



Bruselj, 26.11.2015  
COM(2015) 691 final

## **POROČILO KOMISIJE**

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

**Poročilo o mehanizmu opozarjanja 2016**

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

*Poročilo o mehanizmu opozarjanja je začetna točka letnega cikla postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem (MIP), katerega namen je opredeliti in odpraviti neravnotežja, ki ovirajo nemoteno delovanje gospodarstev držav članic in gospodarstva EU ter lahko ogrozijo pravilno delovanje ekonomske in monetarne unije.*

*Poročilo o mehanizmu opozarjanja temelji na pregledu izbranih kazalnikov in širšem naboru pomožnih kazalnikov z namenom pregleda držav članic, da se odkrijejo morebitna gospodarska neravnotežja, ki zahtevajo ukrepanje. Države članice, ki jih opredeli poročilo o mehanizmu opozarjanja, nato Komisija analizira s poglobljenim pregledom, da se oceni, kako se makroekonomska tveganja v državah članicah kopičijo ali odpravljajo, in ugotovi, ali obstajajo neravnotežja ali čezmerna neravnotežja. V skladu z ustaljeno prakso bo za države članice, v katerih so bila v prejšnjem krogu poglobljenih pregledov ugotovljena neravnotežja, vsekakor pripravljen nov poglobljen pregled.*

*Komisija bo ob upoštevanju razprav s Parlamentom ter znotraj Sveta in euroskupine pripravila poglobljene preglede za zadevne države članice, ugotovitve pa bodo vključene v priporočila za posamezne države v okviru evropskega semestra usklajevanja ekonomskih politik. Ti pregledi bodo predvidoma objavljeni februarja 2016, tj. pred svežnjem evropskega semestra s priporočili za posamezne države članice.*

## 1. POVZETEK

**S tem poročilom se začne peti letni krog postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem (MIP)<sup>1</sup>.** Namen postopka je odkriti neravnotežja, ki ovirajo nemoteno delovanje gospodarstva države članice, euroobmočja ali EU kot celote, in spodbuditi ustrezno politično ukrepanje. Izvajanje postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem je vključeno v „evropski semester“ usklajevanja ekonomskih politik, da bi se zagotovila skladnost z analizami in priporočili v okviru drugih orodij za gospodarski nadzor. Letni pregled rasti, sprejet hkrati s tem poročilom, vsebuje oceno gospodarskih in socialnih razmer v Evropi in določa širše prednostne naloge politik za EU kot celoto za prihodnja leta.

**V poročilu so navedene države članice, za katere so potrebni nadaljnji poglobljeni pregledi (IDR), da se oceni, ali so jih prizadela neravnotežja, zaradi katerih je potrebno ukrepanje<sup>2</sup>.** Poročilo o mehanizmu opozarjanja je orodje za pregled gospodarskih neravnotežij, ki se objavi na začetku vsakega letnega cikla usklajevanja ekonomskih politik. Temelji predvsem na ekonomski razlagi pregleda kazalnikov z okvirnimi pragi skupaj z nizom pomožnih kazalnikov.

**Letos so bili v glavni pregled dodani trije kazalniki zaposlenosti, in sicer stopnja aktivnosti, dolgotrajna brezposelnost in brezposelnost mladih.** Vključitev novih spremenljivk zaposlenosti v pregled je konkreten končni rezultat zaveze Komisije za krepitev analize makroekonomskih neravnotežij. To je še posebej pomembno za socialne posledice krize in ker dolgotrajna negativna gibanja na področju zaposlovanja in socialnih zadev lahko negativno vplivajo na potencialno rast BDP na različne načine in pomenijo nevarnost, da se bodo makroekonomska neravnotežja še povečala. Ta vključitev ne spreminja osrednjega cilja postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem, ki je še vedno preprečiti nastanek škodljivih makroekonomskih neravnotežij in omogočiti, da se ta neravnotežja odpravijo. Opozorilni signali novih kazalnikov sami po sebi še ne pomenijo poslabšanja makrofinančnih

<sup>1</sup> Temu poročilu je priložena *Statistična priloga* z obsežnimi statističnimi podatki, ki so prispevali k pripravi tega poročila.

<sup>2</sup> Glej člen 5 Uredbe (EU) št. 1176/2011.

tveganj, zato se ne uporabljajo za sprožitev ukrepov v postopku v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji<sup>3</sup>.

**V primerjavi s prejšnjimi poročili o mehanizmu opozarjanja je zdaj več poudarka na dejavnikih, povezanih z euroobmočjem.** V skladu s sporočilom Komisije *O korakih za dokončanje ekonomske in monetarne unije* z dne 21. oktobra je cilj poročila o mehanizmu opozarjanja bolj sistematična analiza posledic neravnotežij v državah za celotno euroobmočje in preučitve vprašanja, kako je zaradi takih posledic potreben usklajen pristop k odzivom politike.

**Horizontalna analiza, predstavljena v poročilu o mehanizmu opozarjanja, je pripeljala do več zaključkov:**

- **Prilagoditev obstoječim neravnotežjem se odvija v zahtevnem okolju.** Sedanje zmerno okrevanje v euroobmočju se bo po projekcijah nadaljevalo, vendar ostaja krhko in izpostavljeno povečanim zunanjim tveganjem. V zadnjih nekaj mesecih se je svetovna trgovina občutno upočasnila in povečala so se negativna tveganja, zlasti v zvezi z obeti na trgih v vzponu<sup>4</sup>. Rast je postala bolj odvisna od domačih virov povpraševanja, zlasti izrazitejšega okrevanja pri naložbah.
- **Države članice EU še vedno napredujejo pri popravljanju neravnotežij.** V državah z visokimi zunanjimi obveznostmi so se visoki in nevzdržni primanjkljaji na tekočih računih iz predkriznega obdobja občutno zmanjšali, zdaj pa je treba uravnotežene zunanje pozicije ali presežek ohranjati, da bi se znatno zmanjšalo število šibkih točk. Poleg tega je bilo dogajanje na področju stroškovne konkurenčnosti na splošno skladno s potrebami po zunanjih prilagoditvah, v večini držav pa izboljševanje bilanc stanja v različnih sektorjih gospodarstva napreduje.
- **Vendar pa šibke točke, povezane s povišano ravnijo zadolženosti, še vedno zbujejo skrb.** V več državah članicah je stanje zasebnih in javnih obveznosti, tako zunanjih kot notranjih, še vedno na doslej najvišjih ravneh. Ne pomenijo samo šibkih točk za gospodarsko rast, delovna mesta in finančno stabilnost v EU, ampak tudi sočasne pritiske razdolževanja in posledično oviranje gospodarskega okrevanja.
- **Presežki v nekaterih državah članicah so v obdobju napovedi 2015–2017 še vedno veliki.** Euroobmočje na skupni ravni izkazuje presežek na tekočem računu, ki je med največjimi na svetu in se bo letos po pričakovanjih še povečal. Nižje cene primarnih proizvodov in upadanje vrednosti eura so sicer prispevale k izboljšanju trgovinske bilance, vendar je presežek večinoma posledica dejstva, da domači prihranki na ravni območja presegajo naložbe.
- **Pogoji na trgu dela po letih opazno različnih vzorcev postopoma sovpadajo, toda stopnja socialnih stisk je še vedno nesprejemljivo visoka v več državah,** zlasti tistih, ki se ukvarjajo z odpravo makroekonomskih neravnotežij in dolžniških kriz.

<sup>3</sup> Kazalniki so dodani za boljši prikaz zaposlitvene in socialne razsežnosti neravnotežij in procesov prilagajanja. Ti kazalniki so stopnja aktivnosti, stopnja dolgotrajne brezposelnosti, stopnja brezposelnosti mladih, vsi izraženi kot sprememba v triletnem obdobju. Taki kazalniki so bili že vključeni med pomožne kazalnike makroekonomskih neravnotežij. Podrobnosti o merilih za izbor so navedene v delovnem dokumentu služb Komisije z naslovom „Dodajanje zaposlitvenih kazalnikov v pregled postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za boljši zajem zaposlenosti in socialnih gibanj“, o katerem so na zasedanjih razpravljali odbori svetov ECOFIN in EPSCO ter Evropski parlament.

<sup>4</sup> Glej „Jesenska napoved gospodarskih gibanj iz leta 2015“, *European Economy, Institutional Paper 011*, november 2015.

**Kot je ugotovljeno v letnem pregledu rasti, je za spopad z neravnotežji ob hkratnem podpiranju okrevanja potreben usklajen pristop k makroekonomskim politikam.** Posebno v državah, v katerih gospodarsko rast ovirajo povečani pritiski na razdolževanje ali ozka grla v strukturni rasti, je treba okrepiti ukrepe politike in učinkovito izvajanje reform, zlasti na področju konkurenčnosti, a tudi insolventnosti. Hkrati s tem je treba zlasti v državah s fiskalnim manevrskim prostorom, velikim presežkom na tekočem računu in nizkimi pritiski na razdolževanje spodbujati domače povpraševanje in naložbe. Glede na medsebojne povezave med državami članicami bi ta kombinacija politik prispevala k stabilizaciji postopka ponovnega uravnoveženja, saj bi bil postopek tako bolj simetričen, okrevanje pa bolj samozadostno.

**Podrobnejše in celovitejše analize za države članice, opredeljene v poročilu o mehanizmu opozarjanja, bodo izvedene v poglobljenih pregledih.** Podobno kot v prejšnjem ciklu bodo poglobljeni pregledi sestavni del poročil za posamezne države, v katere bodo vključene tudi dodatne analize služb Komisije o drugih strukturnih vprašanjih, potrebne za oblikovanje priporočil za posamezno državo v okviru evropskega semestra. Pri pripravi poglobljenih pregledov bo Komisija svojo analizo oprla na veliko obsežnejši nabor podatkov in informacij: upoštevane bodo vse ustrezne statistike, vsi relevantni podatki in vsa pomembna dejstva. Kot je določeno z zakonodajo, bo Komisija na podlagi poglobljenih pregledov sprejela zaključke o tem, ali obstajajo neravnotežja ali čezmerna neravnotežja, in nato pripravila ustrezna priporočila glede politike za vsako državo članico<sup>5</sup>.

**Na podlagi ekonomske razlage pregleda za postopek v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem Komisija meni, da so za države, navedene v nadaljevanju, potrebni poglobljeni pregledi** za podrobnejšo preučitev kopičenja in odpravljanja neravnotežij ter z njimi povezanih tveganj<sup>6</sup>.

- *Za večino držav so poglobljeni pregledi potrebni, ker so bila v prejšnjem krogu poglobljenih pregledov ugotovljena neravnotežja*<sup>7</sup>. V skladu z ustaljeno prakso je nov poglobljeni pregled potreben, da se oceni, ali se obstoječa čezmerna neravnotežja ali neravnotežja odpravljajo, nadaljujejo ali povečujejo, pri čemer se ustrezna pozornost posveča prispevku politik, ki jih zadevne države članice izvajajo za odpravo teh neravnotežij. Gre za naslednje države članice: **Belgija, Bolgarija, Nemčija, Francija, Hrvaška, Italija, Madžarska, Irska, Nizozemska, Portugalska, Romunija, Španija, Slovenija, Finska, Švedska in Združeno kraljestvo.**
- *Prvič bo poglobljeni pregled pripravljen tudi za **Estonijo in Avstrijo**.* Pri Estoniji bodo v poglobljenem pregledu ocenjena tveganja in šibke točke, povezane z vnovičnim povečanjem pritiska s strani povpraševanja. Pri Avstriji bodo predmet analize vprašanja v

<sup>5</sup> Uredba (EU) št. 1176/2011 (UL L 306, 23.11.2011, str. 25).

<sup>6</sup> Povečanje števila držav, izbranih za poglobljeni pregled, od leta 2012 je deloma posledica potrebe po vključitvi držav, ki zaradi gospodarskega izboljšanja izstopajo iz programa finančne pomoči. Gre za Irsko, Portugalsko in Romunijo, za katere se je zdelo smiselno, da se jih vključi v nadzor v okviru postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem. Poleg tega se je standardnemu postopku nadzora pridružila Hrvaška po pristopu k EU v letu 2013. Ohranjanje določenega števila držav članic, za katere se izvaja poglobljeni pregled, je povezano z dejstvom, da lahko države članice iz nadzora v okviru postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem izstopijo le na podlagi novega poglobljenega pregleda. Če se bodo gospodarske razmere izboljšale oziroma se ne bodo poslabšale, je v prihodnje pričakovati, da se bo število držav, za katere se izvaja poglobljeni pregled, sčasoma znižalo.

<sup>7</sup> Glej „Evropski semester 2015: izzivi rasti, preprečevanje in odpravljanje makroekonomskih neravnotežij ter rezultati poglobljenih pregledov v okviru Uredbe (EU) št. 1176/2011“ – COM(2015) 85 final, 26.2.2015, in „Macroeconomic Imbalances, Main Findings of the In-Depth Reviews 2015“ *European Economy-Occasional Papers* 228. Za celoten sklop priporočil za posamezne države, ki jih je sprejel Svet, vključno s tistimi, ki so pomembne za postopek v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem, glej UL C 272, 18.8.2015.

zvezi s finančnim sektorjem, predvsem njegova visoka izpostavljenost gibanjem v tujini in vpliv na bančna posojila zasebnemu sektorju.

**Pri državah članicah, ki prejemajo finančno pomoč, se nadzor neravnotežij in spremljanje korektivnih ukrepov izvajata v okviru njihovih programov pomoči.** To velja za **Grčijo** in **Ciper**. Kot je bilo v prejšnjih ciklih pri državah članicah, ki naj bi izstopile iz programa finančne pomoči, bo položaj **Cipra** ocenjen v okviru postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem šele po sedanjem programu finančne pomoči, ki naj bi se končal do marca 2016.

**Za druge države članice Komisija na tej stopnji ne bo izvedla nadaljnjih analiz v okviru postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem.** Komisija na podlagi ekonomske razlage pregleda meni, da za **Češko republiko, Dansko, Latvijo, Litvo, Luksemburg, Malto, Poljsko in Slovaško**, poglobljeni pregled na tej stopnji ni potreben in da ni potrebe po nadaljnjem nadzoru v okviru postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem. Vendar sta potrebna nenehno pozorno spremljanje in usklajevanje politik za vse države članice, da se prepoznajo nastajajoča tveganja ter pripravijo politike, ki prispevajo k rasti in ustvarjanju delovnih mest.

#### **Okvir 1. Ustalenie in racionalizacija kategorij neravnotežja v okviru postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem**

Konfiguracija kategorij neravnotežja v okviru postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem se je skozi čas razvijala in je zdaj naslednja:

1. ni neravnotežij;
2. neravnotežja, ki zahtevajo spremljanje in ukrepe politike;
3. neravnotežja, ki zahtevajo spremljanje in odločne ukrepe politike;
4. neravnotežja, ki zahtevajo posebno spremljanje in odločne ukrepe politike;
5. čezmerna neravnotežja, ki zahtevajo posebno spremljanje in odločne ukrepe politike;
6. čezmerna neravnotežja, ki imajo za posledico postopek v zvezi s čezmernimi neravnotežji.

Postopek v zvezi s čezmernimi neravnotežji še ni bil sprožen. Vendar ugotovitev čezmernih neravnotežij pomeni, da je treba izvajati odločne ukrepe politike in posebno spremljanje. Od leta 2014 so bili v nekaterih sistemsko pomembnih državah euroobmočja, v katerih so bila ugotovljena neravnotežja, zahtevani odločni ukrepi politike in posebno spremljanje, da bi se omogočil napredek s priporočili za posamezne države euroobmočja za reševanje makroekonomskih neravnotežij. V nekaterih državah z neravnotežji so bili zahtevani odločni ukrepi politike.

Podrobnejša kategorizacija neravnotežij v okviru postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem je sicer omogočila bolj razčlenjeno aktivacijo nadzora v okviru postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem, vendar je zapleten sistem, ki je nastal zaradi tega, zmanjševal preglednost in možnosti izvrševanja. Zato je v sporočilu z dne 21. oktobra predlaganih več načinov za izboljšanje postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem v prihodnje. Komisija bo predvsem omogočila pregledno izvajanje postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem, ustalila kategorije in pojasnila merila za svojo odločitev.

