjeta.** Europska središnja banka (ESB) provela je širok raspon mjera za očuvanje financijske stabilnosti i osiguravanje neometanog funkcioniranja financijskih tržišta. Osigurala je dodatnu likvidnost za banke, ublažila zahtjeve u pogledu kolaterala te pribavila znatnu dodatnu imovinu javnog i privatnog sektora. Akomodativna monetarna politika podupirala je pozitivno raspoloženje na financijskom tržištu i pomogla izbjeći kreditnu krizu, a vrednovanja na mnogim tržištima obveznica i dionica premašila su razinu prije pandemije. Uz dugoročne čimbenike, uključujući, među ostalim, višak štednje u odnosu na ulaganja u europodručju, visoka likvidnost tržišta osigurala je niske troškove državnog zaduživanja, u nekim slučajevima čak i niže nego prije početka krize, a marže unutar europodručja smanjene su. Očekivanja snažnog oporavka ojačala su pozitivno raspoloženje na tržištima, što je osnaženo napretkom u razvoju cjepiva u jesen 2020.

**Financijski uvjeti i dalje su na povijesno niskim razinama, no trebalo bi pratiti znakove prostroživanja.** Iako su prinosi na državne obveznice u 2021. blago porasli, obično su i dalje znatno ispod povijesnih prosjeka. Države s najvišim rejtinzima imaju negativne kamatne stope ili kamatne stope blizu nule na svoje dugove, dok je u određenom broju država članica, posebno izvan europodručja, došlo do određenog povećanja. Na tržištima korporativnih obveznica vidljivi su jednostavni, iako malo stroži, uvjeti financiranja, a kamatne stope banaka u EU-u bile su na rekordno niskoj razini ili blizu nje. U drugoj polovini 2020. porasla je vrijednost eura, prije nego što se donekle smanjila, a to se odražavalo u valutama nekolicine članica izvan europodručja.

**Inflacija se povećala 2021., ali očekuje se da će povećanje uglavnom biti privremeno.** Ukupna inflacija u europodručju posljednjih je mjeseci porasla na najvišu razinu u posljednjih deset godina, nakon inflacije ispod ciljane razine tijekom gotovo deset godina. Inflacija je bila iznad ciljnih vrijednosti u nizu država članica izvan europodručja. Povećanje cijena energije uvelike je pridonijelo tom povećanju, pri čemu se temeljna inflacija manje povećavala. Očekuje se da će porast inflacije uglavnom biti privremen, iako ne nužno kratkotrajan. Rješavanje nekih poteškoća povezanih s prijelazom s fosilnih goriva može potrajati. Ponovno pokretanje gospodarstva dovelo je do znatnog povećanja potražnje, ali je aktivnost ograničena zbog uskih grla u ponudi. Vjerojatno je da će se sve veći troškovi prenijeti na neke potrošačke cijene, iako je neizvjesno u kojem opsegu, a smanjenje profitnih marži moglo bi apsorbirati dio povećanja. Čini se da su rizici od kontinuirane dinamike inflacije trenutačno ograničeni jer su očekivanja u pogledu inflacije u europodručju i dalje stabilna i općenito odražavaju povratak na kretanja prije pandemije. Međutim, strukturne prilagodbe, uključujući reakciju obrazaca potrošnje na pandemiju i manjak kvalificirane radne snage u određenim sektorima, mogu utjecati na relativne cijene i plaće, što može povećati volatilnost inflacije. Dugotrajno povećanje inflacije moglo bi dovesti do promjena u trenutku normalizacije monetarne politike i dovesti do strožih financijskih uvjeta i većih troškova zaduživanja.

**Gospodarstvo EU-a oporavlja se brže od očekivanog, ali gospodarski izgledi i dalje su neizvjesni.** Uspješne kampanje procjepljivanja u cijelom EU-u smanjile su potrebu za snažnim mjerama ograničavanja širenja zaraze kako bi se odgovorilo na buduće valove zaraze. Globalno su rizici povezani s pandemijom i dalje relevantni zbog manjeg procjepljivanja. Trgovina se i dalje oporavlja od ograničenja uzrokovanih pandemijom, a narušena je uskim grlima na strani ponude, koja utječu na djelatnosti koje su u velikoj mjeri integrirane u globalne vrijednosne lance. Trajna preusmjeravanja vrijednosnih lanaca stvaraju troškove i mogu dovesti do rizika, ali i prilika za države EU-a. Smanjenje profitabilnosti poduzeća i povećanje financijske poluge smanjili su privatna ulaganja. To može umanjiti oporavak i otežati razduživanje poduzeća. Povlačenje potpore politika može dovesti do ponovne ocjene rizika. Neizvjesnost bi mogla povećati volatilnost na financijskim tržištima s negativnim učincima na cijene financijske imovine i nekretnina zbog općeg odvajanja cijena vrijednosnih papira od temeljnih ekonomskih pokazatelja. <sup>(2)</sup> <sup>(3)</sup> <sup>(4)</sup> S pozitivne strane, brži napredak u kontroli pandemije u cijelom

<sup>(2)</sup> Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala (2021.), matrica rizika ESMA-e, 3. lipnja 2021. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/esma50-165-1761\\_risk\\_dashboard\\_no\\_1\\_2021.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/esma50-165-1761_risk_dashboard_no_1_2021.pdf)

<sup>(3)</sup> Pooštavanje monetarne politike FED-a moglo bi utjecati i na uvjete financiranja korporativnog sektora europodručja, posebno s obzirom na to da je globalizacija promijenila transmisijski mehanizam monetarne politike i njezina prelijevanja u inozemstvo, a monetarna politika FED-a ima znatan učinak na strane financijske varijable kao što su prinosi korporativnih obveznica. Ca'Zorzi, M. et al (2021.), *Making waves – Fed spillovers has greater and more comprising than the ECB's* (Prelijevanja FED-a veća su i sveobuhvatnija od prelijevanja ECB-a), Research Bulletin br. 83, 15. travnja 2021., <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/resbull/2021/html/ecb.rb210415-8639b73bb6.en.html>

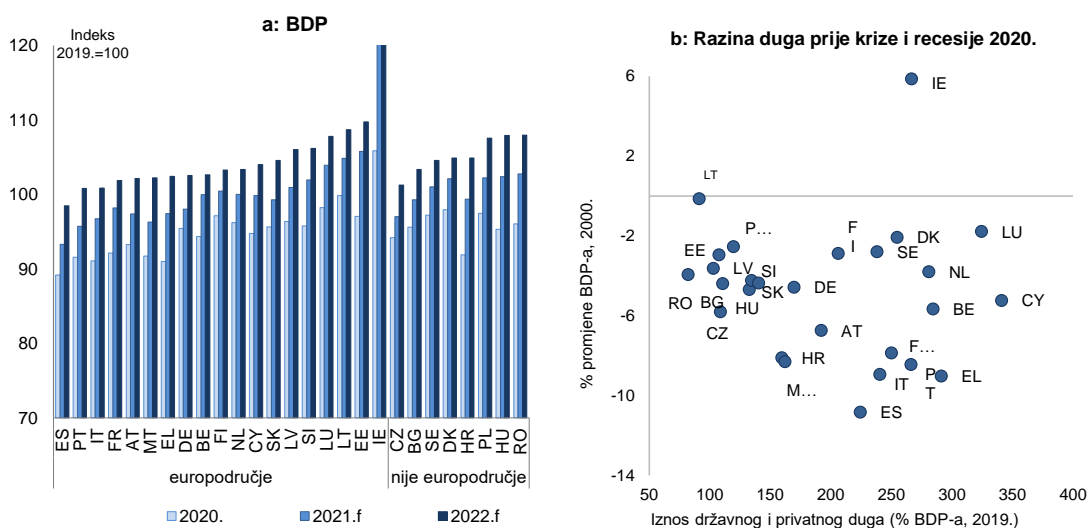
svijetu i provedba ambicioznih i koordiniranih reformi i ulaganja u EU-u mogli bi utrti put održivom oporavku.

**Snažan oporavak podupire makroekonomsku stabilnost, ali moguće je da će se sa zakašnjenjem osjetiti drugi krug učinaka recesije te oni još uvijek predstavljaju rizik.** U kontekstu snažnog rasta BDP-a visoki udjeli državnog duga i duga privatnog sektora stabilizirali su se ili se neznatno smanjuju u većini država članica EU-a nakon znatnog povećanja prošle godine. Ukidanjem političke potpore neizbježno će se otkriti potencijalne temeljne slabosti u industrijama i područjima koji su najviše pogođeni bolešću COVID-19. Ukidanje moratorija na otplatu duga moglo bi dovesti do poteškoća u otplati duga za poduzeća i kućanstva te dovesti do nesolventnosti poduzeća i nezaposlenosti. Međusobna povezanost između javnog i privatnog duga te financijskog sektora mehanizam je za prijenos rizika. Pogoršanje kvalitete državne i privatne imovine može utjecati na bilance financijskih institucija čija se niska profitabilnost dodatno smanjila tijekom pandemije. Poteškoće s otplatom duga mogu smanjiti ulaganja, dohodak i potrošnju kućanstava, smanjiti gospodarski rast i ugroziti razduživanje. Pandemija je dovela do pogoršanja troškovne konkurentnosti u nizu zemalja s velikim porastom troškova rada već prije krize, za koji se u nekim slučajevima predviđa da će se nastaviti. Cijene stambenih nekretnina rastu najbržim tempom u više od deset godina, a taj rast nije prekinuti ni tijekom pandemije ili je čak pojačan. Za razliku od povećanja zaduženosti, gospodarski oporavak vjerojatno neće dovesti do ispravka cijena stambenih nekretnina, iako je moguće da će se ublažiti neke kratkoročne poteškoće na strani ponude. Ubrzavanje rasta cijena stambenih nekretnina razlog je za zabrinutost u pogledu makroekonomske stabilnosti, posebno ako je popraćeno visokim dugom kućanstava i snažnim kreditnim rastom. Pogoršanje cjenovne pristupačnosti stambenih nekretnina može sa sobom donijeti ekonomske troškove jer smanjuje potrošnju i narušava mobilnost radne snage. Istodobno bi ispravci cijena nekretnina i drugih cijena imovine mogli dovesti do pogoršanja bilanci financijskih institucija.

---

(<sup>4</sup>) Vidjeti i MMF (2021.), Izvješće o globalnoj financijskoj stabilnosti, listopad 2021.

Grafikon 1.1.: BDP u odnosu na razine prije pandemije i razine duga prije krize te recesija uzrokovana bolešću COVID-19



Izvor: AMECO, Eurostat i Europska komisija, jesenske gospodarske prognoze 2021.

### Preljevanja i pitanja prilagodbe europodručja <sup>(5)</sup>

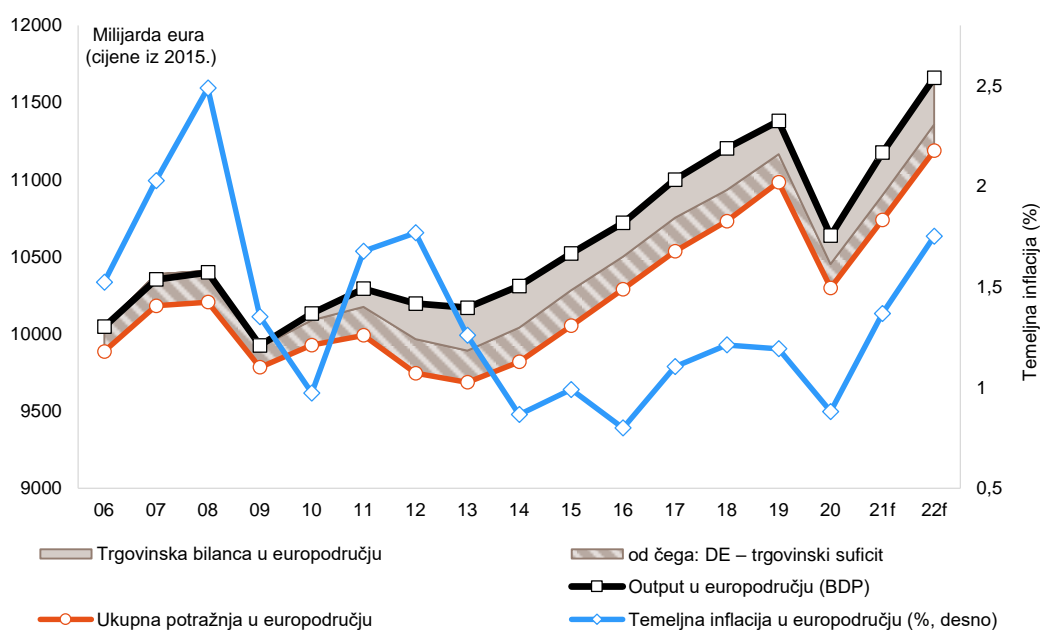
**Kriza uzrokovana bolešću COVID-19 pogoršala je neravnoteže unutar europodručja.** Većina zemalja koje su najviše pogođene krizom uzrokovanom bolešću COVID-19 bile su one koje su ušle u pandemiju s višim državnim, privatnim ili vanjskim dugom, a u nekim slučajevima i niskim potencijalnim rastom BDP-a. Kriza uzrokovana bolešću COVID-19 znatno je utjecala na vanjske pozicije država neto dužnica s velikim turističkim sektorom, što je imalo ograničeniji učinak na vanjske račune drugih država. Neke države koje su najteže pogođene recesijom brzo se oporavljaju, dok oporavak u drugima napreduje sporije. To upućuje na to da bi gospodarski rast mogao manje pridonijeti uklanjanju neravnoteža povezanih sa stanjem, barem u bliskoj budućnosti, te ističe važnost učinkovitih reformi i ulaganja kako bi se uklonile strukturne slabosti i potencijalno povećao BDP u sljedećem razdoblju. <sup>(6)</sup>

**Trgovinska bilanca europodručja blago se povećala 2020. jer se output smanjio usporedno s padom potražnje.** Izvoz i uvoz robe i usluga smanjili su se 2020. Višak trgovine robom pojačao se, uglavnom poduprt nižim cijenama energije, dok se višak usluga smanjio, uglavnom zbog pada međunarodnih putovanja. Općenito, time je spriječeno smanjenje trgovinskog suficita europodručja koje je započelo 2017. Predviđa se da će se trgovinska bilanca blago povećati 2021. i ostati uglavnom nepromijenjena 2022. (grafikon 1.2.). Unatoč i dalje velikom proizvodnom jazu, očekuje se da će temeljna inflacija u europodručju (ukupna inflacija bez energije i neprerađene hrane) 2021. porasti iako će ostati ispod ciljane vrijednosti ukupne inflacije.

<sup>(5)</sup> U 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 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”. Analiza u ovom izvješću priložena je ocjeni iz radnog dokumenta službi Komisije „Analiza gospodarstva europodručja” koji je priložen Preporuci Komisije za preporuku Vijeća o gospodarskoj politici europodručja.

<sup>(6)</sup> Vidjeti i E. Meyermans, V. Rutkauskas i W. Simons (2021.), *The uneven impact of the COVID-19 pandemic across the euro area* (Nejednak učinak pandemije bolesti COVID-19 u europodručju), Quarterly Report on the Euro Area, GU ECFIN, Europska komisija, svezak 20., br. 2., dio II.

Grafikon 1.2.: Output u europskom području, domaća potražnja, trgovinska bilanca i temeljna inflacija



Napomena: 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 europskog područja.

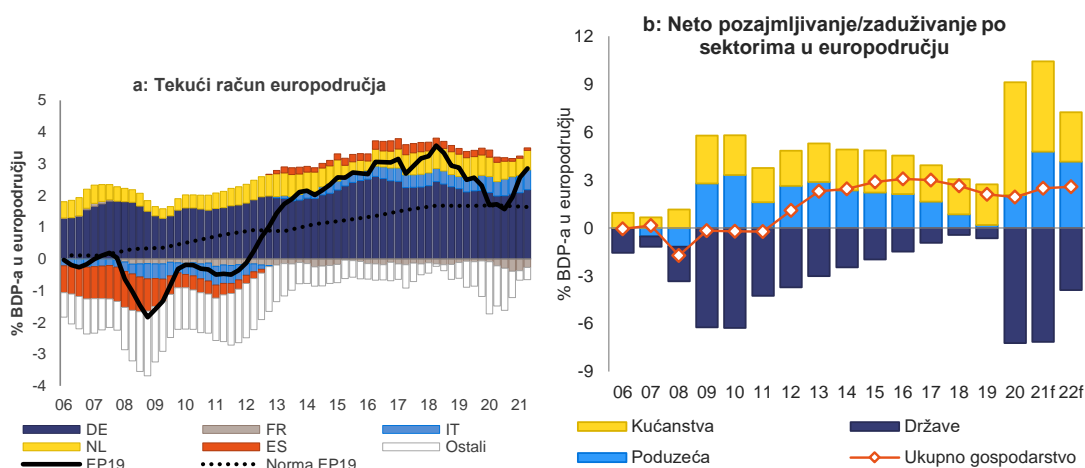
Izvor: AMECO i Komisijina jesenska gospodarska prognoza 2021.

**Suficit tekućeg računa europskog područja nastavio se postupno smanjivati u 2020. na razinu koja je u skladu s temeljnim pokazateljima europskog područja, ali se ponovno povećava u 2021.** Tekući račun europskog područja 2020. zabilježio je suficit od 2 % BDP-a (grafikon 1.3.a).<sup>(7)</sup> Unatoč blagom povećanju trgovinske bilance, nešto niži saldo dohotka doveo je do malog smanjenja tekućeg računa. I ukupni i ciklički prilagođeni tekući računi koji su iznosili 1,6 % BDP-a bili su blizu norme tekućeg računa koja odražava temeljne ekonomske pokazatelje europskog područja, procijenjene na 1,7 % BDP-a.<sup>(8)</sup> To je odražavalo domaću potražnju koja je bila bolja nego kod većine trgovinskih partnera. Međutim, podaci za prvu polovicu 2021. pokazuju povećanje suficita tekućeg računa europskog područja, uglavnom potaknuto višom bilansom trgovine uslugama. Općenito, trenutačno se predviđa da će se tekući račun europskog područja 2021. vratiti na razinu iz 2019. To odražava povratak razlike između BDP-a i ukupne potražnje na razinu prije pandemije, a time i postojanost slabe domaće potražnje (grafikon 1.2.).

<sup>(7)</sup> Suficit tekućeg računa europskog područja koji se ovdje spominje i upotrebljava uzet je iz statistike platne bilance europskog područja, što je u skladu s tekućim računima koje države članice prijavljuju u odnosu na partnere izvan europskog područja (u okviru takozvanog „koncepta zajednice“). Ti se podaci mogu razlikovati od zbroja ukupnih salda tekućih računa država članica zbog asimetrija u bilancama unutar europskog područja koje su prijavili različiti nacionalni zavodi za statistiku.

<sup>(8)</sup> Procjena prema modelu MMF-a za normu tekućeg računa europskog područja iznosi 1 % BDP-a u 2020. (vidjeti Izvješće MMF-a o vanjskom sektoru (2021.), kolovoz 2021.), što bi podrazumijevalo razliku od 0,8 % BDP-a u odnosu na ciklički prilagođen tekući račun (što je jednako 1,8 % BDP-a u izvješću). Međutim, nakon prilagodbi za privremeni utjecaj krize uzrokovane bolešću COVID-19 procijenjena razlika smanjena je na 0,6 %.

Grafikon 1.3.: Tekući račun europodručja po državama; neto pozajmljivanje i zaduživanje po sektorima

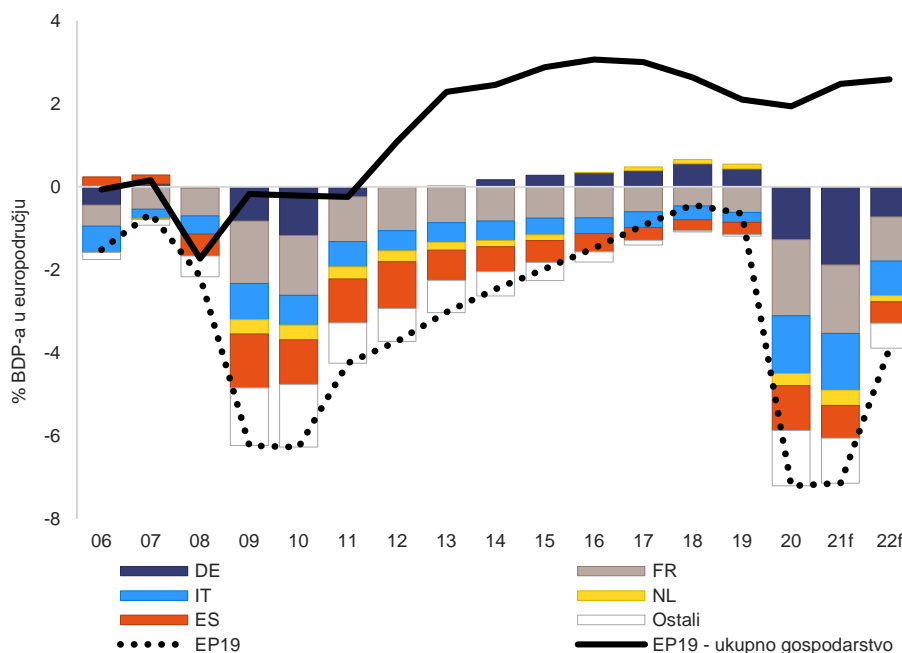


Napomene: Slika (b) – Za godine prije 2021. podaci o ukupnom gospodarstvu europodručja odgovaraju neto pozajmljivanju/zaduživanju u Eurostatovih podataka o platnoj bilanci. Podaci o ukupnom gospodarstvu za europodručje za 2021. i 2022. odgovaraju zbroju stanja tekućeg računa iz (prilagođenih) podataka iz Komisijine jesenske prognoze 2021. i stanja kapitalnog računa. Podaci o kućanstvima i sektoru poduzeća za 2021. i 2022. izračunavaju se kao zbroj podataka iz država europodručja osim Malte, za koju podaci nisu dostupni.

Izvor: Eurostat, podaci iz bilance plaćanja, AMECO i Komisijina jesenska gospodarska prognoza 2021.

**Glavne promjene vanjskih salda 2020. bile su sektorske, a ne geografske.** Suficiti tekućeg računa država koje najviše pridonose suficitu europodručja, Njemačke i Nizozemske (grafikon 1.3.a), dodatno su se smanjili 2020. Pozitivan doprinos Italije i negativan doprinos Francuske donekle su se povećali. Povećanje suficita europodručja u prvoj polovini 2021. uglavnom je potaknuto naglim rastom tekućeg računa Irske. Doprinos Njemačke i Nizozemske suficitu europodručja isto su se povećali te su se vratili na razinu iz 2019. Udio talijanskog suficita dodatno se povećao i dosegao udio Nizozemske. Trenutačno se predviđa da će geografski sastav suficita europodručja u sljedećem razdoblju uglavnom ostati stabilan. S druge strane, sektorski doprinosi vanjskoj bilanci znatno su se promijenili 2020. (grafikon 1.3.b). Povećana štednja kućanstava i, u manjoj mjeri, poslovnih subjekata, kompenzirane su snažnim ekspanzivnim fiskalnim politikama. Predviđa se da će se neto kreditiranje privatnog sektora 2021. dodatno povećati, prvenstveno zbog poslovnog sektora te unatoč smanjenju preventivne štednje i povećanju potrošnje kućanstava. Predviđa se da će neto javno zaduživanje ostati gotovo nepromijenjeno, a veliko povećanje njemačkog deficita snažno pridonosi velikom neto javnom zaduženju u europodručju (grafikon 1.4.). Očekuje se da će se pozicije državnog sektora znatno smanjiti 2022. (vidjeti i odjeljak 2.4.

Grafikon 1.4.: Geografska distribucija neto zaduživanja državnog sektora europodručja



Napomena: Za godine prije 2021. podaci o ukupnom gospodarstvu za EA19 odgovaraju neto pozajmljivanju/zaduživanju iz Eurostatovih podataka o platnoj bilanci. Podaci o ukupnom gospodarstvu za EA19 za 2021. i 2022. odgovaraju zbroju stanja tekućeg računa iz (prilagođenih) podataka iz Komisijine jesenske prognoze 2021. i stanja kapitalnog računa.

Izvor: Eurostat, podaci iz bilance plaćanja i AMECO.

o državnom sektoru). Budući da se predviđa smanjenje sličnih razmjera za neto kreditiranje privatnog sektora, predviđa se da će vanjska pozicija ostati stabilna.

### Odgovor politike

**Pandemija je istaknula pozitivnu ulogu protucikličke diskrecijske fiskalne politike, politika monetarnih potpora i europske koordinacije u odgovoru na gospodarsku krizu.** Kriza uzrokovana bolešću COVID-19 pokazala je da znatne diskrecijske fiskalne reakcije mogu biti učinkovite u ublažavanju neposrednih posljedica velikog šoka i uspješne u stvaranju uvjeta za brz oporavak. Fiskalni napori koji su odmah poduzeti na nacionalnoj razini ojačani su ublažavanjem regulatornih okvira EU-a. Kolektivna reakcija potaknula je povjerenje na razini gospodarstva. Mjere monetarne politike pridonijele su očuvanju povoljnih uvjeta financiranja u razdoblju pandemije za sve sektore gospodarstva i tako poduprle gospodarsku aktivnost i očuvale srednjoročnu stabilnost cijena. Međusobno nadopunjujući učinci fiskalne i monetarne politike bili su ključni za ublažavanje posljedica krize te podupiru oporavak. Iako se očekuje da će uvjeti financiranja ostati povoljni, niske kamatne stope i nedavno povećanje inflacije ograničavaju mogućnost daljnjeg ublažavanja monetarne politike. Fiskalna će politika možda trebati zadržati ulogu stabilizatora ako se pojave negativni rizici, a razborita proračunska politika u normalnim vremenima stvara povjerenje u učinkovitost proračunske politike u kriznim vremenima.

**Sprečavanje i ispravljanje makroekonomskih neravnoteža i dalje je ključno.** Prvo, slab gospodarski oporavak mogao bi uzrokovati porast stečaja poduzeća, što bi dovelo do gubitka radnih mjesta, kao i većeg povlačenja jamstava za kredite poduzećima povezane s krizom i ograničavanja ulaganja. Drugo, nepovoljna gospodarska kretanja mogla bi naglasiti povratne sprege između banaka i države. Treće, rast cijena imovine i stambenih nekretnina mogao bi dovesti do veće osjetljivosti sektora kućanstava zbog neodrživog rasta cijena imovine.<sup>(9)</sup> Ti rizici mogu negativno utjecati na održivost državnog duga i ograničiti prostor fiskalnoj politici da odgovori na buduće izazove. Ispravljanje slabosti pridonijet će konsolidaciji oporavka i jačanju dugoročnog rasta. Sličnije gospodarske strukture i usklađeniji poslovni ciklusi pridonijet će povećanju učinkovitosti zajedničke monetarne politike.

**Smanjenje visokih razina i državnog i privatnog duga uvelike ovisi o tome hoće li oporavak krenuti u smjeru održivog širenja, za što su potrebna produktivna ulaganja.** To ovisi o primjeni poticajnih politika tijekom oporavka i pravodobnom povlačenju izvanredne potpore politike koja je pružena tijekom krize. Snaga razvoja ovisi o jačanju temeljnih ekonomskih pokazatelja, što zahtijeva provedbu odgovarajućih reformi i ulaganja. To je još važnije s obzirom na to da je niz zemalja obilježen visokim javnim i privatnim dugom i razmjerno niskim potencijalnim rastom BDP-a. To otežava smanjenje njihova tereta duga i iziskuje vjerodostojan povratak na razboritu srednjoročnu poziciju kada to gospodarski uvjeti dopuste.

**S obzirom na međusobnu povezanost gospodarstava europodručja potrebna je odgovarajuća kombinacija makroekonomskih politika u državama članicama kako bi se održao oporavak, uz istodobno ispravljanje neravnoteža i uklanjanje novih rizika.** Gospodarska ekspanzija u državama neto vjerovnicama europodručja, uključujući na temelju povoljnih uvjeta potražnje, ne bi bila korisna samo za te države, nego i za države neto dužnice jer veći rast u europodručju podupire rast i razduživanje, kao i poboljšanje vanjskih pozicija u potonjoj skupini država. U tom bi pogledu pomoglo povlačenje izvanrednih mjera potpore za provedbu politika tijekom krize vezanih uz potrebe za prilagodbom. Znatna i trajna poboljšanja produktivnosti i konkurentnosti u državama neto dužnicama pridonijela bi i vanjskom rebalansu te bi pomogla u smanjenju tereta duga. Učinkovita uporaba instrumenata uspostavljenih na razini europodručja i EU-a, uz učinkovitu provedbu potrebnih reformi i ulaganja, pomogla bi u poticanju trajnog oporavka i jačanju otpornosti, između ostalog i uklanjanjem neravnoteža i novih rizika. Bit će ključno u potpunosti iskoristiti financijska sredstva instrumenta Next Generation EU i usmjeriti ih u najproduktivnije svrhe. Time bi se pojačao gospodarski učinak fondova i spriječio rizik prekomjernog rasta u sektoru nerazmjernih dobara te vanjskih neravnoteža u državama u kojima priljev iz fondova EU-a čini velik udio u BDP-u.

---

<sup>(9)</sup> Europska Komisija (2020.), „*Impact of macroeconomic developments on fiscal outcomes (Učinak makroekonomskih kretanja na fiskalne rezultate)*.” *Izviješće o javnim financijama u EMU-u*, Institutional Paper, 133, dio III.



**Učinkovita provedba reformi i ulaganja u okviru Mehanizma će poticanjem oporavka bogatog ulaganjima i jačanjem otpornosti pridonijeti makroekonomskoj stabilnosti.** Učinkovita provedba planova za oporavak i otpornost učinit će gospodarstvo EU-a održivijim, uključivijim, otpornijim i bolje pripremljenim za usporednu tranziciju. Pomoći će i u ublažavanju rizika od razlika unutar EU-a jer su bespovratna sredstva Mehanizma namijenjena državama članicama s nižim BDP-om po stanovniku i najteže pogođenima krizom uzrokovanom bolešću COVID-19. Provedba planova za oporavak i otpornost kojima se podupire potencijalni rast mogla bi poboljšati održivost duga, posebno u državama članicama koje se suočavaju s najvećim fiskalnim rizicima i previsokim privatnim dugom. Osim toga, za razliku od godina nakon globalne financijske krize, većim javnim ulaganjima poduprijet će se oporavak nakon pandemije. Bespovratnim sredstvima Mehanizma financirat će se visokokvalitetni projekti ulaganja i omogućiti reforme u cilju povećanja produktivnosti, i to bez povećanja nacionalnog deficita i udjela duga. Procjenjuje se da će se tim bespovratnim sredstvima i drugim izvorima financiranja EU-a pojačati javna ulaganja u državama članicama za prosječno oko 0,5 % BDP-a godišnje 2021. i 2022.

## 2. NERAVNOTEŽE, RIZICI I PRILAGODBA: GLAVNA KRETANJA PREMA DRŽAVAMA

### 2.1. PREGLED TABLICE REZULTATA

**Izvješće o mehanizmu upozoravanja temelji se na ekonomskom tumačenju tablice rezultata pokazatelja PMN-a, koja je filtar za utvrđivanje *prima facie* dokaza o mogućim rizicima i slabostima.** Tablica rezultata uključuje 14 pokazatelja s indikativnim pragovima u sljedećim područjima: vanjska pozicija, konkurentnost, privatni i državni dug, tržišta stambenih nekretnina, bankarski sektor i zapošljavanje. Oslanja se na podatke dobre statističke kvalitete, čime se osigurava stabilnost podataka i usporedivost među državama. U skladu s Uredbom o PMN-u (Uredba (EU) br. 1176/2011) uloga je Komisije provesti ekonomsko tumačenje vrijednosti iz tablice rezultata kojim se omogućuje bolje razumijevanje cjelokupnog ekonomskog konteksta i uzimanje u obzir razmatranja po pojedinim državama; pokazatelji iz tablice ne čitaju se mehanički.<sup>(10)</sup> Skupom od 28 pomoćnih pokazatelja dopunjuje se tumačenje tablice rezultata.

**Osim toga, u ovom se izvješću upotrebljavaju prognoze, kratkoročne prognoze i visokofrekventni podaci kako bi se bolje ocijenilo moguće kretanje rizika za makroekonomsku stabilnost.** Službena tablica rezultata IMU-a sadržava podatke za godine do 2020. S obzirom na znatnu nesigurnost u pogledu potpunog učinka krize uzrokovane bolešću COVID-19, u ovo izvješće uključena je procjena mogućih posljedica krize na makroekonomsku stabilnost i razvoj postojećih makroekonomskih neravnoteža u budućnosti. To je u skladu s pristupom iz IMU-a objavljenog u studenome 2020. Vrijednosti varijabli iz tablice rezultata za 2021. i naredne godine procijenjene su na temelju podataka iz prognoza Komisije, a kratkoročne prognoze temelje se na podacima prikupljenima u tekućoj godini (pojedini su navedene u Prilogu 1.). Kod tih prognoza postoji znatna nesigurnost i to je potrebno imati na umu kako bi se očuvali načela transparentnosti u pogledu analize i podataka koji se upotrebljavaju te opreznost u donošenju zaključaka. Osim toga, kao i prethodnih godina u procjeni IMU-a u obzir se uzimaju i spoznaje iz okvirâ za procjenu te nalazi postojećih detaljnih preispitivanja i relevantnih analiza.

**Podaci iz tablice rezultata upućuju na to da je nedavni ispravak neravnoteža stanja prekinut krizom uzrokovanom bolešću COVID-19, dok je rizik od pregrijavanja, uglavnom povezan s tržištima stambenih nekretnina, možda postao rašireniji.** Brojanjem slučajeva vrijednosti koje su izvan pragova u tablici rezultata IMU-a tijekom godina otkriva se sljedeće (grafikon 2.1.1.):

- Gospodarski rast između 2013. i 2019. pridonio je smanjenju udjela privatnog i državnog duga u BDP-u, zahvaljujući čemu se do 2019. smanjio broj država članica s udjelima duga iznad pragova. To je smanjenje prekinuto krizom uzrokovanom bolešću COVID-19 i više je država zabilježilo ili se očekuje da će zabilježiti vrijednosti privatnog i državnog duga iznad pragova.
- Zbog viših cijena stambenih nekretnina posljednjih je godina sve veći broj vrijednosti u pojedinim državama bio iznad relevantnih pragova. Taj je obrazac 2020. postao vidljiviji, a više država premašilo je prag.
- Rast jediničnih cijena rada (na temelju kumulativnih promjena tijekom tri godine) bio je iznad pragova u nizu slučajeva prije krize uzrokovane bolešću COVID-19, a jedinične cijene rada dodatno su se naglo povećale 2020. To je uglavnom potaknuto mehaničkim učinkom znatno niže produktivnosti zbog smanjene aktivnosti u kontekstu znatnog zadržavanja radne snage. Očekuje se

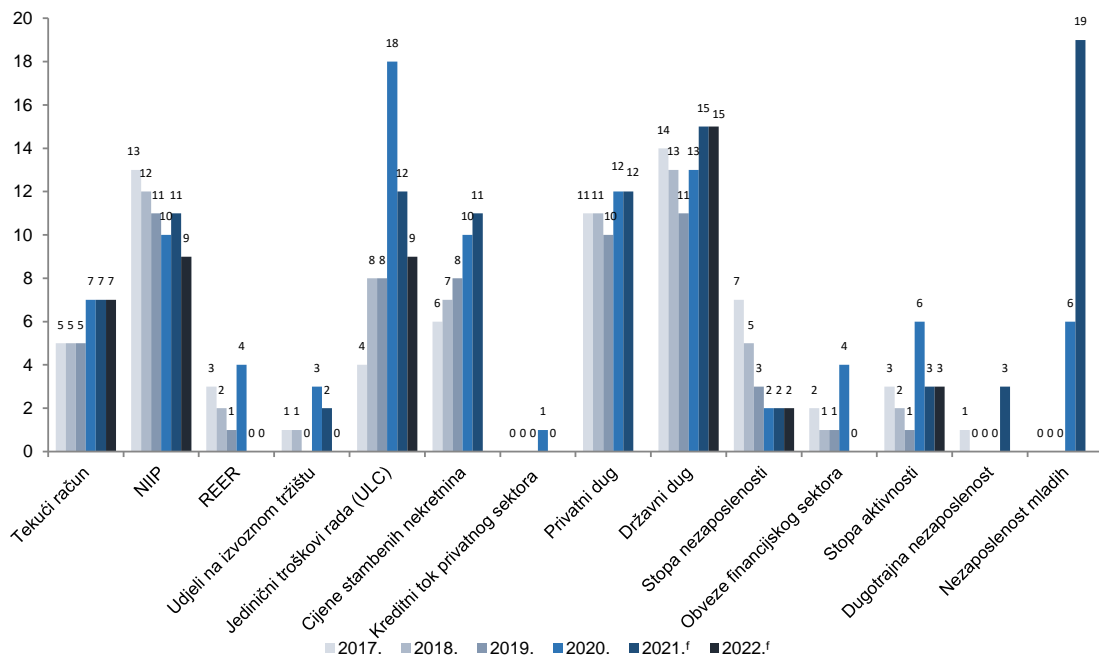
<sup>(10)</sup> Za obrazloženje o sastavljanju i očitavanju vrijednosti iz tablice rezultata u izvješću o mehanizmu upozoravanja vidjeti dokument Europske komisije (2016.), *The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium* (Postupak zbog makroekonomskih neravnoteža. Osnova, proces, primjena: zbirka), European Economy, Institutional Paper 039, studeni 2016.

usporevanje rasta jediničnih cijena rada jer bi oporavak trebao omogućiti oživljavanje ukupne produktivnosti. Vrijednosti koje premašuju realnu efektivnu tečajnu stopu i pragove udjela na izvoznom tržištu postale su brojnije 2020., ali očekuje se da će se njihov broj relativno brzo smanjivati.

- Vrijednosti tekućih računa znatnog broja država članica (dobivene na temelju trogodišnjih prosjeka) i dalje premašuju gornji ili donji prag. Posljednjih je godina zabilježeno više država sa suficitom tekućeg računa iznad gornjeg praga nego država s deficitom ispod donjeg praga. Obrasci povezani s tekućim računima nisu se značajno promijenili zbog krize uzrokovane bolešću COVID-19, iako je još nekoliko država neznatno prešlo pragove. <sup>(1)</sup> Očekuje se da će oporavak pridonijeti smanjenju broja slučajeva vrlo negativnih neto stanja međunarodnih ulaganja u smislu BDP-a, što bi značilo nastavak pretpandemijskog trenda poboljšanja vanjskih pozicija.
- Kriza utječe na tržište rada. Iako su stope nezaposlenosti općenito i dalje ograničene, stope aktivnosti smanjile su se i prešle odgovarajući prag u nekoliko država članica zbog većeg broja ljudi koji napuštaju tržište rada, što je i razlog za sporije povećanje ukupnih stopa nezaposlenosti. Dugotrajna nezaposlenost, a posebno nezaposlenost mladih, pokazuje uobičajeno veliku osjetljivost na promjene stanja na tržištu rada.

U ostatku IMU-a pomno se razmatraju navedena i druga povezana pitanja.

Grafikon 2.1.1.: Broj država članica s varijablama iz tablice iznad praga



Napomena: Broj država s varijablama iz tablice iznad relevantnog 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 pragova dobivene upotrebom najnovijih podataka za varijable u tablici rezultata u usporedbi s onima u ovom grafikonu. Za pristupe koji se primjenjuju za predviđanja pokazatelja iz tablice rezultata za 2021. i 2022. vidjeti Prilog 1. Predviđanja za sljedeće pokazatelje izrađuju se samo za 2021.: cijene stambenih nekretnina, kreditni tok privatnog sektora, privatni dug, obveze financijskog sektora, dugotrajna nezaposlenost, nezaposlenost mladih.

Izvor: Eurostat i izračuni službi Komisije (vidjeti Prilog 1.)

<sup>(1)</sup> Povećanje broja država članica s vrijednostima tekućeg računa koje prelaze pragove za izdanja podataka između 2019. i 2020. zabilježeno u grafikonu 2.1.1. uglavnom je uzrokovano izmjenama podataka.

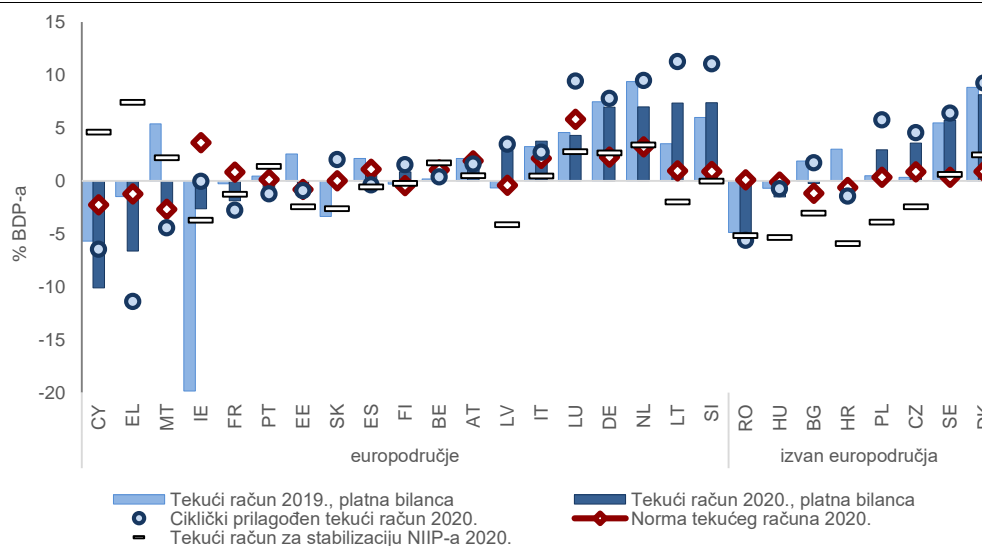
## 2.2. VANJSKI SEKTOR I KONKURENTNOST

### 2.2.1. VANJSKI SEKTOR

**Kriza uzrokovana bolešću COVID-19 negativno je utjecala na tekuće račune nekoliko država članica koje su karakterizirale velike količine vanjskih obveza, dok su suficiti tekućeg računa u nekoliko država i dalje bili veliki.** Salda tekućih računa u različitim državama diljem EU-a tijekom 2020. kretala su se u različitim smjerovima, pri čemu su se u državama koje se u velikoj mjeri oslanjaju na izvoz usluga putovanja ta salda znatno smanjila. To je uključivalo Cipar, Grčku, Hrvatsku i Maltu te u manjoj mjeri Portugal i Španjolsku (grafikon 2.2.1.). Sve su te države, osim Malte, prije krize uzrokovane bolešću COVID-19 karakterizirale velike količine vanjskih obveza. S druge strane, znatna povećanja salda tekućih računa zabilježena su u Češkoj, Latviji, Litvi i Poljskoj, uglavnom zbog većih trgovinskih bilanci, ali i zbog povećanja salda prihoda od ulaganja, uz smanjenje prihoda stranih ulagača u krizi. Veliki suficiti salda tekućeg računa smanjili su se tijekom pandemije u Njemačkoj, Danskoj, a posebno u Nizozemskoj, ali su i dalje znatni. U slučaju Slovenije suficit tekućeg računa dodatno se povećao. Niže cijene energije 2020. dovele su do povećanja salda tekućih računa u gotovo svim državama članicama.

**Iako su zbog razmjera gospodarskog šoka promjene vanjskog salda uglavnom ostale ograničene i privremene, došlo je do velike promjene sektorskih doprinosa vanjskim tokovima država članica EU-a.** Kućanstva su povećala štednju iz preventivnih razloga i zbog ograničenih mogućnosti potrošnje, dok su poduzeća najčešće smanjila ulaganja zbog nesigurnosti, što je dovelo do povećanja pozicija neto pozajmljivanja/zaduživanja privatnih sektora (grafikon 2.2.3.a, b i c). S druge strane, vlade su intervenirale kako bi poduprle gospodarstvo u krizi, a istodobno su se suočile s nižim prihodima, što je dovelo do velikog neto javnog zaduživanja u svim državama članicama EU-a. Velike promjene u sektorima uglavnom se međusobno neutraliziraju te stoga nisu dovele do znatnih promjena u ukupnim pozicijama neto pozajmljivanja/zaduživanja većine država članica.

Grafikon 2.2.1.: Salda tekućeg računa i referentna mjerila 2019. i 2020.



Napomena: Države su poredane prema saldu tekućih računa 2020. Norme tekućeg računa: vidjeti bilješku br. 12. Ciklički prilagođena salda tekućeg računa: vidjeti bilješku 15. Referentno mjerilo tekućeg računa 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 NIIP u sljedećih 10 godina.