## 2. NERAVNOTEŽJA, TVEGANJA IN PRILAGODITEV: VPRAŠANJA ČEZMEJNE NARAVE

V negotovih svetovnih razmerah je gospodarsko okrevanje vse bolj odvisno od domačega povpraševanja. Kot potrjujejo zadnje gospodarske napovedi, po vsej EU poteka zmerno okrevanje, povezano z nizkimi cenami nafte in zelo prilagodljivo monetarno politiko. V letih 2015 in 2016 se bo gospodarska dejavnost v EU predvidoma povečala za 1,9 oziroma 2,0 odstotka, potem ko je bila rast leta 2014 1,4-odstotna. V euroobmočju stopnje realne rasti BDP ustrezajo 0,9 % v letu 2014, 1,6 % v letu 2015 in 1,8 % v letu 2016<sup>8</sup>. Čeprav se je potrošnja v zadnjem času okrepila, je domače povpraševanje še vedno skromno, deloma v zvezi z občutnimi pritiski na razdolževanje v več državah članicah. To ima za posledico nizko inflacijo in rast presežka na tekočem računu euroobmočja, ki naj bi se v letu 2015 spet povečal, tudi zaradi padajočih cen nafte od srede leta 2014 in nižjega tečaja eura. Od poletja se zunanje povpraševanje občutno zmanjšuje, negativna tveganja v svetovnem gospodarstvu pa se povečujejo spričo geopolitičnih dejavnikov in možnosti, da bi bila upočasnitev na Kitajskem in drugih državah v vzponu večja od pričakovane<sup>9</sup>. Svetovna upočasnitev bi lahko, odvisno od velikosti, občutno vplivala na gospodarstva EU, saj bi bilo zaradi nje še bolj potrebno utrditi izboljšave na področju konkurenčnosti, pa tudi domače povpraševanje bi bilo zaradi nje zelo pomembno za okrevanje.

V tem okviru se makroekonomska neravnotežja še naprej uravnavajo, toda visoke ravni zadolženosti pomenijo pomembne šibke točke. Gospodarstva v EU še vedno napredujejo pri odpravljanju zunanjih in notranjih neravnotežij. Visoki in nevzdržni primanjkljaji na tekočem računu so se zmanjšali, izboljševanje bilanc stanja pa napreduje v vseh sektorjih v večini držav. Poleg tega je razvoj na področju stroškovne konkurenčnosti na splošno skladen s potrebami po zunanjem prilagajanju. Toda še naprej obstajajo pomembne šibke točke v zvezi s stanjem obveznosti in kakovostjo prilagajanja. V več državah članicah je stanje zasebnih in javnih obveznosti, tako zunanjih kot notranjih, še vedno na doslej najvišjih ravneh. Ne pomenijo samo šibkih točk za gospodarsko rast, delovna mesta in finančno stabilnost v EU, ampak tudi hkratne pritiske na razdolževanje in posledično oviranje gospodarskega okrevanja. Poleg tega nadaljnji obstoj znatnih presežkov na tekočem računu v državah z razmeroma nizkimi potrebami po razdolževanju pomeni veliko neravnotežje med varčevanjem in vlaganjem, kar kaže na nepravilno razporejanje sredstev, to pa povečuje tveganje dolgotrajne gospodarske šibkosti in bi lahko otežilo proces razdolževanja v EU na splošno.

Glavni izziv za euroobmočje v sedanjem trenutku je premagati visoke ravni zadolženosti, hkrati pa omogočiti, da bi bilo okrevanje bolj samozadostno. Na skupni ravni euroobmočja morajo tveganje dolgotrajne šibke rasti in nizke inflacije blažiti države, ki so v boljšem položaju za spodbujanje naložb, v skladu z razpoložljivim fiskalnim manevrskim prostorom in nizkimi potrebami po razdolževanju. Vzporedno s tem je treba predvsem v državah, v katerih je potencial rasti omejen zaradi ozkih grl v strukturni rasti, nadaljevati ali pospešiti strukturne reforme za sprostitve potenciala rasti. Poleg tega bi se morale države, katerih zmožnost ohranjanja povpraševanja je omejena zaradi visokih pritiskov na razdolževanje, posvetiti tudi reformam za krepitev rasti, pri čemer bi zagotovile tudi, da je njihov okvir za insolventnost ustrezen za reševanje stanja slabega dolga, ustrezno sprostitvev gospodarskih virov in učinkovito prerazporeditev kapitala. (Okvir 2)

<sup>8</sup> Glej „Jesenska napoved gospodarskih gibanj iz leta 2015“, *European Economy, Institutional Paper 011*, november 2015. Skupne številke sicer zakrivajo znatne razlike med državami članicami, vendar zdaj, kot se zdi, prihaja do pravega sovпада, saj so bile v državah, kot so Španija, Irska, Slovenija, baltske države, pa tudi Madžarska, Poljska, Češka republika in Romunija, zabeležene višje stopnje gospodarske rasti, medtem ko bo verjetno rast v Franciji, Italiji, Avstriji, na Finskem in v Belgiji v letu 2015 ostala podpopovprečna.

<sup>9</sup> Glej Mednarodni denarni sklad; 2015. *World Economic Outlook: Adjusting to Lower Commodity Prices* ((Svetovni gospodarski obeti: prilagoditev na nižje cene primarnih proizvodov. Washington (oktober).

## Okvir 2: Razsežnost makroekonomskih neravnotežij v euroobmočju

**Posledice makroekonomskih neravnotežij za celotno euroobmočje bi bilo treba temeljito preučiti.** V skladu s predlogi iz poročila „O dokončnem oblikovanju evropske ekonomske in monetarne unije“ z dne 22. junija 2015, ki so ga pripravili Jean Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi in Martin Schulz, in sporočila Komisije z dne 21. oktobra 2015 „O korakih za dokončanje ekonomske in monetarne unije“, poročilo o mehanizmu opozarjanja od letos vsebuje bolj sistematično analizo posledic neravnotežij v državah za celotno euroobmočje in preučitev vprašanja, kako je zaradi takih posledic potreben usklajen pristop k odzivom politike.

**Euroobmočje trenutno izkazuje enega največjih presežkov na tekočem računu na svetu glede na vrednost.** V letu 2015 bo predvidoma znašal 390 milijard EUR oziroma 3,7 % BDP. Večino presežka izkazujejo Nemčija in Nizozemska, ki sta prispevali 2,5 % oziroma 0,7 % BDP euroobmočja, ter Italija (0,4 % BDP euroobmočja). (Graf 1) Tudi države, ki so prej imele primanjkljaj, imajo zdaj uravnoteženo stanje ali presežek, kar je potrebno za zagotovitev vzdržnosti njihovih zunanjih položajev. Nadaljnji obstoj zelo visokih presežkov v državah z razmeroma nizkimi potrebami po razdolževanju v okviru nizke rasti in skoraj ničelne inflacije kaže na pomanjkanje domačih virov rasti. Ko se bodo spet dvignile cene nafte, okrepilo domače povpraševanje, pojenjal učinek nizkega tečaja eura in se bo upočasnila rast uvoza, bi se morali presežki trgovinske bilance euroobmočja in EU nehati povečevati in se v letu 2017 rahlo znižati. Stalno kopičenje neto tujega premoženja bi lahko pomenilo tudi vse večjo izpostavljenost tveganju tečajnih razlik in zmanjšanje manevrskega prostora za nacionalne organe za obvladovanje makrofinančnih tveganj (npr. z bonitetnimi ali regulativnimi ukrepi), saj v domačih portfeljih narašča delež premoženja z izvorom v tujih državah.

**Trenutno v vseh sektorjih gospodarstva (gospodinjstva, podjetja, sektor država) hkrati delujejo pritiski na razdolževanje.** Na skupni ravni euroobmočja se gospodinjstva, podjetja in sektorji država bojujejo z visoko ravniyo zadolženosti, nujni proces razdolževanja pa pomeni skromno dinamiko vlaganja in potrošnje. Po podatkih Eurostata so v letu 2014 dolgovi na konsolidirani osnovi predstavljali 59,7 % BDP euroobmočja za gospodinjstva in 79,5 % za nefinančne družbe, medtem ko so v letu 2009 znašali 63,1 % BDP za gospodinjstva in 81,9 % BDP za nefinančne družbe. Iz skupnih števil niso razvidne velike razlike med državami članicami. Razdolževanje zasebnega sektorja se je začelo zgodaj ob izbruhu krize, vendar še vedno traja<sup>10</sup>. Gospodinjstva še vedno izkazujejo neto pozicijo posojanja, ki je dvakrat višja kot pred krizo. Podjetja, ki v normalnih pogojih pogosto izkazujejo neto potrebe po izposojanju, še vedno izkazujejo pozitivno neto pozicijo posojanja. Razdolževanje sektorja država se je začelo pozneje, saj so bili v prvi fazi recesije v letih 2009–2010 potrebni svežnji spodbud. Odtlej se je za sektorje država začela faza utrjevanja, proračunska politika pa je odtlej zaostrena ali v zadnjem času večinoma nevtralna. Vpliv procesov razdolževanja v gospodinjstvih in podjetjih na povpraševanje je še stopnjevala potreba po ustavitvi rasti dolga v sektorju država<sup>11</sup>.

**Sedanji presežek na tekočem računu euroobmočja bo verjetno višji od vrednosti, ki bi izhajala iz temeljnih značilnosti, to pa kaže na gospodarske neučinkovitosti in skromno domače povpraševanje.** Več ekonomskih značilnosti, kot je starajoče se prebivalstvo, količnik starostne odvisnosti, razmeroma visok dohodek na prebivalca ter status eura kot rezervne valute, je razlog za to, da bi moralo biti na splošno vzpostavljeno primerno ravnotežje med varčevanjem in naložbami v euroobmočju<sup>12</sup>. Toda s povečanjem sedanjega presežka na tekočem računu euroobmočja v zadnjih

<sup>10</sup> Proces razdolževanja je razviden iz skupne neto pozicije posojanja v euroobmočju po sektorjih. V letu 2014 je znašala 3,2 % BDP, od česar so gospodinjstva predstavljala 2,9 %, podjetja 1,8 % in sektor država –2,6 %. Leta 2010 so deleži znašali 0,6 % BDP, od tega 2,9 % za gospodinjstva, 3,3 % za podjetja in –6,2 % za sektor država, leta 2007 pa 0,3 % BDP, od tega 1,4 % za gospodinjstva, –0,6 % za podjetja in –0,6 % za sektor država.

<sup>11</sup> Glej Bricongne J.-C. in Mordonu A. (2015), 'Interlinkages between household and corporate debt in advanced economies', *European Commission Discussion Papers* N° 17 (oktober 2015).

<sup>12</sup> Referenčna vrednost je izpeljana iz regresij v reducirani obliki, v katerih so zajeti glavni dejavniki ravnotežja med varčevanjem in naložbami, vključno z osnovnimi dejavniki (npr. demografija, sredstva),

letih je nastala pozicija, višja od presežka, ki bi izhajal iz ekonomskih pogojev. Kljub nedavnemu izboljšanju in ne glede na začasne učinke nižjih cen nafte ter gibanja menjalnega tečaja je mogoče razliko deloma razložiti z odsotnostjo trdne rasti kreditiranja v euroobmočju zaradi uravnoveženja bilanc in znatnih pritiskov na razdolževanje. Politike, uvedene na ravni EU (npr. program nakupov v javnem sektorju Evropske centralne banke in naložbeni načrt, ki ga je začela izvajati Komisija), naj bi v prihodnje sicer pripomogle h kreditiranju za naložbe in potrošnjo, vendar bo treba na njihov učinek na realno gospodarstvo morda še nekaj časa počakati.

**Zaradi čezmejnih prelivanj znotraj euroobmočja je za reševanje neravnotežij ob hkratnem pospeševanju okrevanja potreben usklajen pristop k makroekonomskim politikam.** Ob upoštevanju medsebojnih trgovskih, finančnih in institucionalnih povezav med gospodarstvi euroobmočja je potreben usklajen pristop k makroekonomskim politikam, s katerim bi pospešili odpravo neravnotežij in hkrati podprli rast. Tudi učinki zaupanja so se izkazali za pomemben mehanizem za prenos<sup>13</sup>. Za euroobmočje so v sedanjem trenutku sistemsko pomembna zlasti prelivanja zaradi naravnosti politik v velikih državah.

Tveganje dolgotrajne nizke rasti in nizke inflacije na ravni euroobmočja morajo blažiti zlasti države, ki so v boljšem položaju za spodbujanje naložb, v skladu z razpoložljivim fiskalnim manevrskim prostorom in pozitivno varčevalno in naložbeno bilanco<sup>14</sup>. To velja za Nemčijo in Nizozemsko, saj bo njun sedanji presežek na tekočem računu v naslednjih letih po napovedih ostal visok. Zmanjšanje presežkov v državah z razmeroma nizkimi potrebami po razdolževanju bi v euroobmočje prineslo še kako potrebno izboljšanje povpraševanja in pomagalo olajšati kompromis, s kakršnim se soočajo visoko zadolžene države, ki se morajo hkrati razdolževati in spodbujati gospodarsko rast.

Vzporedno s tem je treba zlasti v sistemsko pomembnih državah, kot sta Italija in Francija, nadaljevati ali pospešiti strukturne reforme, namenjene sprostitvi potenciala rasti. Take reforme ne bi le pripomogle k odstranitvi ozkih grl za rast, ampak bi tudi prispevale k utrditvi zaupanja v vzdržnost fiskalnega neravnotežja v teh državah.

Države, katerih zmožnost ohranjanja povpraševanja je omejena zaradi presežka dolga in visoke ravni slabih posojil, pa bi se morale posvetiti tudi reformam za krepitev rasti, pri čemer bi zagotovile tudi, da je njihov okvir za insolventnost ustrezen za reševanje slabega dolga, ustrezno sprostitev gospodarskih virov in učinkovito prerazporeditev kapitala.

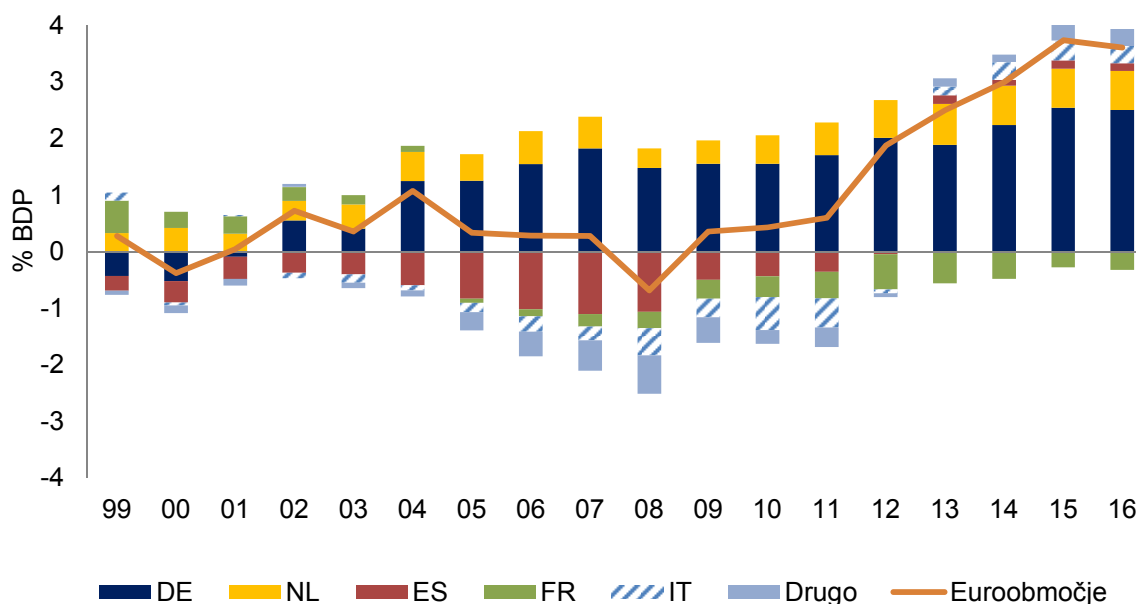
### *Graf 1: Saldo tekočega računa euroobmočja*

---

dejavniki politike in finančnimi pogoji na svetovni ravni. Metodologija je sorodna pristopu ocene zunanje ravnovesja (External Balance Assessment (EBA)), ki ga je razvil MDS. Glej Phillips, S. et al. (2013), *The External Balance Assessment (EBA) Methodology, IMF Working Paper*, 13/272.

<sup>13</sup> Glej D'Auria, F., Linden, S., Monteiro, D., in 't Veld, J. in Zeugner S., *Cross-border Spillovers in the Euro Area, Quarterly Report on the Euro Area*, Vol 13 No 4 (2014).

<sup>14</sup> Glej uvodno izjavo 17 Uredbe (EU) št. 1176/2011: „Pri ocenjevanju makroekonomskih neravnotežij bi bilo treba upoštevati njihovo resnost ter njihove morebitne negativne učinke ekonomskega in finančnega prelivanja, ki povečujejo ranljivost gospodarstva Unije in ogrožajo nemoteno delovanje ekonomske in monetarne unije. Ukrepi za odpravo makroekonomskih neravnotežij in razlik v konkurenčnosti so potrebni v vseh državah članicah, zlasti v euroobmočju. Vendar se lahko vrsta, pomen in nujnost izzivov politik med zadevnimi državami članicami znatno razlikujejo. Zaradi ranljivosti in obsega potrebne prilagoditve je ukrepanje politike zlasti nujno v državah članicah, v katerih se vztrajno pojavljajo veliki primanjkljaji na tekočem računu in izguba konkurenčnosti. Prav tako bi morale biti politike v državah članicah, ki imajo velike presežke na tekočem računu, usmerjene v opredelitev in izvajanje ukrepov, ki prispevajo h krepitvi domačega povpraševanja in potenciala rasti.“



Vir: nacionalni računi in jesenske napovedi Komisije iz leta 2015 (AMECO)

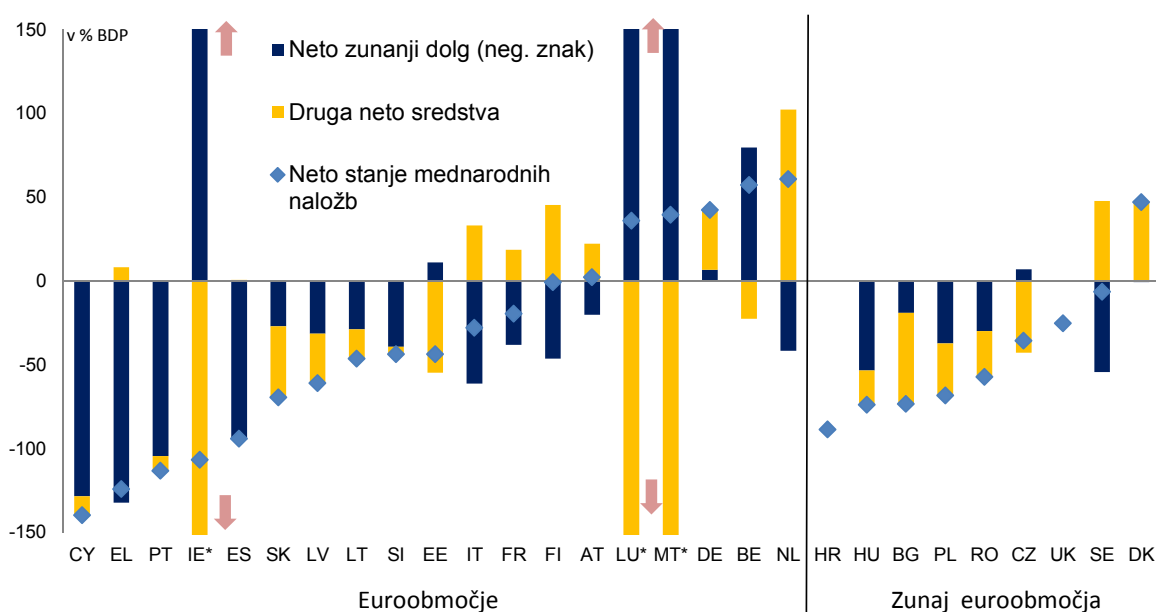
**Medtem ko so se veliki primanjkljaji na tekočem računu v večini držav članic prilagodili bolj uravnoteženim pozicijam ali presežkom, veliki presežki na tekočem računu še vedno obstajajo.** V letu 2014 je večina držav članic zabeležila presežke na tekočem računu. Države euroobmočja, ki jih je kriza najhuje prizadela, so izvedle ostro prilagoditev in zdaj beležijo zmerne presežke (Španija, Portugalska in Italija) ali nekoliko večje presežke (Irska, Slovenija). Začetna prilagoditev je bila predvsem posledica zmanjšanja zasebnega povpraševanja na domačem trgu, nedavni presežki pa so bili doseženi tudi z rastjo izvoza<sup>15</sup>. Ciklično prilagojene številke so na splošno nižje od nominalnega salda (Španija, Italija, Portugalska, Grčija, Ciper), kar kaže na to, da ni pričakovati nadaljnega povečanja na tekočem računu, saj se bo proizvodnja z okrevanjem vrnila v okvir potencialov, čeprav se zdi tveganje vrnitve na predkrizne primanjkljaje omejeno. Nekaj držav članic, kot sta Finska in Francija, je beležilo razmeroma omejen primanjkljaj na tekočem računu, v Združenem kraljestvu in na Cipru pa je bil primanjkljaj precej večji. Na splošno je kazalnik triletnega povprečja presegel prag v štirih državah s presežkom (Nemčija, Danska, Nizozemska in Švedska) in v dveh državah s primanjkljajem (Združeno kraljestvo in Ciper). Države, kot sta Nemčija in Nizozemska, ter države članice zunaj euroobmočja, kot sta Švedska in Danska, še vedno beležijo zelo visoke presežke. Pri teh velikih presežkih, ki se vztrajno ohranjajo, ni opaziti nobene težnje po odpravljanju. V državah s starajočim se prebivalstvom, kot je Nemčija, je bilo presežke na tekočem računu tudi pričakovati, nedavna gibanja cene nafte in menjalnega tečaja pa sta ugodno vplivala na trgovinsko bilanco, vendar se zdi sedanja višina presežka kljub temu precej višja od tiste, ki bi izhajala iz ekonomskih pogojev<sup>16</sup>. V primeru Nemčije je, ob upoštevanju njenega trenutnega položaja v okviru poslovnega cikla, ciklično prilagojeni presežek celo večji od nominalnega<sup>17</sup>.

<sup>15</sup> Glej okvir I.3 v „Napoved gospodarskih gibanj za jesen 2015“, *European Economy*, 2015(2).

<sup>16</sup> Glej „Macroeconomic Imbalances, Main Findings of the In-Depth Reviews 2015“, *European Economy-Occasional Papers* 228.

<sup>17</sup> Zaradi zmanjšanja primanjkljajev tekočega računa se je geografska sestava presežkov v gospodarstvih upnikih, zlasti v Nemčiji, spremenila. Saldo glede na tujino se je povišal, medtem ko se je v razmerju do euroobmočja zmanjšal. Slednje je zlasti posledica zmanjšanja izvoza v preostali del euroobmočja in ne povečanja uvoza v Nemčijo.

Graf 2: Neto stanje mednarodnih naložb in neto zunanji dolg v letu 2014



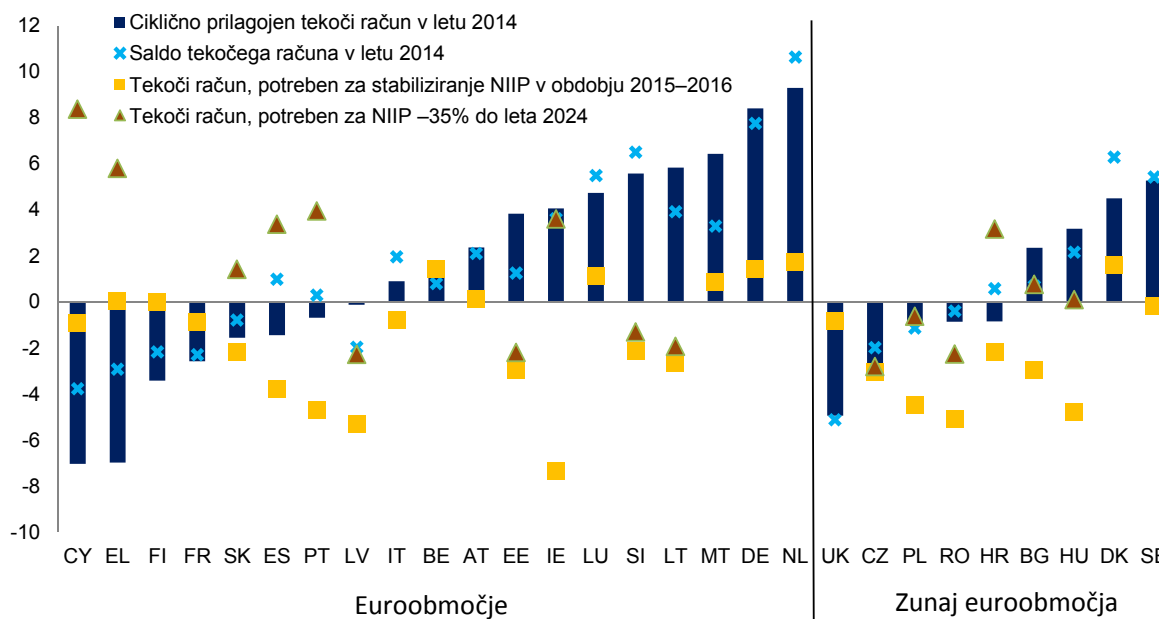
Vir: Eurostat (BPM6, ESR10)

Opomba: Za Hrvaško in Združeno kraljestvo podatki o neto zunanjem dolgu niso na voljo. Za Irsko, Luksemburg in Malto razčlenitev ni prikazana v celoti<sup>18</sup>.

Še naprej obstajajo šibke točke, saj se prilagoditev pri zunanjih tokovih še ne odraža v znatnem znižanju zunanje zadolženosti. (Graf 2). Na splošno pri državah, ki so neto dolžnice, še vedno obstajajo precejšnje šibke točke: v letu 2014 kazalnik v pregledu za neto stanje mednarodnih naložb (NIIP) presega okvirni prag v 16 državah članicah. Od nastanka sedanjih presežkov na tekočem računu v zadnjih nekaj letih se neto stanje zunanjih obveznosti, izraženo v odstotkih BDP, v državah euroobmočja, kot so Grčija, Španija ali Portugalska, ni bistveno izboljšalo. Z izjemo Irske in v zadnjem času Portugalske je bil zlasti prispevek nominalne rasti BDP majhen (Španija) ali negativen (Grčija in Ciper). Zato prihajajo še boj do izraza tveganja, povezana z okoliščinami nizke inflacije, in vse bolj je jasno, kakšno oviro lahko to pomeni za odpravljanje neravnotežij. Negativni učinki vrednotenja so vplivali, včasih tudi občutno, na izboljšanje neto zunanjih obveznosti, zlasti v Grčiji, Španiji in na Portugalskem. Tudi na Hrvaškem ni videti občutnega izboljšanja. V večini gospodarstev z močno negativnimi pozicijami bi bili za pravočasno zmanjšanje neto zunanjih obveznosti potrebni večji presežki na tekočem računu od sedanjih (Graf 3). Zato je še naprej bistvenega pomena utrditi izboljšave v izvozni konkurenčnosti ter politike za pritegnitev neposrednih tujih naložb. Na Irskem in v več državah vzhodne Evrope (Madžarska, Poljska, Romunija) bi bilo treba sedanji saldo tekočega računa ohraniti za daljše obdobje, da bi srednjeročno dosegli občutno izboljšanje neto zunanjih obveznosti. V državah, ki so neto upnice, kot sta Nemčija in Nizozemska, tveganj, povezanih z rastočim stanjem neto tujih sredstev, ni mogoče primerjati s tveganji zunanje vzdržnosti. Ne glede na to ne gre prezreti hitrega in stalnega kopičenja tveganj za neto upnike.

<sup>18</sup> Pri teh državah večina zunanjih obveznosti ni povezana z domačim kapitalom in dejavnostmi, temveč z zunanjimi sredstvi. Npr. pri večini irskih zunanjih obveznosti prevladujejo vzajemni skladi, ki imajo sicer sedež na Irskem, vendar njihova sredstva izvirajo iz drugih držav. V skladu z razvrstitvijo v plačilni bilanci je bilanca vzajemnih skladov sestavljena iz lastniškega kapitala, ki mu ustrezajo dolžniška sredstva v portfelju, to pa se odraža v močno negativni poziciji lastniškega kapitala skupaj z močno pozitivno pozicijo tržnega dolga.

**Graf 3: Tekoči račun: ciklično prilagojeni saldi in saldi, potrebni za stabilizacijo ali zmanjšanje zunanjih obveznosti**



Vir: Tekoči račun je prikazan v konceptu nacionalnih računov. Izračuni služb Komisije.

Opombe: Ciklično prilagojeni saldi so izračunani z uporabo ocen proizvodne vrzeli, na kateri temeljijo jesenske napovedi Komisije iz leta 2015<sup>19</sup>. Saldi tekočega računa, potrebni za stabilizacijo ali zmanjšanje neto zunanjih obveznosti, temeljijo na naslednjih predpostavkah: napovedi nominalnega BDP izhajajo iz jesenskih napovedi Komisije (do leta 2017), za poznejše obdobje pa iz projekcij Komisije po metodologiji T+10<sup>20</sup>; za učinke vrednotenja se običajno predpostavlja, da so v obdobju, ki ga zajema projekcija, enaki nič, kar ustreza nepristranski projekciji za cene sredstev; saldi kapitalskih računov bodo predvidoma ostali nespremenjeni v smislu deleža BDP, in sicer na ravni, ki ustreza mediani za leto 2014 in projekcijam za obdobje 2015–2017<sup>21</sup>.

**Razvoj na področju stroškovne konkurenčnosti je na splošno skladen s potrebami po zunanjem prilagajanju.** (Graf 4) V letu 2014, je bilo v več državah euroobmočja, ki jih je kriza še posebej prizadela (npr. Ciper, Grčija, Španija, Slovenija, Portugalska in Irska), zabeleženo znižanje stroškov dela na enoto. Na Cipru, v Grčiji in na Portugalskem je prilagoditev predvsem posledica umirjanja plač, v Španiji in na Irskem pa je treba, kot se zdi, znižanje stroškov dela na enoto v veliki meri pripisati večji produktivnosti. Poleg tega je v državah, v katerih se stanje na trgu dela izboljšuje, k razvoju stroškov dela na enoto pozitivno prispevalo število opravljenih delovnih ur (Španija, Portugalska in Irska). Nasprotno so stroški dela na enoto v Italiji in Franciji rasli hitreje od povprečja euroobmočja (1,1%), Nemčija in Avstrija pa sta zabeležili rast v višini skoraj 2 %, predvsem zaradi dinamike plač, medtem ko je v Italiji k temu prispevala tudi šibka produktivnost. Najvišja rast je bila zabeležena v baltskih državah zaradi strmega povečanja urnih postavk. Na splošno ob upoštevanju razvoja v zadnjih treh letih kazalnik stroškov dela na enoto presega prag v

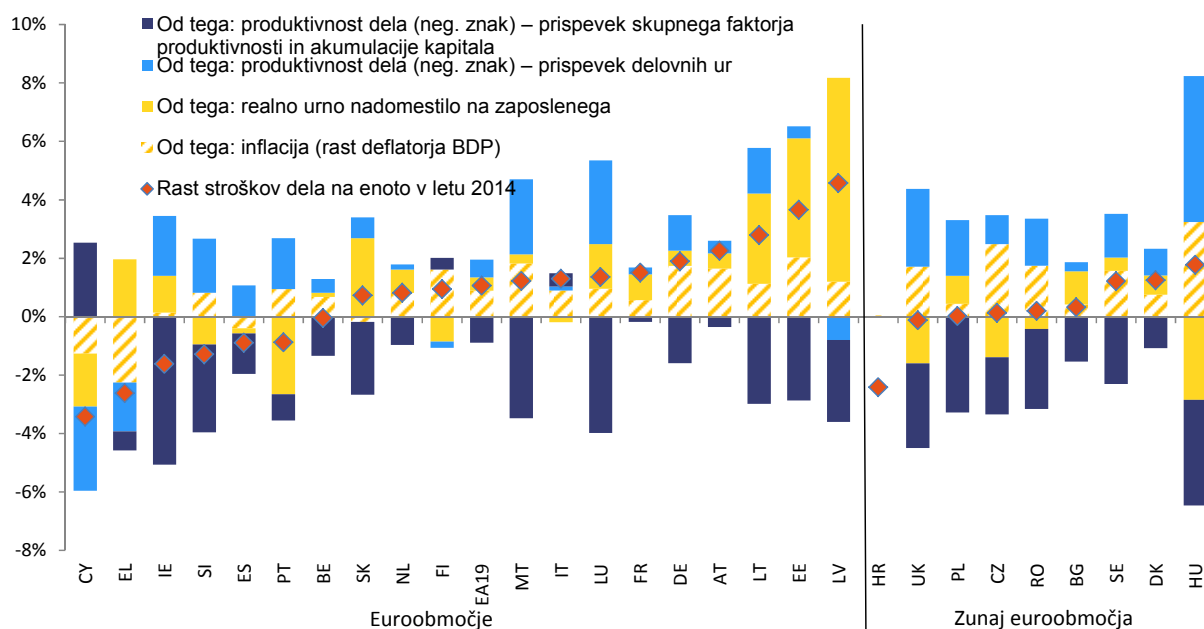
<sup>19</sup> Ocene ciklično prilagojenih saldov temeljijo na metodologiji, opisani v: Salto, M. in A. Turrini (2010), „Comparing Alternative Methodologies for Real Exchange Rate Assessment“, *European Economy-Economic Papers*, 427.