Izvor: Eurostat i izračuni službi Komisije.

**Salda tekućih računa triju država članica 2020. bila su ispod donjeg praga iz tablice PMN-a, koji odražava trogodišnji prosjek.** Visok deficit tekućeg računa Cipra nastavio se pogoršavati 2020. i dosegao -10,1 % BDP-a, uglavnom zbog smanjenja međunarodnog turizma, ali i zbog produbljanja deficita bilance primarnog dohotka. Njezin trogodišnji prosjek dodatno se smanjio u odnosu na prag

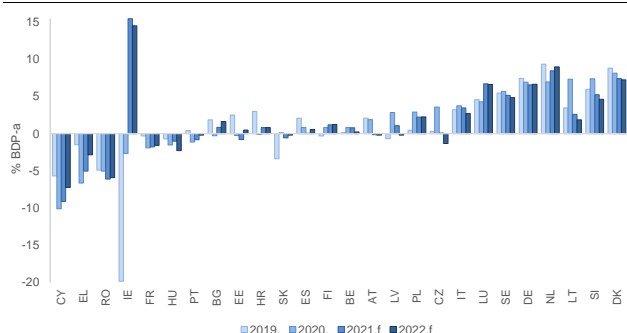
PMN-a. Tekući račun nalazi se ispod norme i ispod razine potrebne za usklađivanje NIIP-a s bonitetnim pragom u sljedećih 10 godina. <sup>(12)</sup> <sup>(13)</sup> Saldo tekućeg računa Rumunjske zadržao je stabilan silazni trend bilježeći neznatno smanjenje na -5 % BDP-a, čime se blago povećala razlika u odnosu na odgovarajuću normu. Iako je saldo tekućeg računa Irske 2020. iznosio -2,7 % BDP-a, trogodišnji prosjek iznosi gotovo -6 %, što je potaknuto iznimno velikim deficitom iz 2019. <sup>(14)</sup>

**U četiri države članice 2020. suficiti tekućeg računa premašili su gornji prag PMN-a.** Riječ je o Danskoj, Njemačkoj i Nizozemskoj, i to već gotovo deset godina. Suficiti u Danskoj i Njemačkoj 2020. iznosili su 8,1 % BDP-a odnosno 6,9 % BDP-a, što je manje u odnosu na 2019., dok se suficit Nizozemske s 9,4 % smanjio na 7 % BDP-a, što je posljedica i aktivnosti multinacionalnih korporacija. Iako se danski suficit smanjio zbog niže trgovinske bilance, pad u Njemačkoj i Nizozemskoj uglavnom je uzrokovan nižim saldod prihoda od ulaganja. Visoki suficit u Sloveniji tijekom krize povećao se sa 6 % na 7,4 % BDP-a, uslijed veće trgovinske bilance i bilance primarnog dohotka. Suficiti u svim četirima državama i dalje su znatno iznad normi njihovih tekućih računa i referentnih mjerila tekućeg računa kojima se stabilizira NIIP.

**Tekući računi većine drugih država članica EU-a 2020. premašili su razine za pojedine države na koje upućuju temeljni pokazatelji, uz određene iznimke.** Ukupni i ciklički prilagođeni tekući računi bili su iznad ili blizu tekućih računa opravdanih temeljnim pokazateljima, kao i iznad tekućih računa kojima se stabilizira NIIP u većini država članica (grafikon 2.2.1.). <sup>(15)</sup> Značajne iznimke bile su Grčka i Portugal, s rezultatima tekućeg računa ispod norme i salda potrebnih za postizanje bonitetnog NIIP-a tijekom 10 godina. Kriza uzrokovana bolešću COVID-19 u obje je države, a posebno u Grčkoj, uzrokovala znatan pad tekućih računa, koji su se ranijih godina bili znatno povećali.

**Predviđa se da će se deficiti tekućeg računa država sa znatnim prekograničnim turističkim sektorom 2021. i 2022. polako poboljšavati, dok se očekuje da će se najveći suficiti uglavnom, ali ne**

Grafikon 2.2.2.: **Kretanje salda tekućeg računa**



Napomena: Države su prikazane rastućim redoslijedom prema saldu tekućeg računa 2020.

Izvor: Eurostat, Komisijina jesenska gospodarska prognoza 2021. i izračuni službi Komisije.

<sup>(12)</sup> 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.

<sup>(13)</sup> 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 bonitetnim pragovima 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.

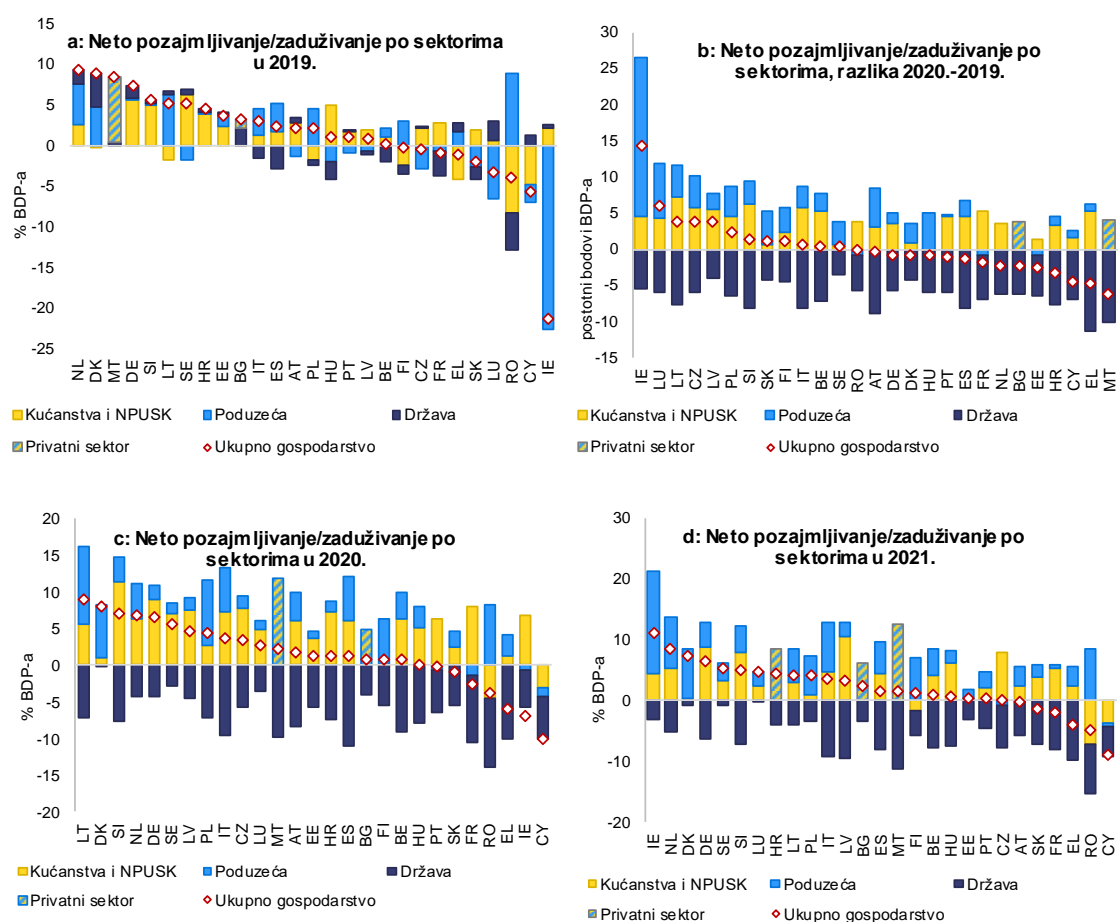
<sup>(14)</sup> Deficit tekućeg računa 2019. iznosio je -19,9 % BDP-a. Velika volatilnost podataka vanjskog sektora za Irsku snažno je povezana s aktivnostima multinacionalnih poduzeća.

<sup>(15)</sup> 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.

**i uvijek, blago smanjivati** (grafikon 2.2.2.). U budućnosti se očekuje postupni oporavak međunarodnih putovanja, koji bi, međutim, tijekom razdoblja obuhvaćenog prognozom mogao biti neujednačen i nepotpun (vidi okvir 1. o turizmu). To će poduprijeti poboljšanja tekućih računa država koje se snažno oslanjaju na turistički izvoz, prije svega Cipra, Grčke i Hrvatske. Međutim, očekuje se da će se veliki deficit tekućeg računa Cipra tek polako poboljšavati. Predviđa se daljnje pogoršanje tekućeg računa Rumunjske. S druge strane, predviđa se da će nestabilni tekući račun Irske tijekom razdoblja prognoze bilježiti velike suficite. Predviđa se da će se veliki suficiti Danske, Njemačke i Slovenije smanjiti, iako će to u slučaju Njemačke biti vrlo blago, dok će se suficit Nizozemske do 2022. oporaviti gotovo do razine iz 2019.

**U odnosu na štednju i ulaganje ne očekuje se da će se doprinos različitih sektora vanjskim pozicijama znatno promijeniti u većini država članica.** Iako se očekuje da će privatni sektori uglavnom ostati neto zajmodavci, predviđa se da će vlade 2021. ostati neto zajmoprimci (grafikon 2.2.3.d). U privatnom sektoru predviđa se da će se neto kreditne pozicije poduzeća povećati u većini država članica, dok će se kod kućanstava te pozicije donekle smanjiti. U prosjeku se očekuje blago smanjenje neto zaduživanja država. U javnim sektorima neto kreditne pozicije država članica s visokim suficitom tekućeg računa utjecat će na njihovu vanjsku poziciju.

Grafikon 2.2.3.: **Neto pozajmljivanje/zaduživanje po sektorima, od 2019. do 2021.**

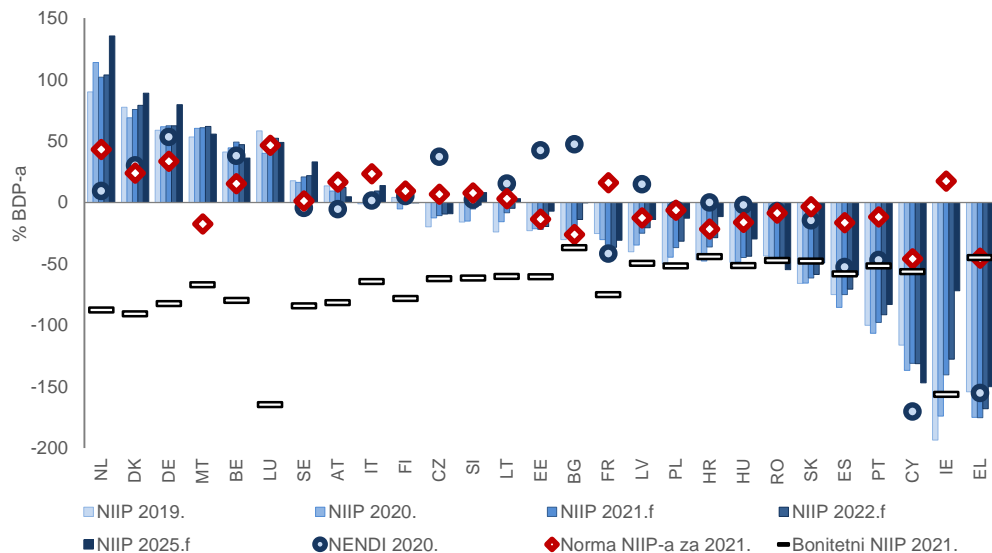


Izvor: AMECO i Komisijina jesenska gospodarska prognoza 2021.

**Neto stanje međunarodnih ulaganja pogoršalo se 2020. u većini velikih država neto dužnica, dok se u državama s velikim pozitivnim pozicijama uglavnom poboljšalo.** Nakon povećanja u svim osim u četirima državama članicama EU-a 2019., nastale su znatne razlike među državama u kretanjima NIIP-a tijekom 2020., pri čemu su se NIIP-ovi u gotovo polovini država članica smanjili. Deset država članica 2020. imalo je NIIP-ove ispod praga iz tablice rezultata od -35 % BDP-a, što je jedna manje nego 2019.

U svim tim slučajevima očekuje se da će njihove pozicije za 2021. ostati niže od NIIP-ova na koje ukazuju temeljni pokazatelji, a za njih šest predviđa se da će NIIP-ovi biti ispod bonitetnih pragova (grafikon 2.2.4.).<sup>(16)</sup> Kod velikih negativnih NIIP-ova uglavnom se predviđa poboljšanje. Očekuje se da će u srednjoročnom razdoblju tri države članice s NIIP-ovima ispod praga od –35 % u 2020. premašiti taj prag. Predviđa se da će se veliki pozitivni NIIP-ovi dodatno povećati ili ostati uglavnom stabilni.

Grafikon 2.2.4.: **Neto stanja međunarodnih ulaganja (NIIP) u razdoblju 2019.–2022. te 2025. i referentna mjerila 2021.**



Napomena: Države su prikazane padajućim redoslijedom prema udjelu NIIP-a u BDP-u 2020. NENDI je NIIP koji ne uključuje instrumente bez rizika neispunavanja obveza. Za pojmove bonitetnog praga NIIP-a i norme NIIP-a vidjeti bilješke 13 i 16. NENDI za Irsku, Luksemburg i Maltu nije prikazan u mjerilu.

Izvor: Eurostat i izračuni službi Komisije (vidjeti i Prilog 1.).

**Države članice s najvećim negativnim NIIP-ovima doživjele su najveći pad 2020., ali očekuje se da će oporavak u većini slučajeva omogućiti poboljšanja.** Cipar, Grčka, Irska i Portugal imaju NIIP-ove manje od –100 % BDP-a i manje od svojih temeljnih i bonitetnih referentnih vrijednosti. Slijedi ih Španjolska s NIIP-om od oko –85 % BDP-a. Uz iznimku Irske, u tim državama članicama došlo je do znatnog pogoršanja pozicija, što je u slučaju Cipra i Grčke iznosilo oko 20 postotnih bodova BDP-a. Glavni uzroci bili su pad nominalnog BDP-a, posebno u Grčkoj, i veliki deficiti tekućeg računa, posebno u Cipru. U Irskoj i Cipru razine NIIP-a u velikoj mjeri odražavaju prekogranične financijske odnose multinacionalnih poduzeća i subjekata posebne namjene. Za svih tih pet država karakteristični su relativno veliki negativni NIIP-ovi, ne uključujući instrumente koji nisu u statusu neispunavanja obveza (NENDI), tj. velike udjele neto dužničkih obveza u njihovoj vanjskoj poziciji.<sup>(17)</sup> Većina vanjskih obveza Grčke sastoji se od javnog duga pod povoljnim uvjetima. Vanjska održivost nekih država članica s velikim negativnim NIIP-ovima poduprijet će se, ponekad i znatnim, priljevom bespovratnih sredstava u okviru Mehanizma za oporavak i otpornost (Mehanizam), uz prijenose sredstava EU-a u okviru višegodišnjeg financijskog okvira (VFO). Ipak, trenutačna predviđanja upućuju na stagnaciju ciparskog NIIP-a, čak i u srednjoročnom razdoblju. S druge strane, u državama s velikim negativnim NIIP-ovima ti bi se NIIP-ovi trebali postupno poboljšavati u razdoblju do 2022. i u srednjoročnom razdoblju zahvaljujući snažnom rastu BDP-a i poboljšanim tekućim računima, pri čemu se očekuje iznimno brz napredak u slučaju Irske u kontekstu predviđenih velikih suficita tekućeg računa.

<sup>(16)</sup> NIIP u skladu s temeljnim pokazateljima (norme za NIIP) dobiva se kao kumulacija vrijednosti normi tekućeg računa tijekom vremena (vidjeti i bilješku 12). 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.

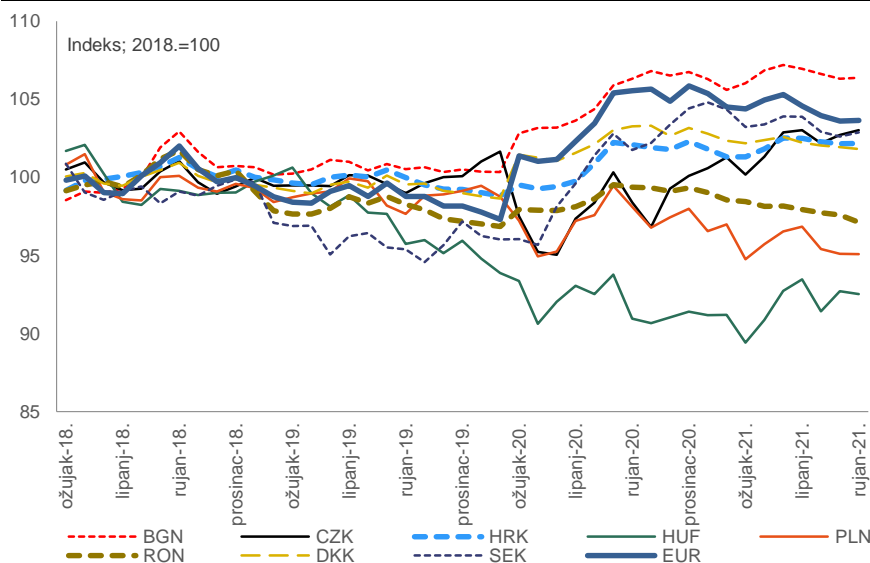
<sup>(17)</sup> NENDI je podskup NIIP-a koji ne uključuje komponente koje se odnose na vlasničke instrumente, to jest vlasničke instrumente i vlasničke udjele povezane s izravnim stranim ulaganjima te prekogranični dug unutar poduzeća povezan s izravnim stranim ulaganjima, i predstavlja NIIP koji isključuje instrumente bez rizika neispunavanja 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-imbalances-procedure/scoreboard\\_hr](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalances-procedure/scoreboard_hr).

**U većini država članica EU-a s umjereno negativnim NIIP-ovima 2020. nije došlo do znatnih promjena i prognoze upućuju na to da će u većini njih u budućnosti nastupiti poboljšanja.** Očekuje se da će sve te države, Hrvatska, Mađarska, Poljska, Rumunjska i Slovačka, 2021. imati NIIP-ove manje od svojih temeljnih referentnih vrijednosti, ali samo se za NIIP-ove dviju potonjih država članica predviđa da će biti na razinama ispod bonitetnih pragova. Za NIIP-ove svih tih država članica, kao i drugih država srednje i istočne Europe te baltičkih država, svojstveni su velik priljev izravnih stranih ulaganja i NENDI-ji koji su mnogo povoljniji od njihovih NIIP-ova. Osim toga, te su države relativno veliki primatelji prijenosa sredstava EU-a u okviru VFO-a, kojim se osigurava potpora njihovim vanjskim pozicijama koja nije zanemariva. Bespovratnim sredstvima Mehanizma koja se nadovezuju na prijenose iz VFO-a dodatno se podupiru povećanja NIIP-ova većine tih država. Općenito, prognoze upućuju na poboljšanja NIIP-ova tih država u budućnosti, osim u Rumunjskoj, za koju se očekuje blago pogoršanje stanja (grafikon 2.2.4.).

**Razlike u kretanjima 2020. zabilježene su i u skupini država članica s velikim pozitivnim NIIP-ovima.** NIIP-ovi Nizozemske, Njemačke, Malte i Belgije dodatno su se povećali zahvaljujući kontinuiranom znatnom suficitu tekućeg računa za prve dvije države, a u sva četiri slučaja zahvaljujući padu nominalnog BDP-a. Konkretno, u Nizozemskoj, ali i Malti, zabilježeni su i snažni pozitivni učinci vrednovanja. S druge strane, negativnim promjenama u vrednovanju ograničeno je povećanje njemačkog NIIP-a. Veliki pozitivni NIIP-ovi Danske i Luksemburga smanjili su se zbog negativnih promjena u vrednovanju unatoč velikim suficitima tekućeg računa.

**Uvjeti za vanjsko financiranje mogli bi se u budućnosti postrožiti, što bi moglo imati posljedice za neke države izvan europodručja.** Na početku krize uzrokovane bolešću COVID-19 napetosti na svjetskom financijskom tržištu osjetile su se u nekoliko država izvan europodručja. U to su vrijeme valute nekih država članica izvan europodručja, prije svega mađarska forinta, bile pod pritiskom te je u ožujku i travnju 2020. došlo do deprecijacije, ali su se već u svibnju oporavile i stabilizirale (grafikon 2.2.5.) kako se poboljšalo globalno raspoloženje u pogledu rizika, a stabilizirali su se i tokovi kapitala. U budućnosti se ne može isključiti određeni povratak volatilnosti tokova kapitala ili pooštavanje vanjskih uvjeta financiranja, djelomično u očekivanju pooštavanja monetarne politike u SAD-u i drugim naprednim gospodarstvima. U tom su kontekstu države izvan europodručja za koje se predviđaju velike neto kreditne pozicije manje izložene vanjskim rizicima (re)financiranja ako bi se oni opet pojavili, a to se odnosi i na države članice sa znatnim deviznim pričuvama. U tom kontekstu važnu ulogu imaju i potrebe privatnog i državnog sektora za vanjskim financiranjem (vidjeti odjeljak 2.4. o državnom sektoru).

Grafikon 2.2.5.: **Nominalne efektivne tečajne stope (NEER)**



Izvor: Europska komisija.



## 2.2.2. KONKURENTNOST

**Jedinični troškovi rada porasli su diljem EU-a zbog znatnog privremenog smanjenja ukupne produktivnosti rada tijekom krize uzrokovane bolešću COVID-19.** U tablici rezultata prikazan je rast jediničnih cijena rada na temelju kumulativnog rasta tijekom tri godine do 2020. iznad praga u 18 država članica, u usporedbi s osam država prije godinu dana. Prije 2020. u nekim su državama bili vidljivi znakovi mogućih pritisaka na pregrijavanje, uključujući Bugarsku, Češku, Estoniju, Latviju, Litvu, Luksemburg, Mađarsku, Maltu, Rumunjsku i Slovačku. Rast jediničnih cijena rada samo se 2020. ubrzao u 22 države članice. Međutim, predviđa se da će se taj izniman rast jediničnih cijena rada 2021. i 2022. djelomično preokrenuti u mnogim državama uslijed općeg povećanja volatilnosti jediničnih cijena rada.

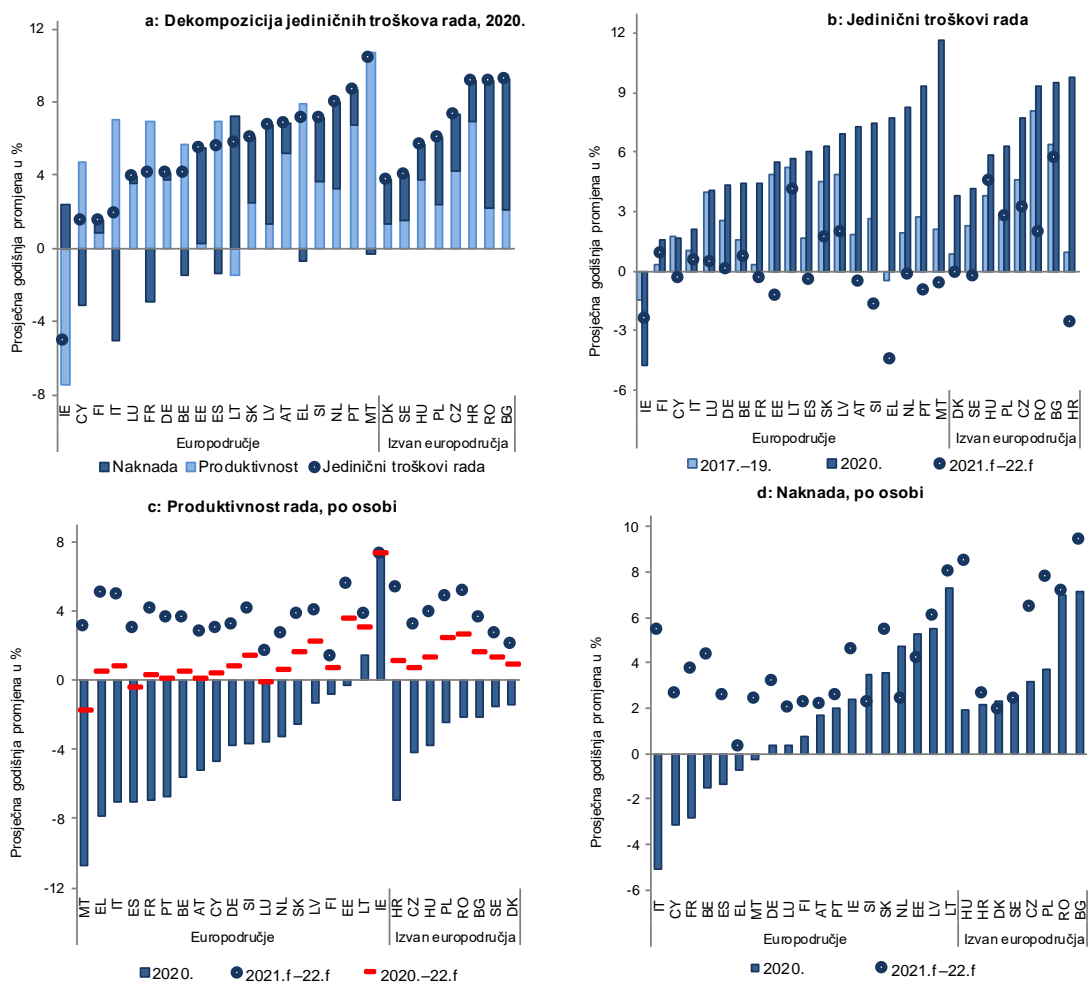
**Zbog posljedica pandemije bolesti COVID-19 i strukturnih napetosti koje nastaju tijekom oporavka teško je procijeniti promjene troškovne konkurentnosti.** Naglo ubrzanje rasta jediničnih cijena rada 2020. i očekivani djelomični preokret u većini država u 2021. i 2022. temelje se pretežno na statističkom učinku zbog velikog zadržavanja radne snage i posljedičnog pada ukupne produktivnosti po glavi stanovnika (grafikon 2.2.6.). To je potaknuto potporama vlade programima za očuvanje radnih mjesta, uglavnom u obliku privremeno proširenih programa skraćenog radnog vremena, kod kojih se prednost daje smanjenju broja radnih sati, umjesto da se utječe na razine zaposlenosti. Kombinacija stagnacije i nedostatka vještina na tržištu rada upućuje na volatilnost i nesigurnost u pogledu razvoja jediničnih cijena rada u budućnosti. To je povezano s problemima u lancu opskrbe i napetostima zbog neujednačenog gospodarskog oporavka, kao i s ubrzanom digitalnom transformacijom te dugoročnim strukturnim promjenama. S obzirom na to da je posljednjih godina u mnogim državama zabilježen velik rast jediničnih cijena rada, gubici troškovne konkurentnosti i dalje su rizik koji treba pratiti, posebno kako bi se vidjelo u kojoj se mjeri gubici iz 2020. mogu nadoknaditi tijekom oporavka. Politike za promicanje konkurentnosti i produktivnosti i dalje su vrlo važne za održiv oporavak od krize uzrokovane bolešću COVID-19.

**Produktivnost rada 2020. smanjila se u gotovo svim državama članicama EU-a, ali očekuje se da će se ove i sljedeće godine oporaviti** (grafikon 2.2.6.c). Inputi rada smanjili su se tijekom krize uzrokovane bolešću COVID-19, uglavnom zbog smanjenog broja radnih sati, dok se stopa zaposlenosti nije značajno mijenjala, uz potporu mjera vlade koje obuhvaćaju proširene programe skraćenog radnog vremena, čija se upotreba tijekom oporavka znatno smanjila. Kao rezultat toga, produktivnost rada na temelju broja zaposlenika u većini država smanjila se u većoj mjeri nego produktivnost rada na temelju odrađenih sati. Očekuje se da će se produktivnost povećati 2021. i 2022., kad započne oporavak i ponište se učinci zadržavanja radne snage. Predviđa se da će 2022. produktivnost po osobi u svim državama članicama biti iznad razine iz 2019., osim u Luksemburgu, Malti, Portugalu i Španjolskoj.

**Rast plaća 2020. bio je umjeren, ali očekuje se da će se 2021. i 2022. povećati, u nekim slučajevima znatno.** Tijekom krize uzrokovane bolešću COVID-19 rast plaća u većini država članica EU-a bio je slab (grafikon 2.2.6.d). Predviđa se da će se 2021. i 2022. naknada po zaposleniku u Bugarskoj, Češkoj, Italiji, Latviji, Litvi, Mađarskoj, Poljskoj, Rumunjskoj i Slovačkoj povećavati po godišnjoj stopi od više od 5 %. U Belgiji, Estoniji i Irskoj povećanja bi u prosjeku trebala iznositi između 4 i 5 %. U Bugarskoj, Češkoj, Estoniji, Latviji, Litvi, Mađarskoj te Rumunjskoj i Slovačkoj trajno visok rast plaća i jediničnih cijena rada bio je problem već prije pandemije jer je dovodio u pitanje troškovnu konkurentnost.

**Kretanja jediničnih cijena rada diljem europodručja trebala bi ponovno podupirati vanjski rebalans nakon što prestanu učinci na produktivnost.** Rast jediničnih cijena rada 2020. bio je veći u nekim državama neto dužnicama, kao što su Grčka, Portugal i Španjolska, jer su zabilježile oštriju recesiju i znatno zadržavanje radne snage. Do 2022. promjena rasta jediničnih cijena rada ponovno će biti poticajna za vanjski rebalans jer se predviđa da će u neto dužnicama biti nešto niži nego u neto vjerovnicama (grafikon 2.2.7.). Na ograničeniji učinak na rebalans u usporedbi s vremenom prije pandemije utjecao je dugotrajan učinak na produktivnost, koji bi trebalo riješiti kako bi se prevladale postojeće razlike. S druge strane, predviđa se da će naknada zaposlenicima biti veća u državama neto vjerovnicama nego u neto dužnicama.

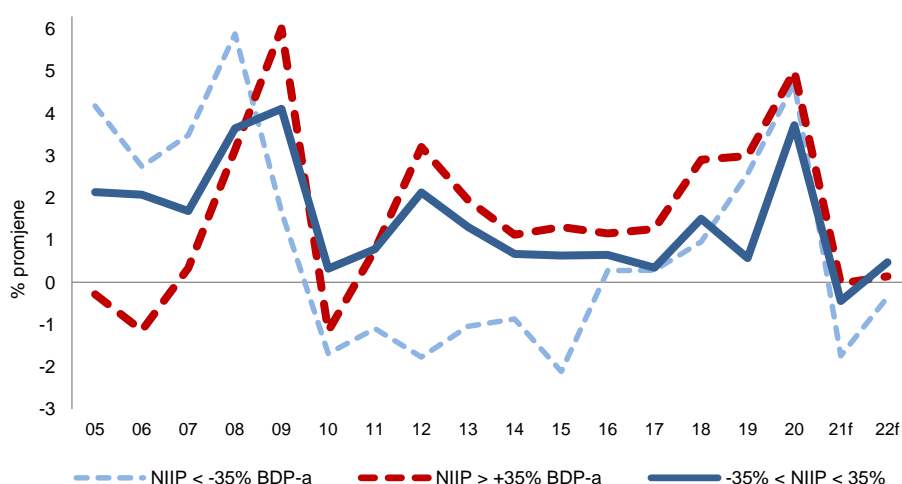
Grafikon 2.2.6.: Povećanje jediničnih troškova rada, naknada i produktivnosti



Napomena: Stope rasta tijekom više godina izračunavaju se na godišnjoj razini.

Izvor: AMECO i Komisijina jesenska gospodarska prognoza 2021.

Grafikon 2.2.7.: Rast jediničnih troškova rada u europodručju



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 2017.–2019. 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.

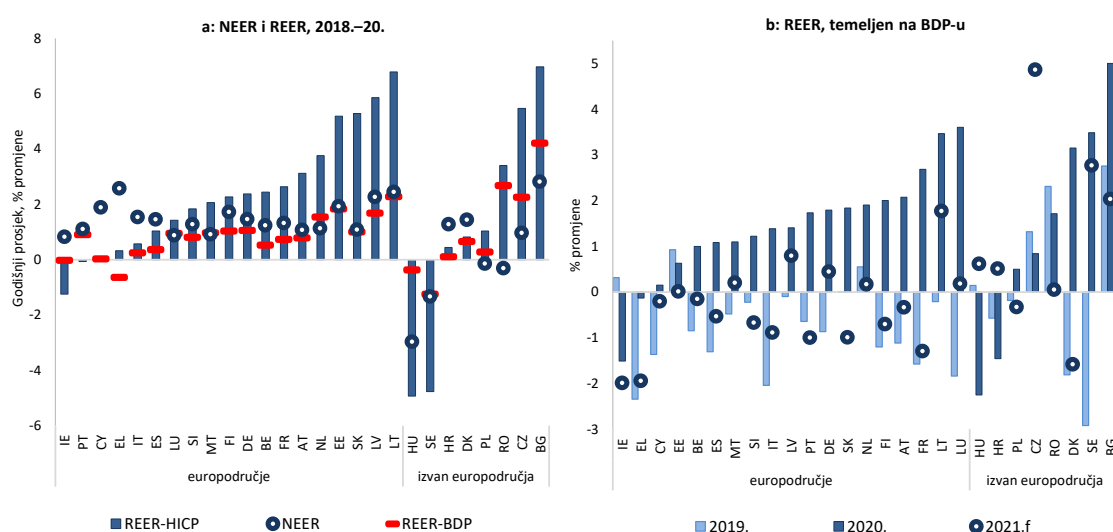
Izvor: AMECO i Komisijina jesenska gospodarska prognoza 2021.

**Kod nominalnih efektivnih tečajnih stopa 2020. u većini država došlo je do aprecijacije.** Najveće aprecijacije zabilježene su u Bugarskoj, Grčkoj, Latviji, Litvi i Švedskoj. Samo su Mađarska te u manjoj mjeri Češka i Poljska zabilježile nominalnu deprecijaciju. Aprecijacija nominalnih efektivnih tečajnih stopa odraz je i aprecijacije eura na početku pandemije bolesti COVID-19 i s njom povezanog bijega ka sigurnoj valuti. Nominalne efektivne tečajne stope do sada su se 2021. aprecirale u većini država EU-a, iako je to u većini slučajeva bilo umjerenije nego 2020.

**Realne efektivne tečajne stope (REER) utemeljene na harmoniziranom indeksu potrošačkih cijena (HIPC) umjereno su se aprecirale u većini država članica 2020., što djelomično odražava nominalnu aprecijaciju.** Jedine države u kojima je došlo do deprecijacije REER-a temeljenog na HIPC-u bile su Hrvatska i Mađarska. Najveće aprecijacije zabilježene su u Bugarskoj, Litvi i Švedskoj. Ta umjerenja aprecijacija uslijedila je nakon deprecijacije koja je 2019. zabilježena u većini država članica. U budućnosti REER temeljen na deflatoru BDP-a, za koji su dostupne prognoze za 2021., upućuje na to da se može očekivati umjereno povećanje realnih tečajnih stopa, uz znatnu aprecijaciju samo u Bugarskoj, Češkoj, Litvi i Švedskoj (grafikon 2.2.8.b).

**Kretanja REER-a podupiru vanjski rebalans, ali samo u ograničenoj mjeri.** U nekim državama neto vjerovnicama, uključujući Dansku, Njemačku, Nizozemsku i Maltu, 2020. zabilježena je aprecijacija REER-a koja je nešto iznad prosjeka EU-a. Neke velike države neto dužnice ili države koje su teže pogođene recesijom uzrokovanom bolešću COVID-19, kao što su Cipar, Grčka, Hrvatska, Italija, Portugal ili Španjolska, zabilježile su određeni porast konkurentnosti u odnosu na navedene države neto vjerovnice, zahvaljujući nižoj inflaciji, što je vidljivo iz umjerenijih kretanja REER-a (grafikon 2.2.8.). Čini se da se ta tendencija nastavlja i 2021., što upućuje na to da kretanja REER-a kratkoročno i dalje umjereno podupiru vanjski rebalans.

Grafikon 2.2.8.: Dinamika nominalnih i realnih efektivnih tečajnih stopa (NEER i REER)



Napomena: REER i nominalna efektivna tečajna stopa (NEER) izračunavaju se u odnosu na 42 trgovinska partnera.  
Izvor: AMECO i Komisijina jesenska gospodarska prognoza 2021.

**Udjeli na izvoznom tržištu 2020. znatno su fluktuirali i tri države članice zabilježile su gubitke iznad praga iz tablice rezultata.** Na temelju kumulativne promjene tijekom pet godina, Francuska, Grčka i Španjolska zabilježile su znatne gubitke udjela na izvoznom tržištu koji premašuju prag. Za razliku od toga, mnoge su države zabilježile i znatan porast udjela, kao što je slučaj s Irskom, Litvom i Poljskom, i to iznad 30 %. Udjeli na izvoznom tržištu 2020. znatno su fluktuirali. U prosjeku, države članice EU-a već su samo 2020. stekle određene udjele na izvoznom tržištu, ali uz znatne razlike među državama.

**Očekuje se da će neke države koje su 2020. imale velike gubitke udjela na izvoznom tržištu u bliskoj budućnosti nadoknaditi samo dio tih gubitaka.** Osim u Austriji i Estoniji, nagli pad bilance usluga u kontekstu krize uzrokovane bolešću COVID-19 u posljednjim je tromjesečjima zaustavljen i u Bugarskoj, Cipru, Grčkoj, Hrvatskoj, Italiji, Mađarskoj, Malti, Portugalu i Španjolskoj. Trgovinska bilanca usluga Njemačke i dalje je blago u suficitu, nakon naglog poboljšanja od početka 2020. Trgovinska bilanca robe od 2019. u nekoliko se država razvijala povoljnije, čime je djelomično neutraliziran pad trgovinske bilance usluga. Očekuje se da će se udjeli na izvoznom tržištu 2021. i 2022. posebno znatno povećati u Hrvatskoj, Grčkoj i Španjolskoj s oporavkom prekograničnih putovanja, ali u svim slučajevima nisu dovoljni za nadoknadu svih gubitaka zabilježenih 2020. Općenito, očekuje se da će se u razdoblju 2020.–2022. udjeli na izvoznom tržištu najviše povećati u Estoniji, Irskoj, Litvi, Luksemburgu i Poljskoj te da će se smanjiti u Grčkoj, Španjolskoj, Francuskoj i Portugalu.

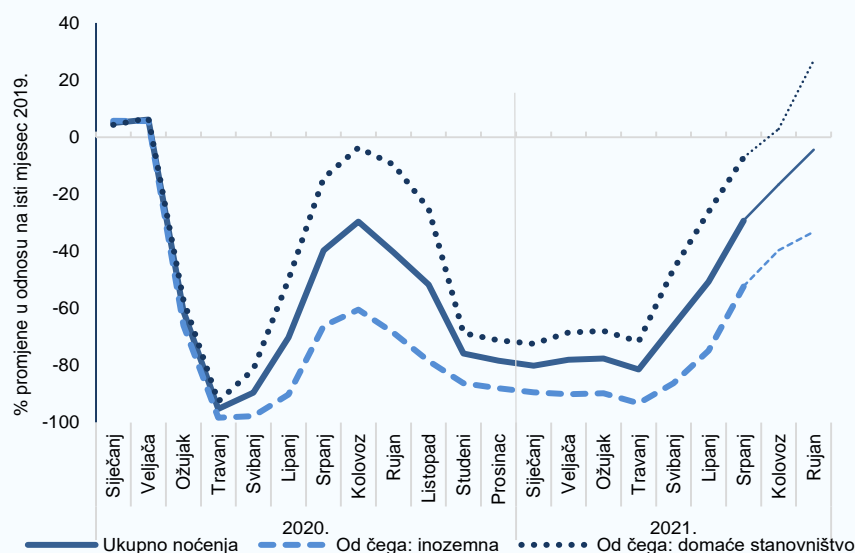
**Kretanja udjela na izvoznom tržištu mogla bi pridonijeti vanjskom rebalansu u budućnosti.** Očekuje se da će u razdoblju 2020.–2022. države s velikim suficitom tekućeg računa, uključujući Dansku, Njemačku i Nizozemsku, izgubiti udjele na izvoznom tržištu. Podaci za drugo tromjesečje 2021. i dalje ukazuju na suficite bilance usluga u postotku BDP-a, uslijed jačanja trgovinske bilance robe u Njemačkoj i Nizozemskoj. Bez obzira na to, te će države s oporavkom turističkih tokova vjerojatno izgubiti dio povećanja udjela na izvoznom tržištu usluga iz razdoblja pandemije bolesti COVID-19.

### Okvir 1.: Turizam tijekom krize uzrokovane bolešću COVID-19

**Turizam je bio jedna od najteže pogođenih gospodarskih aktivnosti tijekom krize uzrokovane bolešću COVID-19** jer su mjere za suzbijanje pandemije uključivale ograničenja u sektorima ugostiteljstva i međunarodnih putovanja. Razmjor štetnog učinka odražava se u velikom padu broja noćenja turista (grafikon 1.): u travnju 2020. broj noćenja u turističkom smještaju smanjio se za 95 % u usporedbi s istim mjesecom 2019. U ljetnim mjesecima zabilježen je znatan oporavak jer se domaći turizam u kolovozu 2020. približio razinama iz 2019. S druge strane, na vrhuncu sezone u kolovozu prekogranična turistička noćenja ostala su 60 % ispod razine iz kolovoza 2019. S drugim valom pandemije putnička aktivnost ponovno se smanjila.

**Nedavni jači oporavak, među ostalim u prekograničnom turizmu, započeo je u svibnju 2021.** To je uslijedilo nakon znatnog napretka u cijepljenju i koordinaciji pravila o prekograničnim putovanjima unutar EU-a uvođenjem EU digitalne COVID potvrde. Domaći i prekogranični turizam povećali su se u srpnju u odnosu na razinu iz 2020., što je posebno izraženo kod potonjeg. Ako se uzmu u obzir i kratkoročne prognoze za kolovoz i rujan, ukupna turistička aktivnost tijekom ljeta 2021. povećala se za oko 30 % u odnosu na 2020., ali je i dalje 16 % niža od razina iz 2019., uz određene promjene u sastavu. (1) Iako se čini da je tijekom ljetnih mjeseci 2021., posebno u rujnu, domaći turizam premašio razine postignute tijekom ljeta 2019., prekogranično putovanje i dalje zaostaje za razinama prije pandemije za više od 40 %. Iz usporedbe prvih devet mjeseci 2021. s istim razdobljem 2020. vidljivo je da su turistički rezultati 2021. porasli za samo oko 12 %, što djelomično odražava činjenicu da pandemija uglavnom nije utjecala na prvo tromjesečje 2020.

Grafikon 1.: Turistička noćenja u EU-u 2020. i 2021.

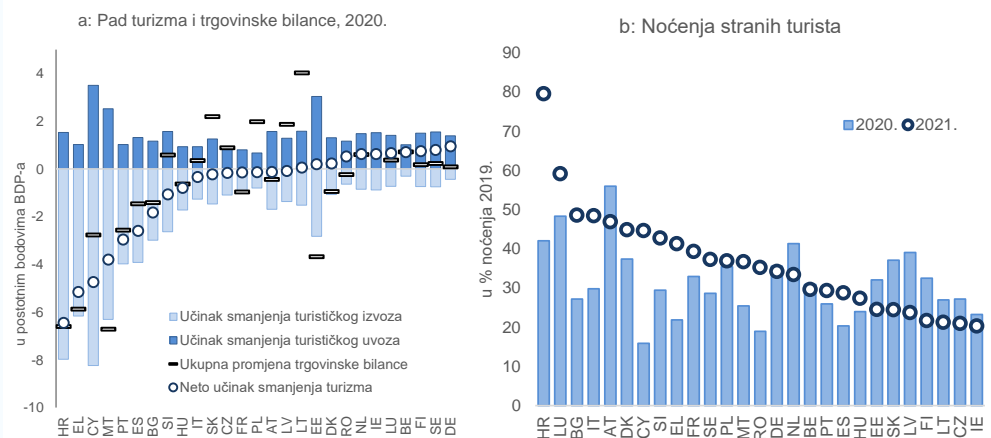


Napomena: Broj noćenja u turističkom smještaju koja je prijavio Eurostat, a povećao se prema kratkoročnim prognozama izrađenima na temelju revizija poduzeća Airbnb za kolovoz i rujan 2021. Procjene za Cipar, Francusku i Irsku temelje se na podacima nacionalnih zavoda za statistiku. Vidjeti i bilješku 1.