<sup>20</sup> ZA metodologijo T+10 glej Havik, K., K. Mc Morrow, F. Orlandi, C. Planas, R. Raciborski, W. Röger, A. Rossi, A. Thum-Thysen, and V. Vandermeulen (2014), „The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps“, *European Economic Papers* 535.

<sup>21</sup> Podrobna predstavitev izračunov in predpostavk je predstavljena v: Loublie, A. Turrini, A. Zeugner, S. (2015), „Methodologies for computing current account benchmarks“, *European Economy Economic Paper pred izidom*.

Estoniji, Latviji in Bolgariji. Prilagoditvi stroškov dela na enoto navzdol v državah članicah, ki se soočajo z večjimi potrebami po prilagoditvi, je sledil sicer manj izrazit, a vseeno opazen sorazmeren padec realnega efektivnega deviznega tečaja, kar kaže na določeno odzivnost marž na šibke gospodarske razmere. Zaradi tega dogajanja, ki je bilo razmeroma omejeno, za ta kazalnik ni opaziti opozorilnih signalov, z izjemo Grčije.

Graf 4: Razčlenitev rasti stroškov dela na enoto v letu 2014



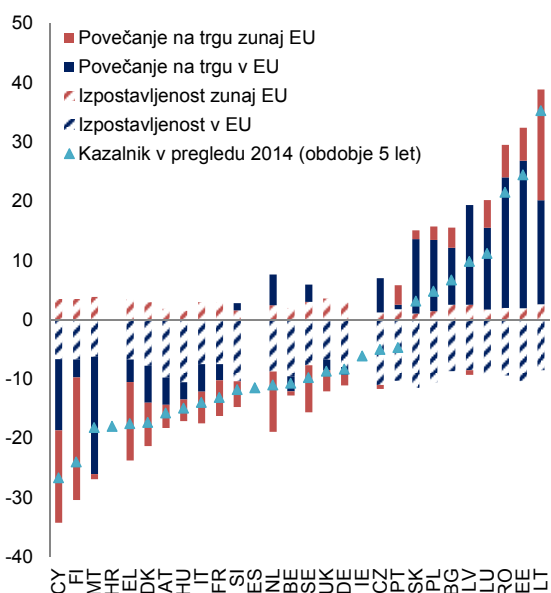
Vir: pregled AMECO in postopka v zvezi z makroekonomskim ravnotežjem. Izračuni služb Komisije.

Opombe: Razčlenitev temelji na standardni razdelitvi rasti stroškov dela na enoto na inflacijo, realna urna nadomestila in produktivnost dela, ki se deli naprej na prispevek opravljenih delovnih ur, skupno faktorsko produktivnost in akumulacijo kapitala z uporabo standardnega računovodskega okvira rasti.

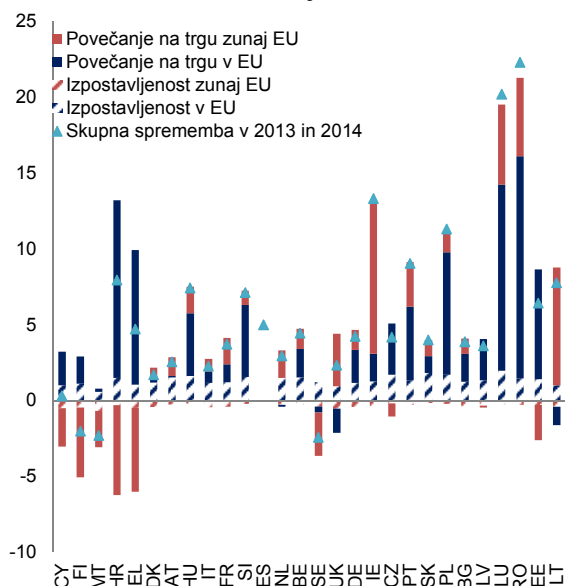
V pregledu so sicer še vedno izkazane skupne izgube deleža na izvoznih trgih, ki v več državah članicah presegajo okvirni prag, vendar se po malem že kaže izboljšanje. Kazalnik sprememb deleža na izvoznih trgih za petletno obdobje v 18 državah članicah izkazuje skupne izgube, ki presegajo prag, kar kaže, da skupni presežek na tekočem računu v euroobmočju ni povezan samo z močno izvozno uspešnostjo (Graf 5a)<sup>22</sup>. Toda zdi se, da se je nadaljnje padanje deležev na izvoznih trgih v gospodarstvih EU v zadnjih nekaj letih ustavilo, saj je bilo v letih 2013 in 2014 ugotovljeno letno povečanje v večini držav članic, z izjemo Finske, Švedske in Malte. (Graf 5b). Leta 2014 je bilo povečanje v nekaterih primerih razmeroma omejeno (Avstrija, Francija, Nizozemska, Španija, Italija) v drugih pa občutnejše (Belgija, Nemčija, Madžarska, Romunija, Grčija, Irska). Vendar pa so ta povečanja na splošno precej nižja od padcev, zabeleženih v obdobju 2010–2012. Nedavne izboljšanje deležev na izvoznih trgih v EU so deloma posledica dejstva, da se je svetovna trgovina v obdobju 2013–2014 ustavila, zaradi česar so se izgube deležev na izvoznih trgih avtomatično zmanjšale. V tem pogledu nedavno izboljšanje tržnega deleža morda ni strukturne narave. Kar zadeva napovedi, je še prezgodaj, da bi ocenili, ali ta povečanja pomenijo trajno spremembo ali pa so samo začasna.

<sup>22</sup> Izvoz iz euroobmočja glede na vrednost se je v obdobju 2013–2015 upočasnil, izvoz v države nečlanice EU pa je ostal približno nespremenjen.

**Graf 5 a: Spremembe deležev na izvoznih trgih v petletnem obdobju – kazalnik iz pregleda za leto 2014**



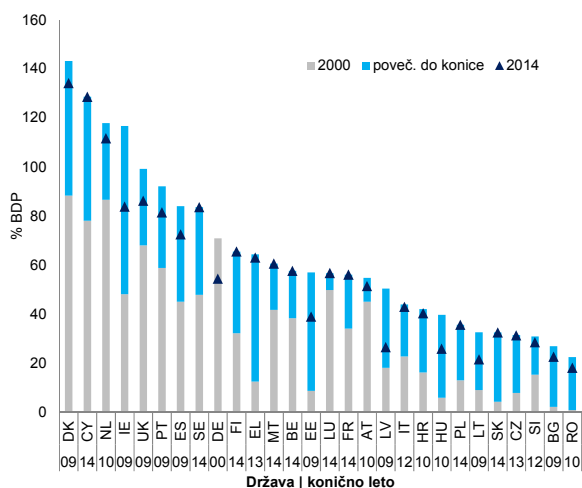
**Graf 5b: Spremembe deležev na izvoznih trgih v dveletnem obdobju za leto 2014**



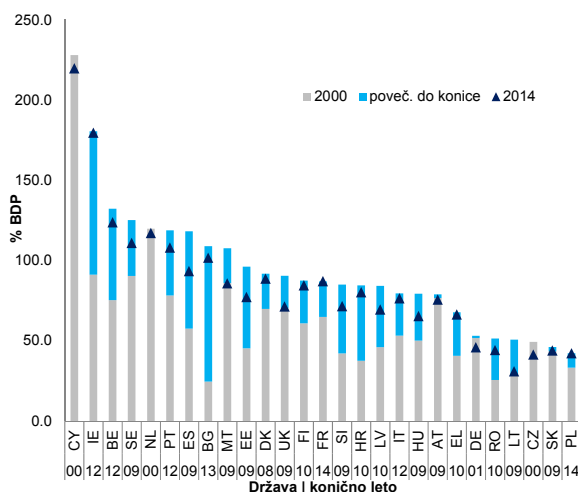
Vir: Eurostat, izračuni služb Komisije.

Opombe: Razčlenitev temelji na metodologiji „shift-share“. Črtkani stolpci predstavljajo prispevek k dinamiki tržnega deleža, ki izhaja iz sprememb izpostavljenosti na danem trgu. Enobarvni stolpci prikazujejo prispevek k dinamiki tržnega deleža, ki izvira iz sprememb tržnega deleža na danem trgu<sup>23</sup>. V izračunih so uporabljeni podatki v skladu z BPM6, razen za BG, IT, FI in MT, kjer izvoz v EU izhaja iz nacionalnih računov; za ES, HR in IE podatki deloma niso na razpolago.

**Graf 6 a: Dolg gospodinjstev (konsolidiran, v % BDP)**



**Graf 6b: Dolg nefinančnih družb (konsolidiran, v % BDP)**



Vir: Eurostat, izračuni služb Komisije.

Opombe: V grafu 6a je najvišja vrednost razmerja med javnim dolgom in BDP označena na vodoravni osi. Najzgodnejša ugotovitev je za leto 2000, razen za IE, SI, HR (pri vseh za leto 2001), PL (2003), MT, LV, LT (pri vseh za leto 2004). Kjer vrednost za leto 2014 ni bila na razpolago, je ocenjena na podlagi četrtletnih podatkov. V grafu 6b, LU ni vključen zaradi posebnosti glede povzročiteljev zadolženosti podjetij. Najvišja vrednost razmerja med javnim dolgom in BDP je označena na vodoravni osi. Najzgodnejša ugotovitev je za

<sup>23</sup> Metodologija za razčlenitev deležev na izvoznih trgih je podrobneje predstavljena v prispevku „A closer look at some drivers of trade performance at Member State level“, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2012(2):29–39.

leto 2000, razen za IE, SI, HR (pri vseh za leto 2001), PL (2003), MT, LV, LT (pri vseh za leto 2004). Kjer vrednost za leto 2014 ni bila na razpolago, je ocenjena na podlagi četrletnih podatkov.

**Dolg zasebnega sektorja je še vedno visok in v večini držav članic presega okvirni prag pregleda.** V zasebni zadolženosti so občutne razlike, ki ne odražajo le stopnje razvoja finančnega sektorja, ampak tudi obseg pretiranega zadolževanja, povezanega z ugodnimi pogoji za izposojanje v predkriznem obdobju. Razlike so dokaj občutne tudi glede sestave zasebnega dolga v glavnih sektorjih gospodarstva (*grafa 6a in 6b*). V nekaterih državah je visoka zadolženost povezana predvsem s kopičenjem dolga v gospodinjstvih, pogosto v zvezi z visoko rastjo cen stanovanj in vrednostjo hipotekarnih posojil. V drugih državah je zadolženost visoka predvsem v nefinančnih družbah. V nekaterih državah visoka zadolženost zadeva vse sektorje gospodarstva. Visok dolg pomeni ranljivost, saj so zaradi njega makrofinančne posledice neželenih šokov še močnejše. Zmanjšuje zmožnost prilagajanja gospodarstev, saj je prenos monetarne politike zaradi njega manj učinkovit, ker zadolžena podjetja nimajo skoraj nobene koristi od nizkih obrestnih mer<sup>24</sup>. Glede na preostale potrebe po razdolževanju bi imela prilagoditev stanja zasebnega dolga navzdol zaviralen učinek na rast v smislu ohromitve dinamike naložb ali potrošnje. V teh okoliščinah bi dobro delujoč okvir za insolventnost prispeval k zmanjšanju presežka dolga, saj bi se z njim rešilo vprašanje slabega dolga in tako zmanjšal zaviralni učinek na rast, povezan z razdolževanjem.

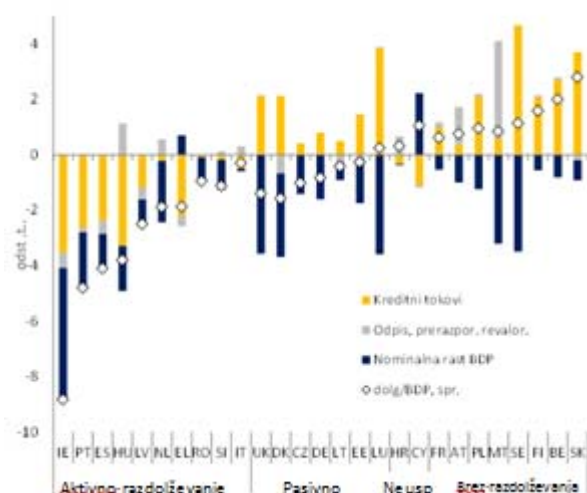
**Napredek pri razdolževanju je bil različen, zmanjšanje zasebnega dolga pa je bilo predvsem posledica negativnih kreditnih tokov v večini držav članic.** Po podatkih Eurostata so na skupni ravni EU v konsolidiranem smislu dolgovi gospodinjstev v letu 2014 predstavljali 64,6 %, dolgovi nefinančnih družb pa 77,7 % BDP EU, medtem ko so v letu 2009 dolgovi gospodinjstev znašali 68,0 %, dolgovi nefinančnih družb pa 82,5 %. Potem ko so ravni dolga dosegle najvišjo točko, je bil proces razdolževanja različno uspešen, pri čemer je bilo resnično zmanjšanje zadolženosti pogosteje ugotovljeno v podjetniškem sektorju (*grafa 6a in 6b*). Razvoj v zadnjem času kaže zelo različno stanje razdolževanja po državah in sektorjih (*grafa 7a in 7b*). V letu 2014 in v začetku leta 2015 je bilo na Irskem, v manjšem obsegu pa tudi na Portugalskem, v Španiji in na Madžarskem, aktivno odplačevanje dolga gospodinjstev olajšano zaradi ugodnega prispevka rasti. V Veliki Britaniji in na Danskem je bilo doseženo pasivno razdolževanje, s katerim se je razmerje med javnim dolgom in BDP znižalo po zaslugi ugodnih pogojev, izhajajočih iz rasti, kreditiranje gospodinjstev pa se je nadaljevalo. Nasprotno pa je na Švedskem, Finskem, v Franciji in Belgiji dolg gospodinjstev še naprej naraščal ob podpori pozitivnih kreditnih tokov. V nekaterih primerih so tudi podjetja izvedla aktivno razdolževanje, ki je sovpadlo z ugodnim prispevkom nominalne rasti. To velja za Latvijo, Irsko, Dansko, Slovenijo in Portugalsko. Pasivno razdolževanje podjetij je potekalo le v nekaj državah (npr. v Veliki Britaniji in v Češki republiki). V nekaj državah članicah, kot sta Ciper in Grčija, pa razdolževanje podjetij ni bilo uspešno, saj se je razmerje med javnim dolgom in BDP zaradi negativne dinamike nominalnega BDP kljub naraščanju prihrankov poslabšalo. V nekaterih državah članicah, kot

---

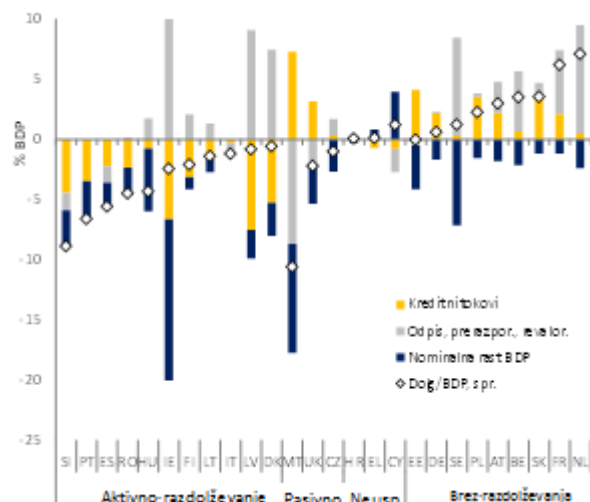
<sup>24</sup> Vendar pa bodo težave zaradi preteklega visokega dolga podjetij najbrž še naprej vplivale na gospodarstvo. Visok zasebni dolg se na splošno povezuje z nizko srednjeročno rastjo, čeprav bi bila določitev posebnih pragov dolga verjetno analitično zahtevna (reference v Chen et al. (2015)). „Private Sector Deleveraging and Growth Following Busts“, *Working Paper 15/35, International Monetary Fund*, Washington). Šteje se tudi, da je dolg škodoval gospodarski uspešnosti v obdobju po krizi (glej Bornhorst, F. in Ruiz Arranz, M. (2013). „Indebtedness and Deleveraging in the Euro Area.“ *Country Report 13/232, Mednarodni denarni sklad*, Washington; in Evropska centralna banka (ECB), (2012), „Corporate Indebtedness in the Euro Area.“ *Mesečni bilten* (februar): 87–103.

so Avstrija, Francija, Slovaška, Poljska ali v manjšem obsegu Nemčija, se je dolg podjetij povečal ob podpori pozitivnih kreditnih tokov<sup>25</sup>.