**Izvor:** Eurostat i procjene Europske komisije.

**Države članice koje se u velikoj mjeri oslanjaju na izvoz usluga putovanja bile su posebno teško pogođene jer je pandemija uzrokovala znatan pad prekograničnih putovanja.** Veliki pad u međunarodnom turizmu posebno je snažno utjecao na neke države neto dužnice, kao što su Cipar, Grčka, Hrvatska, Portugal ili Španjolska, koje bilježe velike suficite trgovine uslugama putovanja, kao i na Maltu (grafikon 2.a). (2) Za većinu tih država učinak pada međunarodnog turizma na trgovinske bilance najvećim je dijelom zaslužan za pogoršanje njihove ukupne trgovinske bilance tijekom 2020. (3) (4) Negativni učinci na velike izvoznike turističkih usluga postupno prestaju 2021. jer je oporavak prekograničnog turizma sve izraženiji. Na drugom su kraju spektra države koje obično uvoze više usluga putovanja nego što ih izvoze. Kod njih je smanjenje međunarodnih putovanja imalo djelomično pozitivan učinak na trgovinsku bilancu jer su se turisti okrenuli domaćim odredištima.

Grafikon 2.: **Utjecaj pada turizma na trgovinske bilance i projekcije broja noćenja za 2021.**



Napomene: (a) Procijenjeni učinci odnose se samo na trgovinu uslugama evidentiranu pod stavkom putovanja u statistici platne bilance. Temelje se na analizi djelomične ravnoteže u kojoj se upotrebljavaju podaci o trgovini u smislu dodane vrijednosti te se u obzir uzimaju izravni i neizravni učinci. Vidjeti bilješke 3. i 4. (b) Projekcije za 2021. temelje se na podacima o broju noćenja nerezidenata u turističkom smještaju do rujna koje je dostavio Eurostat i koji su, u slučaju nedostatka podataka, nadopunjeni kratkoročnim prognozama na temelju osvrta na AirBnB-u. Procjene za Cipar, Francusku i Irsku temelje se na podacima nacionalnih zavoda za statistiku. Za posljednje tromjesečje 2021. u predviđanjima se pretpostavlja ista razina turističke aktivnosti kao u podacima (i kratkoročnim prognozama) za treće tromjesečje 2021., u postotku noćenja iz 2019.

**Izvor:** Eurostat i procjene Europske komisije

**Preliminarni podaci za 2021. upućuju na djelomičan i postupan oporavak međunarodnog turizma koji se ipak razlikuje među pojedinim državama.** Predviđa se da će se broj noćenja stranih turista u turističkom smještaju 2021. znatno povećati u Cipru, Grčkoj i Hrvatskoj, te nešto manje u Španjolskoj (grafikon 2.b).<sup>(5)</sup> Istodobno se čini da je oporavak međunarodnog turizma u Portugalu slabiji, ali je razina oporavka i dalje nešto iznad razine predviđene za Španjolsku. Znatni porast prekograničnog turizma predviđen je i za Bugarsku, Italiju, Rumunjsku i Sloveniju, dok se za primjerice Austriju, Nizozemsku i nekoliko drugih država članica očekuju smanjenja, što će vjerojatno odražavati različitu sezonsku raspodjelu posjeta stranih turista, kao i učinke preusmjerenja putovanja tijekom 2020. i 2021.

- (1) Za pojedinih o podacima poduzeća AirBnB i metodološkim objašnjenjima kratkoročnih prognoza vidjeti Europska komisija, Europska ekonomska prognoza, jesen 2020., *Tourism in pandemic times: an analysis using real-time big data*, (Turizam u doba pandemije: analiza na temelju velike količine podataka u stvarnom vremenu), posebna tema 3.3. Institutional Paper 136, svibanj 2020. U kratkoročnim prognozama jezik svake revizije upotrebljava se kao približna vrijednost za razlikovanje noćenja domaćih turista i noćenja stranih rezidenata.
- (2) Pojam „međunarodni turizam” odnosi se na međunarodnu trgovinu uslugama putovanja evidentiranu pod stavkom putovanja u statistici platne bilance.
- (3) Procjene učinka pada međunarodnih putovanja na trgovinske bilance temelje se na analizi djelomične ravnoteže koja je usmjerena na trgovinu u smislu dodane vrijednosti obračunavanjem uvoza ulaznih elemenata koji se upotrebljavaju u proizvodnji robe i usluga koje konzumiraju strani turisti. U analizi se navode izravni i neizravni učinci promjene u potražnji stranih turista, odnosno i retrospektivne veze sa sektorima gospodarstva na koje turistička potražnja izravno ne utječe. U analizi se pretpostavlja da se novac koji nije potrošen za putovanje u inozemstvo šteti. Za više informacija vidjeti: L. Coutinho, G. Vukšić i S. Zeugner (2021.), *International tourism decline and its impact on external balances in the euro area* (Pad međunarodnog turizma i njegov učinak na vanjske bilance u europskom području), Quarterly Report on the Euro Area, DG ECFIN, Europska komisija, svezak 20., br. 2., dio III.
- (4) Primjer koji to djelomično pokazuje je Cipar, gdje se visoki neto uvoz usluga međunarodnog prijevoza putnika znatno smanjio 2020., čime se ublažava ukupni učinak na trgovinsku bilancu. Međunarodni prijevoz putnika zasebna je kategorija platne bilance, ali je povezan s međunarodnim turizmom. Budući da podaci za 2020. o tim uslugama nisu dostupni za mnoge države članice EU-a, nije uključen u analizu. U slučaju ostalih država za koje su podaci dostupni, uzimanje te kategorije u obzir ne mijenja znatno rezultate. Na trgovinsku bilancu u Malti, osim stavke putovanja, relativno su snažno utjecale i promjene drugih stavki.
- (5) Pri usporedbi 2021. (projekcije) s cijelom 2020., treba podsjetiti da pandemija nije utjecala na gotovo cijelo prvo tromjesečje 2020. i da je turistička aktivnost tada bila u porastu u odnosu na 2019.

## 2.3. PRIVATNI DUG I TRŽIŠTA STAMBENIH NEKRETNINA

### 2.3.1. PRIVATNI DUG

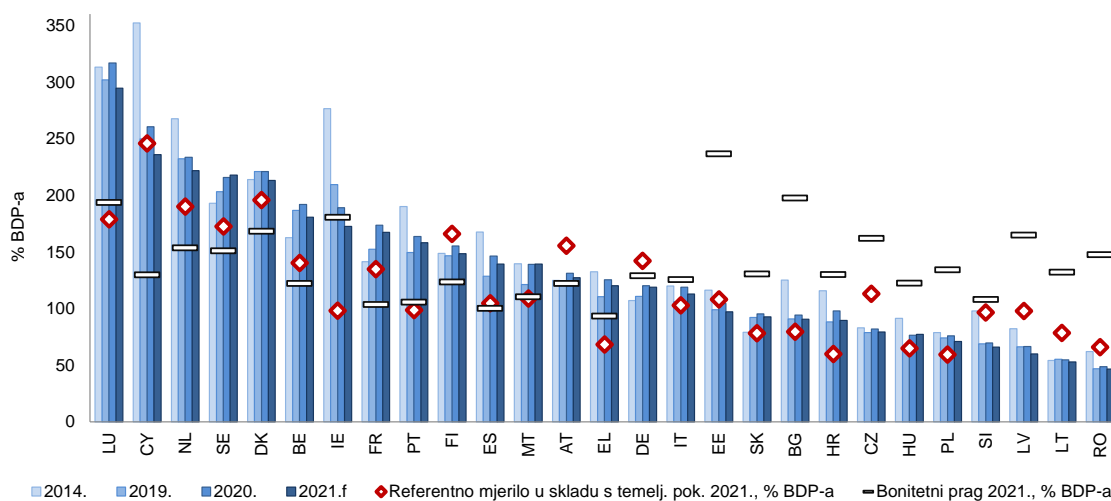
**Udjeli duga privatnog sektora znatno su se povećali zbog krize uzrokovane bolešću COVID-19, ali predviđa se da će se 2021. u većini država ponovno početi smanjivati.** Udio duga privatnog sektora u BDP-u povećao se 2020. u svim državama članicama EU-a, osim u Danskoj, Irskoj i Litvi (grafikon 2.3.1.), čime je prekinuto razduživanje koje je bilo u tijeku u mnogim državama. Povećanje je 2020. uglavnom bilo posljedica smanjenja BDP-a, ali u većini država povećalo se i zaduživanje, posebno u slučaju poduzeća. Kreditna jamstva i moratoriji na otplatu duga bili su važne mjere politike za prevladavanje manjka likvidnosti na početku krize uzrokovane bolešću COVID-19, ali pridonijeli su i povećanju duga. Udjeli duga privatnog sektora u BDP-u bili su iznad praga iz tablice rezultata od 133 % BDP-a u 12 država članica (Belgija, Cipar, Danska, Finska, Francuska, Irska, Luksemburg, Malta, Nizozemska, Portugal, Španjolska i Švedska), u usporedbi s deset država prije godinu dana, kad su Malta i Španjolska bile ispod praga (grafikon 2.3.1.). Zabilježena su znatna povećanja u drugim državama članicama koje su ostale ispod praga. Ukupna razina privatnih dugova čini se visokom u usporedbi s referentnim vrijednostima u kojima se u obzir uzimaju temeljni ekonomski pokazatelji specifični za pojedinu državu i pragovima u kojima se u obzir uzimaju bonitetna pitanja. <sup>(18)</sup> To se odnosi na Belgiju, Cipar, Dansku, Francusku, Grčku, Irsku, Luksemburg, Maltu, Nizozemsku, Portugal, Španjolsku i Švedsku.

**Općenito, kriza uzrokovana bolešću COVID-19 povećala je rizike povezane s razinama privatnog duga.** Predviđa se da će se 2021. s gospodarskim oporavkom udjeli privatnog duga u BDP-u početi smanjivati u cijelom EU-u (grafikon 2.3.1.). Međutim, očekuje se da će u većini država članica EU-a ostati iznad razine iz 2019. Budući da se vladine mjere potpore postupno ukidaju, sposobnost poduzeća i kućanstava da ispune svoje obveze otplate mogla bi biti ugrožena, posebno u sektorima koji su teže pogođeni krizom uzrokovanom bolešću COVID-19 i u kojima su bilance bile slabije i prije krize, što bi moglo dovesti do pogoršanja kvalitete duga. Osim toga, sve veće razine duga poduzeća, kućanstava, vlada i banaka dovele su i do veće međusobne povezanosti sektorâ, što bi moglo ubrzati prijenos šokova u svim sektorima. Poremećaji u globalnim vrijednosnim lancima i poteškoće zbog neravnomjernog gospodarskog oporavka, u kontekstu ubrzane digitalne transformacije, predstavljaju rizike i potiču strukturne promjene koje se odnose na poduzeća i radna mjesta.

---

<sup>(18)</sup> Referentna mjerila za pojedine države izradila je Europska komisija u suradnji s radnom skupinom EPC LIME (Europska komisija, „Benchmarks for the assessment of private debt” (Referentna mjerila za procjenu privatnog duga), napomena za Odbor za ekonomsku politiku, ARES (2017) 4970814) i J.-C. Bricongne, L. Coutinho, A. Turrini i S. Zeugner, „Is Private Debt Excessive?” (Je li privatni dug prevelik?), *Open Economies Review*, 3, 471.–512., 2020. 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 najvećem mogućem pojačanju signala pri predviđanju 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 2.3.1.: **Privatni dug**



**Izvor:** Eurostat, AMECO, Komisijina jesenska gospodarska prognoza 2021. i procjene službi Komisije u pogledu privatnog duga 2021. (vidjeti Prilog 1.). Dugovi obuhvaćaju kredite (F4) i dužničke vrijednosne papire (F3).

### 2.3.1.1. Dug nefinancijskih poduzeća

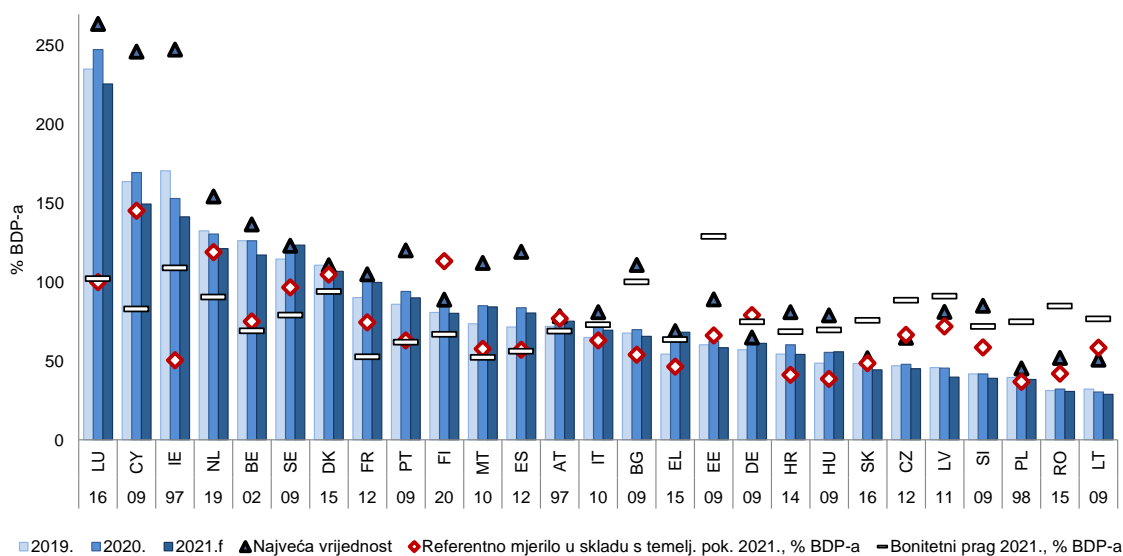
**Zaduženost poduzeća povećala se 2020. u većini država članica EU-a, ponekad naglo.** Udio duga poduzeća u BDP-u povećao se 2020. u 19 država, što je prvenstveno posljedica naglog pada BDP-a. Međutim, neto kreditni tokovi prema poduzećima pridonijeli su i povećanju, u odnosu na znatne gubitke prihoda i uočeni manjak likvidnosti 2020., što je pridonijelo i znatnom povećanju korporativnih depozita. Udjeli duga nefinancijskih poduzeća u BDP-u posebno su se znatno povećali u mnogim državama s već visokim razinama duga poduzeća ili u velikim turističkim sektorima koji su teško pogođeni recesijom (grafikon 2.3.3.a). Te države uključuju Cipar, Francusku, Grčku, Italiju, Maltu, Portugal i Španjolsku. Razine duga poduzeća i dalje su vrlo visoke u Belgiji, Irskoj, Luksemburgu i Nizozemskoj, iako su slabosti djelomično ublažene znatnim udjelom kredita za izravna strana ulaganja i prekograničnim zaduživanjem unutar poduzeća.

**Udjeli duga nefinancijskih poduzeća u BDP-u i dalje su visoki u mnogim državama članicama, a 2020. u 14 su država udjeli duga bili iznad razina na koje upućuju temeljni gospodarski pokazatelji i bonitetni pragovi.** To su Belgija, Cipar, Danska, Francuska, Grčka, Irska, Luksemburg, Malta, Nizozemska, Portugal, Španjolska, Švedska te neznatnije Austrija i Italija (grafikon 2.3.2.). U većini država dug nefinancijskih poduzeća niži je od prethodne najveće vrijednosti s obzirom na znatno razduživanje posljednjih godina, no pandemija je poništila dio tog napretka. Dug poduzeća u nekim državama, kao što su Austrija, Belgija, Danska, Finska, Francuska, Grčka, Italija, Luksemburg, Njemačka, Poljska, Slovačka i Švedska, na najvišoj je razini od sredine 1990-ih ili je vrlo blizu nje.

**U budućnosti visokim rastom nominalnog BDP-a automatski će se smanjiti udio duga u BDP-u 2021. i nakon toga, ali počevši s višim razinama duga.** Zbog snažnog oporavka BDP-a udjeli duga poduzeća u BDP-u vjerojatno će se smanjiti 2021. u svim državama članicama EU-a osim Grčke, Mađarske i Švedske, u nekim slučajevima znatno (grafikon 2.3.3.b). Očekuje se da će kreditni tokovi premašiti razine zabilježene prije pandemije u više od polovine država članica. Visokim rastom nominalnog BDP-a automatski će se smanjiti udio duga u BDP-u 2021. i nakon toga. Izvanredne mjere uvedene 2020. postupno će se ukidati, što će dovesti do povećanja otplata. Osim toga, kako se smanjuje nesigurnost, nefinancijska poduzeća kao alternativu novom zaduživanju mogu koristiti znatne zaštitne slojeve likvidnosti prikupljene 2020., što može pomoći i u razduživanju.



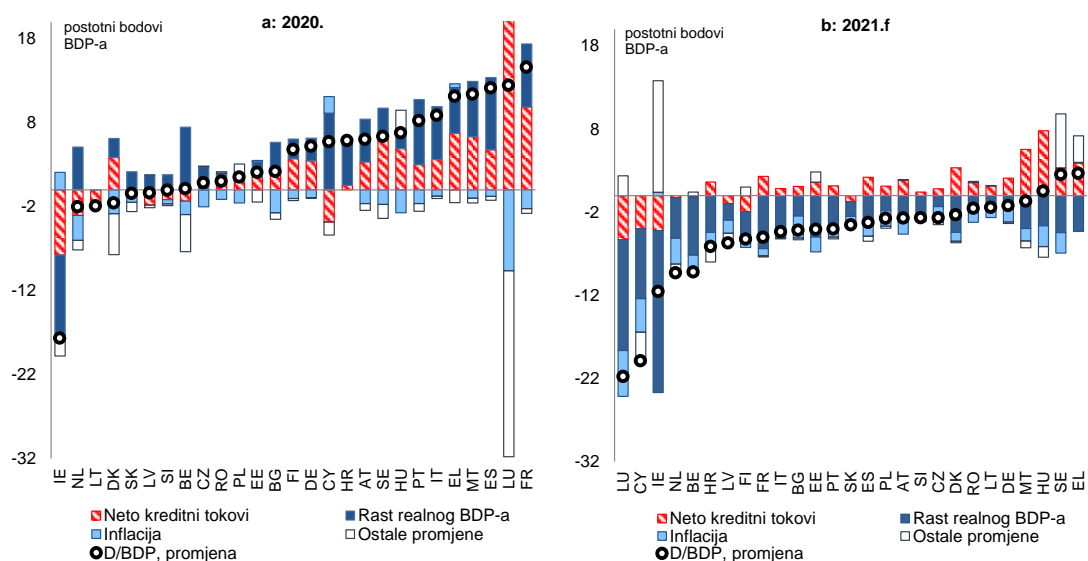
Grafikon 2.3.2.: Dug nefinancijskih poduzeća



Napomene: Brojevi ispod kratica država označavaju godinu u kojoj je zabilježen najveći udio duga, na temelju podataka od 1997. do 2020. Države su prikazane padajućim redoslijedom prema udjelu duga nefinancijskih poduzeća u BDP-u 2020.

Izvor: Eurostat, AMECO, Komisijina jesenska gospodarska prognoza 2021. i procjene službi Komisije u pogledu duga nefinancijskih poduzeća 2021. (vidjeti Prilog 1.). Dugovi obuhvaćaju kredite (F4) i dužničke vrijednosne papire (F3).

Grafikon 2.3.3.: Raščlamba promjene udjela duga nefinancijskih poduzeća u BDP-u 2020. i 2021.



Napomene: Neto kreditni tokovi (dužničke transakcije) odgovaraju transakcijama kredita (F4) i dužničkih vrijednosnih papira (F3) iz Eurostatovih računa financijskih transakcija po sektorima. Doprinosi neto kreditnih tokova za Luksemburg 2020. iznosi 40,1 postotni bod.

Izvor: AMECO, Eurostat te procjene službi Komisije i izračuni na temelju mjesečnih podataka ESB-a o transakcijama kredita i dužničkih vrijednosnih papira monetarnih financijskih institucija (tokovi) s privatnim sektorom iz baze podataka BSI, Komisijina jesenska prognoza 2021.

**Općenito, kreditni tokovi prema nefinancijskim poduzećima od početka krize uzrokovane bolešću COVID-19 imaju jasno prepoznatljive obrasce koji odražavaju različite faze pandemije (grafikon 2.3.3.b).<sup>(19)</sup> Bankovni krediti nefinancijskim poduzećima povećali su se 2020. u više od dvije**

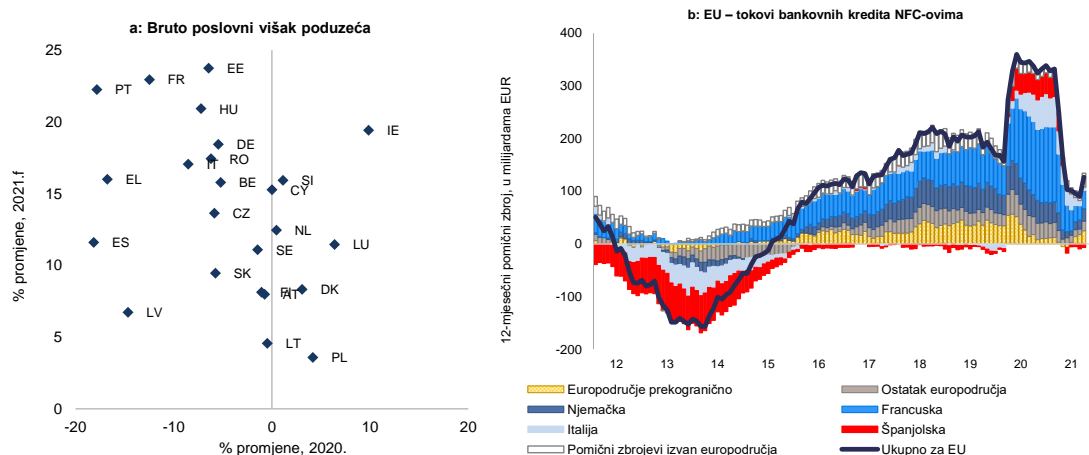
<sup>(19)</sup> Kad je riječ o bankovnom kreditiranju nefinancijskih poduzeća, početak pandemije u ožujku 2020. bio je popraćen naglim ubrzanjem rasta kreditiranja prvih mjeseci, što je, među velikim članicama europodručja, bilo posebno izraženo u Francuskoj i Španjolskoj (grafikon 2.3.4.b). Taj je nagli rast bio slabiji u Njemačkoj, postupniji u Italiji i manje vidljiv u državama EU-a izvan europodručja. Istodobno su na početku krize prekogranični krediti unutar europodručja postali značajniji. Kreditni rast zatim je naglo pao i u većini slučajeva početkom 2021. dosegnuo stope rasta ispod razine zabilježene prije pandemije. To je vrlo veliki odmak od trenda kreditiranja poduzeća koji se posljednjih godina postupno povećavao, ali je uglavnom bio stabilan.

trećine država članica, među ostalim u mnogim državama članicama s visokim dugom nefinancijskih poduzeća, kao što su Danska, Francuska, Grčka, Italija, Malta, Nizozemska, Portugal, Španjolska i Švedska. To se dogodilo u kontekstu u kojem su državna kreditna jamstva pomogla u održavanju kreditnih tokova, a moratoriji na otplatu duga održavali nominalne dugove višima nego što bi bili. Međutim, dok je razvidno da je u nekim velikim državama članicama rast kreditiranja nefinancijskih poduzeća u zadnje vrijeme usporen te je u većini slučajeva početkom 2021. dosegno stope rasta ispod razine zabilježene prije pandemije, u manjim je državama članicama taj rast prisutan (grafikon 2.3.4.b). U mjeri u kojoj je potražnja nefinancijskih poduzeća za kreditima smanjena zbog toga što upotrebljavaju akumulirane zaštitne slojeve likvidnosti, kreditni tokovi mogli bi se u dogledno vrijeme povećati. Međutim, ukupno smanjenje kreditiranja moglo bi biti i znak slabe potražnje za kreditima ili ponude kredita, što bi moglo ukazivati na slabu ulagačku aktivnost u budućnosti.

**Kreditna jamstva i moratoriji na otplatu duga pomogli su nefinancijskim poduzećima da prežive pandemiju, ali se u budućnosti i dalje može pojaviti sve više poteškoća u otplati duga.** Kreditna jamstva i moratoriji na otplatu duga bili su važne mjere politike za prevladavanje manjka likvidnosti na početku krize uzrokovane bolešću COVID-19, ali i pridonijeli su povećanju duga. U nekim će slučajevima neodrživa i tehnički nesolventna poduzeća uspjeti ostati na tržištu, odgoditi svoje obveze plaćanja i likvidaciju do koje bi inače došlo. Odgoda otplate duga nefinancijskih poduzeća, omogućena moratorijima u cijelom EU-u koji su uvedeni vladinim mjerama ili dobrovoljnim inicijativama vjerovnika, podrazumijevala je automatsko povećanje razine duga. Postupnim ukidanjem moratorija na otplatu tijekom 2021. mogle bi se otkriti poteškoće u otplati duga u dijelovima korporativnog sektora. Kriza uzrokovana bolešću COVID-19 dosad nije dovela do povećanja nesolventnosti poduzeća, no do toga može doći povratkom u normalno stanje, što potencijalno predstavlja rizik za financijski sektor.

**Visoke razine duga poduzeća i niska profitabilnost u nekim sektorima mogli bi negativno utjecati na izgled za ulaganja i otplatu duga u budućnosti.** Profitabilnost poduzeća pogoršala se u većini država članica 2020. (grafikon 2.3.4.a). Iako je profitabilnost poduzeća porasla u prvim mjesecima 2021. u gotovo svim državama članicama, i dalje su prisutne slabosti u uslužnim sektorima koji su izloženi pandemiji. Stalna dinamika inflacije mogla bi dovesti i do smanjenih profitnih marži i poteškoća poduzeća da otplate dug ako troškovi postanu veći od prihoda, a nedavna kretanja cijena energije čimbenik su rizika. Ulaganja u opremu smanjila su se od kraja 2019. u svim državama članicama osim u Cipru. Pad je bio znatan u mnogim državama s velikim dugom poduzeća, uključujući Belgiju, Irsku, Luksemburg i Nizozemsku, kao i u nekim državama s velikim turističkim sektorom, kao što su Italija, Malta, Portugal i Španjolska. Visoke razine duga poduzeća čimbenik su rizika za privatna ulaganja u budućnosti, posebno s obzirom na dodatne potrebe za podupiranjem zelene i digitalne transformacije. Kako oporavak napreduje, postoje naznake strukturnih promjena u kontekstu povećanih poremećaja u lancu opskrbe. To je vidljivo iz kombinacije napetosti i stagnacije na tržištu rada te trajne neusklađenosti vještina.

Grafikon 2.3.4.: **Bruto poslovni višak poduzeća i tokovi bankovnih kredita nefinancijskim poduzećima**



(1) Bruto poslovni višak financijskih i nefinancijskih poduzeća, u nacionalnoj valuti. Podaci o bruto poslovnom višku nisu dostupni za Bugarsku, Hrvatsku i Maltu. Tokovi bankovnih kredita u EU-u odnose se na 12-mjesečni pomični zbroj, u milijardama eura.

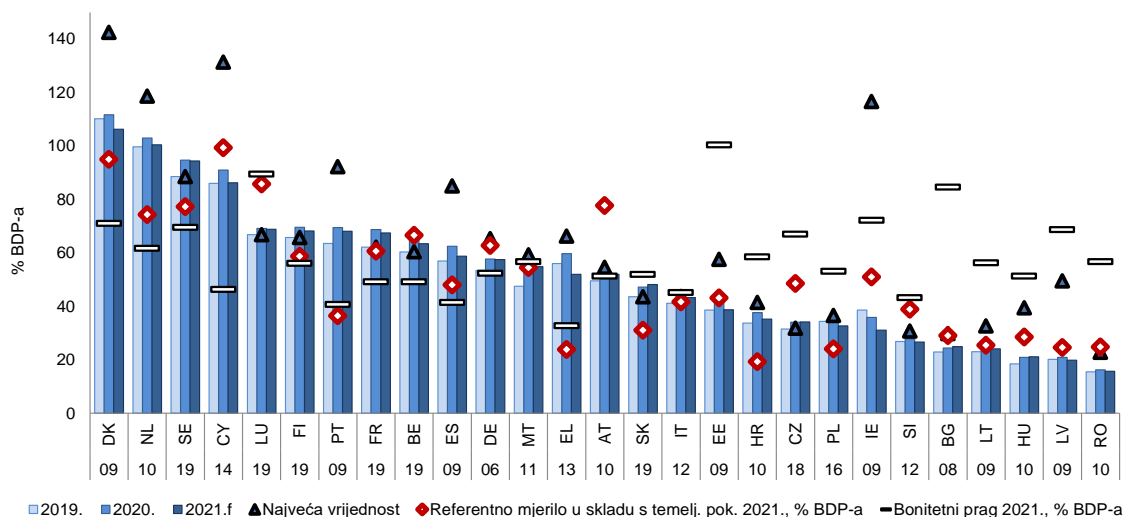
Izvor: AMECO i ESB, baza podataka BSI.

### 2.3.1.2. Dug kućanstava

**Dug kućanstava povećao se zbog pandemije u gotovo svim državama članicama EU-a.** Kućanstva u većini država članica EU-a razduživala su se uoči pandemije, ali su i dalje bilježila visoke razine zaduženosti (grafikon 2.3.5.). Pandemija je prekinula razduživanje kućanstava ili dodatno povećala zaduženost kućanstava u državama u kojima se dug već povećavao (grafikon 2.3.6.). Povećanje udjela duga kućanstava u BDP-u 2020. u većini je slučajeva bilo posljedica velikog pada BDP-a (grafikon 2.3.7.). Taj će se učinak barem djelomično poništiti 2021. kad se gospodarstva počnu oporavljati. U brojnim će državama dinamičan rast kredita, posebno hipotekarnog duga, vjerojatno pridonijeti dugoročnijem povećanju udjela duga zbog velike aktivnosti na tržištu nekretnina i bržeg rasta cijena stambenih nekretnina (grafikon 2.3.7.b). Općenito, u brojnim će državama, posebno u onima u kojima su udjeli duga kućanstava u BDP-u prije pandemije bili iznad referentnih vrijednosti za pojedine države, dug kućanstava i dalje biti visok.

**Razine duga kućanstava bile su 2020. iznad temeljnih pokazatelja i bonitetnih pragova u osam država.** Kao i 2019., to su Danska, Finska, Francuska, Grčka, Nizozemska, Portugal, Španjolska i Švedska (grafikon 2.3.5.). Dug kućanstava i dalje premašuje bonitetne razine u Belgiji i Cipru, iako je blizu onoga što se može objasniti temeljnim pokazateljima, dok je dug kućanstava u Hrvatskoj i Slovačkoj znatno iznad referentnih vrijednosti zasnovanih na temeljnim pokazateljima, iako je i dalje ispod bonitetnih razina. U nekim su državama udjeli duga naizgled znatno veći kada se izračunaju kao udio bruto raspoloživog dohotka kućanstava. To je slučaj u Irskoj, Luksemburgu i Malti, gdje se procjenjuje da dug kućanstava premašuje 100 % bruto raspoloživog dohotka kućanstava. <sup>(20)</sup>

Grafikon 2.3.5.: Dug kućanstava

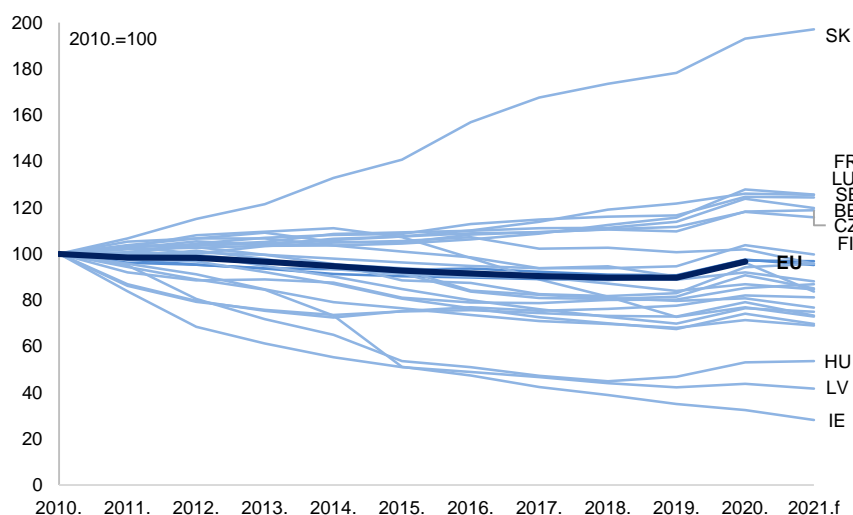


Napomena: Brojevi ispod kratica država označavaju godinu u kojoj je zabilježen najveći udio duga, na temelju podataka od 1997. do 2020. Države su prikazane padajućim redoslijedom prema udjelu duga kućanstava u BDP-u 2020.

Izvor: Eurostat, AMECO, Komisijina jesenska gospodarska prognoza 2021. i procjene službi Komisije u pogledu duga kućanstava 2021. (vidjeti Prilog 1.). Dugovi obuhvaćaju kredite (F4) i dužničke vrijednosne papire (F3).

<sup>(20)</sup> Za Maltu je to približna vrijednost jer podaci o bruto raspoloživom dohotku kućanstava nisu dostupni iz Eurostatovih nacionalnih računa po sektorima. Procjena je dobivena na temelju udjela bruto raspoloživog dohotka kućanstava u BDP-u izračunanog na temelju podataka za realni bruto raspoloživi dohodak po stanovniku, dostupnih u Eurostatu (B6G\_R\_HAB).

Grafikon 2.3.6.: **Kretanje udjela duga kućanstava u BDP-u diljem EU-a**



Izdvojene su samo države s kretanjima koja znatno odstupaju od onih u EU-u u cjelini.

**Izvor:** Eurostat i procjene službi Komisije.

**Pandemija je manje utjecala na neto kreditne tokove prema kućanstvima nego na neto kreditne tokove prema poduzećima.** Moratoriji na dug i smanjene otplate pridonijeli su 2020. održavanju neto kreditnih tokova prema kućanstvima, uz određene razlike među državama članicama. U Luksemburgu i Švedskoj, državama s relativno visokim dugom kućanstava (u slučaju Luksemburga u odnosu na bruto raspoloživi dohodak kućanstava), neto kreditni tokovi prema kućanstvima dosegli su 2020. oko 4–5 % BDP-a. U drugim državama s relativno visokim dugom kućanstava, uključujući Belgiju, Finsku i Francusku, neto tokovi bili su ograničeniji i kretali su se u rasponu od 2 % do 3% BDP-a. To je bio slučaj i u Slovačkoj, gdje je dug kućanstava i dalje ispod bonitetne referentne vrijednosti, ali se već niz godina povećava iznad razine na koju upućuju temeljni pokazatelji, te u Malti, gdje se dug kućanstava isto tako povećava i blizu je bonitetne referentne vrijednosti.

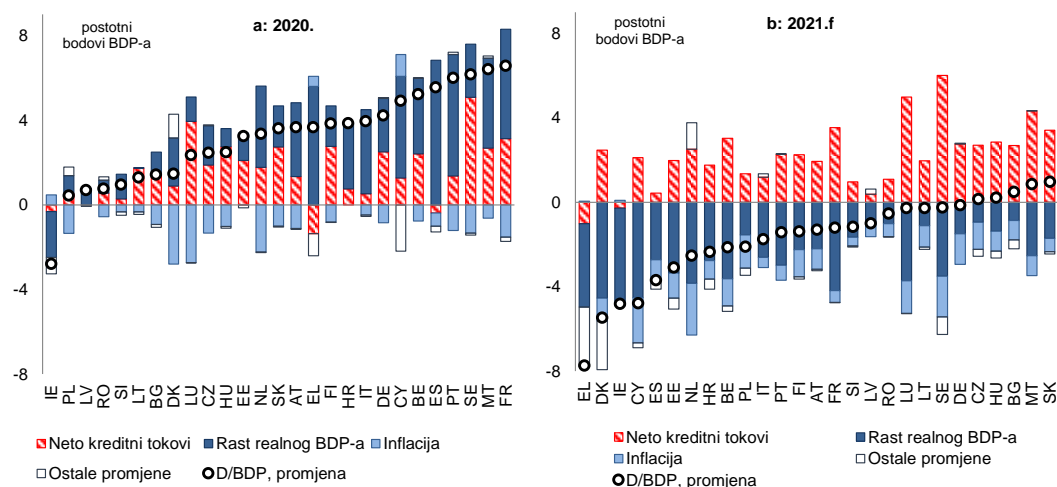
**Ukupno gledano, bankovno kreditiranje kućanstava nastavljeno je prethodnim trendom nakon intenzivnih mjeseci pandemije.** Razdoblje pandemije obilježeno je privremenim smanjenjem neto toka bankovnih kredita (grafikon 2.3.8.a). To je bilo najizraženije u Francuskoj i Španjolskoj (među velikim državama europskog područja) i općenito je bilo u skladu s padom neto toka potrošačkih kredita (grafikon 2.3.8.b). Ti su obrasci možda bili povezani s ograničenjima kretanja koja su otežavala mogućnosti potrošnje. S druge strane, hipotekarno kreditiranje ostalo je relativno stabilno prije nego što se ubrzalo krajem 2020.

**Zaduživanje kućanstava postalo je dinamičnije 2021.** Ove se godine u mnogim državama očekuju znatniji neto kreditni tokovi prema kućanstvima. Prognoze u pogledu promjena duga i neto kreditnih tokova na temelju mjesečnih podataka ESB-a o bankovnom kreditiranju (vidjeti Prilog 1.) ukazuju na povećanje transakcija u većini država. Najznačajnija povećanja zabilježena su u Luksemburgu, Malti i Švedskoj, gdje povećanje iznosi više od 4 % BDP-a, nakon čega slijede Belgija, Francuska i Slovačka (grafikon 2.3.7.b). Očekuje se da će u Finskoj, uzimajući u obzir države s višim dugom kućanstava, kreditni tokovi prema kućanstvima 2021. ostati blizu 2 % BDP-a.

**Iako se štednja kućanstava povećala, još bi se uvijek mogli ostvariti rizici u pogledu kapaciteta kućanstava za otplatu duga.** Stopa štednje kućanstava povećala se 2020. zbog prisilne štednje u okviru mjera ograničavanja kretanja ili zbog opreza. Predviđa se da će ukupna stopa štednje kućanstava i 2021. biti iznad razine iz 2019. Stope štednje kućanstava u Cipru i Grčkoj i dalje su relativno niske. Danska isto tako ima znatno nižu stopu štednje od drugih država s visokim dugom u smislu bruto raspoloživog dohotka kućanstava (grafikon 2.3.9.a). Kućanstva su 2020. i početkom 2021. akumulirala financijsku imovinu, posebno depozite, što je dovelo do poboljšanja financijskog položaja. Rizici za otplatu duga povezani s povećanjem nezaposlenosti koji bi negativno utjecali na dohodak kućanstava i dalje su

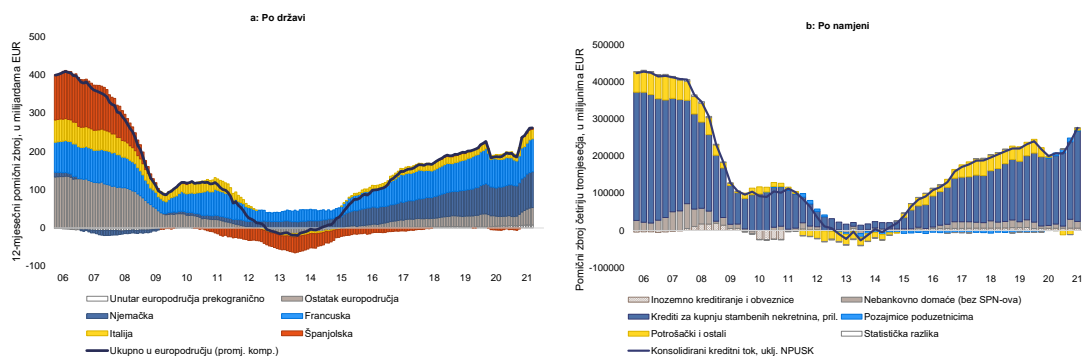
ograničeni (grafikon 2.3.9.b). Međutim, iako se kućanstva trenutno suočavaju s vrlo niskim kamatnim opterećenjem, promjena smjera monetarne politike može utjecati na njihovu sposobnost otplate duga, posebno u slučajevima u kojima prevladavaju ugovori s promjenjivom kamatnom stopom. <sup>(21)</sup>

Grafikon 2.3.7.: Raščlamba promjene udjela duga kućanstava u BDP-u 2020. i 2021.



**Izvor:** Eurostat. Neto kreditni tokovi (dužničke transakcije) odgovaraju transakcijama kredita (F4) i dužničkih vrijednosnih papira (F3) iz Eurostatovih računa financijskih transakcija po sektorima. Ostali izvori su AMECO i procjene službi Komisije te izračuni koji se temelje na mjesečnim podacima ESB-a o transakcijama kredita i dužničkih vrijednosnih papira monetarnih financijskih institucija (tokovi) s privatnim sektorom iz baze podataka BSI.

Grafikon 2.3.8.: Tokovi bankovnih kredita prema kućanstvima u europodručju

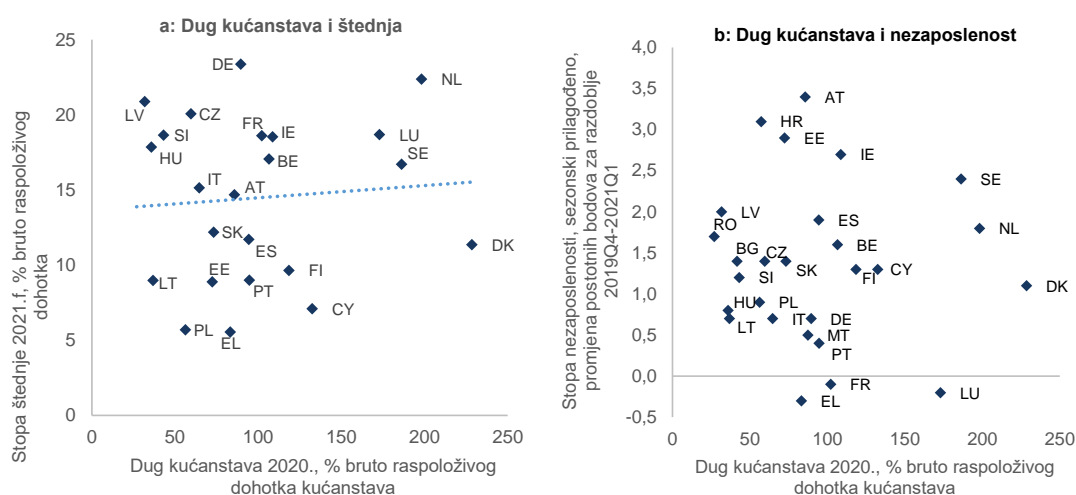


Napomene: Grafikon a: 12-mjesečni pomični zbroj; i grafikon b: pomični zbroj četiriju tromjesečja.

**Izvor:** ESB.

<sup>(21)</sup> Udio ugovora s promjenjivom kamatnom stopom u novim stambenim kreditima bio je iznad ili blizu 90 %, barem od 2013., u Bugarskoj, Cipru, Finskoj i Latviji.

Grafikon 2.3.9.: Dug kućanstava, štednja kućanstava i rizici od nezaposlenosti



**Izvor:** Eurostat i AMECO. Za Maltu se bruto raspoloživi dohodak dobiva primjenom udjela bruto raspoloživog dohotka kućanstava u BDP-u izračunanog na temelju podataka za realni bruto raspoloživi dohodak po stanovniku dostupnih Eurostatu (B6G\_R\_HAB). Bruto raspoloživi dohodak kućanstava za Bugarsku i Hrvatsku isto je tako izračunan na temelju BDP-a za 2020. i posljednjeg dostupnog udjela bruto raspoloživog dohotka kućanstava u BDP-u jer podaci o bruto raspoloživom dohotku za 2020. nisu dostupni ni za te države.