**Graf 7 a: Povzročitelji razdolževanja gospodinjstev**  
(medletna sprememba v prvem četrtletju 2015)



**Graf 7b: Povzročitelji razdolževanja nefinančnih družb**  
(medletna sprememba v prvem četrtletju 2015)



*Viri:* Eurostat, izračuni služb Komisije.

*Opombe:* V grafih je predstavljena razdelitev razvoja razmerja med javnim dolgom in BDP v tri sestavine: kreditni tokovi, nominalna rast BDP (učinek imenovalca) in druge spremembe stanja dolgov. Zmanjšanje finančnega vzvoda je mogoče doseči z različnimi kombinacijami odplačevanja dolga, gospodarske rasti in drugih sprememb stanja neporavnane dolga. Pri *aktivnem* razdolževanju gre za neto odplačilo dolga (negativni neto kreditni tokovi), kar navadno povzroči nominalno krčenje bilance stanja sektorja in ob sicer nespremenjenih pogojih neugodno vpliva na gospodarsko dejavnost in kapitalske trge. Pri *pasivnem* razdolževanju pa pozitivne neto kreditne tokove odtehta višja rast nominalnega BDP, zaradi česar se postopoma zmanjša razmerje med javnim dolgom in BDP. Aktivno razdolževanje je lahko *neuspešno*, če deflacijski učinki na BDP povzročijo stagnacijo ali celo povečanje razmerja med javnim dolgom in BDP<sup>26</sup>.

**Šibke točke v bančnem sektorju številnih držav članic kažejo, da bi lahko oviranje dostopa do financiranja še vedno igralo določeno vlogo v dinamiki dolga.** Splošni položaj bančnega sektorja se je v večini držav članic izboljševal. Kapitalske ravni so bile dopolnjene in so se zdaj ustalile na ravni varnih skupnih deležev<sup>27</sup>. Poleg tega je bil dosežen napredek glede institucionalnega okvira za sanacijo in reševanje bank, s čimer se zmanjšuje tveganje negativne povratne zanke med bankami in državami. Toda v več državah članicah je še vedno opaziti šibke točke in pritiske na razdolževanje v finančnem sektorju, kar v več primerih odraža tudi znižanje kazalnika finančnih obveznosti iz pregleda. Banke na Irskem, v Grčiji, Španiji, Italiji, na Cipru, Madžarskem, Portugalskem, v Bolgariji, Romuniji in Sloveniji še vedno pesti visok delež slabih posojil v bilancah, v nekaterih primerih pa so se deleži slabih posojil v letu 2014 še naprej povečevali (*Graf 8*). V Avstriji bi lahko pomenila šibko točko tudi visoka izpostavljenost gibanjem v tujini. Od srede leta 2014 je odvisnost od financiranja s strani centralne banke prenehala upadati, kar kaže na morebitno zaustavitev zmanjševanja finančne razdrobljenosti ali na preusmeritev financiranja bank na cenejše financiranje iz

<sup>25</sup> Spremembe deviznih tečajev, zlasti padec vrednosti eura v drugi polovici leta 2014, so verjetno vzrok občutnih učinkov vrednotenja, s katerimi se je povečala vrednost dolgov, ki niso izraženi v eurih, npr. na Irskem ali Nizozemskem.

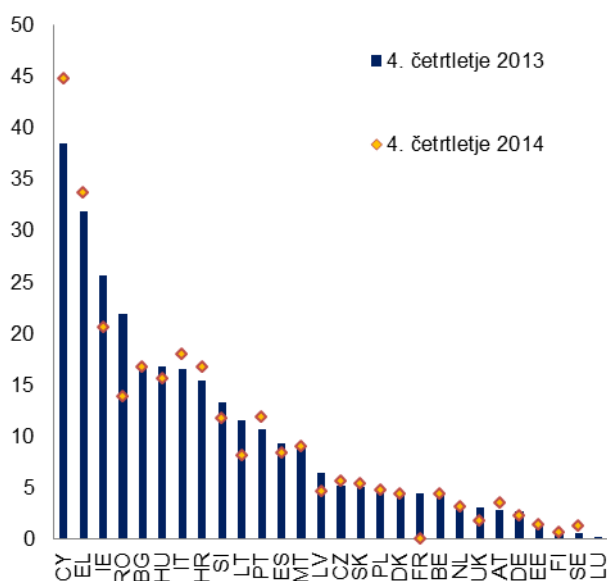
<sup>26</sup> Podrobna predstavitev v: P. Pontuch, „Private sector deleveraging: where do we stand?“, Quarterly Report on the Euro Area, 2014(4):7–19.

<sup>27</sup> Glej: Evropska centralna banka (2015), „Pregled finančne stabilnosti“ (Financial Stability Review), maj 2015, in Skupni odbor evropskih nadzornih organov (2015), „Poročilo skupnega odbora o tveganjih in šibkih točkah v finančnem sistemu EU“ (Joint Committee Report on Risks and Vulnerabilities in the EU Financial System), JC 2015 007.

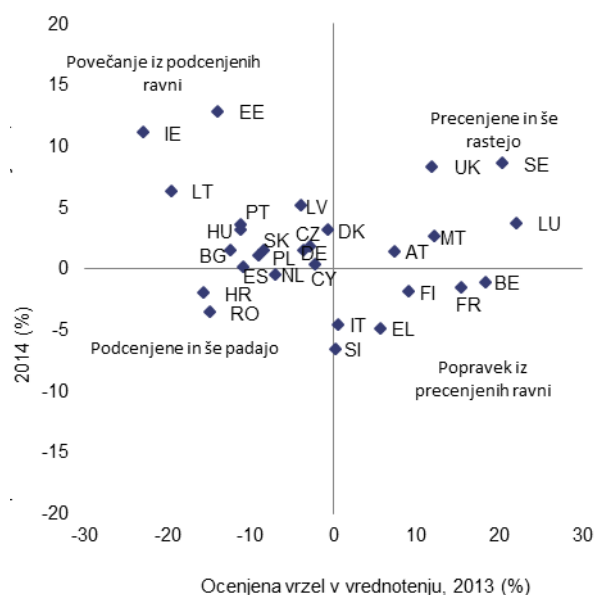
uradnih sredstev<sup>28</sup>. Poleg tega v več državah članicah razmere z nizko rastjo in nizkimi obrestnimi merami vplivajo na dobičkonosnost bank<sup>29</sup>. V teh razmerah se je v letu 2014 ob upoštevanju pritiskov na razdolževanje v finančnih in nefinančnih sektorjih nadaljevalo omejevanje kreditiranja v najbolj ranljivih državah.

**Leta 2014 je gibanje cen stanovanj odražalo različne položaje v ciklih na nepremičninskem trgu po EU. (Graf 9)** Letna sprememba cen stanovanj, prilagojenih za inflacijo, se je v letu 2014 gibala od več kot 5-odstotnega padca v Sloveniji in Grčiji do nenadnih zvišanj, ki so precej preseгла 6-odstotni okvirni prag, na Irskem in v Estoniji. Ta vedno širša porazdelitev odraža različne položaje v ciklih na nepremičninskem trgu in različna tveganja<sup>30</sup>. V nekaterih državah članicah so se cene med krizo močno popravile in dosegle ravni, ki so precej nižje od ravni, na katere kažejo osnovni dejavniki. To se je zgodilo v primeru cen stanovanj na Irskem, ki so se zadnje leto močno povečale. Podobno so se realne cene stanovanj precej povečale na Madžarskem, v Estoniji, Litvi in na Slovaškem. Ocenjuje se, da so cene stanovanj v teh državah še vedno podcenjene, zato hitrost okrevanja ne pomeni nujno tudi novega kopičenja tveganj v bližnji prihodnosti. Obratno pa so se v državah članicah, v katerih so po ocenah cene stanovanj še vedno precenjene, kot sta Švedska in Združeno kraljestvo, cene stanovanj povečale z zelo visokih ravni vrednotenja, zato jih je treba skrbno spremljati<sup>31</sup>.

Graf 8: Deleži slabih posojil



Graf 9: Cene stanovanj: ravni vrednotenja v letu 2013 in razlike v letu 2014



Viri: za graf 8: MDS, ECB; za graf 9: Eurostat, ECB, BIS, OECD, izračuni služb Komisije.

Opombe: V grafu 8 vse številke izhajajo iz podatkov MDS, razen za Francijo, za katero so podatki MDS za četrto četrletje leta 2013 ekstrapolirani v leto 2014 s spremembo podatkov ECB za prvo polovico leta 2014, in Finsko, za katero so uporabljeni podatki ECB. Za Luksemburg za leto 2014 niso na voljo nobeni podatki MDS

<sup>28</sup> Od lanskega poletja se je splošno zmanjševanje saldov v sistemu TARGET2 očitno ustavilo, predvsem kot posledica gibanj v Italiji, Grčiji in Španiji.

<sup>29</sup> Razmere z nizkimi obrestnimi merami torej občutno vplivajo na dobičkonosnost sektorja življenjskega zavarovanja, saj prihaja do neskladij v donosnosti med nizkimi donosi državnih obveznic in jamstvom, ki ga zavarovalnice dajejo kupcem.

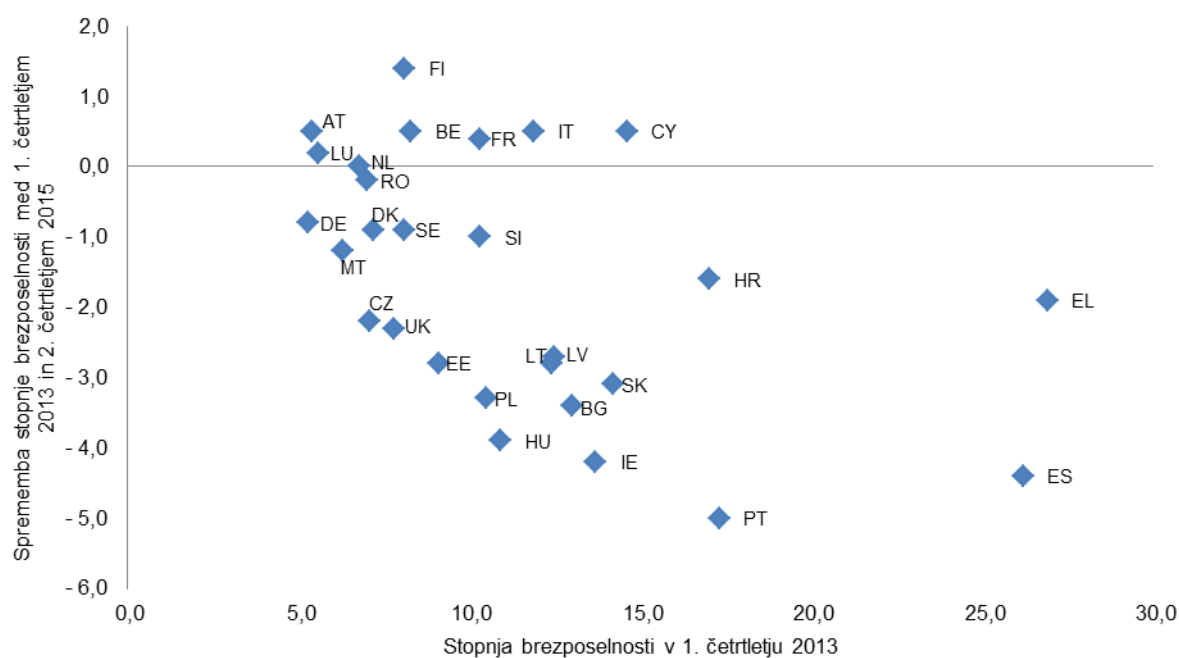
<sup>30</sup> Gibanje cen stanovanj je treba razlagati skupaj z oceno njihove neusklajenosti.

<sup>31</sup> Švedska in Luksemburg sta edini državi, v katerih kriza skoraj ni vplivala na cene stanovanj, ki so se od sredine devetdesetih let prejšnjega stoletja stalno povečevale. V Združenem kraljestvu so se deflacionirane cene stanovanj do leta 2012 popravile za okoli 18 % od vrhunca, ki so ga dosegle v tretjem četrletju leta 2007, vendar so se samo v letu 2014 povečale za 8 % in še naprej rasle v letu 2015.

ali ECB. Precenitvena vrzel iz *grafa 9* je ocenjena kot povprečje vrzeli v vrednotenju razmerja med cenami in dohodki, razmerja med cenami in najemninami ter modela, povezanega z osnovnimi dejavniki<sup>32</sup>.

**Raven javnega dolga, ki je še vedno visoka, je začela upadati zaradi preteklih prizadevanj za konsolidacijo javnih financ in izboljšanja rasti.** Javni dolg, ki je od leta 2007 hitro rasel, se bo začel zmanjševati šele letos, vendar bo ostal še vedno zelo visok. Zmanjšanje skupne ravni javnega dolga izhaja tako iz nadaljnjega zmanjševanja skupnega javnofinančnega primanjkljaja kot tudi iz izboljšanja nominalne rasti. Dejansko je fiskalna naravnost, prilagojena za cikel, v euroobmočju in EU na splošno nevtralna in ustrezna, da omogoča dinamiko gibanja dolga navzdol ob hkratni podpori vse večjega gospodarskega okrevanja. Vendar se bo v številnih državah, tudi v Grčiji, Španiji, Franciji, Italiji in na Portugalskem, kljub visokim ravnam javnega dolga fiskalno prilagajanje upočasnilo.

*Graf 10: Gibanje stopnje brezposelnosti od leta 2013*



Vir: Eurostat.

Opombe: Najnovejši podatki so za drugo četrtletje leta 2015, razen za Estonijo, Italijo in Združeno kraljestvo (prvo četrtletje 2015) ter Irsko, Nizozemsko, Finsko in Švedsko (tretje četrtletje 2015).

### Okvir 3: Gibanja na področju zaposlovanja in socialnih zadev

Razmere na trgu dela v EU se izboljšujejo, razlike med državami članicami se zmanjšujejo, vendar so socialne razmere v veliko državah članicah še vedno resne.