### 2.3.2. STAMBENE NEKRETNINE

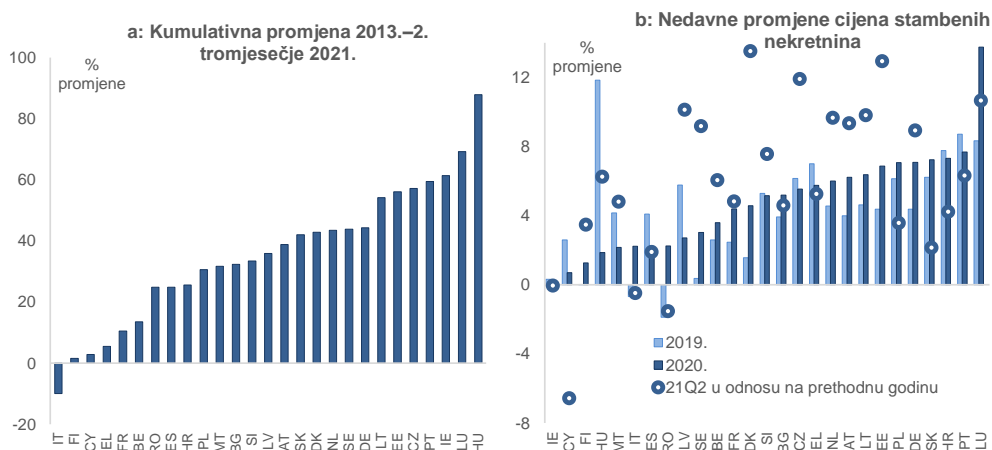
**U deset je država članica 2020. došlo do povećanja realnih cijena stambenih nekretnina iznad praga iz tablice rezultata od 6 %.** To su Austrija, Estonija, Hrvatska, Litva, Luksemburg, Nizozemska, Njemačka, Poljska, Portugal i Slovačka (grafikon 2.3.10.b), u dvije države prije više od godinu dana. U slučaju Hrvatske, Luksemburga, Poljske i Slovačke to je druga godina zaredom u kojoj se cijena stambenih nekretnina povećava iznad tog praga, dok se u Portugalu svake godine od 2016. bilježi povećanje za više od 6 %.

**Cijene stambenih nekretnina nastavile su 2021. snažno rasti u većini država članica.** Rast realnih cijena stambenih nekretnina dodatno se ubrzao u prvoj polovini ove godine, pri čemu je u 14 država članica EU-a zabilježeno povećanje realnih cijena stambenih nekretnina za više od 6 % u odnosu na prethodnu godinu (grafikon 2.3.10.b). U Češkoj, Danskoj, Estoniji, Latviji i Luksemburgu realni rast premašio je 10 % u odnosu na prethodnu godinu. Tijekom prva dva tromjesečja 2021. realne cijene stambenih nekretnina smanjile su se u Cipru i, u manjoj mjeri, Rumunjskoj te su uglavnom bile nepromijenjene u Irskoj i Italiji.

**Rast cijena stambenih nekretnina potaknut je nizom čimbenika koji potiču potražnju i ograničavaju ponudu.** Ograničenja ponude postojala su i prije pandemije, za vrijeme ograničenja kretanja privremeno su pogoršana i može se očekivati da će ih narednih godina i dalje biti. Moguće je da je pandemija uzrokovala strukturne promjene u potražnji za stambenim nekretninama jer se prelaskom na rad na daljinu mogu promijeniti geografske preferencije. Na nekim bi lokacijama to moglo značiti da potražnja premašuje ponudu. Financijski uvjeti bili su povoljni i općenito će vjerojatno i dalje pogodovati povećanoj potražnji za stambenim nekretninama. Budući da se zbog oporavka povećava dohodak kućanstava, čini se da će cijena stambenih nekretnina i dalje rasti.

**Nedavna povećanja cijena stambenih nekretnina podržavaju stalan trend rasta cijena stambenih nekretnina prisutan u cijelom EU-u od 2013.** Realne cijene stambenih nekretnina porasle su u svim državama članicama osim u Italiji. Najveća povećanja, padajućim redoslijedom, zabilježena su u Mađarskoj, Luksemburgu, Irskoj, Portugalu, Češkoj, Estoniji i Litvi (grafikon 2.3.10.a). Jedina država članica EU-a u kojoj se taj trend rasta nije nastavio 2020. bila je Irska, koja je 2019. i 2020. imala uglavnom stabilne cijene.

Grafikon 2.3.10.: Promjene realnih cijena stambenih nekretnina



Napomene: Podaci za Grčku odnose se na prvo tromjesečje 2021. umjesto na drugo tromjesečje 2021.

Izvor: Eurostat i izračuni službi Komisije.

**Čini se da su stambene nekretnine precijenjene u većini država EU-a.** Usporedba indeksa cijena stambenih nekretnina s referentnim vrijednostima u kojima se u obzir uzima učinak temeljnih pokretača cijena kao što su dohodak i demografska kretanja pokazuje da je precijenjenost stambenih nekretnina rasprostranjena. <sup>(22)</sup> To se posebno odnosi na Austriju, Belgiju, Češku, Dansku, Francusku, Luksemburg, Mađarsku, Nizozemsku, Njemačku, Portugal, Slovačku i Švedsku, u kojima su prisutne znatne razlike (grafikon 2.3.11.a). Mjera cjenovne pristupačnosti, zasnovana na broju godina prosječnog dohotka potrebnog za kupnju kuće od 100 kvadratnih metara <sup>(23)</sup>, pokazuje veliku precijenjenost u Hrvatskoj, Irskoj i Malti, dok je za kupnju kuće od 100 kvadratnih metara potrebno više od deset godina dohotka u jedanaest drugih država članica. To su Austrija, Cipar, Estonija, Francuska, Grčka, Mađarska, Nizozemska, Poljska, Portugal, Španjolska i Švedska (grafikon 2.3.11.b).

**U brojnim slučajevima moguća precijenjenost stambenih nekretnina povezana je s visokim dugom kućanstava ili povećanjem hipotekarnih kredita.** U Luksemburgu su visoke i snažno rastuće cijene stambenih nekretnina popraćene vrlo visokim razinama duga kućanstava. U Austriji, Belgiji, Danskoj, Francuskoj, Nizozemskoj, Njemačkoj, Portugalu i Švedskoj prisutni su znakovi potencijalne precijenjenosti stambenih nekretnina uz znatan, u slučaju Danske vrlo visok, dug kućanstava. U slučaju Slovačke pokazatelji potencijalne precijenjenosti stambenih nekretnina zabilježeni su uz najveće povećanje duga kućanstava posljednjih godina, iako je početna vrijednost bila niska.

**Rizici od znatnog smanjenja cijena stambenih nekretnina ublaženi su ograničenjem na strani ponude, no i dalje postoje gospodarski problemi.** Makrobonitetne mjere uvedene su u mnogim državama članicama i pridonijele su smanjenju rizikâ za ukupnu financijsku stabilnost povezanih s tržištem stambenih nekretnina. <sup>(24)</sup> Manje dinamična ponuda stambenih nekretnina pridonijela je porastu

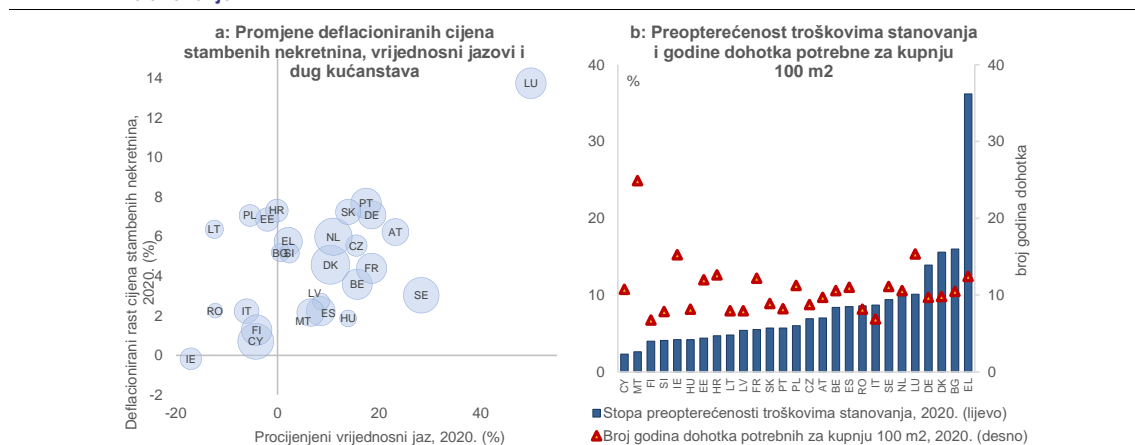
<sup>(22)</sup> Vrijednosni jazovi u cijenama stambenih nekretnina izračunavaju se u odnosu na referentne vrijednosti kako bi se u obzir uzeli učinci specifični za svaku državu. Sintetički vrijednosni jazovi temelje se na razlici koja proizlazi iz primjene različitih referentnih mjerila: i. odstupanje omjera cijena 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.

<sup>(23)</sup> 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.

<sup>(24)</sup> Makrobonitetne mjere prati Europski odbor za sistemske rizike (ESRB). ESRB je u rujnu 2019. izdao upozorenja po državama članicama 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 ESRB-a u studenome 2016., a isto vrijedi za Austriju. Uredbom o PMN-u (Uredba (EU

cijena; međutim, manjom izgradnjom smanjuje se i izravan gospodarski učinak ispravka cijena stambenih nekretnina.

Grafikon 2.3.11.: **Cijene stambenih nekretnina, parametri vrednovanja, dug kućanstava i preopterećenost troškovima stanovanja**



Napomene: Veličina balona u lijevom grafikonu odgovara dugu kućanstava u postotku BDP-a 2020. Vidjeti bilješku 22. za informacije o vrijednosnim jazovima. Stopa preopterećenja zbog troškova stanovanja je postotak stanovništva koje živi u kućanstvima u kojima ukupni troškovi stanovanja (neto bez doplataka za stanovanje) čine više od 40 % ukupnog raspoloživog dohotka kućanstava (neto bez doplataka za stanovanje).

Izvor: Eurostat i izračuni službi Komisije.

**Cjenovna pristupačnost stambenih nekretnina pogoršala se.** Budući da cijene stambenih nekretnina rastu brže od dohotka kućanstava, cjenovna pristupačnost stambenih nekretnina pogoršala se. Povećanje cijena stambenih nekretnina općenito se nije odrazilo na povećanje zaduženosti kućanstava, no do toga bi moglo doći u budućnosti jer kupnja stambenih nekretnina postaje skuplja. Rast cijena stambenih nekretnina premašio je 2020. rast dohotka u svim državama članicama EU-a osim Cipra, Irske i Latvije. U Bugarskoj, Danskoj, Luksemburgu i Njemačkoj više od 10 % stanovništva troši najmanje 40 % raspoloživog dohotka na troškove stanovanja; u Grčkoj to vrijedi za više od 36 % stanovništva (grafikon 2.3.11.b). Osim očitih socijalnih učinaka, to može imati i znatne makroekonomske posljedice, prvenstveno zbog pogrešne raspodjele sredstava. Visoke cijene stambenih nekretnina mogu dovesti do smanjenja ukupne privatne potrošnje i povećanja neto vanjske trgovinske bilance ako kupci stambenih nekretnina imaju sklonost potrošnji koja je veća od prosjeka. Ako je popraćeno zaduživanjem, to može dovesti do preusmjerenja kredita od ulaganja kojima se potiče produktivnost. Naposljetku, nedostatak cjenovno pristupačnih stambenih nekretnina može negativno utjecati na mobilnost radne snage, a time i na konkurentnost.

**Na tržište poslovnih nekretnina znatno je utjecao šok uzrokovan bolešću COVID-19 u kontekstu velikog smanjenja transakcija i ispravka cijena.** Od izbijanja bolesti COVID-19 kretanja u području poslovnih nekretnina više nisu povezana s kretanjima u području stambenih nekretnina. Transakcije na tržištu poslovnih nekretnina znatno su se smanjile, a u segmentu maloprodaje došlo je do znatnog ispravka cijena. Iako nepotpunost podataka o poslovnim nekretninama ne omogućuje pouzdanu procjenu rizika i slabosti, rezultati istraživanja provedenog među ulagateljima upućuju na to da se tržišno raspoloženje i dalje pogoršava. <sup>(25)</sup> To može predstavljati rizik za neke banke jer se poslovne nekretnine obično upotrebljavaju kao kolateral za kredite nefinancijskim poduzećima, a posebno za fondove za nekretnine koji su glavni izravni vlasnici poslovnih nekretnina.

br. 1176/2011) Komisija se poziva da uzme u obzir sva upozorenja ili preporuke ESRB-a upućene državama članicama koje su predmet detaljnog preispitivanja. Ažurirano izvješće za 2019. očekuje se početkom 2022.

<sup>(25)</sup> ESB (2021.), Pregled financijske stabilnosti, svibanj 2021., na temelju globalnog praćenja poslovnih nekretnina koje provodi organizacija RICS.





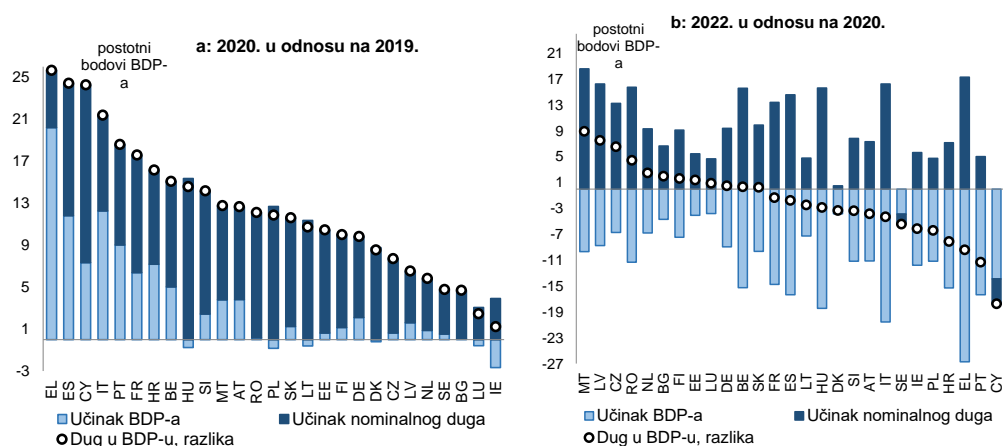
## 2.4. DRŽAVNI SEKTOR

**Kriza uzrokovana bolešću COVID-19 i mjere koje su vlade poduzele kako bi je ublažile znatno su utjecale na državni dug koji se 2020. povećao u svim državama članicama.** Državni dug premašio je 2020. prag iz tablice rezultata (od 60 % BDP-a) u 13 država članica (Austrija, Belgija, Cipar, Finska, Francuska, Grčka, Hrvatska, Italija, Mađarska, Njemačka, Portugal, Slovenija i Španjolska), što je dvije više nego 2019. kada su Finska i Njemačka bile ispod praga. Iako su mjere, uglavnom privremene, uvedene 2020. imale neposredan učinak na rast duga povećanjem njegove nominalne vrijednosti, smanjile su učinak recesije izazvane pandemijom na druge sektore gospodarstva.

**Povećanje državnog duga 2020. najizraženije je u državama koje su teško pogođene šokom uzrokovanim bolešću COVID-19.** Povećanje je 2020. iznosilo više od 20 postotnih bodova BDP-a u slučaju Cipra, Grčke, Italije i Španjolske. Predviđa se da će do 2022. najveća povećanja BDP-a u odnosu na razine iz 2019. biti zabilježena u Belgiji, Francuskoj, Grčkoj, Italiji, Malti i Španjolskoj. Od tih su država Belgija, Francuska, Grčka, Italija i Španjolska ušle u pandemiju s visokim razinama duga za koje se predviđa da će se stabilizirati do 2022.

**Povećanje udjela duga u BDP-u u razdoblju od 2019. do 2020. posljedica je povećanja nominalnog duga i naglog pada BDP-a.** U većini država najveći doprinos ostvaren je povećanjem nominalnog duga, što uključuje učinak mjera politike uvedenih radi potpore drugim sektorima gospodarstva. Međutim, u slučaju Grčke i Italije više je od polovine povećanja udjela duga uzrokovano učinkom nazivnika, koji je veći u državama u kojima je početna razina duga veća i u kojima je recesija bila jača (grafikon 2.4.1.).

Grafikon 2.4.1.: Raščlamba promjena udjela državnog duga u BDP-u



Izvor: AMECO, Komisijina jesenska gospodarska prognoza 2021.

**Izgleđima za 2021. i 2022. predviđa se opća stabilizacija državnog duga, iako će u nekim slučajevima i dalje rasti.** Očekuje se da će do kraja 2022. u otprilike polovini država članica udio državnog duga u BDP-u biti veći od razine iz 2020. (grafikon 2.4.1.b). Predviđa se da će u nekoliko država 2021. državni dug i dalje rasti zbog još uvijek znatnih državnih deficita (grafikoni 2.4.2. i 2.4.3.b), a očekuje se da će u Malti i Slovačkoj premašiti 60 % BDP-a. Udio duga u BDP-u trebao bi se 2022. smanjivati u većini država, iako se predviđa da će u slučaju nepromijenjenih politika rasti u Belgiji, Češkoj, Estoniji, Latviji, Malti i Rumunjskoj.

**Državni uvjeti financiranja bili su povoljni.** Prinosi na državne obveznice 2020. bili su stabilni ili su se blago smanjivali nakon umjerenog porasta na početku pandemije. Blago su se povećali 2021., a vidljive su i konvergencije, posebno među državama europodručja. Prinosi na državne obveznice u Češkoj, Mađarskoj i Poljskoj donekle su se povećali, dok su povećanja bila izraženija u Rumunjskoj. Smanjena volatilitnost posljedica je mjera politike kojima se podupire državno financiranje. Monetarna politika koju su proveli ESB i druge središnje banke u EU-u bila je ključna u tom pogledu, a poticajni smjer fiskalne politike i mjere monetarne politike uzajamno su se osnaživali u održavanju povjerenja i stabilnosti.

**Bruto potrebe za financiranjem znatno su se povećale 2020., ali očekuje se da će se u narednim godinama postupno smanjivati.** Pandemija je uzrokovala znatno povećanje bruto potreba za financiranjem u svim državama članicama, u mnogim slučajevima za više od 10 % BDP-a (Austrija, Cipar, Finska, Francuska, Italija, Malta, Poljska, Slovačka, Slovenija i Španjolska). Najveće bruto potrebe za financiranjem, oko 30 % BDP-a, zabilježene su 2020. u Italiji i Španjolskoj (grafikon 2.4.3.a). Predviđa se da će se potrebe za financiranjem početi smanjivati 2021. ili 2022. u većini država članica, što je u skladu sa smanjenjem deficita tijekom sljedećih godina (grafikon 2.4.3.b). Ipak, predviđa se da će bruto potrebe za financiranjem 2022. iznositi više od 20 % BDP-a u Francuskoj, Italiji i Španjolskoj.

**Struktura državnog duga mogla bi povećati rizike u nekim državama,** uključujući Bugarsku<sup>(26)</sup>, Hrvatsku, Mađarsku i Rumunjsku, čiji je udio duga denominiranog u stranoj valuti najveći.<sup>(27)</sup> U tom se pogledu posebno ističu važnost duga u stranoj valuti za države izvan europodručja i veće potrebe za refinanciranjem povezane sa strukturama s kratkim prosječnim dospeljima. Manje razvijena i likvidna domaća tržišta mogla bi u nekim slučajevima i povećati rizike za financiranje.

**Postoje i određeni olakšavajući čimbenici većih rizika za fiskalnu održivost u odnosu na razdoblje prije pandemije.** Predviđa se da će tijekom sljedećeg desetljeća dug u otprilike jednoj trećini država članica ostati iznad razina zabilježenih prije pandemije.<sup>(28)</sup> Međutim, očekuje se da će povoljne razlike između kamatne stope i rasta BDP-a u narednim godinama pridonijeti stabilizaciji ili smanjenju udjela duga. Fiskalni rizici mogli bi se ublažiti i zahvaljujući duljim rokovima dospelja duga, relativno stabilnim izvorima financiranja i rekordno niskim troškovima zaduživanja. Istodobno bi se učinkovitom provedbom reformi i ulaganjima u okviru Mehanizma za oporavak i otpornost trebao podupirati potencijalni rast i poboljšati održivost duga.

**Mogući rizici proizlaze iz povećanja kamatnih stopa ili realizacije jamstava povezanih s bolešću COVID-19.** Povećanja kamatnih stopa mogla bi dovesti do povećanja plaćanja kamata, posebno u državama s velikim potrebama za financiranjem u budućnosti. Razina jamstava mogla bi dovesti i do dodatnih fiskalnih troškova: u europodručju se u razdoblju od 2019. do 2020. povećala za 14 postotnih bodova BDP-a. Vlade s manje fiskalnog prostora (uključujući Belgiju, Francusku, Italiju, Portugal i Španjolsku) omogućile su izdašnija jamstava. Iako su omogućila dodjelu potpore bez izravnog utjecaja na fiskalni saldo, ta će jamstva, ako ih se aktivira, pridonijeti povećanju državnog duga.<sup>(29)</sup>

**U budućnosti će za oporavak biti važno upravljanje odgovarajućim postupkom za ponovnu uspostavu fiskalne održivosti.** Očekuje se da će 2023. biti deaktivirana opća klauzula o odstupanju u okviru Pakta o stabilnosti i rastu, kojom je državama članicama omogućena potpora gospodarstvima usred krize uzrokovane bolešću COVID-19. Kad gospodarski uvjeti to dopuste, bit će ključno u srednjem roku osigurati razborite fiskalne pozicije i fiskalnu održivost. Trebalo bi uspostaviti ravnotežu između rizika povezanih s velikim javnim dugom i rizika koji proizlaze iz prijevremenog povlačenja fiskalnih mjera povezanih s bolešću COVID-19 jer bi ono moglo usporiti oporavak<sup>(30)</sup> i imati negativan učinak na rast tijekom vremena. Posljedice za kretanje rasta mogu biti još izraženije u državama poput Belgije, Cipra, Francuske, Portugala i Španjolske koje imaju visoke razine javnog i privatnog duga.

---

<sup>(26)</sup> U Bugarskoj je rizik koji proizlazi iz valutne strukture vanjskog duga ublažen zbog režima valutnog odbora. Osim toga, u slučaju Bugarske i Hrvatske, pristupanje mehanizmu ERM II moglo bi ublažiti rizike za održivost duga zahvaljujući nižim premijama rizika.

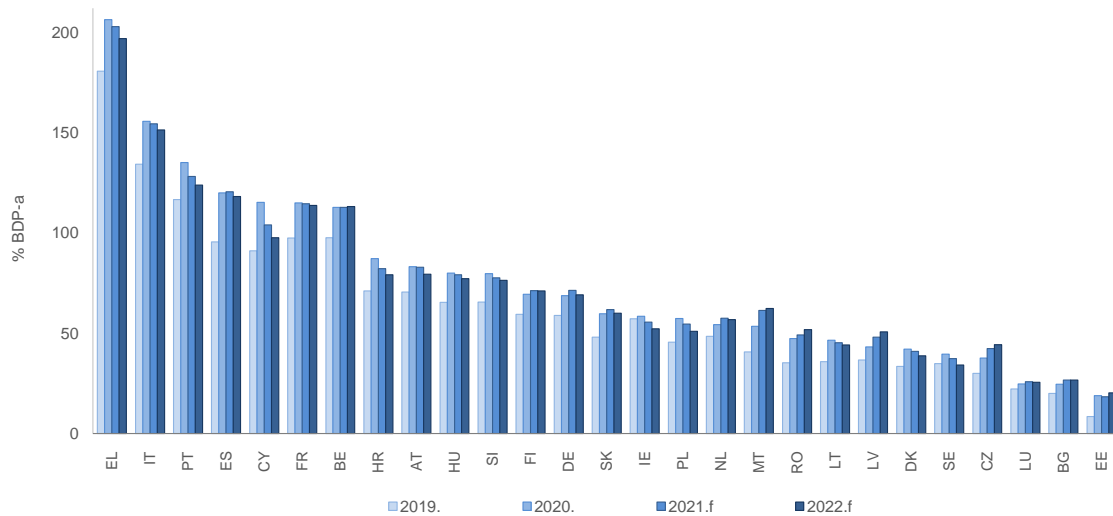
<sup>(27)</sup> U srpnju 2021. udio državnog duga denominiran u stranoj valuti bio je sljedeći: Bugarska 82 %, Hrvatska 72,1 %, Rumunjska 51,1 %, Poljska 22,9 %, Mađarska 21,7 %, Švedska 20 %, Danska 10,1 %, Češka 8 %.

<sup>(28)</sup> Europska komisija (2021.), [Programi stabilnosti i konvergencije za 2021.: an Overview, with an Assessment of the Euro Area Fiscal Stance \(Programi stabilnosti i konvergencije za 2021.: pregled i procjena smjera fiskalne politike europodručja\)](#).

<sup>(29)</sup> ESB (2021.), Pregled financijske stabilnosti.

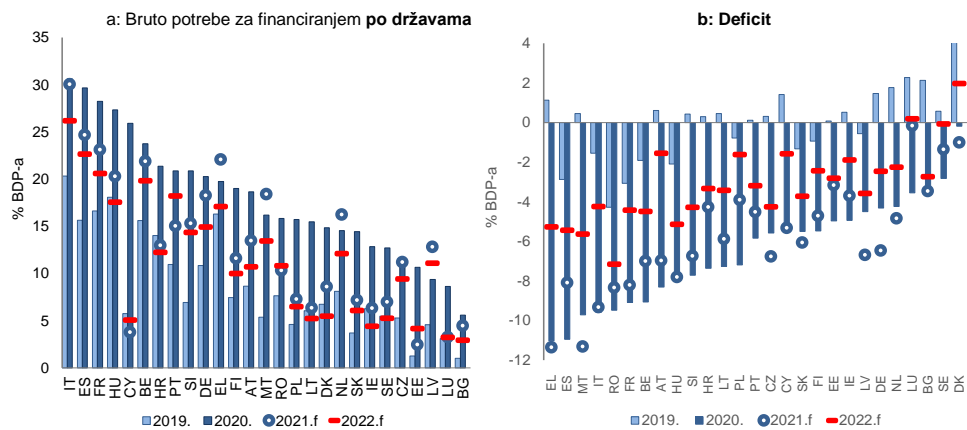
<sup>(30)</sup> MMF (2021.), Fiskalni monitor, travanj 2021.

Grafikon 2.4.2.: **Državni dug**



Izvor: AMECO i Komisijina jesenska gospodarska prognoza 2021.

Grafikon 2.4.3.: **Državne bruto potrebe za financiranjem i deficit**



Izvor: AMECO, Komisijina jesenska gospodarska prognoza 2021. i izračuni službi Komisije.

## 2.5. FINANCIJSKI SEKTOR

**Bankarski sektor EU-a pokazao se otpornim na pandemiju, iako je i dalje obilježen već postojećim izazovima, kao što je niska profitabilnost.** Bankarski sektor EU-a ušao je u pandemiju dobro kapitaliziran nakon nekoliko godina jačanja nakon teških posljedica svjetske financijske i dužničke krize. Međutim, otpornost sektora razlikovala se među državama te su neke od njih i dalje obilježene znatnim neprihodonosnim kreditima, a niska profitabilnost izaziva opću zabrinutost.

- **Bankarski sektor EU-a zadržao je otpornost zahvaljujući svojem snažnom početnom položaju i mjerama politike uvedenim tijekom pandemije.** Općenito, snažne rezerve kapitala izgrađene su u godinama prije pandemije, a redovni osnovni kapital i stopa solventnosti dodatno su se povećali 2020., uz pomoć regulatornih ograničenja dividendi. Neprihodonosni krediti nastavili su se smanjivati zbog rješavanja imovine iz prethodnih razdoblja, a broj novih neprihodonosnih kredita smanjen je zbog moratorija na otplatu uvedenih nakon izbijanja pandemije. Novi kredit je pak poduprt državnim jamstvima za kredite poduzećima i privremenim makrobonitetnim ublažavanjem, a financijski uvjeti i dalje su blagi u 2021. Rast obveza financijskog sektora ostao je ograničen 2020., a samo su Estonija, Grčka, Litva i Mađarska premašile prag iz tablice rezultata. Nedavna testiranja otpornosti na stres koja je provelo Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo (EBA) pokazuju da je bankarski sektor EU-a općenito otporan, ali da postoje velike razlike među bankama, pri čemu bi one usmjerene na domaće kreditiranje ili one s nižim neto kamatnim prihodom bile izložene većem smanjenju kapitala. <sup>(31)</sup>
- **Glavni izazov bankarskog sektora EU-a i dalje je niska profitabilnost** (grafikon 2.5.1.a). Povrat na kapital, koji je u većini država članica kontinuirano nizak, dodatno se smanjio 2020. zbog većih rezervacija za gubitke po kreditima i nižih prihoda. Negativno kretanje profitabilnosti zabilježeno je u Cipru, Grčkoj, Irskoj, Portugalu i Španjolskoj. Profitabilnost pokazuje znakove oporavka 2021. <sup>(32)</sup> Ta su pozitivna kretanja oprezno izražena i u tržišnoj procjeni banaka EU-a. Ona su se od prošle jeseni postupno vratila na razinu prije pandemije, ali i dalje su nešto niža na ukupnom tržištu dionica.
- **Bankarski sektor u nekim državama članicama EU-a i dalje je suočen s kombinacijom vrlo niske profitabilnosti, ispodprosječnih stopa kapitala ili povećanih neprihodonosnih kredita** (grafikon 2.5.1.). <sup>(33)</sup> U Grčkoj se udio neprihodonosnih kredita znatno smanjio, ali je i dalje povećan, <sup>(34)</sup> dok je profitabilnost 2020. postala negativna, a stope kapitala među najnižima su u EU-u. Ciparske banke zabilježile su i znatna smanjenja vrlo visokih udjela neprihodonosnih kredita, dok je i profitabilnost 2020. postala negativna. U nekoliko drugih država udjeli neprihodonosnih kredita znatno su se smanjili posljednjih godina, ali u Bugarskoj, Hrvatskoj i Poljskoj njihov je udio i dalje

<sup>(31)</sup> Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo (EBA) objavilo je u srpnju 2021. rezultate testiranja otpornosti na stres na razini EU-a u kojem je sudjelovalo 50 banaka iz 15 država članica EU-a i EGP-a, što obuhvaća 70 % imovine bankarskog sektora EU-a. Taj je postupak bio usmjeren posebno na kredite pod moratorijem i s javnim jamstvima. U ovogodišnjem testiranju otpornosti na stres razmatrao se scenarij dužeg trajanja pandemije bolesti COVID-19 u kontekstu kamatnih stopa koje su „niže na dulje razdoblje”, prema kojem se predviđa smanjenje BDP-a EU-a od 3,6 % u tri godine. Rezultati upućuju na to da bi bankarski sektor EU-a ostao iznad stope redovnog osnovnog kapitala od 10 %, uz smanjenje kapitala od 265 milijardi EUR u odnosu na početnu stopu redovnog osnovnog kapitala od 15 %. Kreditni gubici uzrokovali bi veći dio smanjenja kapitala. Scenarij bi doveo i do znatnog smanjenja doprinosa od dobiti od neprekinutog poslovanja, posebno od neto kamatnih prihoda.

<sup>(32)</sup> Srednja razina povrata na kapital banaka EU-a smanjila se s 5,8 % u 2019. na 2,7 % u 2020. Međutim, u drugom tromjesečju 2021. povećala se na 7,1 %.

<sup>(33)</sup> Neprihodonosni krediti u skupu dodatnih pokazatelja iz tablice rezultata definiraju se kao postotak bruto neprihodonosnih 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”. Usklađeni podaci o udjelima neprihodonosnih kredita dostupni su tek od 2014. Stoga kada je riječ o podacima o „najvećoj vrijednosti”, u grafikonu 2.5.1.b prikazani su podaci o udjelu bruto neprihodonosnih 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 neprihodonosnih kredita, uglavnom zato što je nazivnik veći, tj. ukupni bruto dužnički instrumenti veći su od ukupnih kredita. Maksimalna razlika između dva udjela trenutačno iznosi pet postotnih bodova za Grčku i dva postotna boda za Cipar, a za većinu država manja je od jednog postotnog boda.

<sup>(34)</sup> Grafikon 2.5.1.b temelji se na podacima iz prvog tromjesečja 2021. kad je udio neprihodonosnih kredita za Grčku iznosio 26 %. Podaci za drugo tromjesečje 2021. objavljeni nakon krajnjeg roka za izvješće o mehanizmu upozoravanja (22. listopada 2021.) upućuju na znatno smanjenje udjela neprihodonosnih kredita na 16 % (okvirna vrijednost).

gotovo 5 %. Stopa kapitala znatno je ispod prosjeka u Portugalu i Španjolskoj, a profitabilnost je i 2020. bila neznatno negativna.

**Rizici za bankarski sektor i dalje su prisutni, a potpuni učinak krize na kvalitetu imovine, profitabilnost i rezerve kapitala bit će vidljiv tek nakon što se u potpunosti povuku mjere potpore.** Učinak šoka uzrokovanog bolešću COVID-19 na bankarski sektor ograničen je opsežnim mjerama potpore koje su uglavnom usmjerene na korporativni sektor. Te se mjere postupno ukidaju, a većina mjera trebala bi isteći krajem 2021. Njihovim povlačenjem razotkrit će se temeljna pitanja solventnosti ili likvidnosti. To predstavlja rizik za bankarski sektor jer će dužnici morati ispuniti obveze otplate od kojih su bili oslobođeni.

- **Poteškoće sa solventnošću poduzeća i kućanstava i dalje se mogu pojaviti prilikom ponovne uspostave normalnog stanja.** Privatni dug bio je visok u nekoliko država članica i prije pandemije te se dodatno povećao 2020. Problemi solventnosti poduzeća predstavljaju velik rizik, posebno u nekim sektorima koji su teže pogođeni krizom. Dosad je nesolventnost poduzeća bila na niskoj razini. Rizici povezani s hipotekarnim dugom kućanstava dosad su bili ograničeni javnim programima potpore dohotku i povećanom štednjom kućanstava. Dugotrajni problemi ponude na tržištima stambenih nekretnina smanjuju rizik od značajnog smanjenja cijena stambenih nekretnina. Unatoč tome, budući problemi solventnosti u korporativnom sektoru mogli bi imati posredan učinak na zapošljavanje te utjecati i na solventnost kućanstava.
- **Očekuje se da će neprihodonosni krediti rasti, posebno u nekim sektorima i državama.** Poteškoće u otplati duga s kojima se suočavaju nefinancijska poduzeća čija je profitabilnost najviše pogođena krizom uzrokovanom bolešću COVID-19 najvjerojatnije će dovesti do povećanja neprihodonosnih kredita. Već je došlo do znatnog povećanja kredita u 2. fazi, odnosno kredita sa znatno povećanim kreditnim rizikom. <sup>(35)</sup> Udio kredita u 2. fazi u europodručju iznosio je 13 % u 2020., a očekuje se da će se 2021. povećati na 17 %. <sup>(36)</sup> Regionalna raspodjela gospodarskih djelatnosti znači da bi povećanja neprihodonosnih kredita mogla biti nejednako raspoređena među regijama te stoga nerazmjerno utjecati na bankovne sektore u određenim državama. <sup>(37)</sup> Povećanje kamatnih stopa može predstavljati još jedan izazov za visoko zadužena poduzeća s niskim zaštitnim slojevima likvidnosti.
- **Trebalo bi pomno pratiti povratne sprege između banaka, država i nefinancijskih društava.** U europodručju program ESB-a za hitnu potporu zbog pandemije podupirao je povoljno raspoloženje na financijskim tržištima i pridonio stabilnosti bankarskog sektora tijekom pandemije. Međutim, banke u nekim državama apsorbirale su velik udio novoizdanog javnog duga, što je djelomično potaknuto mjerama potpore za korporativne sektore. To predstavlja rizik s obzirom na međusobnu povezanost bilanci banaka, korporativnog sektora i razine javnog duga, osobito u situaciji mogućeg povećanja dugoročnih stopa na globalnoj razini.

**Strukturni izazovi za bankarski sektor koji su bili prisutni prije pandemije i dalje postoje te bi ih moglo biti teže riješiti.** Višak kapaciteta dugoročan je izazov za bankarski sektor EU-a, što je dovelo do niske troškovne učinkovitosti i niske profitabilnosti. Proces digitalizacije i zelene tranzicije koji je u tijeku predstavlja nove izazove za bankarski sektor koji će morati preusmjeriti financiranje po industrijama u vrijeme kada njegova trajno niska profitabilnost ograničava njegova vlastita ulaganja, što bi se moglo pogoršati ako se kvaliteta imovine pogorša.

---

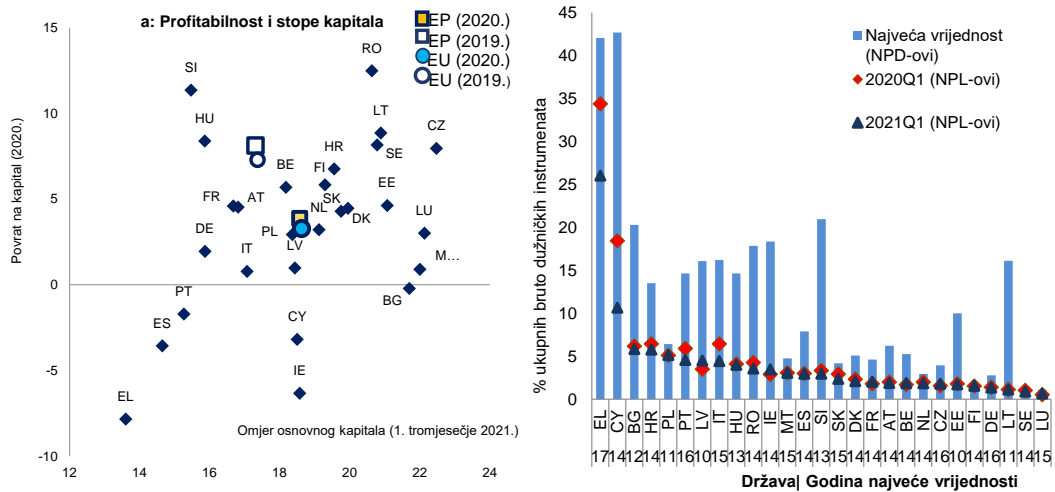
<sup>(35)</sup> Krediti u 2. fazi su krediti čiji se kreditni rizik znatno povećao nakon početnog priznavanja, ali kojima, za razliku od kredita u 3. fazi, vrijednost još nije umanjena za kreditne gubitke i nemaju status neispunjavanja obveza.

<sup>(36)</sup> ESB (2021.), Pregled financijske stabilnosti, svibanj 2021.

<sup>(37)</sup> Podaci za europodručje potvrđuju da je povećanje kredita u 2. fazi bilo izraženije u sektorima koji su više pogođeni pandemijom i ograničenjima mobilnosti, primjerice povećanje za usluge smještaja sa 7 % u 2019. na 25 % u 2020. i u području umjetnosti i zabave sa 6 % na 23 %. ESB (2021.), Pregled financijske stabilnosti, svibanj 2021. Slična kretanja vidljiva su i iz nedavnih podataka o neprihodonosnim kreditima. Prikaz rizika EBA-e za drugo tromjesečje 2021. pokazuje da se razlika kvalitete imovine među sektorima povećala. Na primjer, udio neprihodonosnih kredita za usluge smještaja i prehrane dodatno se povećao s 9 % u prvom tromjesečju 2021. na 9,6 % u drugom tromjesečju 2021., a za umjetnost, zabavu i rekreaciju sa 7,9 % na 8,2 %.

**Nebankarski financijski sektor, na koji utječe okruženje trajno niskih kamatnih stopa, suočava se s novim izazovima.** Trajno okruženje niskih prinosa negativno je utjecalo na profitabilnost i bilancu nebankarskih financijskih institucija s imovinskim portfeljima koji su uglavnom uloženi u niskorizičnu imovinu, kao što su osiguravatelji, te ih je prisililo da povećaju svoju financijsku polugu i izloženost rizičnijoj imovini.<sup>(38)</sup> Izgledi za naglo povećanje kamatnih stopa mogli bi dovesti do globalnog ponovnog utvrđivanja rizika koji podrazumijeva gubitke u vrednovanju imovine za nebankarski sektor EU-a. Čini se da su društva koja se bave životnim osiguranjem dosad najviše pogođena šokom uzrokovanim bolešću COVID-19 jer su se njihove premije smanjile 2020., dok su se premije za neživotno osiguranje povećale.<sup>(39)</sup> Nadalje, pandemija je dovela do određenih ispravaka cijena poslovnih nekretnina koje su utjecale na uspješnost fondova za nekretnine (vidjeti prethodni odjeljak o stambenim nekretninama).

Grafikon 2.5.1.: Profitabilnost bankarskog sektora te kapital i neprihodonosni krediti



Napomene: Prosječne vrijednosti za EU i europodručje nisu ponderirane veličinom gospodarstva. Podaci o „najvećoj vrijednosti“ odnose se na udio bruto neprihodonosnih dužničkih instrumenata u ukupnim bruto dužničkim instrumentima; udjeli neprihodonosnih dužničkih instrumenata prikazani su za prvo tromjesečje 2020. i prvo tromjesečje 2021.; brojevi ispod oznaka država označavaju godinu u kojoj su zabilježeni najveći udjeli neprihodonosnih dužničkih instrumenata.

Izvor: ESB, izračuni službi Komisije.

<sup>(38)</sup> ESB (2021.), Pregled financijske stabilnosti, svibanj 2021.

<sup>(39)</sup> EIOPA (2021.), Izvješće o financijskoj stabilnosti, srpanj 2021.

## Okvir 2.: Kretanja u području zapošljavanja i socijalnih pitanja

**Tijekom pandemije tržište rada ostalo je otporno, uglavnom zahvaljujući dosad nezabilježenim mjerama potpore na nacionalnoj razini i razini EU-a.** Raširena upotreba programa očuvanja radnih mjesta, uz potporu Europskog instrumenta za privremenu potporu radi smanjenja rizika od nezaposlenosti u izvanrednoj situaciji (SURE) i druge vrste intervencija, uključujući opsežnu fiskalnu i monetarnu potporu, ublažila je učinak šoka uzrokovanog bolešću COVID-19 na radna mjesta i dohotke te spriječila da zdravstvena kriza postane kriza zapošljavanja. Učinak recesije bolesti COVID-19 na tržišta rada općenito se može prikazati u obliku slova V: u većini zemalja tržišta rada znatno su pogođena na samom početku krize, ali ubrzo je uslijedio djelomičan oporavak, uglavnom zbog brzog oporavka gospodarske aktivnosti. <sup>(1)</sup>

**Nezaposlenost se 2020. tek neznatno povećala u usporedbi s veličinom šoka te se očekuje da će se 2022. vratiti na razine prije pandemije.** Stopa nezaposlenosti u EU-u (dobna skupina 15–74 godine) porasla je na 7 % u 2020. (uz vrhunac od 7,7 % nakon prvog vala pandemije), što je samo 0,3 postotna boda iznad prosječne razine iz 2019. Takva su povećanja bila mala u usporedbi s padom BDP-a od oko 6 % za EU u cjelini. <sup>(2)</sup> Najveća povećanja zabilježena su u baltičkim državama (2,4 postotna boda u Estoniji, 2,2 postotna boda u Litvi i 1,8 postotnih bodova u Latviji), Švedskoj (1,5 postotnih bodova) i Španjolskoj (1,4 postotna boda). U sedamnaest država članica stopa nezaposlenosti porasla je za manje od jednog postotnog boda. Stopa nezaposlenosti 2020. pala je i u Francuskoj, Grčkoj, Italiji i Poljskoj. U prvoj polovini 2021. nezaposlenost se smanjila u većini država članica. Stopa nezaposlenosti mladih (15–24 godine) u EU-u pokazivala je početne znakove oporavka do sredine 2021., ali je u drugom tromjesečju 2021. i dalje iznosila 17,4 %, što je gotovo trostruko više od stope nezaposlenosti stanovništva u dobi od 25 do 74 godine. Prema Komisijinoj jesenskoj gospodarskoj prognozi 2021. očekuje se da će se stopa nezaposlenosti u EU-u i dalje stabilizirati u 2021., ali da će se u 2022. vratiti na razinu prije pandemije.

**Međutim, povećanje stopa nezaposlenosti manje od očekivanog djelomično je posljedica povlačenja s tržišta rada, a time i nižih stopa aktivnosti.** Stopa aktivnosti (dobna skupina 15–64 godine) pala je za 1,7 postotnih bodova – sa 73,6 % u četvrtom tromjesečju 2019. na 71,9 % u drugom tromjesečju 2020., ali se u drugom tromjesečju 2021. vratila na razinu prije pandemije. Stope aktivnosti smanjile su se 2020. u većini država članica, a najveći pad (između jednog i dva postotna boda) zabilježen je u Bugarskoj, Grčkoj, Irskoj, Italiji, Portugalu i Španjolskoj. U znatnom broju slučajeva 2021. ostale su ispod razina prije pandemije.

**Stope zaposlenosti, koje su se u gotovo svim državama članicama smanjile 2020., postupno se oporavljaju 2021., ali ne u svim sektorima.** Stopa zaposlenosti u EU-u (dobna skupina 20–64 godine) smanjila se sa 73,1 % u 2019. na 72,4 % u 2020. Najveći pad zabilježen je u Španjolskoj (–2,3 postotna boda), Irskoj (–1,7 postotnih bodova) i Bugarskoj (–1,6 postotnih bodova), dok su Poljska (+0,6 postotnih bodova), Malta (+0,5 postotnih bodova) i Hrvatska (+0,2 postotna boda) bile jedine države u kojima se stopa zaposlenosti povećala. U prvom tromjesečju 2021. stope zaposlenosti i dalje su padale u većini država članica, ali su se u drugom tromjesečju 2021. ponovno povećale te su se postupno vratile na razine prije pandemije, osim u sektorima koji su najviše pogođeni potrebom za ograničavanjem socijalnih kontakata.