Glavni poudarki pregleda iz poročila o mehanizmu opozarjanja

<sup>32</sup> Ocena vrzeli v neuskkljenosti cen stanovanj se izračuna kot povprečje treh kazalnikov vrednotenja: (i) vrzeli cenovne dostopnosti (razlika do dolgoročnega povprečja razmerja med cenami stanovanj in dohodki); (ii) vrzeli v donosu (razlika do dolgoročnega povprečja razmerja med cenami stanovanj in najemninami); ter (iii) ocene odklonov cen stanovanj od uravnoteženih vrednosti, ki temeljijo na osnovnih dejavnih povpraševanja in ponudbe na trgu nepremičnin. Dodatne podrobnosti so na voljo v okviru 1.3 dokumenta Evropske komisije „Housing market adjustment in the European Union“ (Prilagoditev stanovanjskega trga v Evropski uniji) v Evropski napovedi gospodarskih gibanj – pomlad 2014 (*European Economy* 2014(3)).

*Stopnje brezposelnosti* v EU so bile leta 2014 v več državah še vedno zelo visoke in 3-letno povprečje je presegalo kazalnik praga v višini 10 % v 12 državah članicah (Bolgarija, Irsko, Grčija, Španija, Francija, Hrvaška, Italija, Ciper, Latvija, Litva, Portugalska in Slovaška). Na splošno je stopnja brezposelnosti v letu 2014 (starostna skupina 15–74 let) znašala 11,6 % v euroobmočju in 10,2 % v EU. Vendar je začela stopnja brezposelnosti z okrevanjem gospodarstva v letu 2014 na splošno padati: med letoma 2013 in 2014 se je stopnja brezposelnosti na letni ravni zmanjšala za 0,4 odstotne točke v euroobmočju in 0,7 odstotne točke v EU. V državah z visoko brezposelnostjo je bilo izboljšanje večje, kar je prispevalo k manjši razpršenosti v EU in euroobmočju. Upad brezposelnosti je bil zlasti izrazit na Portugalskem, v Španiji, na Irskem, v baltskih državah, pa tudi na Madžarskem, v Bolgariji, Združenem kraljestvu in na Poljskem. Nasprotno se je stopnja brezposelnosti v Italiji in na Finskem povečala, v Nemčiji in Franciji pa se je na splošno stabilizirala. Na splošno je bilo izboljšanje večje, kot bi bilo mogoče sklepati na podlagi rasti BDP, in sicer zaradi izboljšane zaupanja, vidnih učinkov strukturnih reform in manjših stroškov dela na enoto, pri čemer se število opravljenih ur ni povečevalo. V prvi polovici leta 2015 je stopnja brezposelnosti v veliki večini držav EU še naprej upadala. Padec se je nadaljeval zlasti v državah, v katerih je prišlo do hitrega povečanja stopnje brezposelnosti med krizo, vključno s Ciprom, Španijo, Grčijo in Portugalsko.

*Stopnje aktivnosti* so se v večini držav izkazale za odporne. Skupaj so se med letoma 2013 in 2014 povečale za 0,2 odstotne točke v euroobmočju in 0,3 odstotne točke v EU, kar se lahko pripiše predvsem strukturnemu povečanju udeležbe žensk in starejših delavcev, ki se je nadaljevalo v skoraj vseh državah. Prav tako je delno posledica upada delovno sposobnega prebivalstva, zlasti v baltskih državah, in v manjši meri v državah, ki jih je prizadela kriza državnega dolga. Sprememba stopnje aktivnosti v odstotnih točkah v obdobju treh let presega (negativni) prag le v dveh državah članicah, tj. na Portugalskem in Danskem. V obeh državah je to mogoče večinoma pripisati vse nižji udeležbi kohorte mladih, ki ni v celoti usklajena z vse večjo udeležbo starejših delavcev. Vendar je treba to gibanje razumeti glede na opaženo zmanjšanje deleža mladih, ki niso zaposleni in se ne izobražujejo ali usposablajo, ki kaže na vse večjo vključenost v izobraževanje. Kombinacija odpornih stopenj aktivnosti in pozitivne rasti zaposlovanja je privedla do padajočih stopenj brezposelnosti v večini držav članic v letu 2014. Na splošno je bila rast zaposlovanja izrazitejša v menjalnem sektorju. To je odražalo zlasti sektorski vzorec rasti plač, ki je na splošno podpiral preselitev proizvodnje iz nemenjalnega v menjalni sektor, kot se zahteva za ponovno zunanje uravnoteženje držav euroobmočja s primanjkljajem.

Na splošno je izboljšanje stopenj brezposelnosti večinoma povezano z zmanjšanjem stopenj odpustitev, pri čemer so stopnje novih zaposlitev, čeprav se izboljšujejo, še vedno nižje od ravni pred krizo. Izboljšanje stopenj novih zaposlitev zlasti ni zadostovalo za preprečitev povečanja *stopenj dolgotrajne brezposelnosti*, ki je bilo še posebej izrazito v zadnjih treh letih v 11 državah članicah, in sicer predvsem v Grčiji, Španiji, na Portugalskem, Cipru in v Italiji. Nasprotno pa se je dolgotrajna brezposelnost zmanjšala v Nemčiji, baltskih državah, na Madžarskem in v Združenem kraljestvu. Vztrajajoča dolgotrajna brezposelnost vpliva na učinkovitost usklajevanja ponudbe in povpraševanja na trgu dela ter na tveganje, da brezposelnost postane trajna („histereza brezposelnosti“)<sup>33</sup>. Visoka dolgotrajna brezposelnost vzbuja zaskrbljenost tudi zaradi hudih socialnih posledic, kot sta izčrpavanje človeškega kapitala in povečanje revščine v EU od začetka krize<sup>34</sup>.

Čeprav je *stopnja brezposelnosti mladih* padala hitreje kot skupna brezposelnost, ostaja visoka in znaša 23,7 % v euroobmočju in 22,2 % v EU v letu 2014. Brezposelnost mladih se je skupaj s skupno brezposelnostjo začela zmanjševati v drugi polovici leta 2013, nato pa se je še dodatno zmanjševala v

<sup>33</sup> Glej Draghi, M. (2014), „Unemployment in the euro area“ (Brezposelnost v euroobmočju), govor na letnem simpoziju centralnih bank v Jacksonu Holu, 22. avgust 2014, in Arpaia, A., Kiss, A. in Turrini, A. (2014) „Is unemployment structural or cyclical? Main features of job matching in the EU after the crisis“ (Je brezposelnost strukturna ali ciklična? Glavne značilnosti usklajevanja ponudbe delovnih mest in povpraševanja po njih v EU po krizi), *European Economy, Economic Papers* 527, september 2014.

<sup>34</sup> Glej Duiella, M. in Turrini, A. (2014), „Poverty developments in the EU after the crisis: a look at main drivers“ (Gibanje revščine v EU po krizi: pregled glavnih gonil), *ECFIN Economic Brief*, številka 31, maj 2014.

letu 2014 in v začetku leta 2015. Med državami z visoko stopnjo brezposelnosti mladih je bilo občutno zmanjšanje stopenj od rekordnega leta 2013 zabeleženo v Grčiji, na Hrvaškem, Portugalskem, Slovaškem, v Bolgariji, na Cipru in v Španiji. Italija izstopa kot edina država z visoko brezposelnostjo mladih, v kateri so se razmere še vedno poslabševale večino leta 2014. Splošno nedavno izboljšanje zaposlovanja mladih pa ni dovolj. Zato je kazalnik triletne spremembe še vedno prekoračen za 13 držav članic (Belgijo, Grčijo, Španijo, Francijo, Hrvaško, Italijo, Ciper, Luksemburg, Nizozemsko, Avstrijo, Portugalsko, Slovenijo in Finsko). Zmanjšanje brezposelnosti mladih v večini držav spremlja upad deleža mladih, ki niso zaposleni in se ne izobražujejo ali usposablajo. Delež mladih, ki niso zaposleni in se ne izobražujejo ali usposablajo se je v letu 2014 zmanjšal na 12,4 %, ampak je še vedno precej višji od ravni pred krizo. Najvišji deleži mladih, ki niso zaposleni in se ne izobražujejo ali usposablajo, so zabeleženi na Irskem, Cipru, v Španiji, Romuniji, na Hrvaškem, v Grčiji, Bolgariji in Italiji, pri čemer so se ti deleži v zadnjem triletnem obdobju najbolj povečali v Italiji, na Cipru in Hrvaškem. Stopnja brezposelnosti mladih je zgodnji kazalnik slabšanja razmer na trgu dela. Opozarja tudi na manjši potencialni proizvod (zaradi izgube znanj in spretnosti, učinkov stigmatizacije in izpada dohodkov v prihodnosti) in je povezana z višjo stopnjo socialne izključenosti.

Dolgotrajna negativna gibanja na področju zaposlovanja in socialnih zadev lahko negativno vplivajo na rast potencialnega BDP na različne načine in pomenijo nevarnost, da se bodo makroekonomska neravnotežja še povečala.

#### *Mobilnost delovne sile*

Mobilnost delovne sile znotraj EU se je v letu 2014 še povečala, čeprav tokovi niso presegli ravni, zabeležene pred letom 2008. Tokovi z vzhoda na zahod še vedno predstavljajo veliko večino gibanj, pri čemer sledijo razlikam v BDP na prebivalca in plačah. Mobilnost delovne sile je poglobila razlike na področju brezposelnosti, kar se je odrazilo v vse večjem pomenu mobilnosti z juga na sever, tj. iz držav, ki jih je kriza bolj prizadela, v manj prizadete države. Neto odliv se je zlasti povečal v državah, kot so Grčija, Ciper in Hrvaška, medtem ko se je neto priliv med drugim povečal v Nemčiji in Avstriji. Neto odliv se je zmanjšal v Španiji, baltskih državah in na Irskem, kjer so se gospodarske razmere znatno izboljšale. Plače so se sčasoma začele bolj prilagajati asimetričnim šokom na nacionalnih trgih dela, prav tako pa se je povečala odzivnost tokov mobilnosti. Vendar je njihov prispevek h glajenju splošnih nihanj brezposelnosti še vedno majhen<sup>35</sup>. Medtem ko imajo mobilni državljani EU v povprečju višjo stopnjo zaposlenosti kot prebivalstvo države gostiteljice<sup>36</sup>, se pogosto zdi, da je njihov človeški kapital, tako kot pri osebah, rojenih zunaj EU<sup>37</sup>, premalo izkoriščen.

**Na splošno so tveganja, ki izhajajo iz šibkih točk ali trendov, ki bi lahko potencialno prispevali k makrofinančni nestabilnosti ali neurejenim popravkom, prisotna v večini držav članic.** Stopnja resnosti in nujnosti sprejetja ustreznega odziva politike se med

<sup>35</sup> Evropska komisija (2015), „Labour Market and Wage Developments in Europe 2015“ (Razvoj trga dela in plač v Evropi leta 2015), Del II, poglavje 1: „Labour mobility and labour market adjustment in the EU“ (Mobilnost delovne sile in prilagajanje trga dela v EU).

<sup>36</sup> Leta 2014 je bila stopnja zaposlenosti oseb, rojenih v drugi državi EU, 67 odstotkov, medtem ko je bila stopnja zaposlenosti oseb, rojenih v državi prebivališča, 65 odstotkov. Stopnja zaposlenosti oseb, rojenih zunaj EU, je bila 57 odstotkov (Vir: statistični podatki Eurostata o delovni sili, starostna skupina: 15 do 64 let).

<sup>37</sup> Leta 2014 je bila stopnja brezposelnosti oseb, rojenih v drugi državi EU, 13 odstotkov, medtem ko je bila stopnja brezposelnosti oseb, rojenih v državi prebivališča, 10 odstotkov. Stopnja brezposelnosti oseb, rojenih zunaj EU, je bila 19 odstotkov. Tudi stopnja previsoke usposobljenosti, ki zajema visoko izobražene delavce, ki opravljajo nizko- ali srednjekvalificirana dela, je bila izrazito višja za mobilne državljane EU kot za domačine in celo višja za osebe, rojene zunaj EU. (Vir: statistični podatki Eurostata o delovni sili).

državami članicami izrazito razlikuje glede na vrsto šibkih točk ali nevzdržnih trendov ter njihovo omejenost na enega ali več sektorjev gospodarstva:

- V nekaterih državah članicah se šibke točke pojavljajo v glavnem v zvezi z zunanjim sektorjem v obliki *zelo negativnega neto stanja mednarodnih naložb*. To se dogaja v dohitevajočih gospodarstvih, na primer v Romuniji, ter v manjšem obsegu na Poljskem, v Latviji, Litvi, na Slovaškem in Češkem.
- Nekaterе države imajo *velike in trajne presežke na tekočem računu*. To zlasti velja za Nemčijo in Nizozemsko, katerih velika presežka in vse večje zaloge neto tujega premoženja lahko pomenijo večja tveganja upnikov in so potencialno lahko pomembni za preostalo euroobmočje.
- Kombinacija *velikega javnega dolga in padajočega trenda potencialne rasti ali konkurenčnosti* je razlog za zaskrbljenost v številnih državah kljub odsotnosti tveganj za zunanjo vzdržnost, saj povečuje verjetnost nestabilnega gibanja deleža javnega dolga v BDP in ranljivost za negativne pretrese. To velja za sistemsko pomembne države, kot sta Italija ali Francija, pa tudi za manjša gospodarstva, kot je Belgija.
- V veliko gospodarstvih so morebitni *nevzdržni trendi in šibke točke omejeni na določen sektor gospodarstva*. Na Švedskem je glavni vir zaskrbljenosti nenehno naraščanje cen stanovanj in zadolženosti gospodinjstev. Na Nizozemskem je zadolženost gospodinjstev med najvišjimi v EU, čeprav trenutno prihaja do razdolževanja. To poleg drugih strukturnih dejavnikov prispeva k nizozemskemu presežku na tekočem računu, vključno s šibkimi naložbami. V obeh primerih notranji trendi prispevajo k visokim presežkom na tekočem računu, ki sicer odražajo strukturne značilnosti gospodarstva, kot je davčna struktura ali prisotnost velikega števila multinacionalnih podjetij. Združeno kraljestvo se prav tako sooča z rastočimi cenami stanovanj, ki jih je treba pozorno spremljati. Zdi se, da primanjkljaj na tekočem računu, ki zlasti odraža trajno porabo, ni odraz znatnega poslabšanja cenovne konkurenčnosti. Pritiski na financiranje v avstrijskem finančnem sektorju lahko pomenijo ranljivost. V Estoniji bo morda treba spremljati tveganja, povezana s povečanjem pritiska povpraševanja v domačem gospodarstvu. Finska se sooča z zahtevnim strukturnim premikom v svojem gospodarstvu po zmanjšanju števila zaposlenih v sektorju elektronike. Tudi Danska se lahko uvrsti v to kategorijo glede na visoko zadolženost gospodinjstev, čeprav trenutna ocena tveganj ne kaže na potrebo po nadaljnjih preiskavah. To velja tudi za Luksemburg in Malto, kjer so tveganja, povezana z visoko stopnjo zasebnega dolga, omejena.
- Nekaterе države članice se spopadajo s šibkimi točkami v obliki *velikega števila neto obveznosti v zvezi s številnimi sektorji*, tako domačimi kot zunanjimi. To zlasti velja za države, ki so imele velike primanjkljaje na tekočem računu v povezavi z naglim porastom kreditiranja v domačem gospodarstvu, oboje pa je hkrati spodbujalo veliko negativno neto stanje mednarodnih naložb in visoko zasebno zadolženost. Na splošno se takšne države trenutno soočajo z visokimi potrebami po razdolževanju v okviru omejenega fiskalnega manevrskega prostora, visokimi deleži slabih posojil in nesprejemljivimi stopnjami brezposelnosti. To je značilno za države euroobmočja, kot so Portugalska, Španija, Ciper, Grčija, Irska in Slovenija. Tudi vzhodnoevropske države, kot so Madžarska, Hrvaška in Bolgarija, se soočajo s težavami zaradi visokih zunanjih in notranjih obveznosti. To je izziv zlasti na Madžarskem in v Bolgariji, kjer je treba bančni sektor še prestrukturirati.

### 3. NERAVNOTEŽJA, TVEGANJA IN PRILAGODITEV: PRIPOMBE GLEDE POSAMEZNIH DRŽAV

Ta oddelek vsebuje kratko ekonomsko razlago pregleda in pomožnih spremenljivk za vsako državo članico. Skupaj z razpravo o vprašanjih, ki zadevajo več držav, pomaga pri opredelitvi tistih držav članic, za katere bi bilo treba pripraviti poglobljene preglede. Kot je navedeno zgoraj, bo Komisija na podlagi poglobljenih pregledov ugotovila, ali obstajajo neravnotežja ali čezmerna neravnotežja.

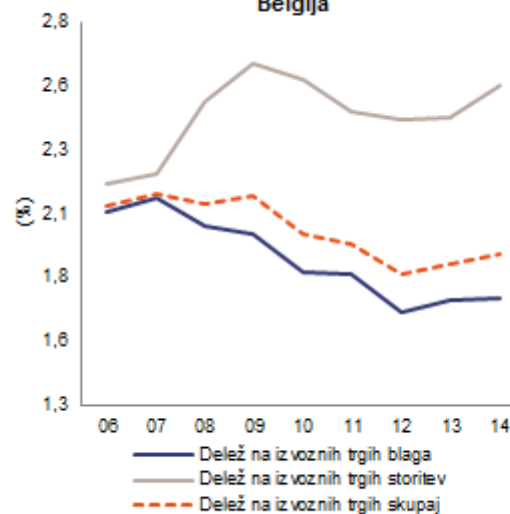
Postopek v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji se ne uporablja za države članice, ki prejemajo finančno pomoč v podporo svojim programom za makroekonomsko prilagoditev<sup>38</sup> (trenutno Grčija in Ciper). Vendar se spodnje pripombe nanašajo tudi na Ciper. Položaj Cipra v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, vključno s pripravo poglobljenega pregleda, bo obravnavan ob izteku sedanje finančne pomoči.

Za vse statistične podatke, na podlagi katerih sta bila pripravljena ekonomska razlaga in celotno poročilo, glej statistično prilogo.

**Belgija:** Komisija je februarja 2015 ugotovila, da v Belgiji obstajajo makroekonomska neravnotežja, zlasti kar zadeva konkurenčnost. V posodobljenem pregledu več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer so to kazalniki izgube deležev na izvoznih trgih, zasebnega dolga in javnofinančnega dolga ter porast dolgotrajne brezposelnosti in brezposelnosti mladih.

Kazalnik se je po drugem letu rasti deležev na izvoznih trgih v letu 2014 popravil in se postopoma približuje pragu. To izboljšanje sovпада s krepitvijo salda tekočega računa in stabilnim razvojem stroškov dela na enoto. Oba naj bi se v letu 2015 še okrepila zaradi ugodnih menjalnih razmerij in nizke rasti stroškov dela. Pregled še vedno opozarja na nekatera vprašanja, vendar na splošno kaže na stabilno ali celo večjo zunanjo uspešnost. Kazalniki zadolženosti so bili več let razmeroma stabilni, vendar na bistveno višji ravni od ustreznih pragov. Visoka zadolženost podjetij odraža vpliv razširjenega posojanja znotraj skupin, kar je treba upoštevati. Raven zadolženosti gospodinjestev je še vedno zmerna, tveganja pa so delno izravnana s kopičenjem finančnih sredstev. Javni dolg je stabilen, pogojne obveznosti javnega sektorja do finančnih institucij pa so se dodatno zmanjšale. Finančni sektor se kljub naraščajočim obveznostim še naprej razdolžuje. Ugotovljeno zvišanje kazalnikov brezposelnosti, vključno z dolgotrajno brezposelnostjo in brezposelnostjo mladih, je v glavnem posledica poslovnega cikla.

Graf A1: Deleži na izvoznih trgih  
Belgija



Vir: Eurostat

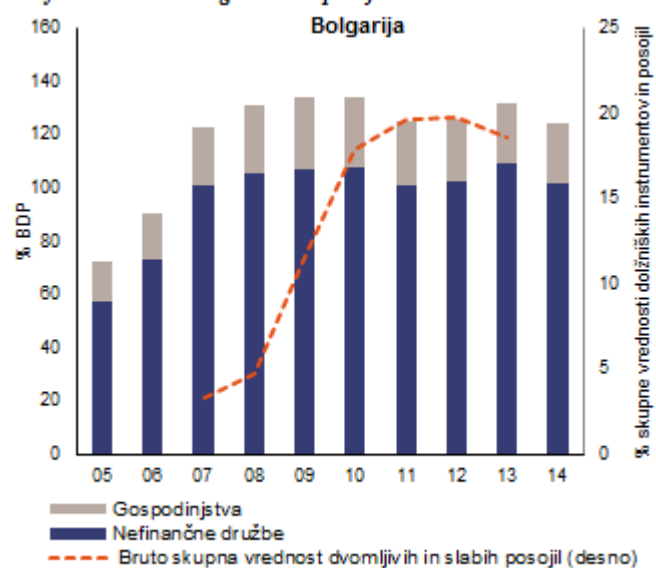
<sup>38</sup> Ta pristop, ki preprečuje podvajanje postopkov in obveznega poročanja, določa Uredba (EU) št. 472/2013 (UL L 140, 27.5.2013, str. 1). Prav tako je v skladu s predlogom Komisije o instrumentu za zagotavljanje finančne pomoči državam članicam, ki niso v euroobmočju (COM(2012) 336, 22.6.2012).

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja konkurenčnosti, v zvezi s katerimi bo potrebna poglobljena analiza, da se ugotovi, ali se dinamika premika v pravo smer. Zato se zdi Komisiji koristno, tudi ob upoštevanju ugotovljenega neravnotežja v februarju, da dodatno preuči nadaljnji obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.

**Bolgarija:** Komisija je februarja 2015 ugotovila, da v Bolgariji obstajajo čezmerna makroekonomska neravnotežja, ki zahtevajo odločno ukrepanje politike in posebno spremljanje, zlasti v zvezi z vprašanji glede praks v finančnem sektorju, ki povzročajo precejšnja finančna in makroekonomska tveganja. V posodobljenem pregledu več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer so to kazalniki neto stanja mednarodnih naložb, dolga zasebnega sektorja, stroškov dela na enoto in brezposelnosti ter povečanja dolgotrajne brezposelnosti.

Veliko število zunanjih obveznosti je še vedno vir ranljivosti. Vendar se je neto zunanji položaj še naprej izboljševal zaradi pozitivnega tekočega in kapitalskega računa ter vse večjih zunanjih sredstev. Hkrati je prišlo do upočasnitve povečevanja deležev na izvoznih trgih, vendar se je enako zgodilo s povečanjem stroškov dela na enoto. Čeprav se zdi, da se je finančni sektor stabiliziral, institucionalni in regulativni problemi, ki so postali očitni s težavami banke Korporativna Targovska Banka AD, še niso bili ustrezno rešeni. Dolg zasebnega sektorja, ki je skoncentriran v sektorju nefinančnih družb, je še vedno visok. Pritiski na razdolževanje bi lahko v kratkoročnem obdobju oslabilo naložbe in gospodarsko rast ter pomenili dodaten vir ranljivosti, če ne bodo rešeni na urejen način. Kljub preteklim prizadevanjem za izboljšanje poslovnega okolja, nezadostno razvit bolgarski okvir za obdobje pred nastopom insolventnosti in za insolventnost upočasnjuje razdolževanje, povečuje negotovost med udeleženci na trgu ter zmanjšuje splošno privlačnost te države za vlagatelje. Trdovratna strukturna vprašanja na bolgarskem trgu dela, kot sta dolgotrajna brezposelnost ter neuskkljenost med spretnostmi in kvalifikacijami ter potrebami na trgu dela, poslabšujejo delovanje njegove funkcije usklajevanja, kar povzroča premajhno izkoriščenost človeškega kapitala in nazadnje višje gospodarske in socialne stroške.

Graf A2: Zasebni dolg in slaba posojila



Vir: Eurostat in ECB

Na splošno so še vedno prisotne zunanje in notranje šibke točke, zlasti v finančnem sektorju. Zato se zdi Komisiji koristno, tudi ob upoštevanju ugotovljenega neravnotežja v februarju, da dodatno prouči nadaljnji obstoj makroekonomskih tveganj in spremlja napredek pri odpravljanju čezmernih neravnotežij.

**Češka:** V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Češko niso bila ugotovljena makroekonomska neravnotežja. V posodobljenem pregledu neto stanje mednarodnih naložb presega okvirni prag.

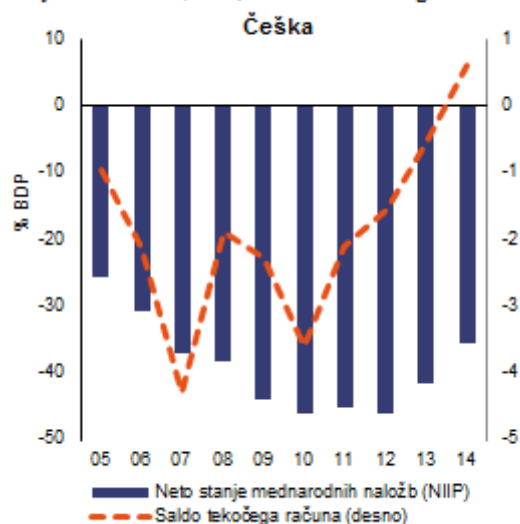
Saldo tekočega računa se je v zadnjih letih bistveno izboljšal in se v letu 2014 spremenil v letni presežek. Neto stanje mednarodnih naložb se je postopoma znižalo in prag presega le še v zelo majhni meri. Tveganja, povezana z zunanjim položajem, so omejena, saj je mogoče velik del obveznosti do tujine pripisati neposrednim tujim naložbam, zato je neto zunanji dolg zelo nizek. Kljub temu ta položaj povečuje odlive primarnih prihodkov, zaradi česar so potrebni trajni trgovinski presežki za ohranjanje vzdržnosti. Konkurenčnost se zdi stabilna z omejeno rastjo nominalnih stroškov dela na enoto. Leta 2014 se je precej znižal realni efektivni devizni tečaj, kar odraža uvedbo dna deviznega tečaja v razmerju do eura s strani češke nacionalne banke ob koncu leta 2013. Ti dejavniki so prispevali k splošnemu povečanju deležev na izvoznih trgih v letu 2014, s čimer se je obrnil trend iz preteklih let. Tveganja za notranja neravnotežja se zdijo nizka glede na razmeroma nizko zasebno zadolženost in šibke kreditne tokove v zasebnem sektorju. Bančni sektor, ki je večinoma v tuji lasti, je ostal stabilen, pri čemer so se skupne obveznosti finančnega sektorja v letu 2014 povečale le zmerno, odstotek slabih posojil pa je bil na splošno nizek. Javni dolg se je še naprej zmanjševal in ostal precej pod pragom. Stopnja brezposelnosti se je leta 2014 zmanjšala, pri čemer je bil v prvi polovici leta 2015 zabeležen hiter upad, rast cen stanovanj pa se je izkazala za zmerno pozitivno.

*Na splošno ekonomska razlaga kaže na izboljšanje zunanje konkurenčnosti ter nizka notranja tveganja. Zato Komisija na tej stopnji ne bo izvedla nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.*

**Danska:** V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Dansko ni bilo ugotovljeno, da bi imela makroekonomska neravnotežja. V posodobljenem pregledu več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer so to kazalniki presežka na tekočem računu, izgube deležev na izvoznih trgih in dolga zasebnega sektorja ter zmanjšanja stopenj aktivnosti.

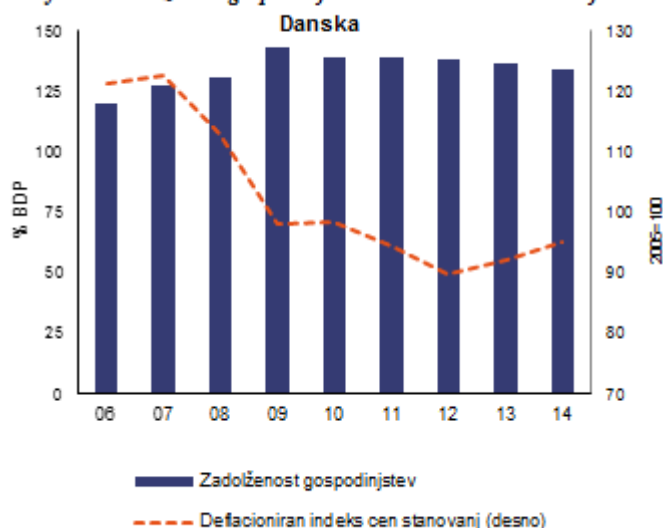
Saldo tekočega računa še vedno kaže velike presežke in že drugo leto zapored rahlo presega zgornji prag iz pregleda. To odraža še vedno šibko okrevanje domačega povpraševanja na Danskem in visoke prihodke od naložb v tujini. Neto stanje mednarodnih naložb je visoko, v glavnem zaradi rastočega neto stanja neposrednih tujih naložb. Presežek na tekočem računu naj bi se zmanjšal, ko se bo okrevanje bolj utrdilo. V letu 2014 so bile ponovno zabeležene izgube deležev na izvoznih trgih, ki kumulativno

Graf A3: NSMN (NIIP) in saldo tekočega računa



Source: Eurostat

Graf A4: Zadolženost gospodinjstev in indeks cen stanovanj



Source: Eurostat

ostajajo velike, tudi v primerjavi z drugimi industrializiranimi državami. Kumulativne izgube v veliki meri odražajo visoko rast plač in šibko rast produktivnosti pred krizo in še vedno ovirajo gospodarsko okrevanje. Kljub temu so bili kazalniki cenovne konkurenčnosti v zadnjih letih stabilni. Dolg zasebnega sektorja je zelo visok, medtem ko ostajajo makroekonomska tveganja omejena tako v zvezi z realnim gospodarstvom kot s finančno stabilnostjo. Predvsem razmeroma visok bruto dolg gospodinjstev, povezan s posebnim sistemom hipotekarnih posojil. Cene stanovanj so se sčasoma prilagodile in so zdaj v fazi okrevanja. Gospodinjstva so vzdržala prilagoditve cen stanovanj od leta 2007, pri čemer so bile visoke ravni zadolženosti usklajene z visokimi ravnmi sredstev. Zdi se, da so regulativni in nadzorni ukrepi, uvedeni v zadnjih letih, okrepili stabilnost finančnega sektorja. Po krizi se je stanje na področju zaposlovanja stabiliziralo, brezposelnost, vključno z dolgotrajno brezposelnostjo, je nizka in se zmanjšuje. Tudi če so se stopnje aktivnosti nekoliko zmanjšale, je bila njihova izhodiščna stopnja visoka, pri tem pa se je zmanjšal tudi delež mladih, ki niso zaposleni in se ne izobražujejo ali usposablajo.

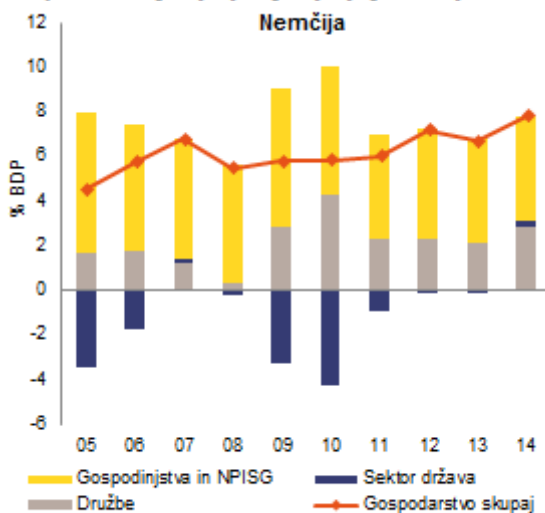
*Na splošno ekonomska razlaga kaže na vprašanja, povezana z izvoznimi rezultati, vendar omejenimi zunanjimi tveganji in omejenimi tveganji, povezanimi z dolgom zasebnega sektorja. Zato Komisija na tej stopnji ne bo izvedla nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji.*

**Nemčija:** Komisija je februarja 2015 ugotovila, da v Nemčiji obstajajo makroekonomska neravnotežja, ki zahtevajo odločno ukrepanje in spremljanje, zlasti glede vse večjih tveganj, ki izhajajo iz trdovratnega obstoja nezadostnih zasebnih in javnih naložb, kar negativno vpliva na rast in prispeva k zelo visokemu presežku na tekočem računu. V posodobljenem pregledu več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer so to kazalniki presežka na tekočem računu, izgub deležev na izvoznih trgih in javnega dolga.