**Vladine mjere potpore ublažile su učinak pada tržišnih dohodaka na raspoložive dohotke.** Osim primjene programa za očuvanje radnih mjesta, vlade su provele niz mjera za povećanje neto transfera, uključujući dugotrajne naknade za nezaposlenost ili odgode određenih plaćanja kao što su porezi ili računi za režije povrh moratorija na otplatu duga. Realni bruto raspoloživi dohodak kućanstava po stanovniku smanjio se za 2,7 % (u odnosu na prethodnu godinu) u drugom tromjesečju 2020., ali oporavio se do kraja godine te je u razdoblju od 2019. do 2020. ostao uglavnom nepromijenjen. Povećanje stope rizika od siromaštva ili socijalne isključenosti (AROE) u 2020. ograničeno je ili se smanjilo u odnosu na 2019. u najmanje polovini država članica. Ipak se procjenjuje da će u nekim državama članicama biti povećanja. <sup>(3)</sup>

**Ipak, predstoje važni izazovi.**

**Pandemija je ubrzala strukturne trendove na tržištu rada, što je dovelo do zabrinutosti za**

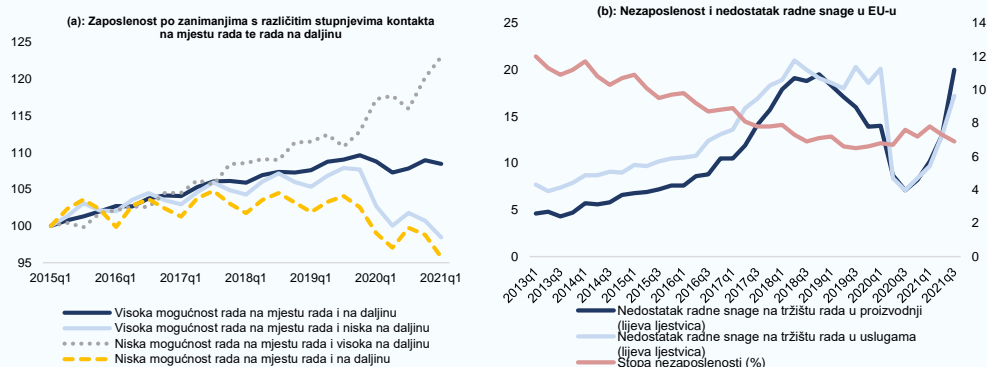


**pogođene osobe.** Ubrzao se dugoročni trend pada potražnje za radnom snagom za zanimanja s rutinskim zadaćama (grafikon 1.a). Automatizacija može sve više utjecati na zanimanja s niskom mogućnosti rada na daljinu. Osim toga, postupno ukidanje mjera potpore moglo bi dovesti do znatnog smanjenja broja radnih mjesta u sektorima koji su dobili najveću potporu, ovisno o tome u kojoj će se mjeri oporaviti potražnja za povezanom robom i uslugama. Brzina i učinkovitost preraspodjele rada ovisit će o tome jesu li vještine radnika koji su proglašeni viškom specifične za određeni sektor ili se mogu prilagoditi drugim sektorima te o djelotvornosti prekvalifikacije i usavršavanja. Iako bi takva preraspodjela mogla pratiti dvostruku tranziciju i dovesti do povećanja produktivnosti i konkurentnosti, trajanje nezaposlenosti može se povećati u nedostatku ciljanih i učinkovitih intervencija politika. Većina država članica u svojim nacionalnim planovima za oporavak i otpornost planira mjere za potporu oporavku radnih mjesta, no pojačana koordinacija mjera bit će ključna za uspješne promjene radnog mjesta. (4)

**Zbog nedostatka radne snage povećava se potreba za prekvalifikacijom i usavršavanjem** (grafikon 1.b). Prije pandemije nedostatak radne snage već je bio na rekordnoj razini u EU-u. Mjere za sprečavanje širenja pandemije i gospodarski poremećaji koje one uzrokuju doveli su do smanjenja nedostatka radne snage jer su mnoga poduzeća ukinula novootvorena radna mjesta tijekom razdoblja ograničenja kretanja. Međutim, nedostatak radne snage ponovno se povećava u većini država uz znatno povećanje broja slobodnih radnih mjesta u Austriji, Belgiji, Hrvatskoj, Litvi, Njemačkoj, Portugalu, Slovačkoj i Sloveniji. Nedostaci trenutno posebno utječu na informacijski i komunikacijski sektor i građevinarstvo. Sve veći nedostatak radne snage ne samo da odražava brz oporavak od duboke recesije i smanjenje broja prekograničnih radnika nego i ukazuje na to da bi neusklađenost vještina, koja je postojala i prije krize, mogla dodatno rasti s napretkom dvostruke tranzicije. (5)

**Zbog pandemije i njezinih posljedica postoji opasnost od povećanja nejednakosti u različitim oblicima.** Dugotrajna nezaposlenost povećala se 2021. u većini država članica jer je od početka pandemije više ljudi nezaposleno. Velik prekid u zapošljavanju ograničio je mogućnosti za nezaposlene i nove sudionike na tržištu rada, uključujući mnoge mlade ili migrante. (6) Nezaposlenost mladih znatno se povećala tijekom pandemije u većini država članica, a u drugom tromjesečju 2021. iznosila je više od 30 % u Grčkoj (38,5 %), Španjolskoj (38,2 %) i Italiji (32,2 %). Ograničenja kretanja pogoršala su i nejednakosti u pristupu obrazovanju, zdravstvenim i socijalnim uslugama, što bi srednjoročno i dugoročno moglo utjecati na tržište rada, dok je učinak na radno vrijeme bio snažniji za radnike s nižim razinama obrazovanja. Osim toga, osim u Nizozemskoj, gubitak radnih mjesta u 2020. posebno je utjecao na radnike s ugovorima na određeno vrijeme. Iako su mjere potpore dohotku snažno ublažile regresivni učinak krize na prihode na tržištu rada (7), i dalje postoji velika zabrinutost u pogledu izgleda tih radnika na tržištu rada, među ostalim i zbog sve manje relativne potražnje za zanimanjima koja se ne mogu obavljati na daljinu i rutinskim zanimanjima.

Grafikon 1.: **Razvoj zapošljavanja i nezaposlenosti**



Napomene: (a) U ovom grafikonu upotrebljava se indeks tehničke mogućnosti rada na daljinu i fizičke blizine. Oslanja se na istraživanje O\*NET-a kojim se mjeri sadržaj poslova određenih zanimanja. Ti su podaci dopunjeni onima iz Ankete Europske unije o radnoj snazi (EU-LFS); (b) u okviru europskih anketa o poduzećima i potrošačima (EU-BCS) od poslodavaca se prikupljaju tromjesečni podaci o poteškoćama u popunjavanju slobodnih radnih mjesta. Ispitanici kao ograničavajuće čimbenike mogu navesti „nedostatak radne snage”.

**Izvor:** a) Europska komisija (2021.), *Labour markets and wage developments in Europe 2020* (Tržišta rada i kretanja plaća u Europi 2020.) (u pripremi)

b) Eurostat, Anкета o radnoj snazi i Europska komisija, europska anketa o poduzećima i potrošačima (EU-BCS)

- <sup>(1)</sup> Za detaljniju raspravu o nedavnim kretanjima na tržištu rada vidjeti izvješće Europske komisije 2021. o tržištu rada i kretanjima plaća u Europi (u pripremi).
- <sup>(2)</sup> Zahvaljujući raširenoj primjeni programa za očuvanje radnih mjesta, gospodarski pad više se odrazio u padu broja radnih sati u 2020. (–5,5 %) nego u povećanju nezaposlenosti. Smanjenje BDP-a bilo je intenzivnije 2020. nego 2009. (–4,3 %), ali je povećanje nezaposlenosti bilo znatno manje (mjesečne stope nezaposlenosti povećale su se za 2,6 postotnih bodova u EU-u između 2008. i 2009.).
- <sup>(3)</sup> U ožujku 2021. Europska komisija postavila je na razini EU-a novi cilj smanjenja broja osoba izloženih riziku od siromaštva ili socijalne isključenosti za najmanje 15 milijuna do 2030. To je jedan od triju glavnih ciljeva u području zapošljavanja, vještina i socijalne uključenosti koje treba ostvariti do 2030. u okviru europskog stupa socijalnih prava.
- <sup>(4)</sup> Komisija je u ožujku 2021. donijela Preporuku o učinkovitoj aktivnoj potpori zapošljavanju (EASE) kako bi pozvala države članice da provedu usklađene pakete ojačanih aktivnih politika tržišta rada kojima bi se poduprle promjene radnih mjesta tijekom oporavka. U skladu s preporukom EASE-a aktivne politike tržišta rada i javne službe za zapošljavanje sastavni su dio planova za oporavak i otpornost 20 država članica, dok su sve države članice uključile politike usavršavanja i prekvalifikacije u svoje planove.
- <sup>(5)</sup> Za temeljitiju raspravu o vještinama vidjeti: Europska komisija (2021.), Prijedlog zajedničkog izvješća Komisije i Vijeća o zapošljavanju za 2022.
- <sup>(6)</sup> Vidjeti: Vidjeti i Croitorov, O. et al. (2021.), *The macroeconomic impact of the COVID-19 pandemic in the euro area* (Makroekonomski učinak pandemije bolesti COVID-19 u europodručju), GU ECFIN, Europska komisija, svezak 20, br. 2, dio I. Vidjeti i [izvješće o zapošljavanju i socijalnim kretanjima u Europi za 2021. \(ESDE\)](#) i Fasani, F., Mazza, J. (2020.) [Ugrožena radna snaga: radnici migranti u pandemiji bolesti COVID-19. Tehničko izvješće Zajedničkog istraživačkog centra.](#)
- <sup>(7)</sup> Zapošljavanje i socijalna kretanja u Europi (ESDE), godišnji pregled za 2021.

### 3. SAŽETAK GLAVNIH IZAZOVA I POSLJEDICE NADZORA

**Kriza uzrokovana bolešću COVID-19 prekinula je ispravljanje makroekonomskih neravnoteža povezanih s visokim državnim, privatnim i vanjskim dugom te se pojavila kad su u nekim državama nastali rizici od pregrijavanja nakon nekoliko godina snažnog rasta.** Recesija uzrokovana pandemijom zaustavila je opsežan proces smanjenja visoke zaduženosti vlade i privatnog sektora koji se odvijao u više država članica tijekom većeg dijela prošlog desetljeća, posebno u drugoj polovini tog razdoblja kada je gospodarski rast postao snažniji te je pridonio smanjenju udjela duga. Korigirani su i veliki deficiti tekućeg računa odnosno snažan rast kreditiranja, što je dovelo do postupnog smanjenja vanjskih obveza i do jačanja bankarskih sustava. Posljednjih godina došlo je do nakupljanja izazova i rizika povezanih sa znakovima pregrijavanja u određenim sektorima nekih država, uglavnom u području cijena stambenih nekretnina i troškovne konkurentnosti, posebno u sektorima u kojima je gospodarski rast bio sve izraženiji, te nakon relativno dugog gospodarskog rasta. Trendovi cijena stambenih nekretnina koje su počele ubrzano rasti prije krize uzrokovane bolešću COVID-19 nastavili su se, a u nekim se slučajevima rast i ubrzao tijekom pandemije. Troškovna konkurentnost pogoršala se u nekim državama u kojima je zabilježen veliki rast prije pandemije te je i dalje teško procijeniti novija kretanja jer su dostupni podaci i dalje iskrivljeni zbog neuobičajenog pada produktivnosti 2020. i povezanosti s opsežnim mjerama potpore tržištu rada.

**Niz neravnoteža pogoršan je krizom uzrokovanom bolešću COVID-19 te bi se mogli pojaviti novi izazovi.** Udio duga države i privatnog sektora u BDP-u 2020. naglo je porastao zbog recesije i većeg zaduživanja radi ublažavanja posljedica krize. Međutim, zahvaljujući snažnom gospodarskom oporavku udjeli duga sada se stabiliziraju ili su se već počeli smanjivati. Unatoč tome, kriza ostavlja naslijeđe većeg duga jer vlade izlaze iz krize s očigledno većim udjelom duga u BDP-u. Privatni sektor, uglavnom u državama u kojima je privatni dug bio visok i prije krize, isto je tako opterećen višim dugom. Uspješnom provedbom planova za oporavak i otpornost može se poduprijeti javno i privatno razduživanje poticanjem jačanja dugoročnog rasta. Međutim, kratkoročno bi pogoršanje kvalitete državne i privatne imovine moglo utjecati na bilance financijskih institucija, čija se niska profitabilnost dodatno smanjila tijekom pandemije, i negativno utjecati na ponudu kredita za oporavak. Vanjski računi manje su pogođeni, ali pogoršali su se u državama u kojima je prekogranični turizam značajniji, uključujući i one s velikim negativnim neto stanjem međunarodnih ulaganja. Istodobno su tržišta stambenih nekretnina postala dinamičnija tijekom krize, a rast cijena stambenih nekretnina na najvišoj je razini u više od deset godina u nekoliko država članica. Rizici od precijenjenosti stambenih nekretnina sve su veći, što izaziva zabrinutost posebno kad je dug kućanstava visok. Pritisci u pogledu troškovne konkurentnosti mogu se snažno povećati s oporavkom, posebno u državama koje su manje pogođene krizom.

**Izazovi su općenito prisutni u nizu država članica.** Glavni izazovi odnose se na sljedeće:

- nekoliko država članica pogođeno je *višestrukim i međusobno povezanim slabostima koje se odnose na stanje*. To je najčešće slučaj u državama koje su bile pogođene ciklusima naglog pada i rasta kredita u kombinaciji s naglim promjenama stanja tekućeg računa nakon globalne financijske krize, što je imalo posljedice i za bankarski sektor i za državni dug. Gotovo sve te države članice teško su pogođene krizom uzrokovanom bolešću COVID-19, što je odraz velike važnosti prekograničnog turizma u njihovim gospodarstvima:
- u slučaju Cipra i Grčke vidljiv je učinak visoke razine duga i izrazito negativnog neto stanja međunarodnih ulaganja u kombinaciji s neriješenim problemima u financijskom sektoru. Tekući računi tih država članica pogoršali su se 2020. zbog smanjenja prihoda od putovanja i turizma. Iako je uočen daljnji napredak u smanjenju neprihodonosnih kredita 2020., oni su i dalje visoki u objema državama. Kad je riječ o Grčkoj, potencijalni rast outputa nizak je u kontekstu visoke nezaposlenosti,
- u Irskoj, Hrvatskoj, Portugalu i Španjolskoj neravnoteže povezane s velikim dugom smanjivale su se sve do izbijanja krize uzrokovane bolešću COVID-19. Međutim, u Hrvatskoj, Portugalu i Španjolskoj taj je trend prekinut recesijom uzrokovanom pandemijom, a udio duga u BDP-u vidljivo je porastao.

Irska se 2020. isticala izbjegavanjem pada BDP-a u recesiji, dok je sektorski sastav njezina gospodarstva imao povoljan učinak na njezine vanjske račune,

- u Rumunjskoj i Mađarskoj slabe točke uglavnom se odnose na *međudjelovanje državnog duga i vanjskog financiranja* u kontekstu rizika od pregrijavanja i velikih fiskalnih deficita. U Rumunjskoj je deficit tekućeg računa već niz godina znatan i postojan te se u bliskoj budućnosti ne očekuje nikakvo poboljšanje. Državni dug počeo je brzo rasti i prije krize uzrokovane bolešću COVID-19, što je odraz velikih fiskalnih deficita, te će se dodatno povećati, što će pridonijeti potrebi za vanjskim financiranjem. U Mađarskoj su potrebe države za financiranjem posljednjih godina bile velike te će takve i ostati, s obzirom na kratke rokove dospeljeća duga i velike fiskalne deficite, a izvor takvog financiranja djelomično je vanjski. U obje je države udio duga denominiranog u stranoj valuti nezanemariv, što osnažuje veze između vanjskog sektora i fiskalne situacije. U slučaju Mađarske cijene stambenih nekretnina naglo rastu, a inflacijski pritisci i pritisci u pogledu troškovne konkurentnosti vidljivi su u kontekstu snažnog oporavka i trajne potpore politike,
- u nekoliko država članica slabosti su uglavnom povezane s visokim *udjelima državnog duga u BDP-u koji su se tijekom krize dodatno povećavali*, uz trajnu zabrinutost u pogledu *potencijalnog rasta outputa i konkurentnosti*. To se posebno odnosi na Italiju, u kojoj su slabosti povezane i s bankarskim sektorom i s još uvijek visokom razinom neprihodonosnih kredita, iako se ona 2020. i dalje smanjivala, a sve to u kontekstu trajnog slabog funkcioniranja tržišta rada. Belgija i Francuska uglavnom se suočavaju s problemima povezanim s visokim državnim dugom koji se znatno povećao u vrijeme posljednje krize, te s problemima potencijalnog rasta u kontekstu slabe konkurentnosti. Već relativno visok privatni dug u Francuskoj nastavio je rasti, posebice dug poduzeća. U Belgiji se 2020. dodatno povećao i već visok privatni dug. U Belgiji i Francuskoj stambene nekretnine mogu biti precijenjene te su cijene nedavno postale dinamičnije,
- neke države članice bilježe *velike suficite tekućeg računa* koji su i dalje iznad razina koje bi se mogle opravdati temeljnim ekonomskim pokazateljima. To se odnosi na Njemačku i Nizozemsku. Očekuje se da će suficit europodručja ove godine porasti nakon privremenog pada prošle godine. Veliki suficiti mogu odražavati neiskorištene mogućnosti rasta i domaćih ulaganja. To može utjecati na funkcioniranje europodručja u kontekstu oporavka koji je potrebno održavati u vrijeme još uvijek izražene nesigurnosti. U oba slučaja dinamika cijena stambenih nekretnina upućuje na rizik od precijenjenosti, koja je u slučaju Nizozemske prisutna već nekoliko godina i popraćena visokim dugom kućanstava,
- u Češkoj i Slovačkoj *gubici troškovne konkurentnosti već su nekoliko godina popraćeni snažnim rastom cijena stambenih nekretnina*. Gubici troškovne konkurentnosti zabilježeni su prije krize i kontinuiran znatan rast plaća zaposlenika upućuju na rizik od pregrijavanja zbog stalnih velikih fiskalnih deficita, pri čemu je državni dug u Slovačkoj veći. Čini se da to nije utjecalo na rezultate vanjskog sektora tih zemalja, ali znatna koncentracija izvoza u nekoliko određenih sektora predstavlja slabost. To je dodatno otežano snažnim rastom cijena stambenih nekretnina, uz sve veći rizik od njihove precijenjenosti. U slučaju Slovačke to je popraćeno relativno visokim dugom kućanstava nakon godina povećanja,
- u nekim državama članicama kretanja na tržištu nekretnina pridonose *rizicima povezanim s vrednovanjem stambenih nekretnina* često u kontekstu visokog duga kućanstava. To je slučaj Švedske te Danske i Luksemburga. Najnoviji podaci o cijenama stambenih nekretnina upućuju na to da su nakon kratkotrajnog smanjenja cijena stambenih nekretnina u Švedskoj 2020. ponovno počele ubrzano rasti, što je pojačalo zabrinutost u pogledu precijenjenosti. U Luksemburgu je snažan rast cijena stambenih nekretnina postao još dinamičniji tijekom krize, što je povećalo rizik od precijenjenosti, te se javlja zajedno s visokim dugom kućanstava u odnosu na bruto raspoloživi dohodak kućanstava. U Danskoj je nedavno povećanje cijena stambenih nekretnina pratio visok dug kućanstava,
- u slučaju Malte visoka i rastuća razina privatnog duga i trajni nedostaci okvira za nesolventnost uzrokuju posebne slabosti.

**Jedan je od zaključaka ovog izvješća o mehanizmu upozoravanja da treba provesti detaljna preispitivanja za ukupno 12 država članica: Cipar, Francusku, Grčku, Hrvatsku, Irsku, Italiju, Nizozemsku, Njemačku, Portugal, Rumunjsku, Španjolsku i Švedsku.** Te države članice podvrgnute su detaljnom preispitivanju u prethodnom godišnjem ciklusu nadzora u okviru PMN-a te se smatralo da bilježe neravnoteže (Francuska, Hrvatska, Irska, Njemačka, Nizozemska, Portugal, Rumunjska, Španjolska i Švedska) ili prekomjerne neravnoteže (Cipar, Grčka i Italija). Novim detaljnim preispitivanjima procijenit će se pogoršavaju li se te neravnoteže, ispravljaju li se ili jesu li ispravljene, u cilju ažuriranja postojećih procjena i procjene mogućih preostalih potreba politike.

**Osim toga, u nizu država članica koje nisu bile predmet detaljnog preispitivanja u prethodnom krugu prisutna su kretanja kojima je potrebno posvetiti posebnu pozornost. Slovačka** je obilježena snažnim rastom cijena stambenih nekretnina, uz kontinuirano, iako sve slabije povećanje zaduživanja kućanstava. Izvoz je znatno koncentriran u nekoliko određenih sektora i došlo je do gubitaka troškovne konkurentnosti, ali to dosad nije negativno utjecalo na udjele na izvoznom tržištu. U slučaju **Mađarske** potrebno je obratiti pozornost na međudjelovanje javnog zaduživanja i vanjskog financiranja u kontekstu znatne izloženosti dugu u stranoj valuti. Bilježi se snažan rast cijena stambenih nekretnina. Pritisci troškovne konkurentnosti sve su veći, ali to dosad nije negativno utjecalo na udjele na izvoznom tržištu.

**Postoji i potreba za praćenjem razvoja rizikâ u drugim državama članicama, koji su u mnogim slučajevima povezani s tržištima stambenih nekretnina.** U slučaju Danske i Luksemburga kretanja na tržištu stambenih nekretnina upućuju na povećanje rizikâ. Iako se zbog promijenjenih preferencija, povoljnih financijskih uvjeta i ograničenja ponude može održati rast cijena stambenih nekretnina, ne može se odbaciti rizik ispravka cijena stambenih nekretnina naniže, s mogućim posljedicama za šire gospodarstvo. Češku karakterizira snažan rast cijena stambenih nekretnina i trajni gubici troškovne konkurentnosti koji su već godinama znatni. U Malti sve veći privatni dug u kombinaciji s nedostacima stečajnog okvira dovodi do posebnih slabosti. Kretanja u tih šest država članica trebalo bi pomno pratiti i nadzirati te utvrditi jesu li u skladu s makroekonomskom stabilnošću i pogoduju li joj. Ravnoteža rizika trenutačno ne upućuje na potrebu za detaljnim preispitivanjem. U odjeljku 4. navedeno je više informacija o razvoju događaja u pojedinim državama.



## 4. NAPOMENE PO DRŽAVAMA ČLANICAMA

### 4.1. BELGIJA

U Belgiji u lipnju 2021. nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže. U ažuriranoj tablici rezultata koja obuhvaća podatke do 2020. pokazatelji konsolidiranog duga privatnog sektora i bruto duga opće države iznad su indikativnih pragova.

Nakon pada od 5,7 % u 2020., tijekom 2021. predviđa se rast realnog BDP-a za 6 %, a tijekom 2022. za 2,6 %. Predviđa se da će razina nominalnog BDP-a tijekom 2022. iznositi 8,4 % više od razine iz 2019.

Relevantna kretanja nakon prethodnog izvješća mogu se sažeti kako slijedi:

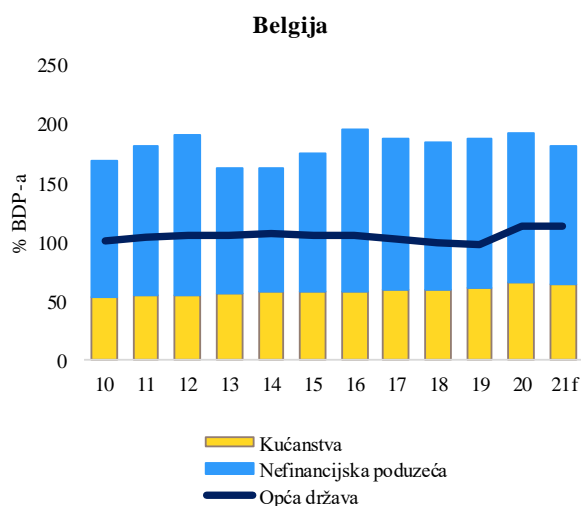
- **Vanjske slabosti** i dalje su ograničene. Tekući račun zabilježio je mali suficit 2020. NIIP je očito pozitivan te se predviđa da će 2021. i 2022. ostati uglavnom na istoj razini. Znatno povećanje jediničnog troška rada 2020. odraz je velikog pada produktivnosti tijekom krize uzrokovane bolešću COVID-19, djelomično zbog zadržavanja radne snage. Očekuje se da će 2021. i 2022. dinamika plaća uvelike nadoknaditi oporavak produktivnosti.

- **Udio duga privatnog sektora u BDP-u** dodatno se povećao iznad praga iz 2020. Na njega je negativno utjecao nagli pad BDP-a 2020. Dug belgijskih nefinancijskih poduzeća visok je te se povećao na gotovo 126 % BDP-a, ali visok udio prekograničnog kreditiranja

unutar grupe, kojim se ta brojka povećava, smanjuje rizike. Zaduženost kućanstava, koja uglavnom odražava hipotekarni dug, nastavila je rasti u 2020., ali rast udjela duga kućanstava u BDP-u uglavnom je posljedica pada BDP-a jer su neto kreditni tokovi prema kućanstvima ograničeni. Mjere za potporu dohotku kućanstava i poduzeća pridonijele su stabilizaciji udjela neprihodonosnih kredita 2020. Rast cijena stambenih nekretnina ubrzao se 2020., a stambene nekretnine pokazuju znakove moguće precijenjenosti.

- **Udio državnog duga u BDP-u** dodatno se povećao 2020., na 112,8 % BDP-a, što je posljedica naglog pada BDP-a i znatnih vladinih mjera potpore za ublažavanje posljedica krize uzrokovane bolešću COVID-19. Rizici povezani sa sustavima povratne sprege u financijskom i javnom sektoru i dalje su ograničeni. Financijski sektor i dalje je stabilan.
- Povećanje **stope nezaposlenosti** ograničeno je 2020., te se ona tek neznatno povećala na 5,6 % zahvaljujući vladinim mjerama potpore koje su produljene do kraja 2021. Predviđa se da će se 2021. i 2022. neznatno povećati. Nezaposlenost mladih povećala se 2020. te se predviđa da će dostići razinu od 20,5 % u 2021.

Grafikon A1: Dug po sektorima gospodarstva



Izvor: Eurostat i službe Komisije

*Belgija je u krizu uzrokovanu bolešću COVID-19 ušla bez utvrđenih makroekonomskih neravnoteža, no uz visoki dug privatnog sektora i bruto dug opće države koji sa sobom nosi ograničene rizike. Zbog krize uzrokovane bolešću COVID-19 dug privatnog i javnog sektora dodatno se povećao te ga je potrebno pratiti. Općenito, Komisija u ovoj fazi smatra da nije potrebno provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.*



## 4.2. BUGARSKA

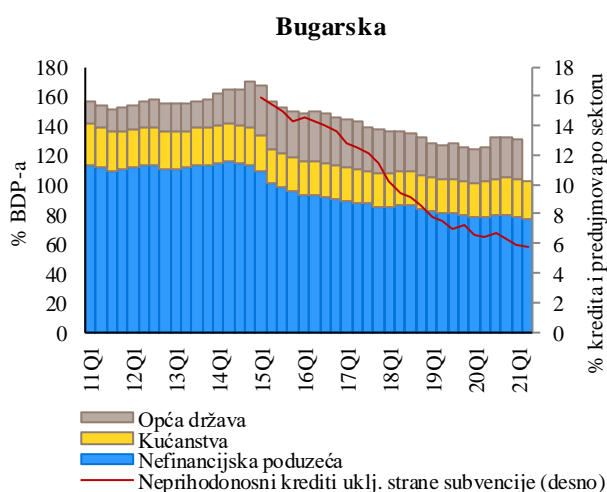
U lipnju 2021. u Bugarskoj nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže. U ažuriranoj tablici rezultata koja obuhvaća podatke do 2020. pokazatelj rasta jedinične cijene rada iznad je indikativnog praga.

Nakon što se smanjio za 4,4 % u 2020., tijekom 2021. očekuje se rast BDP-a za 3,8 %, a tijekom 2022. za 4,1 %. S ponovnim gospodarskim rastom predviđa se da će nominalni BDP 2022. biti 17 % veći od razine iz 2019.

Neka relevantna kretanja mogu se sažeti kako slijedi:

- Saldo **tekućeg računa** zabilježio je mali deficit od 0,3 % BDP-a 2020., prvi put od 2012. Njegovo smanjenje uglavnom je posljedica smanjenja izvoza turističkih usluga prouzročenog pandemijom bolesti COVID-19. Oporavak prihoda od turizma započeo je 2021., a očekuje se da će se nastaviti i 2022. Negativni NIIP, koji se uglavnom sastoji od izravnih stranih ulaganja, nastavio se poboljšavati zbog daljnje akumulacije pričuvne imovine.
- **Nominalni jedinični troškovi rada** dodatno su se povećali 2020. zbog nešto niže ukupne produktivnosti u kontekstu zadržavanja radne snage. U budućnosti se očekuje da će se jedinični troškovi rada i dalje znatno povećavati, iako u manjoj mjeri nego 2020., unatoč oporavku rasta produktivnosti, jer će se naknada po zaposleniku znatno povećati.
- **Zaduženost poduzeća povećala se** 2020., ali očekuje se da će se razduživanje nastaviti s gospodarskim oporavkom. Iako je kreditni rast umjeren, nagli pad BDP-a 2020. privremeno je obrnuo proces razduživanja koji se temeljio na snažnom rastu nominalnog BDP-a. S povratkom gospodarskog rasta udio duga poduzeća u BDP-u trebao bi se ponovno smanjivati. Realna stopa rasta **cijena stambenih nekretnina** povećala se na 5,2 % u 2020. Očekuje se da će se njezin rast donekle usporiti 2021., ali podupire ga snažan rast hipotekarnih kredita.
- **Državni dug** bio je niži od 25 % BDP-a 2020. te bi trebao ostati ispod 30 % BDP-a 2021. unatoč planiranom povećanju državnih rashoda.
- U **financijskom sektoru** zadržana je dovoljna likvidnost i adekvatnost kapitala tijekom krize uzrokovane bolešću COVID-19, uz potporu mjera koje je Bugarska narodna banka uvela u ožujku 2020. i ulazak Bugarske u bankovnu uniju u srpnju 2020. Udio neprihodonosnih kredita i dalje je visok, iako se dodatno smanjio na 5,9 % u 2020. U budućće će biti važno pomno pratiti učinak postupnog ukidanja mjera javne potpore, kao što su moratorij na kredite i jamstveni programi.
- Recesija 2020. nije posebno utjecala na **uvjete na tržištu rada**, uglavnom zahvaljujući uvođenju programa skraćenog radnog vremena. Stopa nezaposlenosti povećala se s povijesno niske razine 2019. na 5,1 % u 2020., ali predviđa se da će se početi smanjivati od 2022.

Grafikon A2: Raščlamba duga po sektorima



Izvor: Eurostat i ESB

*Bugarska je u krizu uzrokovanu bolešću COVID-19 ušla bez utvrđenih makroekonomskih neravnoteža, iako su udjeli neprihodonosnih kredita i zaduženost poduzeća bili relativno visoki, ali uz trend smanjivanja. Nakon krize uzrokovane bolešću COVID-19 udio duga privatnog sektora u BDP-u privremeno se povećao 2020., ali predviđa se da će se nakon toga smanjivati. Očekuje se da će naknade*

*plaće nastaviti rasti kao prije pandemije. Općenito, Komisija u ovoj fazi smatra da nije potrebno provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.*

### 4.3. ČEŠKA

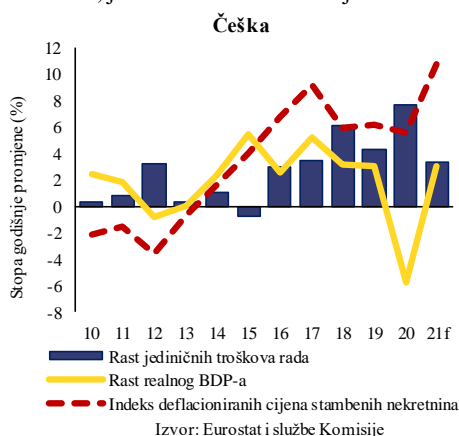
U lipnju 2021. u Češkoj nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže. U ažuriranoj tablici rezultata koja obuhvaća podatke do 2020. pokazatelj rasta jedinične cijene rada prelazi indikativni prag.

Nakon pada BDP od 5,8 % u 2020., predviđa se da će realni BDP-a 2021. narasti za 3 %, a 2022. za 4,4 %. S ponovnim gospodarskim rastom predviđa se da će nominalni BDP 2022. biti 13,2 % veći od razine iz 2019.

Neka relevantna kretanja mogu se sažeti kako slijedi:

- **Vanjske slabosti** i dalje su ograničene. Iako je suficit tekućeg računa od 3,6 % BDP-a zabilježen 2020., očekuje se da će se 2021. vratiti na uglavnom uravnoteženo stanje. NIIP se nastavio poboljšavati, ali je i dalje blago negativan te je 2020. iznosio -12,5 % BDP-a. NIIP koji isključuje instrumente bez rizika neispunjavanja obveza (NENDI) već je bio pozitivan te se i poboljšava.

Grafikon A3: BDP, jedinični troškovi rada i cijena stambenih nekretnina



- **Rast jediničnih troškova rada** bio je visok i prije pandemije. Dodatno se ubrzao 2020. zbog zadržavanja radne snage koje je povezano s krizom uzrokovanom bolešću COVID-19. S oporavkom produktivnosti očekuje se umjeren rast jediničnih troškova rada unatoč snažnom rastu naknade po zaposleniku 2021. i 2022.
- **Privatna zaduženost** ostala je niska. Iako se blago povećao 2020., privatni dug i dalje je u potpunosti unutar bonitetnih i temeljnih referentnih vrijednosti. Kreditni tokovi bili su pozitivni, ali ograničeni i za kućanstva i za poduzeća. **Bankarski sektor** dobro je kapitaliziran i njegova je profitabilnost visoka. Udio neprihodonosnih kredita i dalje je nizak.
- **Dug opće države** povećao se na 37,7 % BDP-a u 2020., a predviđa se da će porasti na 42,4 % BDP-a u 2021. i 44,3 % u 2022. Iako je razina državnog duga i dalje relativno niska, brzo raste zbog velikih proračunskih deficita.
- **Cijene stambenih nekretnina** brzo rastu tijekom duljeg razdoblja, sa sve većim naznakama moguće precijenjenosti. Realni rast cijena stambenih nekretnina 2020. ostao je visok i iznosio je 5,5 %, iako je pao ispod praga iz tablice rezultata. S obzirom na to da se očekuje da će raspoloživi dohodak kućanstava i dalje snažno rasti u razdoblju 2021.–2022., čini se vjerojatnim da će se cijene stambenih nekretnina i dalje povećavati, u skladu s dostupnim podacima za 2021. Pritisak na povećanje cijena mogao bi se ublažiti očekivanim povećanjem izgradnje stambenih zgrada 2021. i 2022. te rastom hipotekarnih kamatnih stopa u kontekstu kontinuiranog pooštavanja monetarne politike.

Češka je u krizu uzrokovanu bolešću COVID-19 ušla bez utvrđenih makroekonomskih neravnoteža, iako su konkurentnost i pritisci na tržištu stambenih nekretnina uključivali određene rizike. Neki su se rizici povećali zbog krize uzrokovane bolešću COVID-19. Općenito, Komisija u ovoj fazi smatra da nije potrebno provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.

## 4.4. DANSKA

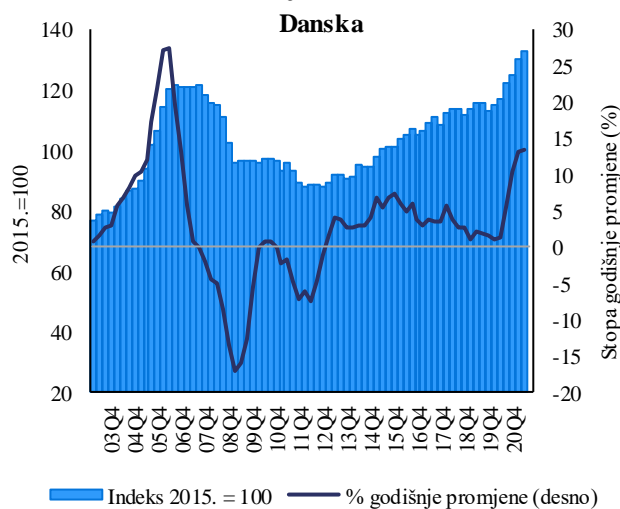
U lipnju 2021. u Danskoj nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže. U ažuriranoj tablici rezultata koja obuhvaća podatke do 2020. pokazatelji suficita tekućeg računa i duga privatnog sektora prešli su indikativni prag.

Nakon pada od 2,1 % u 2020., tijekom 2021. predviđa se rast realnog BDP-a za 4,3 %, a tijekom 2022. za 2,7 %. Predviđa se da će razina nominalnog BDP-a 2021. premašiti razinu iz 2019. za 10,4 %.

Neka relevantna kretanja mogu se sažeti kako slijedi:

- **Kad je riječ o vanjskoj održivosti**, saldo tekućeg računa i dalje bilježi veliki suficit, koji je 2020. iznosio 8,1 % BDP-a. Iako se očekuje stalan pad u narednim godinama, predviđa se da će ostati znatno iznad gornjeg praga PMN-a. Visok suficit uglavnom odražava visoku razinu štednje poduzeća i mirovinske štednje. Akumulirani suficiti tekućeg računa doveli su do visokog neto stanja međunarodnih ulaganja (NIIP) koje je 2020. doseglo gotovo 69 % BDP-a, što je smanjenje u odnosu na oko 77 % BDP-a 2019. zbog promjena u vrednovanju. Visoki NIIP generira pozitivan neto primarni dohodak, koji pak podupire pozitivni saldo tekućeg računa.

Grafikon A4: Realne cijene stambenih nekretnina



Izvor: Eurostat, ESB, službe Europske komisije

- Zaduženost **privatnog sektora** i dalje je visoka, ali smanjuje se. Danska su se kućanstva posljednjih godina razduživala, iako se udio **duga kućanstava** neznatno povećao na 111,7 % BDP-a 2020., pod utjecajem pada realnog BDP-a. Udio duga kućanstava u BDP-u najviši je u EU-u, ali predviđa se da će se nastaviti smanjivati 2021. kao udio u BDP-u. Unatoč ubrzanju rasta cijena stambenih nekretnina, povećanje hipotekarnog kreditiranja i dalje je umjereno. Kamatno opterećenje dodatno se smanjilo, dok je udio kredita s promjenjivim kamatnim stopama i dalje relativno visok, iako znatno niži nego prije deset godina. Visoka razina bruto duga kućanstava popraćena je znatno višom, iako manje likvidnom, financijskom imovinom, osobito kućama i mirovinskom štednjom.
- Rast **realnih cijena stambenih nekretnina** 2020. iznosio je 4,6 %, što je ispod praga iz tablice rezultata. Rast realnih cijena stambenih nekretnina povećao se u prvoj polovini 2021. te je u drugom tromjesečju 2021. dosegnuo vrhunac od 13,5 % u odnosu na prethodnu godinu, ali predviđa se da će se usporiti u bliskoj budućnosti. Procjene vrijednosnih jazova ukazuju na moguću precijenjenost. Prosječna razlika u cijeni stambenih nekretnina i dalje raste, a razlika između cijene i dohotka relativno je visoka.
- **Bankarski sektor** ostao je stabilan, a banke su i dalje profitabilne, likvidne i dobro kapitalizirane, dok je udio neprihodonosnih kredita nizak. Unatoč naglom porastu 2020. zbog provedbe mjera povezanih s bolešću COVID-19, **državni dug** relativno je nizak i iznosi oko 42 % BDP-a. Proračunski deficit iznosio je samo 0,2 % BDP-a 2020., djelomično zbog jednokratnih učinaka.
- **Tržište rada** i dalje je snažno. Stopa nezaposlenosti blago se povećala 2020. na 5,6 %. Zbog snažnog oporavka danskog gospodarstva zaposlenost je premašila razinu prije pandemije, a broj nezaposlenih pao je ispod razine prije pandemije do drugog tromjesečja 2021.

*Danska je u krizu uzrokovanu bolešću COVID-19 ušla bez utvrđenih makroekonomskih neravnoteža, iako visoka zaduženost privatnog sektora i suficit tekućeg računa uključuju određene rizike. Tijekom krize uzrokovane bolešću COVID-19 zaduženost privatnog sektora blago se povećala, dok su cijene stambenih nekretnina znatno porasle, a suficit tekućeg računa i dalje je visok. Općenito, Komisija u ovoj fazi smatra da nije potrebno provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.*

## 4.5. NJEMAČKA

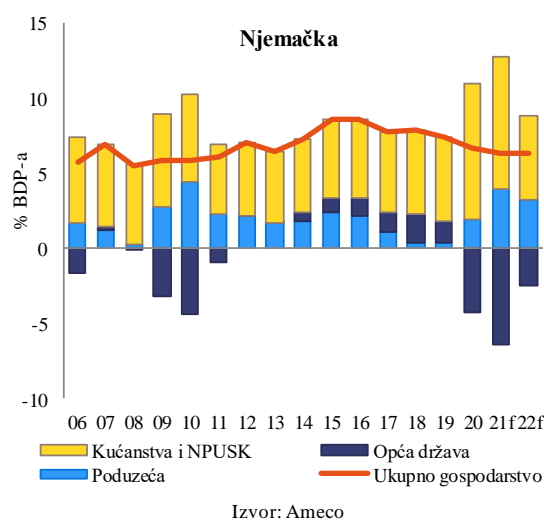
Komisija je u lipnju 2021. utvrdila makroekonomske neravnoteže u Njemačkoj s prekograničnim utjecajem koje odražavaju nisku razinu ulaganja u odnosu na razinu štednje. U ažuriranoj tablici rezultata koja obuhvaća podatke do 2020. pokazatelji salda tekućeg računa, rasta jediničnih troškova rada, rasta cijena stambenih nekretnina i državnog duga prelaze indikativne pragove.

Nakon pada od 4,6 % u 2020., tijekom 2021. predviđa se rast realnog BDP-a za 2,7 %, a tijekom 2022. za 4,6 %. Predviđa se da će razina nominalnog BDP-a 2022. biti viša za 9,4 % u odnosu na 2019.

Neka relevantna kretanja mogu se sažeti kako slijedi:

- **Suficit tekućeg računa** koji je 2020. iznosio 6,9 % BDP-a i dalje je visok. Postupno se smanjivao od 2015., ali predviđa se da će i dalje iznositi više od 6 %. To je povezano sa smanjenim privatnim i javnim ulaganjima koja su, između ostalog, ograničena uskim grlima u ulaganjima, primjerice u infrastrukturu i stanovanje. Iako su se privatna i javna ulaganja posljednjih godina postupno povećala, ona su i dalje niža od prosjeka europodručja.
- **Jedinični troškovi rada** naglo su se povećali 2020. zbog snažnog pada outputa i relativno stabilne zaposlenosti i naknada. Očekuje se da će se odnos između troškova rada i outputa normalizirati kako se BDP bude oporavljao.
- **Državni dug** premašio je indikativni prag iz tablice rezultata od 60 % BDP-a i porastao na 68,7 % BDP-a u 2020., a očekuje se da će 2021. doseći vrhunac od 71,4 %, što je odraz potpore politike tijekom pandemije bolesti COVID-19. **Bankarski sustav** i dalje je adekvatno kapitaliziran i s vrlo niskom razinom neprihodonosnih kredita, iako ga karakterizira niska profitabilnost nakon dodatnog smanjenja 2020.
- **Realne cijene stambenih nekretnina** porasle su za 7,1 % u 2020., a u prvoj polovini 2021. nastavile su bilježiti ubrzan rast zbog kontinuiranog smanjenja ponude stambenih nekretnina. Kretanja cijena stambenih nekretnina pokazuju naznake potencijalne precijenjenosti.

Grafikon A5: Neto pozajmljivanje/zaduživanje po sektorima



*Njemačka je u krizu uzrokovanu bolešću COVID-19 ušla uz znatan suficit domaće štednje koji se prvenstveno temelji na neto štednji kućanstava i države. Suficit tekućeg računa na visokoj je razini jer su privatna ulaganja i dalje slaba unatoč potpori politike u kontekstu pandemije bolesti COVID-19, a javna ulaganja još nisu nadoknadila dugogodišnji investicijski jaz. Cijene stambenih nekretnina snažno su porasle. Komisija općenito smatra, među ostalim i zbog neravnoteža utvrđenih u lipnju, da bi bilo korisno detaljnije ispitati postojanost neravnoteža ili njihovo postupno uklanjanje.*

## 4.6. ESTONIJA

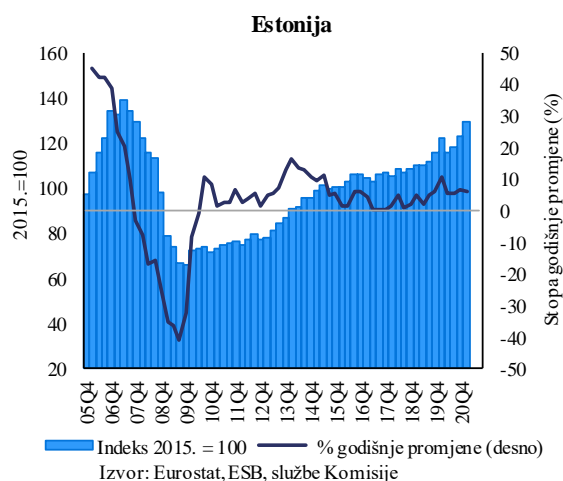
U Estoniji u lipnju 2021. nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže. U ažuriranoj tablici rezultata koja obuhvaća podatke do 2020., pokazatelji realne efektivne tečajne stope, rasta jediničnih troškova rada, rasta cijena stambenih nekretnina, obveza financijskog sektora i stope nezaposlenosti mladih prelaze indikativne pragove.

Nakon pada od 3 % u 2020., u 2021. predviđa se rast realnog BDP-a za 9 %, a u 2022. za 3,7 %. Predviđa se da će razina nominalnog BDP-a u 2022. iznositi 16 % više od razine iz 2019.

Neka relevantna kretanja mogu se sažeti kako slijedi:

- **Vanjske slabosti** i dalje su ograničene, a predviđa se da će se, nakon desetljeća stabilnih poboljšanja, NIIP stabilizirati na oko -22 % BDP-a u 2021. Akumulirana izravna strana ulaganja predstavljaju većinu obveza. Zabilježen je blagi deficit tekućeg računa 2020., a neznatno povećanje očekuje se 2021.
- **Rast jediničnih troškova rada** dodatno se ubrzao 2020. nakon nekoliko godina kontinuiranog snažnog rasta. Predviđa se da će se jedinični troškovi rada 2021. smanjiti zahvaljujući većoj produktivnosti u vremenima snažnog rasta outputa i sporog zapošljavanja te da će se nakon toga ponovno početi povećavati. Potaknuti izvozom robe, udjeli na izvoznom tržištu povećali su se do 2020., a očekuje se da će nastaviti rasti u budućnosti, iako sporijim tempom. Realna efektivna tečajna stopa temeljena na HICP-u prošle je godine neznatno aprecirala, iako manje nego u nekim godinama prije pandemije.
- **Rast cijena stambenih nekretnina** ubrzao se na 6,9 % u 2020., a očekuje se da će se 2021. dodatno ubrzati potaknut prijevremenim povlačenjem mirovinskih sredstava 2021., povećanjem cijena građevinskog materijala i uskim grlima u ponudi, dok bi ograničenja zaduživanja kućanstava mogla biti olakšavajući čimbenik. Parametri cijena stambenih nekretnina ne upućuju na potencijalne rizike od precijenjenosti. **Bankarski sektor** i dalje je otporan, s visokom stopom kapitala i niskim udjelom neprihodonosnih kredita.
- **Udio državnog duga** u BDP-u i dalje je nizak, ali je 2020. porastao za 10 postotnih bodova zbog većeg javnog deficita, nižeg nominalnog BDP-a i preventivnog financiranja koje je provela vlada. Predviđa se da će 2022. dosegnuti 20,4 % BDP-a.
- Uvjeti na **tržištu rada** pogoršali su se nakon krize uzrokovane bolešću COVID-19. Nakon stabilnog smanjenja tijekom posljednjeg desetljeća stopa nezaposlenosti povećala se na 6,8 % u 2020. Predviđa se da će se 2022. početi smanjivati. Nezaposlenost mladih dodatno se povećala 2020. te se predviđa da će nastaviti rasti 2021.

Grafikon A6: Indeks realnih cijena stambenih nekretnina



*Estonija je u krizu uzrokovanu bolešću COVID-19 ušla bez utvrđenih makroekonomskih neravnoteža iako uz negativno neto stanje međunarodnih ulaganja koje sa sobom nosi ograničene rizike. Rast cijena stambenih nekretnina ubrzao se zbog krize uzrokovane bolešću COVID-19, ali čini se da cijene stambenih nekretnina nisu precijenjene. Općenito, Komisija u ovoj fazi smatra da nije potrebno provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.*

## 4.7. IRSKA

Komisija je u lipnju 2021. utvrdila makroekonomske neravnoteže u Irskoj, posebno u pogledu slabosti povezanih s visokim dugom privatnog i javnog sektora te vanjskim dugom. U ažuriranoj tablici rezultata koja obuhvaća podatke do 2020. pokazatelji salda tekućeg računa, neto stanja međunarodnih ulaganja, duga privatnog sektora i stope aktivnosti prelaze indikativne pragove.<sup>(40)</sup>

Nakon porasta od 5,9 % u 2020. očekuje se da će se gospodarski rast Irske ubrzati za 14,6 % u 2021. te za 5,1 % u 2022. Predviđa se da će razina nominalnog BDP-a 2022. iznositi 28,1 % više od razine iz 2019.

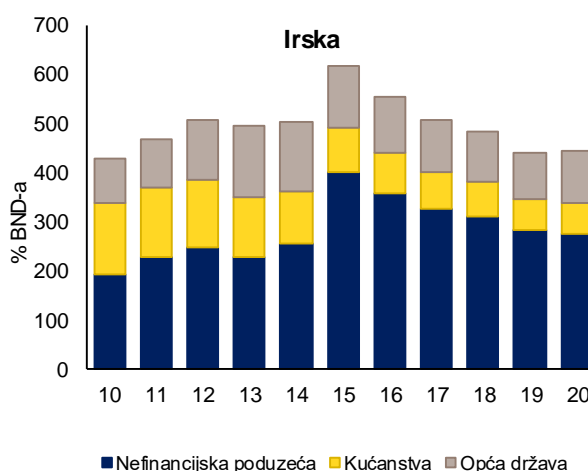
Neka relevantna kretanja mogu se sažeti kako slijedi:

- **Vanjska održivost** i dalje je razlog za zabrinutost. Iako znatno povećan zbog aktivnosti multinacionalnih kompanija, NIIP je izrazito negativan. Povećao se na -174 % BDP-a u 2020. i očekuje se da će se i dalje povećavati u budućnosti. Tekući račun se 2020. oporavio od velikog deficita iz 2019., a predviđa se da će 2021. i 2022. bilježiti veliki suficit, što će pridonijeti poboljšanju vanjske pozicije.

- **Privatni dug** vrlo je visok, ali nastavlja se smanjivati. Dosegnuo je gotovo 189 % BDP-a u 2020. Dug poduzeća predstavlja najveći dio privatnog duga (153 % BDP-a i 274 % izmijenjenog bruto nacionalnog dohotka (BND-a\*)) te je i dalje iznad temeljnih i bonitetnih pragova. U dugu poduzeća visokim se udjelom prekograničnog kreditiranja unutar grupe smanjuju rizici. Dug kućanstava dosegnuo je oko 36 % BDP-a i 64 % BND-a\* u 2020. Iako je ispod bonitetnog praga i smanjuje se, i dalje je visok u odnosu na raspoloživi dohodak kućanstava (109 %).

- **Državni dug** blago se povećao na 58,4 % BDP-a u 2020. Očekuje se da će se 2021. trend smanjenja nastaviti. S druge strane, u odnosu na BND\* državni dug je i dalje visok.
- **Bankarski sektor** u boljoj je poziciji nego u razdoblju uoči financijske krize 2010. Banke su dobro kapitalizirane, ali se suočavaju s dugoročnijim izazovima povezanim s profitabilnošću koja je 2020. postala negativna. Neprihodonosni krediti znatno su se smanjili proteklih godina, a njihov je udio i dalje nizak te je u lipnju 2021. iznosio 2,6 %.
- Cijene stambenih nekretnina 2020. stagniraju u realnim vrijednostima, ali se očekuje da će 2021. blago porasti zbog smanjenja ponude. Mjerenje vrijednosnog jaza ne upućuje na potencijalnu precijenjenost, ali cjenovna pristupačnost stambenih nekretnina i dalje je problem, pri čemu je prosječan broj godišnjih dohodaka potreban za kupnju stambenog prostora među najvišima u EU-u.
- **Stopa nezaposlenosti** povećala se na 5,7 % u 2020. te se predviđa da će 2021. zbog krize uzrokovane bolešću COVID-19 porasti na 7,5 %, ali će se potom vjerojatno ponovno početi smanjivati. Promjena stope aktivnosti u razdoblju od tri godine postala je negativna 2020., ali se predviđa da će ponovno biti pozitivna 2021. i 2022.

Grafikon A7: Dug po sektorima gospodarstva



Izvor: Eurostat i organizacije civilnog društva

Napomena: Izmijenjeni bruto nacionalni dohodak (BND\*) preciznije obuhvaća osnovnu gospodarsku aktivnost uklanjajući dijela učinka multinacionalnih korporacija.

<sup>40</sup> U izvješću o nadzoru nakon provedbe programa (PPS) za Irsku iz jeseni 2021. raspravlja se i o nekim slabostima istaknutima u izvješću o mehanizmu upozoravanja.



*Irska je u krizu uzrokovanu bolešću COVID-19 ušla sa slabostima povezanim s vanjskim dugom, dugom privatnog sektora i državnim dugom. Kako je gospodarstvo Irske raslo unatoč krizi, slabosti povezane s vanjskim i privatnim dugom donekle su se ublažile, dok se državni dug povećao. Komisija općenito smatra, među ostalim i zbog neravnoteža utvrđenih u lipnju, da bi bilo korisno detaljnije ispitati postojanost neravnoteža ili njihovo postupno uklanjanje.*

## 4.8. GRČKA

Komisija je u lipnju 2021. utvrdila prekomjerne makroekonomske neravnoteže u Grčkoj, posebno u pogledu visokog državnog duga, nepotpunog vanjskog rebalansa i visokog udjela neprihodonosnih kredita u kontekstu visoke nezaposlenosti i niskog potencijalnog rasta. U ažuriranoj tablici rezultata koja obuhvaća podatke do 2020. određeni broj pokazatelja prelazi indikativni prag, i to neto stanje međunarodnih ulaganja (NIIP), državni dug, udio na izvoznom tržištu, obveze financijskog sektora, stopa nezaposlenosti i stopa aktivnosti. <sup>(41)</sup>

Nakon naglog pada od -9 % u 2020., predviđa se oporavak realnog BDP-a te se očekuje da će rast dosegnuti 7,1 % u 2021. i 5,2 % u 2022. Predviđa se da će razina nominalnog BDP-a 2022. biti viša za 2,4 % u odnosu na 2019.

Neka relevantna kretanja mogu se sažeti kako slijedi:

- **Vanjska održivost** pogoršala se 2020. jer se negativni udio NIIP-a dodatno smanjio zbog pada BDP-a i znatnog pogoršanja deficita tekućeg računa na -6,6 % BDP-a. Ponovnim jačanjem turizma predviđa se da će se deficit tekućeg računa smanjiti 2021. i 2022. Državni dug koji se produžuje pod povoljnim uvjetima i s dugoročnim dospjećima čini velik udio u NIIP-u.

- Udio **državnog duga** u BDP-u povećao se za 26 postotnih bodova 2020., na 206,3 % BDP-a, što je posljedica snažne recesije i učinka mjera za ograničavanje gospodarskih i socijalnih troškova krize uzrokovane bolešću COVID-19. Više od polovine iznosa povećanja posljedica je učinka nazivnika. Predviđa se da će se 2021. udio državnog duga početi smanjivati.

Dugoročne bruto potrebe za financiranjem nisu se znatno promijenile od početka pandemije, uglavnom zbog smanjenja stopa refinanciranja.

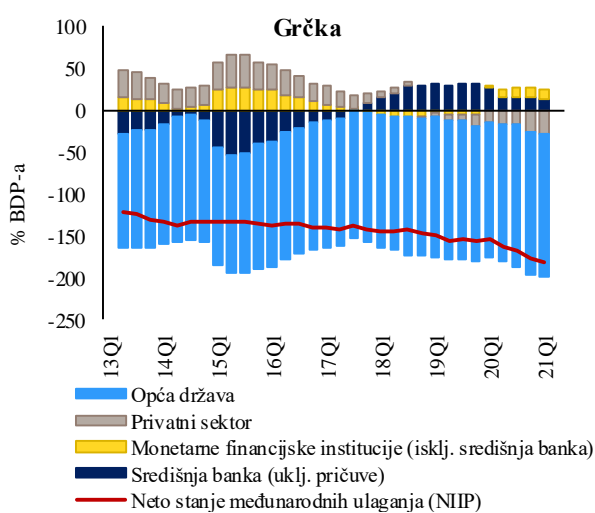
- Profitabilnost **bankarskog sektora** postala je negativna 2020., a omjer redovnog osnovnog kapitala među najnižima je u EU-u, djelomično zbog aktualnog čišćenja bilanci banaka. Iako i dalje visok i u iznosu od 26,1 % u ožujku 2021., udio neprihodonosnih kredita <sup>(42)</sup> znatno se smanjio 2020. te se očekuje da će se 2021. nastaviti smanjivati sporijim tempom. Nakon isteka moratorija početna je procjena pokazala umjeren negativan učinak na kvalitetu imovine, ali negativni rizici i dalje postoje.
- **Stopa nezaposlenosti** nastavila se smanjivati uglavnom zbog vladinih mjera potpore čak i tijekom pandemije, ali je 2020. ostala visoka i iznosila 16,3 %. Predviđa se da će se tijekom razdoblja obuhvaćenog prognozom nastaviti smanjivati.

*Grčka je u krizu uzrokovanu bolešću COVID-19 ušla sa slabostima povezanim s državnim dugom, nepotpunim vanjskim rebalansom, neprihodonosnim kreditima, nezaposlenošću i niskim potencijalnim*

<sup>(41)</sup> O nekim slabostima istaknutima u ovom Izvješću o mehanizmu upozoravanja raspravlja se u 12. izvješću o pojačanom nadzoru za Grčku.

<sup>(42)</sup> Prema podacima Europske središnje banke, udio neprihodonosnih kredita u ukupnim bruto kreditima i predujmovima na konsolidiranoj osnovi (tj. uključujući novčana potraživanja u središnjim bankama i ostale depozite po viđenju u nazivniku). Ta se brojka razlikuje od one prijavljene u okviru izvješća o pojačanom nadzoru, a odnosi se na neprihodonosne kredite kao udio u ukupnim bruto kreditima klijenata na pojedinačnoj osnovi, kako je izvijestila Grčka središnja banka.

Grafikon A8: NIIP po sektorima



Izvor: Eurostat i službe Komisije

*rastom. Zbog krize uzrokovane bolešću COVID-19 državni dug i vanjske neravnoteže povećale su se. Komisija općenito smatra, među ostalim i zbog prekomjernih neravnoteža utvrđenih u lipnju, da bi bilo korisno detaljnije ispitati postojanost makroekonomskih rizika te pratiti napredak u postupnom uklanjanju prekomjernih neravnoteža.*

## 4.9. ŠPANJOLSKA

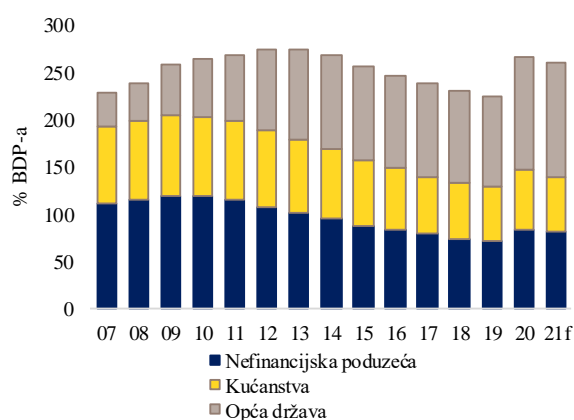
Komisija je u lipnju 2021. utvrdila makroekonomske neravnoteže u Španjolskoj povezane s visokim razinama vanjskog, privatnog i državnog duga koje imaju prekogranični učinak u kontekstu visoke nezaposlenosti. U ažuriranoj tablici rezultata koja obuhvaća podatke do 2020. određeni broj pokazatelja prelazi indikativni prag, i to neto stanje međunarodnih ulaganja (NIIP), rast jediničnih troškova rada, udio na izvoznom tržištu, državni dug i dug privatnog sektora, stopa nezaposlenosti te stopa aktivnosti.

Nakon pada od 10,8 % u 2020., u 2021. predviđa se rast realnog BDP-a za 4,6 %, a u 2022. za 5,5 %. Predviđa se da će razina nominalnog BDP-a tijekom 2023. iznositi 2,6 % više od razine iz 2019.

Neka relevantna kretanja mogu se sažeti kako slijedi:

- **Vanjska održivost** pogoršala se 2020. jer se udio negativnog NIIP-a u BDP-u povećao uglavnom zbog pada BDP-a, ali i zbog nekih negativnih promjena u vrednovanju. Udio NIIP-a dosegao je – 85,5 % u 2020., ali predviđa se da će se poboljšati 2021. i 2022. NIIP koji isključuje instrumente bez rizika neispunjavanja obveza (NENDI) i dalje je značajan. Suficit tekućeg računa smanjio se 2020. na 0,8 % BDP-a, uz pogoršanje udjela na izvoznom tržištu, što je djelomično uzrokovano slabim rezultatima u međunarodnom turizmu. Predviđa se da će tekući račun 2021. i 2022. biti u blagom suficitu.

Grafikon A9: Raščlamba duga po sektorima  
Španjolska



Izvor: Eurostat i službe Komisije

- **Zaduženost poduzeća i kućanstava** smanjivala se do 2019. Zbog krize uzrokovane bolešću COVID-19 udio privatnog duga u BDP-u povećao se na nešto više od 146 % BDP-a u 2020., što je odraz neto kreditnih tokova prema korporativnom sektoru i, u većoj mjeri, znatnog pada BDP-a čime se premašio prag PMN-a od 133 %. Povećanje udjela privatnog duga u BDP-u vjerojatno će se djelomično poništiti 2021. zbog očekivanog gospodarskog oporavka.
- Ionako visok udio **državnog duga** u BDP-u povećao se za 25 postotnih bodova 2020. i dosegnuo 120 % BDP-a, što je posljedica snažne recesije i učinka vladinih mjera potpore koje su poduzete kao odgovor na krizu uzrokovanu bolešću COVID-19. Predviđa se da će se umjereno smanjivati do 2022. i doseći 116 %. Rizici povezani s negativnom povratnom spregom financijskog i javnog sektora i dalje postoje i mogu se povećati zbog sve prisutnijih slabosti korporativnog sektora koje su povezane s pandemijom.
- Tijekom posljednjeg desetljeća **bankarski sektor** postao je otporniji. Zbog krize uzrokovane bolešću COVID-19 kapitalizacija bankarskog sektora, iako i dalje niska, neznatno se poboljšala. Likvidnosna pozicija banaka i dalje ima pozitivan učinak. Profitabilnost je trajno niska te je 2020. postala negativna. Udio neprihodonosnih kredita smanjio se na 2,8 % u 2020. Međutim, mogao bi se povećati u budućnosti kada učinak postupnog ukidanja mjera javne potpore poput moratorija na kredite i programa jamstva bude u potpunosti vidljiv.
- Nakon nekoliko godina smanjivanja stopa **nezaposlenosti** ponovno se povećala na 15,5 % u 2020. u kontekstu krize uzrokovane bolešću COVID-19 te je i dalje iznad indikativnog praga. Predviđa se da će se stopa nezaposlenosti 2021. i 2022. smanjiti. Stopa aktivnosti smanjila se i ostala ispod indikativnog praga. Osim toga, segmentacija tržišta rada i dalje je razlog za zabrinutost.

*Španjolska je u krizu uzrokovanu bolešću COVID-19 ušla sa slabostima povezanim s vanjskim dugom, dugom privatnog sektora i državnim dugom te visokom nezaposlenošću. Zbog krize uzrokovane bolešću COVID-19 udjeli duga i nezaposlenost povećali su se. Komisija općenito smatra, među ostalim i zbog neravnoteža utvrđenih u lipnju, da bi bilo korisno detaljnije ispitati postojanost neravnoteža ili njihovo postupno uklanjanje.*

## 4.10. FRANCUSKA

Komisija je u lipnju 2021. utvrdila makroekonomske neravnoteže u Francuskoj povezane s visokim državnim dugom i slabom konkurentnošću u kontekstu niskog rasta produktivnosti, što ima prekogranični utjecaj. U ažuriranoj tablici rezultata koja obuhvaća podatke do 2020. određeni broj pokazatelja prelazi indikativni prag, i to državni dug i dug privatnog sektora, udio na izvoznom tržištu i stopa aktivnosti.

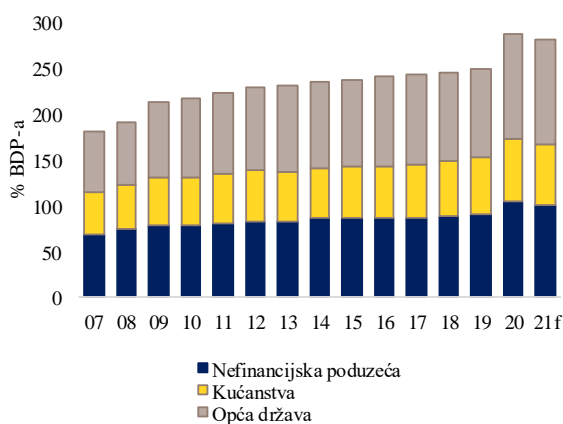
Nakon smanjenja od 7,9 % u 2020., u 2021. predviđa se rast realnog BDP-a za 6,5 %, a u 2022. za 3,8 %. Predviđa se da će razina nominalnog BDP-a 2022. iznositi 6,7 % više od razine iz 2019.

Neka relevantna kretanja mogu se sažeti kako slijedi:

- **Vanjska pozicija** pogoršala se 2020., a udio negativnog NIIP-a u BDP-u smanjio se na oko -30 % zbog povećanog deficita tekućeg računa i pada BDP-a. Tekući račun bi se u nadolazećim godinama, uz očekivani oporavak izvoza, trebao donekle poboljšati. Predviđa se da će se NIIP stabilizirati na trenutačnoj razini.
- Udio **privatnog duga** u BDP-u nastavio se povećavati 2020. uz snažne kreditne tokove, i to za 21 postotni bod odnosno na gotovo 174 %. Očekuje se da će se 2021. ovaj trend povećanja neznatno preokrenuti. Međutim, rast zaduženosti poduzeća popraćen je usporednim povećanjem zaštitnih slojeva likvidnosti poduzeća, dok je rast duga kućanstava bio popraćen i povećanjem depozita. Realne **cijene stambenih nekretnina** rastle su nešto brže 2020. nego 2019. i pokazuju znakove potencijalne precijenjenosti.
- Ionako visok udio **državnog duga** u BDP-u povećao se za 18 postotnih bodova 2020. i dosegnuo 115 % BDP-a, što je posljedica snažne recesije i vladinih mjera potpore koje su poduzete kao odgovor na krizu uzrokovanu bolešću COVID-19. Predviđa se da će se 2021. početi smanjivati.
- Nakon nekoliko godina poboljšanja kriza uzrokovana bolešću COVID-19 negativno je utjecala na pokazatelje **konkurentnosti**. Rast jediničnih troškova rada privremeno se povećao 2020., unatoč smanjenju naknade po zaposleniku. Očekuje se da će se ovaj trend u nadolazećim godinama samo djelomično preokrenuti. U nadolazećim godinama očekuje se oporavak udjela na izvoznom tržištu koji su bilježili znatne gubitke 2020.
- **Bankarski sektor** karakteriziraju pozitivne i rastuće razine kapitala, dok se ionako nizak udio neprihodonosnih kredita nastavio smanjivati 2020. te iznosi 2,2 %. Međutim, ta bi se brojka mogla povećati postupnim ukidanjem vladinih mjera potpore.
- Stanje na **tržištu rada** pogoršalo se 2020. zbog krize uzrokovane bolešću COVID-19, uz smanjenje ukupne zaposlenosti i stope aktivnosti. Očekuje se poboljšanje stopa zaposlenosti i aktivnosti od 2021. nadalje.

*Francuska je u krizu uzrokovanu bolešću COVID-19 ušla sa slabostima povezanim s državnim dugom i konkurentnošću u kontekstu niske produktivnosti. Zbog krize uzrokovane bolešću COVID-19 razina državnog, vanjskog i privatnog duga povećala se. Komisija općenito smatra, među ostalim i zbog neravnoteža utvrđenih u lipnju, da bi bilo korisno detaljnije ispitati postojanost neravnoteža ili njihovo postupno uklanjanje.*

Grafikon A10: Raščlamba duga  
Francuska



Izvor: Eurostat i službe Komisije

## 4.11. HRVATSKA

Komisija je u lipnju 2021. utvrdila makroekonomske neravnoteže u Hrvatskoj povezane s visokim razinama vanjskog, privatnog i državnog duga u kontekstu niskog potencijalnog rasta. U ažuriranoj tablici rezultata koja obuhvaća podatke do 2020. pokazatelji neto stanja međunarodnih ulaganja (NIIP), rasta jediničnih troškova rada, rasta cijena stambenih nekretnina i bruto duga opće države prelaze indikativni prag.

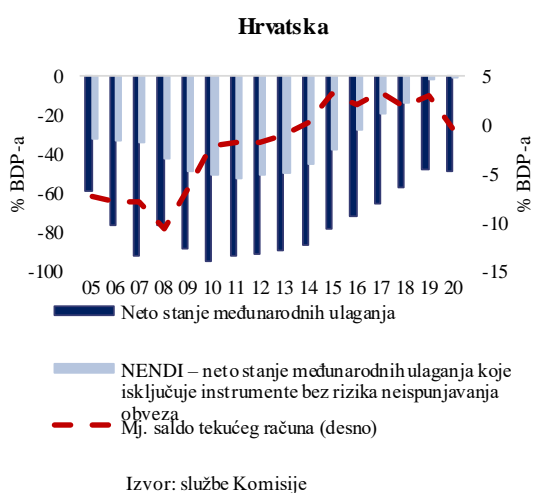
Nakon pada od 8,1 % u 2020., u 2021. predviđa se rast realnog BDP-a za 8,1 %, a u 2022. za 5,6 %. Predviđa se da će razina nominalnog BDP-a 2022. iznositi 9,5 % više od razine iz 2019.

Neka relevantna kretanja mogu se sažeti kako slijedi:

- **Vanjska održivost** pogoršala se 2020. Tekući račun zabilježio je deficit od 0,1 % BDP-a u 2020., uglavnom zbog smanjenja izvoza povezanog s turizmom koje je uzrokovano pandemijom. Prosječni trogodišnji suficit smanjio se na 1,6 %. NIIP se neznatno pogoršao na -47,8 % BDP-a u 2020., ali očekuje se ponovno poboljšanje od 2021. nadalje. S druge strane, NIIP koji isključuje instrumente bez rizika neispunjavanja obveza (NENDI) dodatno se poboljšao te je 2020. dosegnuo uravnoteženo stanje.
- **Nominalni jedinični troškovi rada** ubrzali su se 2020. zbog pada produktivnosti, zbog čega je promjena u razdoblju od tri godine porasla na 13,7 %. Predviđa se da će rast jediničnih troškova rada 2021. postati negativan.
- **Indeks cijena stambenih nekretnina** ponovno je premašio prag 2020. s rastom od 7,3 % u realnim vrijednostima, čime se povećao problem cjenovne pristupačnosti stambenih nekretnina. Trebalo bi doći do usporavanja rasta cijena stambenih nekretnina 2021. Potrebno je daljnje praćenje cijena stambenih nekretnina ako se uzmu u obzir i kretanja cijena u građevinskom sektoru.
- Udio **privatnog duga** u BDP-u povećao se s oko 88 % BDP-a na 98 % BDP-a u 2020. zbog pada BDP-a te pozitivnih ali niskih kreditnih tokova. Trend povećanja udjela duga poduzeća i kućanstava vjerojatno će se preokrenuti 2021. zbog učinka nazivnika (rasta BDP-a). Iako je **bankarski sektor** dobro kapitaliziran i njegova je profitabilnost visoka, karakterizira ga i relativno visok udio neprihodonosnih kredita, veći od 5 %. U budućnosti će biti važno pomno pratiti učinak postupnog ukidanja mjera javne potpore poput moratorija na kredite i programa jamstava.
- Nakon pet uzastopnih godina smanjenja udio **državnog duga** u BDP-u povećao se za 16 postotnih bodova 2020. i dosegnuo 87,3 % BDP-a, što je posljedica snažne recesije i vladinih mjera potpore koje su poduzete kao odgovor na krizu uzrokovanu bolešću COVID-19. Uz očekivani gospodarski oporavak i povlačenje fiskalne potpore predviđa se da će se 2021. smanjenje državnog duga nastaviti.

*Hrvatska je u krizu uzrokovanu bolešću COVID-19 ušla sa slabostima povezanim s državnim dugom, dugom privatnog sektora i vanjskim dugom u kontekstu niskog potencijalnog rasta. Zbog kriza uzrokovanih bolešću COVID-19 udjeli duga povećali su se. Komisija općenito smatra, među ostalim i zbog neravnoteža utvrđenih u lipnju, da bi bilo korisno detaljnije ispitati postojanost neravnoteža ili njihovo postupno uklanjanje.*

Grafikon A11: NIIP, privatni dug i državni dug



## 4.12. ITALIJA

Komisija je u lipnju 2021. zaključila da u Italiji postoje prekomjerne makroekonomske neravnoteže u pogledu visokog državnog duga i dugotrajne slabe dinamike produktivnosti, koje imaju prekogranični učinak u kontekstu osjetljivosti tržišta rada i bankarskog sektora. U ažuriranoj tablici rezultata koja obuhvaća podatke do 2020. pokazatelji državnog duga i stope aktivnosti prelaze indikativne pragove.

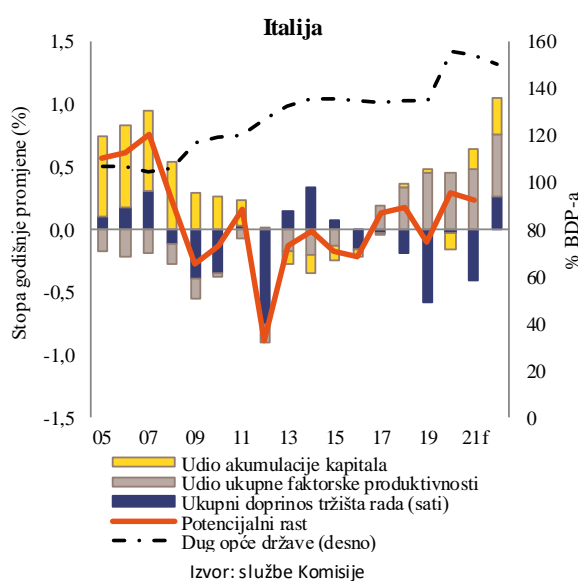
Nakon što se realni output 2020. naglo smanjio za 8,9 % zbog krize uzrokovane bolešću COVID-19, predviđa se da će se realni rast BDP-a 2021. oporaviti za 6,2 %, a 2022. za 4,3 %. Očekuje se da će razina nominalnog BDP-a 2022. premašiti razinu iz 2019. za 4,6 %.

Neka relevantna kretanja mogu se sažeti kako slijedi:

- **Vanjska pozicija** je stabilna, a neto stanje međunarodnih ulaganja (NIIP) u ravnoteži. Očekuje se da će se suficit tekućeg računa iz 2020. u iznosu od 3,8 % BDP-a neznatno smanjiti 2021., uglavnom zbog povećanja cijena nafte i veće potražnje za uvozom.
- **Privatni dug 2020.** povećao se, a dug kućanstava i korporativni dug blizu su bonitetnih referentnih vrijednosti i referentnih vrijednosti zasnovanih na temeljnim pokazateljima. Očekuje se da će se rast obje sastavnice privatnog duga od 2021. usporiti, ali nastaviti.
- **Produktivnost** rada 2020. naglo se smanjila, programi skraćenog radnog vremena pozitivno su utjecali na zaposlenost, dok je gospodarski output pao. Očekuje se da će se produktivnost u srednjoročnom razdoblju poboljšati kako se BDP bude oporavljao. **Rast jediničnih troškova rada** povećao se 2020., ali očekuje se da će se usporiti u budućnosti kao posljedica umjerenog rasta plaća.
- Predviđa se da će se udio **državnog duga** u BDP-u 2020. povećati za 21 postotni bod i postići 155,6 %. Više od polovine iznosa povećanja udjela duga posljedica je učinka nazivnika. Očekuje se da će se udio državnog duga početi smanjivati 2021. unatoč produljenoj potpori politike te da će se sljedećih godina nastaviti smanjivati. Rizici za javne financije povezani s povratnim spregama financijskog i korporativnog sektora i dalje su prisutni s obzirom na znatan udio kredita s javnim jamstvom i rizik od povećanja nesolventnosti poduzeća, iako s trenutačno niskih razina.
- **Bankarski sektor** nastavlja se poboljšavati, ali slabosti su i dalje prisutne. Ostvaren je dodatan napredak u smanjenju udjela neprihodonosnih kredita, ali u prvom tromjesečju 2021. iznosi 4,5 % te je time i dalje iznad prosjeka europodručja od 2,4 %. Mjere likvidnosti su kao odgovor na pandemiju poticale obujam bankovnog kreditiranja. Međutim, profitabilnost banaka dodatno se smanjila 2020. U budućnosti će biti važno pomno pratiti učinak postupnog ukidanja mjera javne potpore, kao što su moratoriji na kredite i programi jamstava.
- **Stopa nezaposlenosti** nastavila se smanjivati 2020. sve dok nije dosegla 9,2 %, za razliku od većine drugih država članica EU-a, ali očekuje se da će se 2021. povećati. Stopa nezaposlenosti mladih dodatno se povećala 2020. i vrlo je visoka. Veličina radne snage i dalje je manja nego prije krize uzrokovane bolešću COVID-19. Trajne neusklađenosti vještina mogle bi spriječiti ubrzano smanjenje stope nezaposlenosti u nadolazećim godinama.

*Italija je u krizu uzrokovanu bolešću COVID-19 ušla sa slabostima povezanim s visokom razinom državnog duga i slabim rastom produktivnosti u kontekstu i dalje relativno visoke razine nezaposlenosti.*

Grafikon A12: Potencijalni rast i privatni dug





*Zbog te krize povećali su se udjeli duga, a slabosti financijskog sektora i određene slabosti na tržištu rada i dalje su prisutne. Komisija općenito smatra, među ostalim i zbog prekomjernih neravnoteža utvrđenih u lipnju, da bi bilo korisno detaljnije ispitati postojanost makroekonomskih rizika te pratiti napredak u postupnom uklanjanju prekomjernih neravnoteža.*

## 4.13. CIPAR

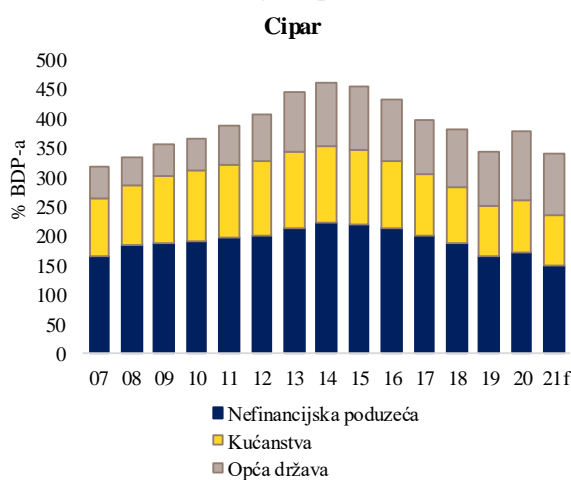
U lipnju 2021. Komisija je zaključila da Cipar bilježi prekomjerne makroekonomske neravnoteže. Slabosti su povezane s visokom razinom vanjskog, državnog i privatnog duga te još uvijek visokom razinom neprihodonosnih kredita, uz znatan deficit tekućeg računa. U ažuriranoj tablici rezultata koja obuhvaća podatke do 2020., određeni pokazatelji prelaze indikativne pragove, i to tekući račun, neto stanje međunarodnih ulaganja (NIIP), državni dug i dug privatnog sektora. <sup>(43)</sup>

Nakon pada od 5,2 % u 2020., u 2021. predviđa se rast realnog BDP-a za 5,4 %, a u 2022. za 4,2 %. Predviđa se da će razina nominalnog BDP-a 2022. iznositi 7 % više od razine iz 2019.

Neka relevantna kretanja mogu se sažeti kako slijedi:

- **Vanjske slabosti** i dalje su razlog za zabrinutost jer je NIIP i 2020. ostao izrazito negativan, iako uglavnom odražava aktivnosti subjekata posebne namjene. Na tekućem računu zabilježen je 2020. veliki deficit od 10,1 % BDP-a, odnosno, došlo je do pogoršanja u odnosu na 2019. kad je iznosio 5,7 %, a turizam je vrlo negativno pogođen pandemijom. Umjerena poboljšanja očekuju se 2021. i 2022.
- Udio **državnog duga** u BDP-u povećao se 2020. na 115,3 %, odnosno za 24 postotna boda, jer je država uspostavila znatan gotovinski zaštitni sloj kako bi osigurala potrebne kapacitete za borbu protiv pandemije, potporu gospodarstvu i upravljanje likvidnosnim rizicima. Predviđa se da će se 2021. udio državnog duga nastaviti smanjivati.
- Nakon godina stabilnog pada udio **privatnog duga** povećao se 2020. zbog pada nominalnog BDP-a uzrokovanog pandemijom. Udio duga kućanstava dosegnuo je 91 % BDP-a, dok se udio duga nefinancijskih društava povećao na gotovo 170 % BDP-a. Predviđa se da će se 2021., nadovezujući se na očekivani gospodarski oporavak, privatna zaduženost ponovno smanjivati, ali i dalje ostati iznad bonitetnih i temeljnih pragova.
- Profitabilnost **bankarskog sektora** postala je negativna 2020. Razina neprihodonosnih kredita i dalje je visoka, ali znatno se smanjila 2020. Udio neprihodonosnih kredita u prvoj je polovini 2021. ostao stabilan i iznosio je oko 10 %. Nadalje, planirana je dodatna prodaja portfelja. Ukidanje moratorija na kredite u siječnju 2021. još nije pokazalo znatan negativan učinak na kvalitetu imovine, ali u budućnosti će biti važno pratiti učinak postupnog ukidanja mjera javne potpore.

Grafikon A13: Dug i neprihodonosni krediti



Izvor: Eurostat i službe Komisije

*Cipar je u krizu uzrokovanu bolešću COVID-19 ušao sa slabostima povezanim s vanjskim dugom, dugom privatnog sektora i državnim dugom. Zbog te krize deficit tekućeg računa pogoršao se, a udjeli duga povećali su se. Komisija općenito smatra, među ostalim i zbog prekomjernih neravnoteža utvrđenih u lipnju, da bi bilo korisno detaljnije ispitati postojanost makroekonomskih rizika te pratiti napredak u postupnom uklanjanju prekomjernih neravnoteža.*

<sup>(43)</sup> U izvješću o nadzoru nakon provedbe programa (PPS) za Cipar iz jeseni 2021. raspravlja se i o nekim slabostima istaknutima u izvješću o mehanizmu upozoravanja.

## 4.14. LATVIJA

U prethodnom ciklusu PMN-a u Latviji nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi indikativne pragove, i to promjene realnih efektivnih tečajnih stopa i rast jediničnih troškova rada.

Nakon pada od 3,6 % u 2020., u 2021. predviđa se rast realnog BDP-a za 4,7 %, a u 2022. za 5 %. Predviđa se da će razina nominalnog BDP-a 2022. iznositi 12,9 % više od razine iz 2019.

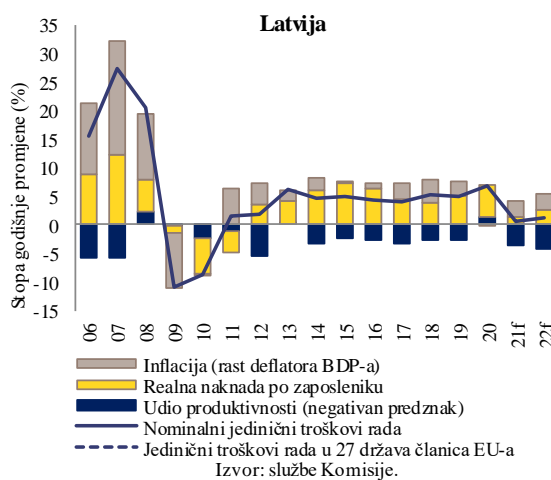
Neka relevantna kretanja mogu se sažeti kako slijedi:

- **Tekući račun** zabilježio je 2020. suficit od 2,9 % BDP-a, čime je znatno poboljšao NIIP, koji sada iznosi -34,7 % BDP-a, što je malo ispod praga PMN-a. Negativni NIIP Latvije uglavnom se sastoji od državnog duga i izravnih stranih ulaganja koja predstavljaju nizak rizik od iznenadnog bijega kapitala ili aprecijacije troškova usluga. Predviđa se da će saldo tekućeg računa 2022. ponovno postati neznatno negativan, ali očekuje se da će se NIIP nastaviti poboljšavati.

- **Pokazatelji troškovne konkurentnosti** upućuju na stalno slabljenje 2020. Rast jediničnih troškova rada bio je visok i prije pandemije, ali dodatno se povećao 2020. zbog smanjenja produktivnosti i kontinuiranog rasta plaća. Rast plaća i dalje je visok zbog stalnog nedostatka vještina i gubitka radnih mjesta povezanih s bolešću COVID-19 uglavnom u sektorima s niskim plaćama. Očekuje se da će učinci na produktivnost povezani s bolešću COVID-19 biti privremeni, ali i da će pritisak na plaće koji proizlazi iz smanjenja ponude radne snage i dalje biti čimbenik jer se očekuje da će se demografski pad nastaviti. Udio latvijskog izvoznog tržišta znatno se povećao 2020. Došlo je do rasta realne efektivne tečajne stope na temelju HICP-a, na koji je znatno utjecala deprecijacija ruskog rublja koji je 2020. pao za oko 20 %.
- **Rast realnih cijena stambenih nekretnina** znatno se usporio 2020., nakon nekoliko godina dinamičnog rasta cijena. Razine duga privatnog sektora ostale su stabilne, uz smanjeno kreditiranje u korporativnom sektoru. **Financijski sektor** stabilan je i dobro kapitaliziran, ali se profitabilnost 2020. znatno pogoršala.
- **Stopa nezaposlenosti** povećala se 2020. na 8,1 % zbog krize uzrokovane bolešću COVID-19. Predviđa se da će se 2021. početi smanjivati. Nezaposlenost mladih isto se tako povećala 2020. te se predviđa dodatno povećanje 2021. Očekuje se da će pogoršanje uvjeta na tržištu rada zbog krize uzrokovane bolešću COVID-19 biti privremeno i da će se stopa nezaposlenosti do 2023. približiti razini prije krize.

*Latvija je u krizu uzrokovanu bolešću COVID-19 ušla bez utvrđenih makroekonomskih neravnoteža, iako su u njoj zabilježeni negativno neto stanje međunarodnih ulaganja i visoki rast jediničnih troškova rada. Očekuje se da će problemi povezani s pritiscima na ponudu radne snage i troškovnom konkurentnošću i dalje postojati čak i nakon krize uzrokovane bolešću COVID-19, ali rizici se čine ograničenima. Općenito, Komisija u ovoj fazi smatra da nije potrebno provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.*

Grafikon A14: Raščlamba jediničnih troškova rada



Izvor: službe Komisije.



## 4.15. LITVA

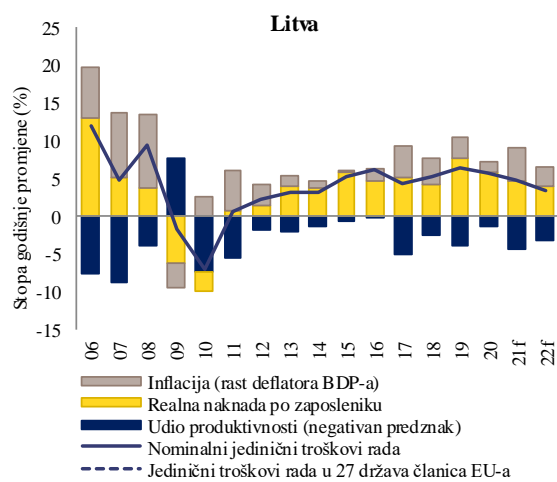
U prethodnom ciklusu PMN-a u Litvi nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže. U ažuriranoj tablici rezultata, koja uključuje podatke do 2020., pet pokazatelja prelazi indikativni prag, i to realna efektivna tečajna stopa, rast jediničnih troškova rada, rast cijena stambenih nekretnina, obveze financijskog sektora i stopa nezaposlenosti mladih.

Nakon pada od 0,1 % u 2020., u 2021. predviđa se rast realnog BDP-a za 5 %, a u 2022. za 3,6 %. Predviđa se da će razina nominalnog BDP-a 2022. iznositi 18 % više od razine iz 2019.

Neka relevantna kretanja mogu se sažeti kako slijedi:

- **Vanjske slabosti** i dalje su ograničene jer je tekući račun 2020. zabilježio suficit od 7,3 % BDP-a. Pozitivan razvoj izvoza robe i usluga pridonio je vidljivo većem suficitu te se predviđa da će u budućnosti i dalje biti znatan, čak i ako se malo smanji. NIIP, iako negativan, brzo se poboljšava. Uglavnom se sastoji od akumuliranih izravnih stranih ulaganja, a znatan dio priljeva izravnih stranih ulaganja dolazi iz reinvestirane zarade, čime se smanjuju povezani rizici.

Grafikon A15: Raščlamba jediničnih troškova rada



Izvor: službe Komisije.

- **Jedinični troškovi rada** nastavili su bilježiti snažan rast. Pritisci na tržištu rada i povećanje plaća u javnom sektoru utječu na dinamiku naknada za rad djelomično zbog potreba upravljanja pandemijom. Rast plaća ostao je visok 2020. i u prvoj polovini 2021. te je prelazio 10 %. Udio radne snage već je relativno visok u odnosu na raniji udio, a naknada za rad u javnom sektoru trebala bi se usporiti nakon naglog porasta tijekom pandemije, stoga se ne očekuje da će se trenutačna brzina rasta plaća održati. Predviđa se da će jedinični troškovi rada vidljivo rasti, ali nešto nižom stopom nego prethodnih godina.
- Na tržištu nekretnina bilježi se ubrzani rast **cijena stambenih nekretnina**. Međutim, mjerenje vrijednosnih jazova pokazuje znakove moguće precijenjenosti. Rast cijena stambenih nekretnina dosegno je 6,4 % u 2020., a u prvoj se polovini 2021. ubrzao. To je djelomično posljedica ograničenja na strani ponude koja su se polako počela ublaživati. Očekuje se da će cijene stambenih nekretnina u nadolazećim godinama izgubiti zamah, djelomično zbog predviđenog usporavanja rasta prihoda. Iako hipotekarni krediti rastu dinamično, zaduženost kućanstava i dalje je prilično niska. **Bankarski sektor** profitabilan je i dobro kapitaliziran, a razina neprihodonosnih kredita vrlo je niska.
- Pritisci na **tržištu rada** ponovno su se počeli pojavljivati. Stopa nezaposlenosti povećala se 2020. na 8,5 %, ali očekuje se da će se u budućnosti postupno smanjivati. Nezaposlenost mladih povećala se 2020., ali predviđa se da će se 2021. početi smanjivati. U mnogim se gospodarskim sektorima zbog manjka radne snage, koji je prije krize uzrokovane pandemijom bio u porastu, povećavaju troškovi rada.

Litva je u krizu uzrokovanu bolešću COVID-19 ušla bez utvrđenih makroekonomskih neravnoteža, no s akumuliranim pritiscima na tržištu rada. Nedavno se manjak na tržištu rada ponovno počeo pojavljivati, što je dovelo do povećanja troškova rada, iako se predviđa da će se rast jediničnih troškova rada donekle smanjiti. Općenito, Komisija u ovoj fazi smatra da nije potrebno provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.



## 4.16. LUKSEMBURG

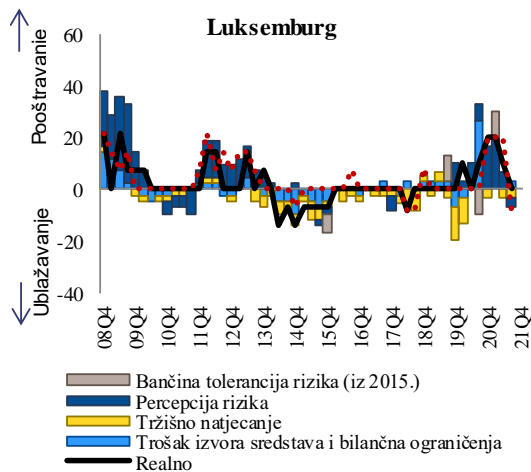
U prethodnom ciklusu PMN-a u Luksemburgu nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže. U ažuriranoj tablici rezultata koja obuhvaća podatke do 2020., rast jediničnih troškova rada, cijena stambenih nekretnina, razine duga privatnog sektora i kreditiranja te pokazatelji nezaposlenosti mladih prelaze indikativne pragove.

Realni BDP smanjio se relativno blago 2020. za 1,8 % zbog krize uzrokovane bolešću COVID-19 te je u prvom tromjesečju 2021. ponovno dosegnuo razinu prije krize. Predviđa se da će realni rast iznositi 5,8 % u 2021., a 3,7 % u 2022., što znači da će razina nominalnog BDP-a 2022. biti 17,6 % viša u odnosu na 2019.

Neka relevantna kretanja mogu se sažeti kako slijedi:

- Rizici **vanjske održivosti** i dalje su ograničeni. Tekući račun i neto stanje međunarodnih ulaganja izrazito su pozitivni.
- **Jedinični troškovi rada** znatno su se povećali 2020., što je djelomično odraz privremenog zadržavanja radne snage tijekom krize uzrokovane bolešću COVID-19. Nezaposlenost i stopa nezaposlenosti mladih pod utjecajem krize 2020. povećale su se.
- **Udio duga privatnog sektora** u BDP-u iznosio je 2020. vrlo visokih 317 %, unatoč tome što se u drugoj polovini 2020. počeo smanjivati, i potaknut je u najvećoj mjeri **korporativnim dugom**. Aktivnosti prekograničnog kreditiranja koje provode poduzeća unutar grupe koja posluju u globalnom financijskom središtu Luksemburga čine 80 % korporativnog duga, čime se smanjuju rizici.
- **Dug kućanstava** 2020. dodatno se povećao i dosegnuo oko 69 % BDP-a, što je ispod referentnih vrijednosti, iako znatno više u usporedbi s raspoloživim dohotkom (170 %). Hipotekarni krediti još su brže rasli u kontekstu vrlo brzog povećanja cijena stambenih nekretnina. Zbog toga je nacionalni odbor za sistemske rizike od siječnja 2021. aktivirao makrobonitetne granične vrijednosti (ograničenja omjera kredita i vrijednosti) i povećao protuciklički zaštitni sloj kapitala.
- **Cijene stambenih nekretnina** od izbijanja pandemije rastu dvoznamenkastom stopom, uz jasne naznake potencijalne precijenjenosti. Međutim, predviđa se umjereno povećanje cijena na temelju mjera koje su donesene i provode se. Te mjere uključuju reforme u području upotrebe zemljišta i oporezivanja imovine kako bi se pomoglo u rješavanju problema strukturne nestašice stambenih nekretnina. Povećana su i ulaganja u izgradnju stambenih objekata kako bi se poboljšala javna ponuda cjenovno pristupačnog stanovanja.
- **Bankarski sektor** dobro je kapitaliziran i likvidan, iako se profitabilnost smanjila 2020. Udio neprihodonosnih kredita i dalje je vrlo nizak, među ostalim i zbog pravodobnih i primjerenih odgovora politika, uključujući moratorije i programe kratkoročnog zapošljavanja. Postojanost dinamičnog rasta hipotekarnih kredita usred već visoke zaduženosti kućanstava predstavlja rizik za bankarski sektor.

Grafikon A16: Uvjeti kreditne ponude



Izvor: ESB.

*Luksemburg je u krizu uzrokovanu bolešću COVID-19 ušao bez utvrđenih makroekonomskih neravnoteža iako postoje određeni rizici povezani s povećanjem cijena stambenih nekretnina i duga kućanstava. Ti su*

*se rizici dodatno povećali. Općenito, Komisija u ovoj fazi smatra da nije potrebno provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.*



## 4.17. MAĐARSKA

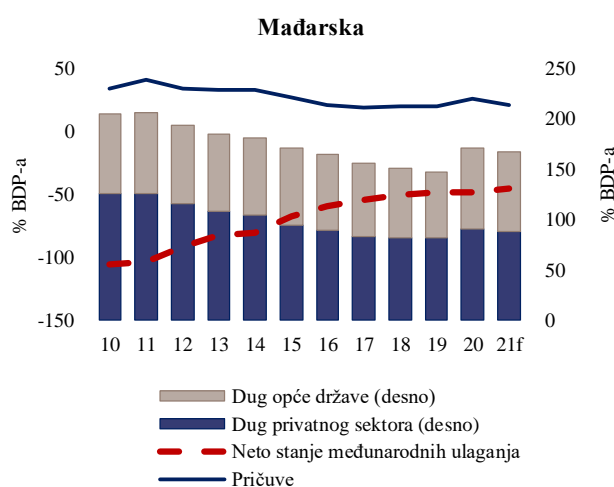
U prethodnom ciklusu PMN-a u Mađarskoj nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže. U ažuriranoj tablici rezultata koja obuhvaća podatke do 2020. pokazatelji neto stanja međunarodnih ulaganja (NIIP), rasta jediničnih troškova rada, duga opće države, obveze financijskog sektora i pokazatelji nezaposlenosti mladih prelaze indikativni prag.

Nakon pada od 4,7 % u 2020., u 2021. predviđa se rast realnog BDP-a za 7,4 %, a u 2022. za 5,4 %. Predviđa se da će razina nominalnog BDP-a 2022. iznositi 25,1 % više od razine iz 2019.

Neka relevantna kretanja mogu se sažeti kako slijedi:

- **Na vanjskoj strani** i dalje su prisutne slabosti, iako se veliki negativni NIIP uglavnom sastoji od akumuliranih izravnih stranih ulaganja. NIIP se do 2020. postupno poboljšavao i očekuje se da će nastaviti rasti. Tekući račun iznosio je -1,5 % BDP-a u 2020. i očekuje se da će 2021. i 2022. ostati stabilan.
- **Znatna povećanja nominalnih jediničnih troškova rada** dosad su bila djelomično neutralizirana deprecijacijom valute. Očekuje se da će se rast plaća 2021. i 2022. ubrzati, među ostalim i pod utjecajem povećanja minimalne plaće i plaća u javnom sektoru, te da će plaće početi rasti snažno kao prije pandemije; unatoč oporavku produktivnosti predviđa se i znatno povećanje jediničnih troškova rada. Kao i druge države u regiji, Mađarska je nastavila stjecati dodatne udjele na izvoznom tržištu, koje je imalo koristi od nedavnih projekata ulaznih izravnih stranih ulaganja. Službene su se pričuve donekle oporavile od početka 2020.
- **Zaduženost privatnog sektora** povećala se 2020. zahvaljujući programima povlaštenih kredita i moratoriju na dug uvedenom tijekom pandemije bolesti COVID-19. Udio duga kućanstava u BDP-u i dalje je među najnižima u EU-u. Gotovo dvije petine domaćih kredita nefinancijskih društava u stranoj je valuti. Kriza je dovela do privremenog pogoršanja stanja na **tržištu rada**. Stopa nezaposlenosti iznosila je 4,3 % u 2020., ali predviđa se da će se 2021. početi smanjivati.
- Nakon izrazite dinamičnosti u posljednjih pet godina, rast realnih **cijena stambenih nekretnina** usporio se 2020. i smanjio na 1,9 % (5 % nominalno). Nominalni rast cijena stambenih nekretnina u prvoj se polovini 2021. vidljivo ubrzao i u drugom tromjesečju popeo na 11,9 %. Cijene stambenih nekretnina pokazuju naznake potencijalne precijenjenosti u nekim područjima, što predstavlja određene izazove u pogledu pristupačnosti. Izgradnja stambenih objekata proširila se zahvaljujući raznim političkim inicijativama.
- **Dug opće države** povećao se za 15 postotnih bodova na 80,1 % BDP-a u 2020., uglavnom zbog dodatnog zaduživanja uslijed krize uzrokovane bolešću COVID-19 i revalorizacije duga denominiranog u stranoj valuti. Predviđa se da će se do 2022. smanjiti na nešto više od 77 % BDP-a, iako diskrecijska potrošnja ostaje snažna zahvaljujući neočekivanom profitu. Bruto potrebe za financiranjem visoke su, ali predviđa se da će se smanjiti zbog produljenja prosječnog dospijeca. Središnja banka održava velikodušan program kupnje vrijednosnih papira koji apsorbira oko dvije trećine državnih obveznica. **Bankarski sektor** i dalje je općenito stabilan, ali povratne sprege javnog sektora važni su jer njihov udio u dugu opće države čini gotovo petinu bankovne imovine. Sve veće obveze financijskog sektora djelomično se mogu objasniti mjerama monetarne politike za

Grafikon A17: NIIP, privatni dug i državni dug



Izvor: Eurostat, ESB i službe Komisije

poboljšanje likvidnosti iz 2020. u cilju potpore gospodarstvu. Povlačenje programa moratorija na dug može predstavljati izazov za bankarski sektor, čija je stopa osnovnog kapitala niža od prosjeka EU-a.

*Mađarska je u krizu uzrokovanu bolešću COVID-19 ušla bez utvrđenih makroekonomskih neravnoteža, no uz rizike povezane s troškovnim pritiscima, strukturom državnog duga i tržištem stambenih nekretnina. Ti su rizici i dalje prisutni zbog krize uzrokovane bolešću COVID-19. Općenito, Komisija u ovoj fazi smatra da nije potrebno provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.*

## 4.18. MALTA

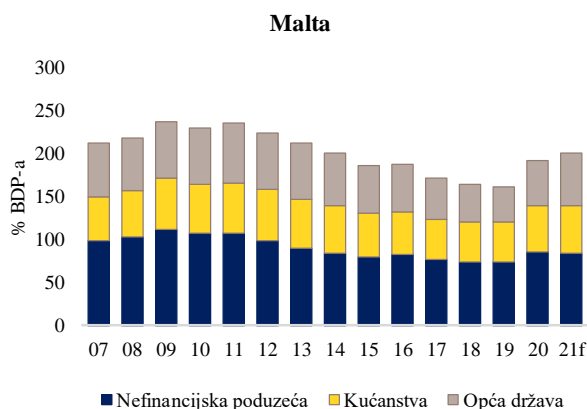
U prethodnom ciklusu PMN-a u Malti nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže. U ažuriranoj tablici rezultata koja obuhvaća podatke do 2020., dva pokazatelja prelaze indikativni prag, i to privatni dug i rast jediničnih troškova rada.

Nakon što je pao za 8,3 % u 2020., predviđa se da će, uslijed snažnog oporavka od krize uzrokovane bolešću COVID-19, realni BDP porasti za 5 %, u 2021., a za 6,2 % u 2022., čime bi razina nominalnog BDP-a 2022. bila za 7,3 % veća od razine nominalnog BDP-a 2019.

Neka relevantna kretanja mogu se sažeti kako slijedi:

- **Neto stanje međunarodnih ulaganja** (NIIP) izrazito je pozitivno, što odražava položaj Malte kao međunarodnog financijskog središta. Nakon snažnih pozitivnih suficita u razdoblju od tri godine do 2019., tekući račun Malte 2020. prešao je u deficit od -2,9 %, uglavnom zbog pada turističke aktivnosti. Očekuje se da će tijekom razdoblja obuhvaćenog prognozom ostati u umjerenom deficitu. Jedinični troškovi rada znatno su se povećali 2020. kao posljedica naglog pada produktivnosti, s obzirom na to da se mjerama politike podupiralo zapošljavanje, no očekuje se da će 2021. ostati uglavnom nepromijenjeni te da će se 2022. neznatno smanjiti.

Grafikon A18: Raščlamba duga



Izvor: Eurostat i službe Komisije

- Udio **privatnog duga** u BDP-u povećao se na oko 139 % u 2020. i time blago premašio prag iz tablice rezultata. Očekuje se da će 2021. ostati na podjednakoj razini. Korporativni dug bio je na visokoj razini, a 2020. dodatno se povećao, ali predviđa se da će se 2021. početi blago smanjivati. Iako su poduzete mjere za rješavanje nekih pitanja u kontekstu okvira za sprečavanje pranja novca, Malta je dodana na popis područja nadležnosti pod povećanim nadzorom Stručne skupine za financijsko djelovanje (međuvladino tijelo za borbu protiv pranja novca). No, očekuje se da će posljedice te odluke ostati ograničene ako se utvrđeni nedostaci riješe brzo kao što se Malta obvezala da hoće. Dug kućanstava snažno se povećao 2020. i očekuje se da će 2021. ostati uglavnom nepromijenjen te iznositi nešto više od 100 % bruto raspoloživog dohotka kućanstava. Dug kućanstava uglavnom čine hipotekarni krediti. Iako je stopa njihova rasta 2020. bila niža, **cijene stambenih nekretnina** posljednjih su godina rasle kontinuirano, uz određene naznake potencijalne precijenjenosti. Podaci za prvu polovinu 2021. upućuju na to da se rast ponovno povećava.
- **Državni dug** povećao se 2020. za 13 postotnih bodova, odnosno na 53,4 % BDP-a, kao posljedica krize uzrokovane bolešću COVID-19, što je odraz dubine recesije, a posebno vladinih mjera potpore. Očekuje se da će se nastaviti povećavati i 2021. i 2022. te da će se do 2031. vratiti na nešto iznad 60 %.
- Bankarski sektor dobro je kapitaliziran i ima snažnu likvidnosnu poziciju. Stopa rezervacija povećala se, a koeficijent pokrivenosti poboljšao, ali 2020. profitabilnost je naglo pala. Udio neprihodonosnih kredita 2020. ostao je umjeren i iznosio je 3,6 %. Taj će udio biti važan za pomno praćenje učinka postupnog ukidanja mjera javne potpore, kao što su moratoriji na kredite i programi jamstava. U tijeku je revizija okvira za nesolventnost. Banke su znatno izložene sektoru nekretnina.
- **Stopa nezaposlenosti** i dalje je niska. Godine 2020. porasla je neznatno na 4,4 % kao posljedica krize uzrokovane bolešću COVID-19. Međutim, s obzirom na to da je oporavak u tijeku, očekuje se da će se 2021. početi smanjivati i da će se 2022. smanjiti gotovo na razinu na kojoj je bila prije krize.

*Malta je u krizu uzrokovanu bolešću COVID-19 ušla bez utvrđenih makroekonomskih neravnoteža, iako s relativno dinamičnim rastom cijena stambenih nekretnina i uz ograničene rizike, među ostalim i u pogledu izloženosti banaka sektoru nekretnina. S obzirom na krizu uzrokovanu bolešću COVID-19 pritisci na cijene stambenih nekretnina donekle su se ublažili, ali ih je i dalje potrebno pratiti. Privatni i državni dug povećali su se. Općenito, Komisija u ovoj fazi smatra da nije potrebno provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.*

## 4.19. NIZOZEMSKA

U lipnju 2021. Komisija je utvrdila makroekonomske neravnoteže u Nizozemskoj, posebno u pogledu visoke razine privatnog duga i velikog suficita tekućeg računa, koji imaju prekogranični učinak. U ažuriranoj tablici rezultata koja obuhvaća podatke do 2020. nekoliko pokazatelja prelazi indikativne pragove, i to trogodišnji prosjek salda tekućeg računa, nominalni jedinični troškovi rada, dug privatnog sektora i rast cijena stambenih nekretnina.

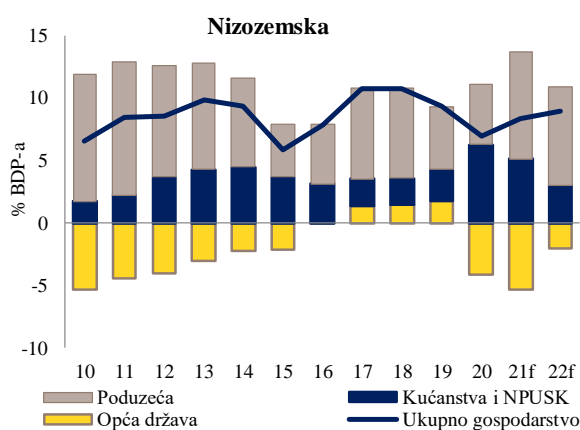
Nakon pada od 3,8 % u 2020., u 2021. predviđa se rast realnog BDP-a za 4 %, a u 2022. za 3,3 %. Predviđa se da će razina nominalnog BDP-a 2022. iznositi 10,2 % više od razine iz 2019.

Neka relevantna kretanja mogu se sažeti kako slijedi:

- **Suficit tekućeg računa** smanjio se na 7 % BDP-a u 2020., ali trogodišnji prosjek od 9,1 % i dalje je znatno iznad praga iz tablice rezultata. Smanjenje suficita tijekom 2020. bilo je posljedica smanjenja salda računa dohotka, uglavnom dohotka od ulaganja. Trgovinska bilanca 2020. ostala je stabilna, ali imala je niži temeljni obujam trgovanja. Iz perspektive štednje, suficit u sektoru kućanstava i korporativnom sektoru povećao se, ali državni sektor, koji je zbog provedbe mjera fiskalne potpore povezanih s krizom naglo prešao u područje neto zaduživanja, to je u najmanju ruku neutralizirao. Opća stopa štednje u Nizozemskoj i dalje je visoka u usporedbi s temeljnim pokazateljima i drugim državama članicama u regiji. Očekuje se da će se 2021. i 2022. suficit štednje umjereno povećati te se predviđa da će se državni deficit smanjiti.
- **Privatna zaduženost** nastavila se povećavati 2020. te je dosegla gotovo 234 % BDP-a i time je i dalje znatno iznad praga iz tablice rezultata. Visoka razina **korporativnog duga**, koja je uglavnom posljedica duga unutar grupe multinacionalnih poduzeća., ostala je relativno stabilna 2020. **Udio duga kućanstava** povećao se na više od 100 % BDP-a, uglavnom zbog pada BDP-a, ali očekuje se da će se 2021. smanjiti, s obzirom na to da se gospodarska aktivnost oporavlja od krize uzrokovane bolešću COVID-19.
- **Realne cijene stambenih nekretnina** povećale su se za 6 % u 2020., uz određene naznake potencijalne precijenjenosti. Visoke cijene stambenih nekretnina potaknute su nizom dugoročnih čimbenika i u okviru potražnje (niske kamatne stope u kombinaciji s umanjenjem za hipotekarne kamate, nedovoljno razvijeno privatno tržište najma nekretnina) i u okviru ponude (stambena izgradnja nije u skladu s demografskim potrebama). Očekuje se da će 2021. cijene stambenih nekretnina nastaviti rasti i ostati iznad praga.

*Nizozemska je u krizu uzrokovanu bolešću COVID-19 ušla s velikim dugogodišnjim suficitom domaće štednje koji je popraćen visokim razinama privatnog duga. Tijekom krize uzrokovane bolešću COVID-19 suficit štednje djelomično se smanjio i očekuje se da će se u budućnosti ponovno povećati. Dug privatnog sektora i dalje je visok. Komisija općenito smatra, među ostalim i zbog neravnoteža utvrđenih u lipnju, da bi bilo korisno detaljnije ispitati postojanost neravnoteža ili njihovo postupno uklanjanje.*

Grafikon A19: Neto pozajmljivanje/zaduživanje po sektorima



Izvor: Eurostat

## 4.20. AUSTRIJA

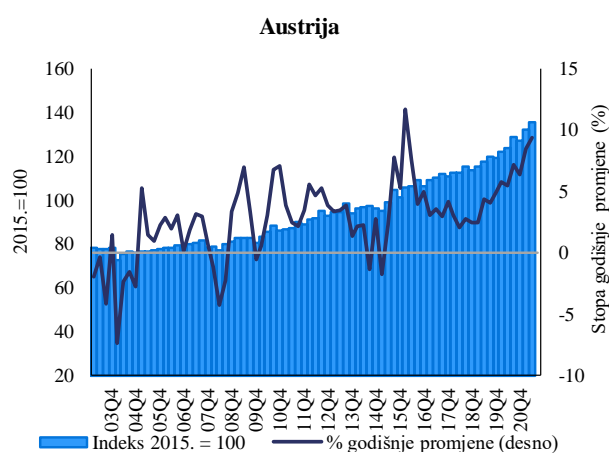
U prethodnom ciklusu PMN-a u Austriji nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže. U ažuriranoj tablici rezultata koja obuhvaća podatke do 2020. pokazatelji državnog duga, rasta cijena stambenih nekretnina i jediničnih troškova rada prelaze indikativni prag.

Nakon naglog smanjenja gospodarske aktivnosti 2020. za -6,7 %, predviđa se da će se realni BDP 2021. oporaviti za 4,4 %. S obzirom na gospodarski oporavak koji je u tijeku, očekuje se da će realni BDP 2022. porasti za 4,9 %, a nominalni BDP za 8,8 % u odnosu na razine iz 2019.

Neka relevantna kretanja mogu se sažeti kako slijedi:

- Zabrinutost u pogledu **vanjskih ranjivosti i konkurentnosti** i dalje je ograničena. Suficit tekućeg računa smanjio se na 1,9 % BDP-a u 2020. i očekuje se da će tekući račun u budućnosti biti uglavnom uravnotežen. Neto stanje međunarodnih ulaganja i dalje je umjereno pozitivno. Privremeno povećanje rasta jediničnih troškova rada 2020. odraz je privremeno niže produktivnosti u kontekstu krize uzrokovane bolešću COVID-19.

Grafikon A20: Indeks realnih cijena stambenih nekretnina



Izvor: Eurostat, ESB, službe Komisije

- **Privatna zaduženost** povećala se na približno 131 % BDP-a u 2020., uglavnom zbog pada BDP-a uzrokovanog bolešću COVID-19 i nekih neto kreditnih tokova, posebno prema poduzećima. Predviđa se da će se taj trend 2021. djelomično preokrenuti zahvaljujući gospodarskom oporavku.
- **Državni dug** prestao se smanjivati i povećao se za 13 postotnih bodova 2020. te time dosegnuo 83,2 % BDP-a, što je izravna posljedica automatskih stabilizatora i značajnog fiskalnog odgovora. Predviđa se da će se 2021. udio državnog duga u BDP-u početi smanjivati.
- Rizici povezani s **bankarskim sektorom** čine se ograničenima. Banke imaju malu neto izloženost susjednim državama, poboljšanu kapitalizaciju i manju financijsku polugu. Udio neprihodonosnih kredita kontinuirano se smanjivao od 2014. te je 2020. iznosio 2,0 %.
- Rast **realnih cijena stambenih nekretnina** 2020. ubrzao se na 6,2 %, uz naznake potencijalne precijenjenosti. Rast cijena stambenih nekretnina dodatno se ubrzao tijekom prva dva tromjesečja 2021. Istodobno se 2021. ubrzao kreditni rast, a razine duga kućanstava uglavnom su u skladu s njihovom dugotrajnom razinom.
- Na **tržištu rada** programi skraćene radnog vremena pomogli su ublažiti učinak gospodarske krize na nezaposlenost, što je dovelo do snažnog pada broja radnih sati. Stopa nezaposlenosti 2020. povećala se umjereno na 5,4 %, ali očekuje se da će se smanjivati od 2021. nadalje.

*Austrija je krizu uzrokovanu bolešću COVID-19 prebrodila bez utvrđenih makroekonomskih neravnoteža. Kao posljedica krize uzrokovane bolešću COVID-19 povećali su se državni i privatni dug, dok su cijene stambenih nekretnina u porastu, iako se očekuje da će se u budućnosti dio tih kretanja djelomično preokrenuti. Općenito, Komisija u ovoj fazi smatra da nije potrebno provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.*

## 4.21. POLJSKA

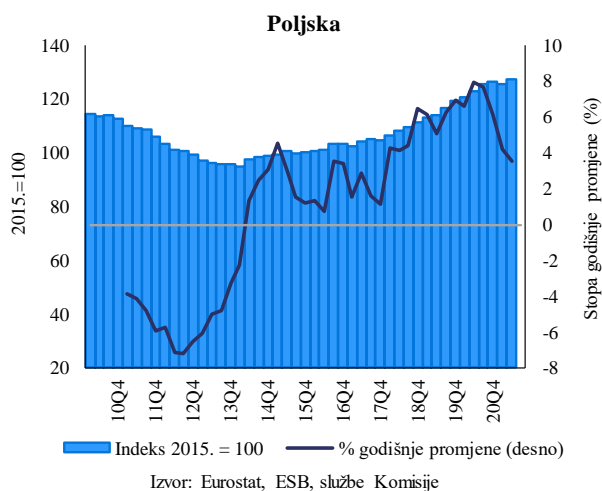
U prethodnom ciklusu PMN-a u Poljskoj nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže. U ažuriranoj tablici rezultata koja obuhvaća podatke do 2020. pokazatelji neto stanja međunarodnih ulaganja (NIIP), pokazatelji rasta jediničnih troškova rada i rasta cijena stambenih nekretnina prelaze indikativni prag.

Nakon pada od 2,5 % u 2020., u 2021. predviđa se rast realnog BDP-a za 4,9 %, a u 2022. za 5,2 %. Predviđa se da će razina nominalnog BDP-a 2022. iznositi 23,6 % više od razine iz 2019.

Neka relevantna kretanja mogu se sažeti kako slijedi:

- **Vanjske slabosti** i dalje su ograničene jer se NIIP, iako negativan, do 2020. postupno poboljšavao. Osim toga, NIIP se uglavnom sastoji od akumuliranih izravnih stranih ulaganja, a znatan dio priljeva izravnih stranih ulaganja dolazi iz reinvestirane zarade. Predviđa se da će se 2021. i 2022. NIIP nastaviti poboljšavati. Tekući je račun 2020. postao pozitivniji, a 2021. očekuje se blago smanjenje.
- **Zaduženost privatnog sektora** i dalje je niska jer su kućanstva i nefinancijska poduzeća u Poljskoj i dalje među najmanje zaduženima u EU-u. Udio duga privatnog sektora u BDP-u povećao se 2020., ali predviđa se da će se 2021. smanjiti.

Grafikon A21: Indeks realnih cijena stambenih nekretnina



- Rast **cijena stambenih nekretnina** 2020. dosegao je 7,1 % jer su niske kamatne stope i povećane uštede uzrokovane pandemijom dovele do povećanja potražnje za stambenim nekretninama. Međutim, rast hipotekarnih kredita zasad je i dalje ograničen. S obzirom na to da se oporavak u građevinskom sektoru ubrzava, čime se povećava ponuda stambenih nekretnina, očekuje se da će se rast cijena stambenih nekretnina 2021. smanjiti.
- Unatoč pandemiji **bankarski sektor** i dalje je općenito dobro kapitaliziran i u dobrom je stanju. Udio neprihodonosnih kredita smanjio se 2020., ali relativno je visok i mogao bi se povećati zbog krize uzrokovane bolešću COVID-19. U usporedbi s 2019. kad je bio na 45,6 %, **državni dug** porastao je na 57,4 % BDP-a u 2020., primarno zbog dodatnog zaduživanja u kontekstu krize uzrokovane bolešću COVID-19. Predviđa se da će se 2021. početi smanjivati.
- Unatoč krizi uzrokovanoj bolešću COVID-19, uvjeti na **tržištu rada** nastavili su se poboljšavati. Stopa nezaposlenosti 2020. neznatno se smanjila, ali očekuje se da će se 2021. malo povećati na 3,3 %, zahvaljujući postupnom ukidanju mjera državne potpore. Nedostatak radne snage koji se pojavljuje doveo je do povećanog pritiska na **jedinične troškove rada**, koji su se 2020. povećali za 6,3 %. Očekuje se da će se ti nedostaci smanjiti kao posljedica postupnog slabljenja priljeva migranata i latentne potražnje. Međutim, predviđa se da će rast naknada biti snažan i da će se znatnim rastom produktivnosti ublažiti rast jediničnih troškova rada.

*Poljska je u krizu uzrokovanu bolešću COVID-19 ušla bez utvrđenih makroekonomskih neravnoteža, ali uz negativno neto stanje međunarodnih ulaganja koje sa sobom nosi ograničene rizike. Kao posljedica krize uzrokovane bolešću COVID-19 državni se dug povećao, a rast cijena stambenih nekretnina ubrzao, ali povezani rizici čine se ograničenima. Općenito, Komisija u ovoj fazi smatra da nije potrebno provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.*





## 4.22. PORTUGAL

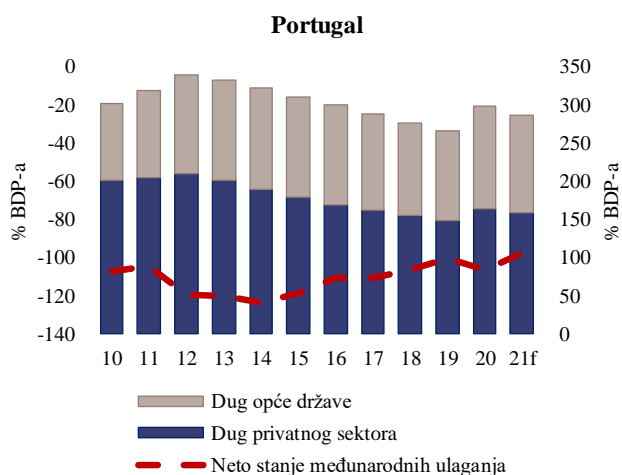
Komisija je u lipnju 2021. zaključila da u Portugalu postoje makroekonomske neravnoteže povezane s visokom razinom neto vanjskih obveza, privatnim i državnim dugom dok su neprihodonosni krediti i dalje znatni, u kontekstu niskog rasta produktivnosti. U ažuriranoj tablici rezultata, koja obuhvaća podatke do 2020., nekoliko je pokazatelja iznad indikativnog praga, i to neto stanje međunarodnih ulaganja (NIIP), privatni i državni dug, rast cijena stambenih nekretnina, rast jediničnih troškova rada i stopa aktivnosti. <sup>(44)</sup>

Nakon što se zbog pandemije bolesti COVID-19 smanjio za 8,4 % u 2020., predviđa se da će se realni BDP povećati za 4,5 % u 2021. i 5,3 % u 2022. Predviđa se da će nominalni BDP 2022. iznositi oko 5,7 % iznad razine iz 2019.

Neka relevantna kretanja mogu se sažeti kako slijedi:

- **Vanjska održivost** i dalje je problem zbog velike količine neto vanjskih obveza, usred određenog pogoršanja salda tekućeg računa tijekom krize uzrokovane bolešću COVID-19. Ipak, unatoč velikoj izloženosti države prekograničnom turizmu, udio NIIP-a u BDP-u sredinom 2021. vratio se na razinu na kojoj je bio prije pandemije. Predviđeno je da će se postupno dalje poboljšavati tijekom razdoblja prognoze. Nakon godina umjerenog rasta, nominalni **jedinični troškovi rada** znatno su se povećali 2020. i premašili indikativni prag, ali očekuje se da će se donekle smanjiti u budućnosti.
- Tijekom šoka uzrokovanog bolešću COVID-19 u 2020. prekinuta je **silazna putanja zaduženosti privatnog sektora**, uglavnom kao zbog gospodarskog pada zbog kojeg se udio privatnog duga povećao za 14 postotnih bodova te je iznosio gotovo 164 % BDP-a. U budućnosti će se privatna zaduženja vratiti na silaznu putanju. Uz pomoć moratorija na dugove, udio neprihodonosnih kredita nastavio se smanjivati tijekom pandemije te je iznosio 4,9 % u 2020. U budućnosti će biti važno pratiti učinak postupnog ukidanja mjera javne potpore, kao što su moratorij na zajmove i programi jamstava. Štoviše, stopa kapitala **bankarskog sektora** i njegova profitabilnost niski su.
- **Državni dug** je 2020. porastao za 19 postotnih bodova na rekordnih 135,2 % BDP-a zbog iznenadnog primarnog deficita i nepovoljnog učinka „snježne grude” u kontekstu krize uzrokovane bolešću COVID-19. Udio državnog duga u BDP-u trebao bi se nastaviti smanjivati 2021. Iako postoje olakšavajući čimbenici povezani s njegovim profilom i sastavom, kao i znatne gotovinske pričuve, očekuje se da će udio državnog duga u BDP-u još nekoliko godina ostati iznad razine na kojoj je bio prije pandemije. I dalje postoje rizici povezani sa sustavom povratnih informacija financijskog i javnog sektora koji se mogu povećati porastom slabosti u korporativnom sektoru povezanih s pandemijom.
- **Realni rast cijena stambenih nekretnina** pet je uzastopnih godina do 2020. bio iznad indikativnog praga. Cijene stambenih nekretnina pokazuju znakove potencijalne precijenjenosti. Međutim, 2021. rast cijena stambenih nekretnina usporio je, čemu su pridonijeli povećani obujmi građevinskih radova i umjerena potražnja u nekim segmentima tržišta.

Grafikon A22: NIIP, privatni dug i državni dug



Izvor: Eurostat i službe Komisije

<sup>(44)</sup> U izvješću o nadzoru po isteku programa iz jeseni 2021. za Portugal raspravlja se i o nekim slabostima istaknutima u IMU-u.

- Stopa aktivnosti smanjila se 2020. Ovo se podudara s blagim porastom stope nezaposlenosti. Očekuje se da će se i stopa aktivnosti i stopa nezaposlenosti ove godine ponovno početi poboljšavati.

*Portugal je u krizu uzrokovanu bolešću COVID-19 ušao sa slabostima povezanim s visokom razinom vanjskog, privatnog i državnog duga u kontekstu niskog rasta produktivnosti. Zbog krize uzrokovane bolešću COVID-19 udjeli duga dodatno su se povećali. Komisija općenito smatra, među ostalim i zbog neravnoteža utvrđenih u lipnju, da bi bilo korisno detaljnije ispitati postojanost neravnoteža ili njihovo postupno uklanjanje.*

## 4.23. RUMUNJSKA

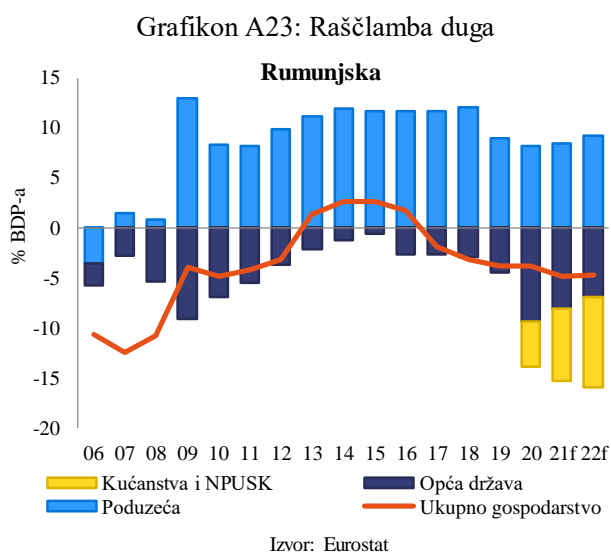
Komisija je u lipnju 2021. zaključila da u Rumunjskoj postoje makroekonomske neravnoteže, posebice postojani znatni deficit tekućeg računa u kontekstu velikih državnih deficita, dok su se prethodni pritisci na pregrijavanje smanjivali. U ažuriranoj tablici rezultata, koja obuhvaća podatke do 2020., nekoliko je pokazatelja iznad indikativnog praga, i to saldo tekućeg računa, neto stanje međunarodnih ulaganja (NIIP) i rast jediničnih troškova rada.

Nakon smanjenja od 3,9 % u 2020. zbog krize uzrokovane bolešću COVID-19, predviđa se rast realnog BDP-a za 7 % u 2021. i 5,1 % u 2022. Predviđa se da će nominalni BDP 2022. premašiti razinu iz 2019. za 21,4 %.

Neka relevantna kretanja mogu se sažeti kako slijedi:

- Što se tiče **vanjske održivosti**, predviđa se da će se deficit tekućeg računa od 5 % BDP-a u 2020. povećati na oko 6 % BDP-a, uglavnom zbog izrazito negativne trgovinske bilance. NIIP bi trebao ostati stabilan na oko -48 % BDP-a 2021. i 2022. NIIP koji isključuje instrumente bez rizika neispunjavanja obveza (NENDI) neznatno je negativan.
- Na **konkurentnost** je dodatno negativno utjecalo značajno povećanje nominalnih jediničnih troškova rada 2020., djelomično zbog naglog pada u outputu i posljedičnog pada produktivnosti zbog zadržavanja radne snage tijekom krize uzrokovane bolešću COVID-19. Međutim, očekuje se da će značajan oporavak produktivnosti 2021. i 2022. ograničiti rast jediničnih troškova rada unatoč relativno snažnom rastu naknade po zaposleniku.
- **Cijene stambenih nekretnina** donekle su porasle 2020., ali predviđa se da će se rast cijena stambenih nekretnina ubrzati 2021.
- **Dug opće države**, iako je još uvijek ispod praga od 60 % BDP-a, 2020. porastao je za 12 postotnih bodova zbog mjera donesenih zbog krize uzrokovane bolešću COVID-19 i kontinuiranog fiskalnog deficita. Procjenjuje se da će se udio državnog duga u BDP-u povećati na 49,3 % BDP-a za 2021., a očekuje se i da će nastaviti rasti 2022.
- Tijekom 2020. i početkom 2021. udio neprihodonosnih kredita **bankarskog sektora** bio je uglavnom stabilan i iznosio je oko 4 % ukupnih kredita. Dug privatnog sektora veoma je nizak.
- **Stopa nezaposlenosti** 2020. porasla je na 5 %. Predviđa se da će 2021. ostati na istoj razini, ali da će se nakon toga početi smanjivati. Stopa nezaposlenosti mladih 2020. porasla je i predviđa se da će 2021. dodatno rasti.

*Rumunjska je u krizu uzrokovanu bolešću COVID-19 ušla sa slabostima povezanim s povećanjem deficita tekućeg računa, pogoršanjem vanjske pozicije i značajnim gubicima troškovne konkurentnosti. Zbog krize uzrokovane bolešću COVID-19 državni dug se povećao, iako s niskih razina. Komisija općenito smatra, među ostalim i zbog neravnoteža utvrđenih u lipnju, da bi bilo korisno detaljnije ispitati postojanost neravnoteža ili njihovo postupno uklanjanje.*





## 4.24. SLOVENIJA

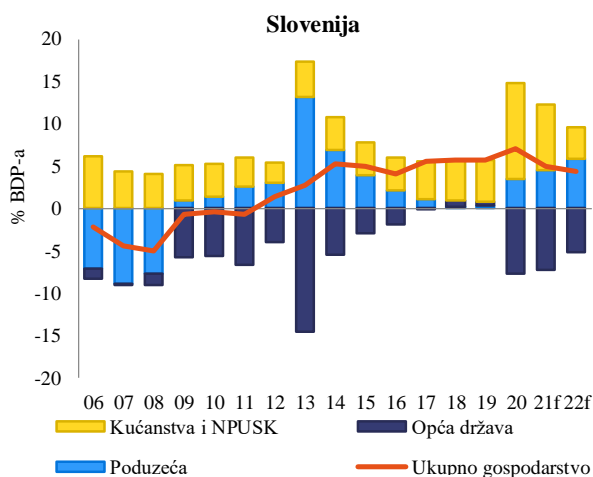
U prethodnom ciklusu PMN-a u Sloveniji nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže. U ažuriranoj tablici rezultata, koja obuhvaća podatke do 2020., pokazatelji suficita tekućeg računa, rasta jediničnih troškova rada, bruto duga opće države i rasta nezaposlenosti mladih iznad su indikativnog praga.

Nakon pada od 4,2 % u 2020., u 2021. predviđa se rast realnog BDP-a za 6,4 %, a u 2022. za 4,2 %. Predviđa se da će razina nominalnog BDP-a 2022. iznositi 11,1 % više od razine iz 2019.

Neka relevantna kretanja mogu se sažeti kako slijedi:

- **Veliki suficit tekućeg računa dodatno se povećao** sa 6 % na 7,4 % BDP-a u 2020., zbog čega je trogodišnji prosjek premašio gornji indikativni prag. Predviđa se da će se deficit tekućeg računa donekle smanjiti 2021. i 2022. Od 2012. negativni se NIIP postupno, ali postojano poboljšava te je 2020. dosegnuo -15,2 % BDP-a, a očekuje se da će se do 2022. gotovo uravnotežiti. Slovenski udio na izvoznom tržištu vidljivo je porastao u posljednjih nekoliko godina.

Grafikon A24: Neto pozajmljivanje/zaduživanje po sektorima



Izvor: Ameco

- **Zaduženost privatnog sektora** tek je neznatno porasla na 69,7 % BDP-a u 2020. i ostaje unutar bonitetnih i temeljnih referentnih vrijednosti. Ovo povećanje uglavnom odražava pad BDP-a jer je kreditni tok 2020. bio negativan. **Cijene stambenih nekretnina** porasle su za 5,2 %, u skladu s najnovijim trendovima.
- **Bankarski sektor** i dalje je dobro kapitaliziran, njegova se profitabilnost tek neznatno smanjila, dok se udio neprihodonosnih kredita 2020. nastavio smanjivati.
- U usporedbi s 2019. kad je bio na 65,6 %, **državni je dug** 2020. porastao na 79,8 % BDP-a zbog dodatnog zaduživanja zbog krize uzrokovane bolešću COVID-19 te u manjoj mjeri zbog naglog pada BDP-a 2020. Predviđa se smanjenje duga opće države 2021. i 2022.
- Uvjeti na **tržištu rada** donekle su se pogoršali u kontekstu pandemije bolesti COVID-19. U usporedbi s 4,5 % iz 2019., stopa nezaposlenosti 2020. neznatno je porasla na 5 %. Stopa nezaposlenosti mladih, koja se prethodnih godina značajno smanjivala, naglo se povećala s 8,1 % u 2019. na 14,2 % u 2020. Međutim, podaci za 2021. upućuju na poboljšanje uvjeta na tržištu rada i pad stopa nezaposlenosti. **Jedinični trošak rada** porastao je za 7,4 % u 2020., zbog zadržavanja radne snage povezanog s krizom uzrokovanom bolešću COVID-19. Predviđa se da će poboljšana produktivnost u odnosu na oporavak dovesti do pada jediničnih troškova rada 2021. i 2022.

*Slovenija je u krizu uzrokovanu bolešću COVID-19 ušla bez utvrđenih makroekonomskih neravnoteža, no uz visoki državni dug koji sa sobom nosi ograničene rizike. Uz krizu uzrokovanu bolešću COVID-19, državni dug je porastao, a veliki suficit tekućeg računa dodatno se povećao. Općenito, Komisija u ovoj fazi smatra da nije potrebno provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.*

## 4.25. SLOVAČKA

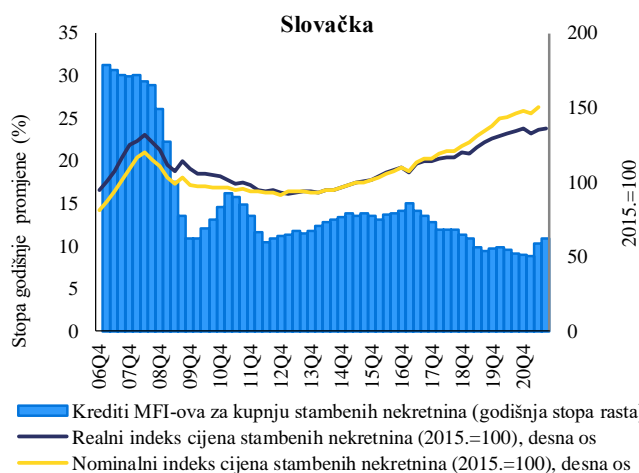
U prethodnom ciklusu PMN-a u Slovačkoj nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže. U ažuriranoj tablici rezultata koja obuhvaća podatke do 2020. pokazatelji neto stanja međunarodnih ulaganja (NIIP), rasta jediničnih troškova rada i rasta cijena stambenih nekretnina iznad su indikativnog praga.

Nakon pada od 4,4 % u 2020., predviđa se povećanje realnog BDP-a za 3,8 % u 2021. i 5,3 % u 2022., čime će nominalni BDP 2022. biti 13,6 % iznad razine iz 2019.

Neka relevantna kretanja mogu se sažeti kako slijedi:

- **Vanjske slabosti** i dalje postoje. NIIP, koji je iznosio oko –66 % BDP-a, još uvijek je bio znatno iznad praga 2020. To je uglavnom zbog nepodmirenih obveza povezanih s ranijim investicijskim ulaganjima, koja mogu biti stabilnija, a time i predstavljati manji rizik. Predviđa se da će se 2021. i 2022. NIIP postupno poboljšavati zbog pozitivnih tokova neto kreditiranja.

Grafikon A25: Cijena stambenih nekretnina i rast hipotekarnih kredita



Izvor: Eurostat, ESB, službe Komisije

- **Rast jediničnih troškova** rada bio je visok prije pandemije te se 2020. dodatno ubrzao. Međutim, najnovija kretanja uglavnom odražavaju zadržavanje radne snage u kontekstu krize uzrokovane bolešću COVID-19. U budućnosti se očekuje da će se rast jediničnih troškova značajno usporiti zbog prestanka učinka zadržavanja radne snage na produktivnost, no visok će ga rast naknada po zaposleniku i dalje opterećivati. Realna efektivna tečajna stopa na temelju HIPC-a 2020. bila je nešto iznad praga, ali to nije negativno utjecalo na udjele na izvoznom tržištu. Visoka koncentracija izvoza i integracija u globalne vrijednosne lance i dalje su čimbenici rizika.
- **Zaduženost privatnog sektora**, a posebno hipotekarni dug kućanstava, raste već nekoliko godina, ali stopa rasta sve je manja. Dug kućanstava 2020. porastao je na oko 47 % BDP-a. I dalje je ispod razine bonitetnog praga, no iznad je onoga na što upućuju temeljne značajke.
- Realne **cijene stambenih nekretnina** porasle su na 7,2 % u 2020., što je vjerojatno pridonijelo zaduženju kućanstava. Cijene stambenih nekretnina pokazuju znakove potencijalne precijenjenosti. Očekuje se usporavanje rasta cijena stambenih nekretnina 2021.
- Zbog poticajne fiskalne politike, **državni je dug** porastao za 12 postotnih bodova na 59,7 % BDP-a u 2020. Očekuje se da će se 2021. neznatno povećati, ali da će se nakon toga, podržan snažnim rastom, niskim kamatnim stopama i smanjenjem primarnih proračunskih deficita, vratiti na oko 60 % BDP-a.
- **Bankarski sektor** je stabilan i ima snažne rezerve kapitala. Udio neprihodonosnih kredita nastavio se smanjivati 2020. i sada je ispod prosjeka EU-a, ali povlačenjem kriznih mjera mogao bi se povećati. Izloženost bilanci banaka na tržištu stambenih nekretnina povećana je.

Slovačka je u krizu uzrokovanu bolešću COVID-19 ušla bez utvrđenih makroekonomskih neravnoteža iako su vanjska održivost, domaći cjenovni pritisci i ovisnost o automobilskoj industriji sa sobom nosili neke rizike. Neki su se rizici povećali zbog krize uzrokovane bolešću COVID-19. Općenito, Komisija u ovoj fazi smatra da nije potrebno provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.



## 4.26. FINSKA

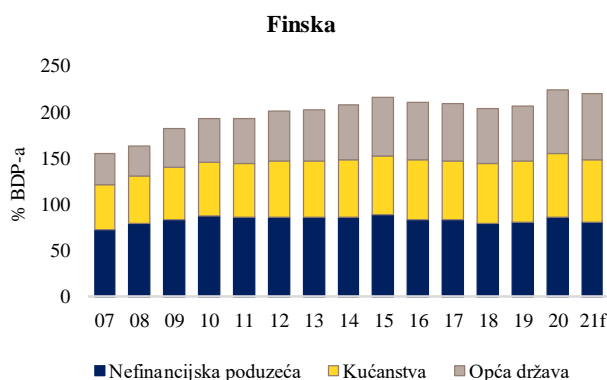
U prethodnom ciklusu PMN-a u Finskoj nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže. U ažuriranoj tablici rezultata koja obuhvaća podatke do 2020. pokazatelji privatnog duga i bruto duga opće države iznad su indikativnih pragova.

Nakon pada od 2,9 % u 2020., u 2021. predviđa se rast realnog BDP-a za 3,4 %, a u 2022. za 2,8 %. Predviđa se da će razina nominalnog BDP-a 2022. iznositi 8,7 % više od razine iz 2019.

Neka relevantna kretanja mogu se sažeti kako slijedi:

- **Na vanjskoj razini**, 2020. saldo tekućeg računa postao je pozitivan, a trgovinski je suficit neznatno porastao s povećanjem izvoznog tržišnog udjela. U budućnosti se očekuje da će tekući račun bilježiti manji suficit. Neto stanje međunarodnih ulaganja smanjilo se na -5,3 % BDP-a u 2020. Jedinični troškovi rada neznatno su porasli zbog pada produktivnosti uzrokovanog krizom.

Grafikon A26: Raščlamba duga po sektorima



Izvor: Eurostat i službe Komisije

- **Zaduženost privatnog sektora** nastavila je rasti, pri čemu se udio privatnog duga u BDP-u povećavao, djelomično zbog pada BDP-a. Predviđa se da će se trend djelomično preokrenuti 2021. jačanjem gospodarskog oporavka. Međutim, očekuje se da će zbog povoljnih kreditnih uvjeta, uključujući niske kamatne stope i brzi rast izgradnje stambenih zgrada, udio privatnog duga u BDP-u nastaviti rasti čak i ako učinak recesije uzrokovane bolešću COVID-19 oslabi.
- U usporedbi s 2019. kada je iznosio 59,5 % BDP-a, **državni je dug** 2020. porastao na 69,5 % BDP-a zbog fiskalnog odgovora vlade na krizu i, u manjoj mjeri, pada BDP-a 2020. Predviđa se da će se od 2021. nadalje stabilizirati na 71 %.
- **Bankarski sektor** i dalje je dobro kapitaliziran, a udio neprihodonosnih kredita nizak je i uglavnom nepromijenjen te se ne očekuje njegov značajan porast. Kriza uzrokovana bolešću COVID-19 nije imala vidljivog utjecaja na otplate dugova niti na broj stečajeva tvrtki. Rizici za financijsku stabilnost i dalje su ograničeni, unatoč znatnim prekograničnim izloženostima, osobito prema drugim nordijskim državama.
- Uvjeti na **tržištu rada** neznatno su se pogoršali tijekom krize, čemu su pomogle mjere državne potpore koje su ograničile povećanje stope nezaposlenosti na 1,1 postotni bod te je 2020. stopa iznosila 7,8 %. Predviđa se da će se od 2021. nadalje s oporavkom gospodarstva stopa nezaposlenosti početi postupno smanjivati, ali ne očekuje se da će do 2023. pasti na razinu na kojoj je bila prije pandemije.

*Finska je u krizu uzrokovanu bolešću COVID-19 ušla bez utvrđenih makroekonomskih neravnoteža iako su postojale slabosti povezane s dugom privatnog sektora. Zbog krize uzrokovane bolešću COVID-19 povećava se udio privatnog duga, ali rizici su i dalje ograničeni. Općenito, Komisija u ovoj fazi smatra da nije potrebno provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.*



## 4.27. ŠVEDSKA

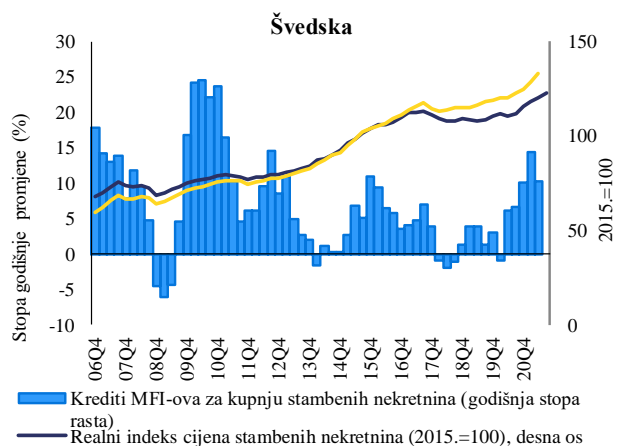
Komisija je u lipnju 2021. zaključila da u Švedskoj postoje makroekonomske neravnoteže, povezane s rizikom precijenjenosti stambenih nekretnina te visokim i rastućim dugom kućanstava. U ažuriranoj tablici rezultata koja obuhvaća podatke do 2020. dva su pokazatelja iznad indikativnih pragova, i to privatni dug i nezaposlenost mladih.

Nakon pada od 2,8 % u 2020., predviđa se rast realnog BDP-a za 3,9 % u 2021. i 3,5 % u 2022. Predviđa se da će nominalna razina BDP-a 2022. biti 9,9 % veća od one iz 2019. godine.

Neka relevantna kretanja mogu se sažeti kako slijedi:

- **Suficit tekućeg računa** porastao je na 5,7 % BDP-a u 2020., dok se NIIP blago smanjio te je iznosio gotovo 16 % BDP-a. Očekuje se da će suficit tekućeg računa 2021 i 2022. i dalje iznositi oko 5 % BDP-a. Udjeli na izvoznom tržištu nastavili su rasti 2020. Nakon tri godine pada realna efektivna tečajna stopa 2020. povećala se za 3 % .

Grafikon A27: Cijena stambenih nekretnina i rast hipotekarnih kredita



Izvor: Eurostat, ESB, službe Komisije

- **Dug privatnog sektora** nastavio je trend rasta 2020. i dosegnuo je novi maksimum te je iznosio oko 216 % BDP-a. I dug kućanstava i korporativni dug iznad su bonitetnih i temeljnih referentnih vrijednosti. Očekuje se izravnavanje privatnog duga na visokim razinama 2021., a predviđa se i da će neto financijska imovina postati negativnija. **Dug kućanstava** porastao je na oko 95 % BDP-a u 2020. Hipotekarni krediti kućanstvima nastavili su rasti u prvoj polovini 2021. Rast **cijena stambenih nekretnina** ubrzao se 2020., a posebice naglo i u drugom tromjesečju 2021. Cijene stambenih nekretnina općenito su i dalje vrlo visoke uz naznake moguće precijenjenosti.

- Razina **državnog duga** i dalje je niska unatoč znatnim mjerama potpore tijekom pandemije. Državni dug porastao je na 39,7 % BDP-a u 2020. Očekuje se da će se 2021. početi smanjivati.
- **Bankarski sektor** i dalje je stabilan. Tijekom pandemije stopa osnovnog kapitala i učestalost neprihodonosnih kredita poboljšali su se u odnosu na već solidne rezultate. Tijelo nadležno za financijske usluge (FSA) 2021. djelomično je poništilo popuštanje makrobonitetnih mjera te je ponovno uvelo zahtjev za amortizacijom od 1. rujna 2021. Bez obzira na općenito stabilnu financijsku poziciju, omjer financijske poluge švedskih banaka među najvišima je u EU.
- Bez obzira na mjere potpore za provedbu politika, **nezaposlenost** je 2020. porasla na 8,3 %. Nezaposlenost mladih skočila je na otprilike 24 % u 2020. Predviđa se da će stopa nezaposlenosti početi padati od 2021.

Švedska je ušla u krizu uzrokovanu bolešću COVID-19 sa slabostima povezanim s rizicima precijenjenih razina cijena stambenih nekretnina te s visokim i kontinuirano rastućim dugom kućanstava. Tijekom krize uzrokovane bolešću COVID-19 povećali su se udio privatnog duga, cijene stambenih nekretnina i stopa nezaposlenosti. Općenito, uzimajući u obzir neravnoteže utvrđene u lipnju prošle godine, Komisija smatra prikladnim dodatno ispitati postojanost neravnoteža ili njihovo uklanjanje.

## PRILOG 1.: GODIŠNJE I KRATKOROČNE PROGNOZE ZA GLAVNE POKAZATELJE IZ TABLICE REZULTATA

Kako bi se pojačala dimenzija usmjerenosti na budućnost u tumačenju tablice, analiza IMU-a temelji se, kad god je to moguće, na godišnjim prognozama i projekcijama za 2021. nadalje te na kratkoročnim prognozama za tekuću godinu. Ti se podaci temelje na Komisijinoj jesenskoj prognozi 2021., ako je dostupna. Ako ona nije dostupna, iznose se većinom kratkoročne prognoze temeljene na pokazateljima približne vrijednosti koje su službe Komisije izradile za potrebe ovog IMU-a.

U tablici u nastavku sažete su pretpostavke upotrijebljene za godišnje i kratkoročne prognoze za glavne pokazatelje iz tablice. Podaci o BDP-u koji su upotrijebljeni kao nazivnici u nekim omjerima proizlaze iz Komisijine jesenske prognoze 2021.

Kad je riječ o višegodišnjim stopama promjene (kao što je promjena udjela na izvoznom tržištu u razdoblju od pet godina), na prognozama se temelji samo komponenta za 2021. i 2022., dok se za komponente koje se odnose na 2020. ili prethodne godine upotrebljavaju podaci Eurostata na kojima se temelji tablica pokazatelja PMN-a.

<b>Tablica 1.: Pristupi u okviru godišnjih i kratkoročnih prognoza za glavne pokazatelje iz tablice rezultata PMN-a</b>		
Pokazatelj	Pristup	Izvori podataka
Saldo tekućeg računa, % BDP-a (trogodišnji prosjek)	Vrijednosti salda tekućeg računa iz Komisijine jesenske prognoze 2021. (koncept bilance plaćanja)	AMECO
Neto stanje međunarodnih ulaganja (% BDP-a)	U Komisijinim jesenskim prognozama 2021. za neto pozajmljivanje/zaduživanje ukupnog gospodarstva predviđa se promjena NIIP-a koja se temelji na transakcijama za razdoblje od 2021. do 2023., dok se za 2024. i 2025. koriste predviđanja za tekući račun iz MMF-ovih Svjetskih gospodarskih izgleda pod pretpostavkom da će kapitalni račun ostati konstantan. Ostali učinci (npr. promjene u vrednovanju) uzeti su u obzir do drugog tromjesečja 2021. i pretpostavlja se da ih nakon toga nije bilo.	AMECO, Eurostat
Realna efektivna tečajna stopa – 42 trgovinska partnera, deflator HIPC-a (promjena u % u razdoblju od tri godine)	Vrijednosti iz Komisijine jesenske prognoze 2021.	AMECO
Udio na izvoznom tržištu – % svjetskog izvoza (promjena u % u razdoblju od pet godina)	Podaci se temelje na: i. Komisijinoj jesenskoj prognozi 2021. nominalnog izvoza robe i usluga za države članice EU-a (koncept nacionalnih računa) te ii. Komisijinoj prognozi obujma izvoza robe i usluga za ostatak svijeta, izraženo u nominalnom smislu prema Komisijinom deflatoru američkog uvoza i prognozama tečaja eura/američkog dolara.	AMECO
Indeks nominalnih jediničnih troškova rada, 2010. = 100 (promjena u % u razdoblju od tri godine)	Vrijednosti iz Komisijine jesenske prognoze 2021.	AMECO

Indeks cijena stambenih nekretnina (2015. = 100), deflacioniran (promjena u % u razdoblju od jedne godine)	Prognoza za 2021. uključuje podatke za prvo i drugo tromjesečje 2021., ako su dostupni. Ona polazi od toga da će rast cijena stambenih nekretnina u trećem i četvrtom tromjesečju 2021. pratiti predviđenu stopu rasta iz kratkoročnog odnosa dobivenu putem modela procjene vrijednosti nekretnina, koji je predstavljen državama članicama u kontekstu radne skupine Odbora za ekonomsku politiku projekta LIME.	Eurostat, službe Komisije
Kreditni tok privatnog sektora, konsolidirani (% BDP-a)	Podatak za 2021. predstavlja približnu vrijednost kreditnih tokova za razdoblje od četvrtog tromjesečja 2020. do trećeg tromjesečja 2021. na temelju konsolidiranih podataka iz tromjesečnih sektorskih računa ESB-a za razdoblje od četvrtog tromjesečja 2020. do drugog tromjesečja 2021. te približne vrijednosti za neke komponente kreditnih tokova iz trećeg tromjesečja 2021. Temelji se na ESB-ovim bilančnim stavkama monetarnih financijskih institucija za kreditne tokove prema privatnom sektoru radi predviđanja komponente bankovnih zajmova u trećem tromjesečju 2021. i na ESB-ovim statistikama izdanja vrijednosnih papira za nominalno izdanje dužničkih vrijednosnih papira u trećem tromjesečju 2021.	ESB (tromjesečni sektorski računi, bilančne stavke, statistika izdanja vrijednosnih papira)
Dug privatnog sektora, konsolidirani (% BDP-a)	Vrijednost za 2021. približna je vrijednosti duga privatnog sektora na kraju četvrtog tromjesečja 2021. Temelji se na konsolidiranim podacima iz tromjesečnih sektorskih računa ESB-a za drugo tromjesečje 2021. Ta se brojka projicira na treće tromjesečje 2021. upotrebom podataka o bankovnim zajmovima (na temelju bilančnih stavki ESB-a) i podataka o obvezama na obveznice (na temelju statistike izdanja vrijednosnih papira ESB-a) s pretpostavkom da će kredit u četvrtom tromjesečju 2021. biti jednak onome iz četvrtog tromjesečja 2020. (vidjeti prethodno navedeno).	ESB (tromjesečni sektorski računi, bilančne stavke, statistika izdanja vrijednosnih papira)
Bruto dug opće države (% BDP-a)	Vrijednosti iz Komisijine jesenske prognoze 2021.	AMECO
Stopa nezaposlenosti (trogodišnji prosjek)	Vrijednosti iz Komisijine jesenske prognoze 2021.	AMECO
Ukupne obveze financijskog sektora, nekonsolidirane (promjena u % u razdoblju od jedne godine)	Podatak za 2021. predstavlja dvanaestomjesečni rast obveza monetarnih financijskih institucija ESB-a do rujna 2021.	ESB (bilančne stavke)
Stopa aktivnosti – % ukupnog stanovništva u dobi od 15 do 64 godine (promjena u postotnim bodovima u razdoblju od tri godine)	Stopa promjena u 2021. i 2022. temelji se na Komisijinoj jesenskoj prognozi 2021. za promjenu u ukupnoj radnoj snazi (sve dobne skupine) umanjenoj za Komisijinu jesensku prognozu promjene broja stanovnika (dobna skupina od 15 do 64 godine).	AMECO
Stopa dugotrajne nezaposlenosti – % aktivnog stanovništva u dobi od 15 do 74 godine (promjena u postotnim bodovima u razdoblju od tri godine)	Kratkoročna prognoza za 2021. temelji se na najnovijim podacima (prvo i drugo tromjesečje 2021., uz pretpostavku stalne stope za ostatak godine).	Eurostat (anketa o radnoj snazi)
Stopa nezaposlenosti mladih – % aktivnog stanovništva u dobi od 15	Kratkoročna prognoza za 2021. temelji se na najnovijim podacima (od siječnja do rujna 2021., uz pretpostavku stalne stope za ostatak godine)	Eurostat (anketa o radnoj snazi)

do 24 godine (promjena u postotnim bodovima u razdoblju od tri godine)		
--	--	--

## PRIOLOG 2.: TABLICA REZULTATA PMN-A

Tablica 1. Tablica rezultata PMN-a 2020.

Godina 2020.	Vanjske neravnoteže i konkurentnost					Unutarnje neravnoteže						Pokazatelji zaposlenosti <sup>1)</sup>		
	Saldo tekućeg računa – % BDP-a (trogodišnji prosjek)	Neto stanje međunarodnih ulaganja (% BDP-a)	Realna efektivna tečajna stopa – 42 trgovinska partnera, HICP deflator (trogodišnja promjena u %)	Udio na izvoznom tržištu – % svjetskog izvoza (petogodišnja promjena u %)	Indeks nominalnih jediničnih troškova rada, 2010.=100 (trogodišnja promjena u %)	Indeks cijena stambenih nekretnina (2015.=100), deflaciran (jednogodišnja promjena u %)	Kreditni tok privatnog sektora, konsolidiran (% BDP-a)	Dug privatnog sektora, konsolidiran (% BDP-a)	Bruto dug opće države (% BDP-a)	Stopa nezaposlenosti (trogodišnji prosjek)	Ukupne obveze financijskog sektora, nekonsolid. (jednogodišnja promjena u %)	Stopa aktivnosti – % ukupnog stanovništva u dobi 15–64 (trogodišnja promjena u postotnim bodovima)	Stopa dugotrajne nezaposlenosti – % aktivnog stanovništva u dobi 15–74 (trogodišnja promjena u postotnim bodovima)	Stopa nezaposlenosti mladih – % aktivnog stanovništva u dobi 15–24 (trogodišnja promjena u postotnim bodovima)
Pragovi	-4%/+6%	-35%	±5% (EP) ±11% (izvan EP-a)	-6%	±9% (EP) ±12% (izvan EP-a)	6%	14%	133%	60%	10%	16,5%	-0,2 postotna boda	0,5 postotnih bodova	2 postotna boda
BE	0,1	44,4	2,5	10,9	7,5p	3,6	1,1p	192,0p	112,8	5,7	8,8	0,6b	-1,2	-4,0
BG	0,8	-26,3	7,1	16,0	20,4	5,2p	4,2	94,3	24,7	4,8	11,1	0,9	-1,1	1,3
CZ	1,5	-12,5	5,6	10,1	19,2	5,5	2,4	81,9	37,7	2,3	3,4	0,5	-0,4	0,1
DK	8,1	68,8	0,9	11,5	6,2	4,6	4,8	220,9	42,1	5,2	5,7	1,1b	-0,3	-0,8
DE	7,4	61,7	2,4	1,3	11,1p	7,1	6,0p	120,1p	68,7	3,4bp	11,3	1,1bp	-0,5bp	0,6bp
EE	1,0	-21,5	5,3	17,6	17,1	6,9	3,6	104,4	19,0	5,5	17,5	0,5	-0,7	5,8
IE	-5,8	-174,0	-1,2	50,0	-6,3	-0,2	-1,8	188,9	58,4	5,5	7,2	-0,8	-1,7	0,9
EL	-3,7	-175,0	0,4	-10,1	6,4p	5,5e	5,4p	125,3p	206,3	17,6	27,4	-0,9	-4,7	-8,6
ES	1,6	-85,5	1,1	-6,8	11,0p	2,2	4,4p	146,4p	120,0	15,0	9,5	-1,7	-2,7	-0,3
FR	-1,0	-30,2	2,7	-6,9	4,6p	4,4	13,0p	173,7p	115,0	8,5	11,6p	-0,5	-1,3	-1,9
HR	1,6	-47,8	0,5	0,1	13,7p	7,3	1,3p	98,0p	87,3	7,5	7,3	0,7	-2,5	-6,3
IT	3,2	2,4	0,6	-2,8	5,5	2,2	4,1	118,9	155,6	9,9	6,8	-1,3	-1,8	-5,3
CY	-6,6	-136,7	0,1	28,5	5,8p	0,7p	-2,6p	260,5p	115,3	7,7	-2,5	1,9	-2,4	-6,5
LV	0,7	-34,7	5,9	18,2	18,4	2,7	-1,8	66,5	43,2	7,3	10,8	1,2	-1,1	-2,1
LT	3,7	-15,8	6,9	39,3	18,3	6,4	0,3	54,7	46,6	7,0	28,5	2,6	-0,2	6,3
LU	4,5	39,9	1,5	20,6	11,1	13,8	44,5	316,8	24,8	6,0	-3,6	2,0	-0,4	7,8
HU	-0,7	-48,1	-4,9	8,2	13,2p	1,9p	7,7p	76,4p	80,1	3,8	55,3	1,6	-0,6	2,1
MT	3,0	60,3	2,1	13,2	19,7	2,2p	9,0	139,1	53,4	3,9	1,9	4,9	-0,9	0,3
NL	9,1	113,9	3,8	7,4	14,0p	6,0p	-1,3p	233,7p	54,3	3,7	3,3p	1,2	-1,0	0,2
AT	1,6	9,3	3,2	5,2	12,2	6,2	4,7	131,2	83,2	4,9	10,6	0,2	-0,5	0,7
PL	0,7	-44,5	1,1	36,9	12,3p	7,1p	1,5	75,9	57,4	3,5	11,7	1,4	-0,9	-4,0
PT	0,0	-106,4	0,0	-0,9	16,2p	7,7	4,4p	163,7p	135,2	6,8	7,2	-0,4	-2,2	-1,3
RO	-4,9	-48,3	3,4	20,6	26,1p	2,3	1,3p	48,5p	47,4	4,4	13,4	1,9	-0,5	-1,0
SI	6,4	-15,2	1,9	20,2	14,9	5,2	-0,9	69,7	79,8	4,9	14,0	0,4	-1,2	3,0
SK	-1,8	-65,7	5,3	8,1	16,4	7,2	3,7	95,3	59,7	6,3	9,9	0,3	-1,9	0,4
FI	-0,4	-5,3	2,3	12,3	6,1	1,3	6,5	155,2	69,5	7,3	7,7	1,6	-0,9	1,3
SE	4,6	16,4	-4,8	4,5	9,4	3,0	11,6	215,7	39,7	7,2b	11,2	0,0	-0,1	6,0

Istaknuti podaci su na pragu ili iznad njega. Oznake: b: prekid niza. p: privremeno. e: procjena.

1) Za pokazatelje zaposlenosti vidjeti str. 2. Izvješća o mehanizmu upozoravanja za 2016. 2) Indeks cijena stambenih nekretnina e = procjena NSB-a za Grčku 3) Pokazatelji ankete o radnoj snazi, b = zbog tehničkih problema s uvođenjem novog njemačkog sustava integriranih anketiranja kućanstava, uključujući i anketu o radnoj snazi, brojke za Njemačku 2020. nisu izravne procjene iz mikropodataka ankete o radnoj snazi, već se temelje na većem uzorku koji uključuje dodatne podatke iz drugih integriranih anketa kućanstava.

Izvor: Europska komisija, Eurostat i Glavna uprava za gospodarske i financijske poslove (za realni efektivni tečaj) i podaci Međunarodnog monetarnog fonda, Svjetski gospodarski izgledi (WEO) (za svjetski obujam izvoza robe i usluga).

Tablica 2. Pomoćni pokazatelji, 2020.

Godina 2020.	Realni BDP (jednogiđišnja promjena u %)	Bruto investicije u fiksni kapital (% BDP-a)	Bruto domaći izdaci za istraživanje i razvoj (% BDP-a)	Tekući plus kapitalni račun (Neto pozajmljivanje-zaduzivanje) (% 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 europodručja (tragiđišnja promjena u %)	Izvojni rezultati u odn. na razvijena gospodarstva (petogiđišnja promjena u %)	Uvjjeti razmjene (petogiđišnja promjena u %)	Količina udjele na izvoznom tržištu (jednogiđišnja promjena u %)	Produktivnost rada (jednogiđišnja promjena u %)	Bruto neprihodonosni krediti domaćim i stranim subjektima (% bruto kredita)	Rezultat jediničnih troškova rada u odnosu na europodručje (desetogiđišnja promjena u %)	Indeks cijena stambenih nekretnina (2015.=100), nominalne (tragiđišnja promjena u %)	Stanogradnja (% BDP-a)	Dug kućanstava, konsolidiran (uklj. NPUK, % BDP-a)	Zaduzenost banaka, konsolidirano, domaći i strani subjekti (ukupna imovina/ukupni kapital)
BE	-5,7 p	23,9 p	np	0,8	37,8	-3,6	174,8	-1,7 p	0,4	11,4	0,8 p	2,4 p	-5,6 p	2,1 p	0,5	11,5	6,2 p	66,4	14,2 p
BG	-4,4	19,2	0,9 p	1,3	47,1	3,9	84,8	-2,1	3,0	16,6	12,7	-4,2	-2,1	5,9 p	39,2	18,2 p	2,9	24,7	7,9 p
CZ	-5,8	26,2	2,0 p	4,8	36,9	2,5	81,5	-1,5	3,7	10,6	2,2	1,0	-4,2	1,9 p	10,9	28,6	4,8	34,0	12,1 p
DK	-2,1	22,4	3,0 p	8,1	30,0	0,4	58,4	-0,4	-2,0	12,0	1,2	0,9	-1,4	1,9 p	-8,1	12,3	5,5	111,7	17,4 p
DE	-4,6 p	21,9 p	3,1 p	6,8	53,2	2,9	49,8	-1,3 p	0,1	1,8	2,9 p	-1,4 p	-3,8 p	1,2 p	11,2	21,6	7,0 p	57,7	14,4 p
EE	-3,0	30,7	1,8 p	1,9	42,3	11,4	113,5	-0,5	1,3	18,1	1,4	2,9	-0,3	1,6 p	23,4	20,2	5,5	41,8	8,8 p
IE	5,9	39,7	1,2 p	-6,8	-292,9	8,2	428,5	-0,7	-2,5	50,7	-3,0	17,4	7,5	3,4 p	-35,4	13,2	2,1	35,9	8,8 p
EL	-9,0 p	11,7 p	1,5 p	-5,0	-155,2	1,8	23,4	-1,8 p	-3,2	-9,7	-3,1 p	-13,6 p	-7,9 p	26,4 p	-13,7	14,0 e	1,1 p	59,5	13,8 p
ES	-10,8 p	20,3 p	1,4 p	1,2	-52,8	2,6	78,9	-1,3 p	-1,2	-6,4	0,9 p	-12,2 p	-7,0 p	2,8 p	-11,2	14,8	6,0 p	62,5	15,8 p
FR	-7,9 p	23,0 p	2,4 p	-1,8	-41,9	0,4	50,3	-1,1 p	0,6	-6,4	0,0 p	-7,9 p	-7,0 p	2,2 p	-3,6	11,9	6,1 p	68,7 p	16,2 p
HR	-8,1 p	22,3 p	1,3 p	2,1	-0,3	2,1	65,3	-2,0 p	-2,0	0,6	1,5 p	-14,8 p	-7,0 p	5,3 p	-11,9	24,5	np	38,3	7,6 p
IT	-8,9	17,8	1,5 p	3,7	1,4	-1,1	30,8	-1,3	-1,9	-2,4	5,9	-6,1	-7,0	4,5 p	-7,5	1,2	4,1	45,1	13,9 p
CY	-5,2 p	20,0 p	np	-10,0	-170,4	-0,6	1886,4	-3,3 p	-3,0	29,1	-0,8 p	2,8 p	-4,7 p	11,0 p	-15,0	5,3 p	7,6 p	91,0	13,6 p
LV	-3,6	24,5	0,7 p	4,7	14,5	2,8	60,0	-1,6	1,5	18,8	9,3	5,7	-1,3	4,6 p	27,8	23,5	3,0	20,9	10,0 p
LT	-0,1	21,1	1,2 p	9,1	15,2	8,0	56,2	-2,4	2,1	39,9	2,8	8,3	1,5	2,2 p	26,5	23,0	3,2	24,6	15,5 p
LU	-1,8	16,8	np	4,0	-4095,3	-214,4	6136,5	-2,0	0,0	21,2	-0,5	9,2	-3,6	0,7 p	6,6	35,0	3,7	69,2	14,3 p
HU	-4,7 p	26,8 p	1,6	0,5	-2,4	111,5	327,3	-2,2 p	-6,5	8,7	1,4 p	2,0 p	-3,7 p	3,6 p	14,4	40,4 p	4,1 p	20,9	10,8 p
MT	-8,3	21,7 p	0,7	-2,3	270,2	29,4	1602,5	-5,5	0,7	13,7	2,4	1,6	-10,7	3,6 p	20,7	16,1 p	3,9 p	54,0	10,7 p
NL	-3,8 p	21,3 p	np	6,9	9,2	-16,7	567,0	-0,5 p	2,0	7,9	1,8 p	3,1 p	-3,3 p	1,9 p	3,0	26,4 p	5,3 p	103,0 p	16,7 p
AT	-6,7	25,2	3,2 p	1,8	-5,6	-4,1	57,4	-1,4	1,4	5,7	-0,2	-2,9	-5,2	2,0 p	5,5	19,3	5,1	53,2	11,9 p
PL	-2,5	16,6	1,4 p	5,2	-6,2	2,9	48,5	-1,6	-1,0	37,6	3,5	8,0	-2,4 p	6,0 p	4,9	28,0 p	2,0	34,8	10,5 p
PT	-8,4 p	19,1 p	1,6 p	0,0	-47,0	2,0	87,2	-1,7 p	-1,9	-0,4	2,2 p	-10,7 p	-6,7 p	4,9 p	-1,0	31,1	3,4 p	69,5	11,4 p
RO	-3,9 p	24,6 p	0,5 p	-3,1	-7,2	1,4	46,4	-1,2 p	1,0	21,2	5,4 p	-1,8 p	-2,2 p	3,9 p	23,5	14,3	2,6 p	16,2	9,1 p
SI	-4,2	18,9	2,2 p	6,9	2,0	0,9	42,9	-2,0	-0,2	20,8	1,4	-0,8	-3,7	3,0 p	-0,5	21,4	2,3	27,8	9,3 p
SK	-4,4	19,6	0,9	1,3	-14,8	-0,2	70,4	-2,1	3,8	8,6	-2,2	0,6	-2,5	2,5 p	10,1	28,4	3,9	47,2	9,7 p
FI	-2,9	24,2	2,9	0,9	4,9	-0,8	50,3	-0,9	-1,0	12,8	0,1	1,1	-0,8	1,5 p	-5,5	3,9	7,1	69,6	16,0 p
SE	-2,8	24,8	3,5 p	5,7	-4,5	5,3	92,4	-0,8	-7,4	5,0	-0,8	3,3	-1,5	1,0 p	7,4	5,8	5,0	94,7	17,6 p

Oznake: e: procijenjeno, p: privremeno.

1) Službeni rok za dostavu podataka o bruto domaćim izdacima za istraživanje i razvoj za 2020. je 31. listopada 2021., a podaci su preuzeti 22. listopada 2021. 2) Indeks cijena stambenih nekretnina e = procjena NSB-a za Grčku.

Izvor: Europska komisija, Eurostat i Glavna uprava za gospodarske i financijske poslove (za realni efektivni tečaj), Europska središnja banka (za konsolidiranu bankovnu zaduzenost i bruto neprihodonosne kredite, domaće i strane subjekte) i podaci Međunarodnog monetarnog fonda, Svjetski gospodarski izgledi (WEO) (za svjetski obujam izvoza robe i usluga).

Tablica 2. (nastavak): **Pomoćni pokazatelji, 2020.**

Godina 2020.	Zaposlenost (jednogodišnja promjena u %)	Stopa aktivnosti – % ukupnog stanovništva u dobi 15–64 (%)	Stopa dugotrajne nezaposlenosti – % aktivnog stanovništva u dobi 15–74 (%)	Stopa nezaposlenosti mladih – % aktivnog stanovništva u dobi 15–24 (%)	Mladi koji nisu u sustavu obrazovanja, ne rade i ne pohađaju programe osposobljavanja – % ukupnog stanovništva u dobi 15–24		Osobe izložene riziku siromaštva ili socijalne isključenosti – % ukupog stanovništva		Osobe izložene riziku siromaštva nakon socijalnih transfera – % ukupog stanovništva		Osobe u teškoj materijalnoj oskudici – % ukupnog stanovništva		Osobe koje žive u kućanstvu s jako niskim intenzitetom rada – % ukupnog stanovništva u dobi 0–59	
					%	trogodišnja promjena u postotnim bodovima	%	trogodišnja promjena u postotnim bodovima	%	trogodišnja promjena u postotnim bodovima	%	trogodišnja promjena u postotnim bodovima	%	trogodišnja promjena u postotnim bodovima
BE	0,0 p	68,6	2,3	15,3	9,2	-0,1 b	18,9 b	-1,7 b	14,1 b	-1,8 b	3,9 b	-1,3 b	11,9 b	-2,0 b
BG	-2,3	72,2	2,3	14,2	14,4	-0,9	32,1	-6,8	23,8	0,4	19,4	-10,6	8,5	-2,6
CZ	-1,7	76,4	0,6	8,0	6,6	0,3	11,9	-0,3	9,5	0,4	2,4	-1,3	4,4	-1,1
DK	-0,7	79,0	0,9	11,6	7,4	-0,2 b	15,9 b	-1,3 b	12,1 b	-0,3 b	2,4	-0,7	9,1	-0,9
DE	-0,8 p	79,3 bp	1,1 bp	7,4 bp	3 bp	1,0 bp	24,0 b	5,0 b	18,5 b	2,4 b	6,6 bu	3,2 bu	9,5 b	0,8 b
EE	-2,7	79,3	1,2	17,9	8,9	-0,5	23,3	-0,1	20,7	-0,3	2,8	-1,3	4,7	-1,1
IE	-1,5	71,9	1,3	15,3	12,0	1,1 b	na	na	na	na	na	na	na	na
EL	-1,2 p	67,4	10,9	35,0	13,2	-2,1	28,9	-5,9	17,7	-2,5	16,5	-4,6	12,8	-2,8
ES	-4,1 p	72,2	5,0	38,3	13,9	0,6	26,4	-0,2	21,0	-0,6	7,0	1,9	9,9	-2,9
FR	-0,9 p	71,0	2,9	20,2	11,4	0,0	18,2 p	1,2 p	13,8 p	0,6 p	4,8 p	0,7 p	8,8 p	0,7 p
HR	-1,2 p	67,1	2,1	21,1	12,2	-3,2	23,2	-3,2	18,3	-1,7	6,9	-3,4	8,6	-3,6
IT	-2,1	64,1	4,7	29,4	19,0	-1,1	na	na	na	na	na	na	na	na
CY	-0,6 p	75,8	2,1	18,2	14,4	-1,7	21,3	-3,9	14,3	-1,4	8,3	-3,2	5,6	-3,8
LV	-2,3	78,2	2,2	14,9	7,1	-3,2	na	na	na	na	na	na	na	na
LT	-1,6	78,5	2,5	19,6	10,8	1,7	24,8	-4,8	20,9	-2,0	7,7	-4,7	7,3	-2,4
LU	1,9	72,2	1,7	23,2	6,6	0,7	20,9 b	1,5 b	17,4 b	1,0 b	1,7 b	0,5 b	7,9 b	1,0 b
HU	-1,0	72,8	1,1	12,8	11,7	0,7	17,8	-7,8	12,3	-1,1	8,0	-6,5	5,0	-1,6
MT	2,7	77,1	1,1	10,9	9,3	0,7 b	19,0	-0,3	16,9	0,2	3,3	0,0	5,4	-1,7
NL	-0,5 p	80,9	0,9	9,1	4,5	0,5	16,3 p	-0,7 p	13,6 p	0,4 p	2,1 p	-0,5 p	8,9 p	-0,6 p
AT	-1,6	76,6	1,3	10,5	8,0	1,5	17,5	-0,6	13,9	-0,5	2,7	-1,0	7,1	-1,2
PL	-0,1 p	71,0	0,6	10,8	8,6	-0,9	17,3 p	-2,2 p	14,8 p	-0,2 p	2,6 p	-3,3 p	4,3 p	-1,4 p
PT	-1,9 p	74,3	2,3	22,6	9,1	-0,2	19,8	-3,5	16,2	-2,1	4,6	-2,3	5,1	-2,9
RO	-1,8 p	69,2	1,5	17,3	14,8	-0,4	30,4	-5,3	23,4	-0,2	15,2	-4,5	6,3	-0,6
SI	-0,6	74,6	1,9	14,2	7,7	1,2	15,0	-2,1	12,4	-0,9	3,0	-1,6	4,8	-1,4
SK	-1,9	72,4	3,2	19,3	10,7	-1,4	14,8p	-1,5 p	11,4 p	-1,0 p	5,9 p	-1,1 p	4,3 p	-1,1 p
FI	-2,1	78,3	1,2	21,4	9,3	-0,1	16,0	0,3	12,2	0,7	2,6	0,5	9,9	-0,8
SE	-1,3	82,5	1,1	23,9	6,5	0,3	17,9	0,2	16,1	0,3	1,8 u	0,7 u	8,5	-0,3

Oznake: b: prekid niza. p: privremeno. u: niska pouzdanost.

1) Pokazatelji ankete o radnoj snazi, b = zbog tehničkih problema s uvođenjem novog njemačkog sustava integriranih anketiranja kućanstava, uključujući i anketu o radnoj snazi, brojke za Njemačku iz 2020. nisu izravne procjene iz mikropodataka ankete o radnoj snazi, već se temelje na većem uzorku koji uključuje dodatne podatke iz drugih integriranih anketa kućanstava. 2) Službeni rok za slanje podataka za 2020. za pokazatelje dohotka i životnih uvjeta (EU-SILC) je 30. studenoga 2021., a podaci su preuzeti 22. listopada 2021.; b = velike suštinske i metodološke promjene za Njemačku.

Izvor: Europska komisija, Eurostat.