Presežek na tekočem računu je še naprej naraščal, dodatno so ga okrepili tudi nižje cene nafte in ugodno gibanje menjalnega tečaja. Po pričakovanjih bo ostal visok tudi v naslednjih letih. Leta 2014 je relativni pomen euroobmočja in tujine za zunanji presežek ostal večinoma stabilen. Neto stanje mednarodnih naložb je zelo visoko in hitro raste. Bruto investicije v osnovna sredstva so ostale na splošno na enaki ravni od leta 2011. Kazalnik izgub deležev na izvoznih trgih se je ponovno izboljšal zaradi majhnih povečanj v letu 2014, ampak kumulativno ostaja nad pragom. Stroški dela na enoto so se povečali in so večji od povprečja v euroobmočju, vendar kumulativno ostajajo negativne vrzeli glede na partnerje v euroobmočju.

Razdolževanje zasebnega sektorja se je nadaljevalo, medtem ko so bili kreditni tokovi zasebnega sektorja pozitivni, ampak nizki. Čeprav so deflacionirane cene stanovanj v zadnjih letih naraščale – z velikimi regionalnimi razlikami – kazalnik ostaja v okviru praga, vendar jih je treba pozorno spremljati. Delež javnega dolga v Nemčiji je nad pragom, čeprav se je v letu 2014 še naprej zmanjševal. Zelo nizke in upadajoče stopnje brezposelnosti kažejo stabilen trg dela v Nemčiji.

Graf A5: Neto posojanje/izposojanje po sektorjih



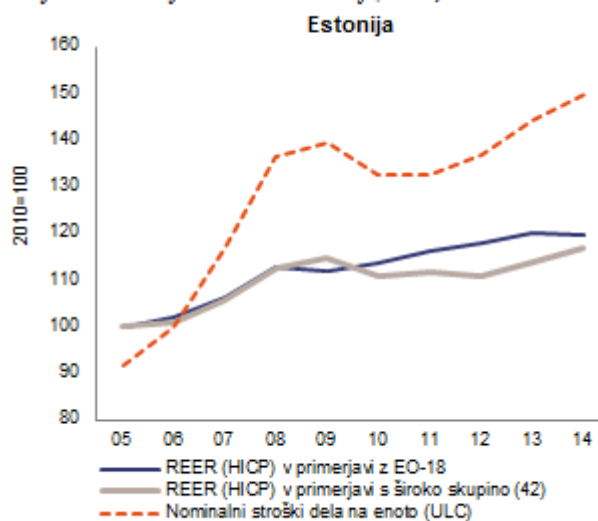
Vir: službe Komisije

Na splošno zelo velik in naraščajoči zunanji presežek ter močna odvisnost od zunanjega povpraševanja kažeta na izpostavljenost tveganjem glede rasti in poudarjata potrebo po nadaljnjem ponovnem uravnoteženju v smeri domačih virov. Zato se zdi Komisiji koristno, tudi ob upoštevanju ugotovljenih neravnotežij v februarju, ki zahtevajo odločno ukrepanje in spremljanje, da dodatno prouči tveganja, povezana z nadaljevanjem neravnotežij, ali njihovo odpravljanje.

**Estonija:** V prejšnjih krogih postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji za Estonijo ni bilo ugotovljeno, da bi imela makroekonomska neravnotežja. V posodobljenem pregledu več kazalnikov presega okvirne pragove, in sicer so to kazalniki neto stanja mednarodnih naložb, stroškov dela na enoto in cen stanovanj.

Negativno neto stanje mednarodnih naložb še vedno presega prag, vendar se izboljšuje in več kot polovica zunanjih obveznosti je neposrednih tujih naložb, ki zmanjšujejo tveganja. Tekoči račun je od leta 2014 v presežku, ki ga podpira vse večji izvoz storitev. Čeprav so se deleži na izvoznih trgih kumulativno zelo povečali, je bilo letno povečanje leta 2014 malenkostno. Znatno povečanje nominalnih stroškov dela na enoto kaže na omejeno ponudbo delovne sile, gospodarsko rast, ki temelji na domačem povpraševanju, vendar tudi na učinke zmanjševanja razvojnega zaostanka. Stalna visoka rast plač bi lahko negativno vplivala na stroškovno konkurenčnost.

Graf A6: Realni efektivni devizni tečaj (REER) in ULC



Vir: Eurostat, službe Komisije

Hitro rastoče cene stanovanj po puku kreditnega balona v letih 2008 in 2009 kažejo na nedavno močno rast plač, ugodne posojilne pogoje ter na dejstvo, da je bila večina transakcij opravljena v dražjem območju glavnega mesta. Dolg zasebnega sektorja je pod pragom in je usmerjen v razdolževanje, ki ga podpira močna nominalna rast BDP in zmerna rast posojil zasebnega sektorja, vendar je še vedno razmeroma visok v primerjavi s primerljivimi zasebnimi sektorji. Nasprotno pa je javni dolg še naprej najnižji v EU. Stopnje dolgotrajne brezposelnosti, brezposelnosti mladih in hude materialne prikrajšanosti so se občutno izboljšale.

Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja v zvezi s ponovnim povečanjem pritiskov v domačem gospodarstvu. Zato se zdi Komisiji koristno, da v poglobljeni analizi nadalje preuči povezana tveganja in oceni, ali obstaja neravnotežje.

**Irska:** Komisija je februarja 2015 ugotovila, da na Irskem obstajajo makroekonomska neravnotežja, ki zahtevajo odločno ukrepanje in posebno spremljanje, zlasti v zvezi z razvojem finančnega sektorja, zadolženostjo zasebnega in javnega sektorja, visokimi bruto in neto zunanjimi obveznostmi ter trgov del. V posodobljenem pregledu več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer so to kazalniki neto stanja mednarodnih naložb, izgube deležev na izvoznih trgih, zasebnega in javnega dolga, cen stanovanj in brezposelnosti.

Prilagajanje stanja na tekočem računu se nadaljuje in zdaj je zabeležen znaten presežek, ki odraža tudi visoko rast izvoza. Neto stanje mednarodnih naložb je v letu 2014 ostalo zelo negativno, vendar se je v primerjavi z letom 2013 občutno izboljšalo in se izboljšuje še naprej.

Neto stanje zakriva bistvene spremembe v sestavi zunanjih sredstev in obveznosti. Irska je v petih letih do leta 2014 izgubila deleže na izvoznih trgih, vendar je zdaj zelo blizu praga, saj jih je leta 2014 zelo povečala. To odraža močno rast izvoza, ki ga podpira znatno izboljšanje cenovne in stroškovne konkurenčnosti v prejšnjih letih, rast stroškov dela na enoto ostaja zmerna zaradi povečanja produktivnosti, gibanje realnega efektivnega deviznega tečaja pa je ugodno. Dolg zasebnega sektorja kot odstotek BDP je v letu 2014 strmo padel zaradi rasti BDP in zmanjšanja kreditnega toka, vendar delež še vedno ostaja visok, delno zaradi dolga podjetniškega sektorja v bilanci stanja irskih povezanih družb multinacionalk. Tudi delež slabih posojil upada, čeprav ostaja visok.

Povprečno povečanje cen stanovanj je v letu 2014 preseglo prag, vendar je do tega prišlo po velikem popravku navzdol v preteklih petih letih. Nedavni pritiski v veliki meri odražajo omejitve ponudbe, zlasti v večjih mestnih območjih. Pritiski se povečujejo tudi na trgu najemnih stanovanj. Dolg javnega sektorja kot odstotek BDP je leta 2014 prvič padel, vendar je še vedno zelo visok. Do občutnega dela padca v letu 2014 je prišlo zaradi tehničnih dejavnikov, a pričakuje se, da se bo padajoči trend nadaljeval.

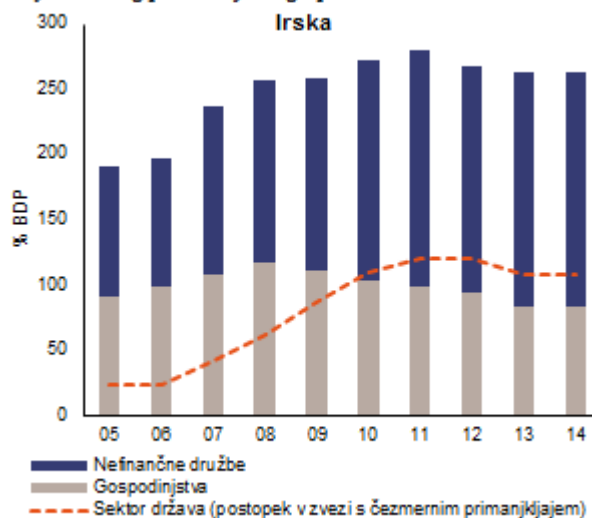
Kazalnik brezposelnosti še vedno presega prag, pri čemer sta stopnji dolgotrajne brezposelnosti in brezposelnosti mladih še vedno visoki, vendar iz njega ni razvidno stalno upadanje stopnje brezposelnosti od začetka leta 2013.

*Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z neto stanjem mednarodnih naložb, razvojem finančnega sektorja, zasebnim in javnim dolgom ter trgov nepremičnin. Zato se zdi Komisiji koristno, tudi ob upoštevanju ugotovljenih neravnotežij v februarju, ki zahtevajo odločno ukrepanje in posebno spremljanje, da dodatno prouči tveganja, povezana z nadaljevanjem neravnotežij, ali njihovo odpravljanje. To bo usklajeno s stalnim nadzorom po izteku programa.*

**Španija:** Komisija je februarja 2015 ugotovila, da v Španiji obstajajo makroekonomska neravnotežja, ki zahtevajo odločno ukrepanje in posebno spremljanje, pri čemer zlasti vključujejo tveganja, povezana z visokimi stopnjami zasebne, javne in zunanje zadolženosti ob zelo visoki stopnji brezposelnosti.

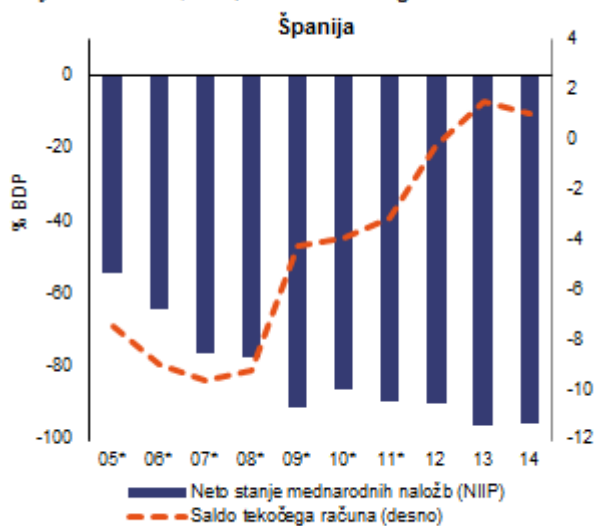
V posodobljenem pregledu več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer so to kazalniki neto stanja mednarodnih naložb, izgub deležev na izvoznih trgih, zasebnega in javnega dolga, brezposelnosti ter povečanja

Graf A7: Dolg po sektorjih v gospodarstvu



Vir: Eurostat

Graf A8: NSMN (NIIP) in saldo tekočega računa



Vir: Eurostat. Opomba: \* označuje podatke BMP5 in ESR95

dolgotrajne brezposelnosti in brezposelnosti mladih.

Ponovno zunanje uravnoteženje se je nadaljevalo, saldo tekočega računa pa bo po pričakovanjih srednjeročno še naprej v zmernem presežku. Vendar se neto stanje mednarodnih naložb še ni znatno izboljšalo, predvsem zaradi negativnih učinkov vrednotenja. Skupna izguba deležev na izvoznih trgih ostaja nad pragom, vendar se kazalnik izboljšuje zaradi letnega izboljšanja v preteklih dveh letih. Izboljšanje izvozne uspešnosti je deloma mogoče pripisati ponovno vzpostavljeni stroškovni konkurenčnosti, kar je razvidno iz negativne rasti nominalnih stroškov dela na enoto in deprecije realnega efektivnega deviznega tečaja. Razdolževanje zasebnega sektorja se je nadaljevalo v celotnem letu 2014 zaradi negativne rasti posojil. Novejši podatki kažejo na upočasnjevanje, saj se je tok posojil spet vzpostavil, zlasti v podjetniški sektor. Nasprotno se je javni dolg še vedno povečeval, kar kaže na precejšen javnofinančni primanjkljaj, ki se izboljšuje. Zdi se, da so deflacionirane cene stanovanj dosegle najnižjo točko. Čeprav se brezposelnost hitro zmanjšuje, je še vedno zelo visoka, zlasti med mladimi in dolgotrajno brezposelnimi. Poleg tega se izboljšanja na trgu dela še niso prenesla v zmanjšanje kazalnikov revščine, ki ostajajo med najvišjimi v EU.

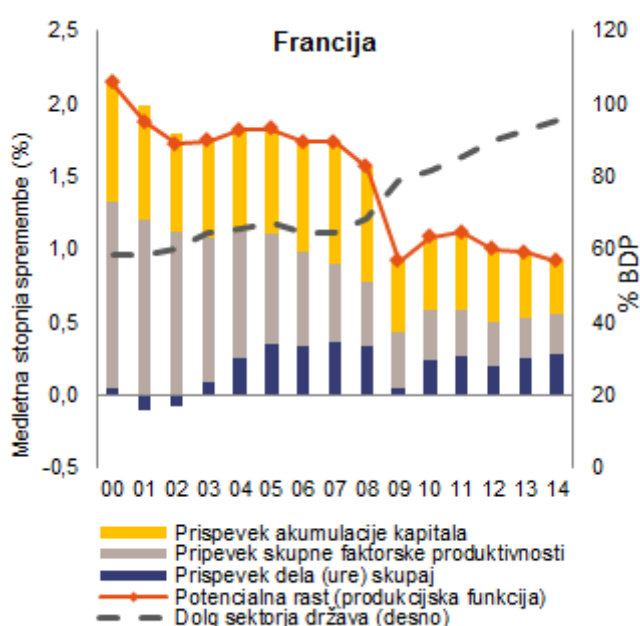
*Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja v zvezi z zunanjo vzdržnostjo, zasebnim in javnim dolgom ter prilagoditvijo trga dela. Zato se zdi Komisiji koristno, tudi ob upoštevanju ugotovljenih neravnotežij, ki zahtevajo odločno ukrepanje in posebno spremljanje, da dodatno prouči tveganja, povezana z nadaljevanjem neravnotežij, in spremlja napredek pri odpravljanju čezmernih neravnotežij. To bo usklajeno s stalnim nadzorom po izteku programa.*

**Francija:** Komisija je februarja 2015 ugotovila, da v Franciji obstajajo čezmerna makroekonomska neravnotežja, ki zahtevajo odločno ukrepanje politike in posebno spremljanje, pri čemer zlasti vključujejo tveganja, povezana s poslabšanjem konkurenčnosti in visoko stopnjo javne zadolženosti. V posodobljenem pregledu več kazalnikov še vedno presega okvirne pragove, in sicer so to kazalniki izgub deležev na izvoznih trgih, zasebnega dolga, javnega dolga, brezposelnosti ter porasta dolgotrajne brezposelnosti.

Saldo tekočega računa je ostal stabilen in kaže zmeren primanjkljaj, medtem ko je neto stanje mednarodnih naložb ostalo negativno in se je v letu 2014 še poslabšalo. Skupna izguba deležev na

izvoznih trgih ostaja precej nad pragom kljub omejenemu letnemu izboljšanju v letu 2014, kar pripravlja temelje za izboljšanje vrednosti kazalnika v prihodnjih letih. Stroški dela ostajajo visoki in še naprej obremenjujejo stroškovno konkurenčnost podjetij. Zasebni dolg presega prag, vendar so pritiski razdolževanja omejeni glede na rahlo pozitivno rast posojil. Zelo visoka zadolženost sektorja država se je v letu 2014 dodatno povečala in tveganja v zvezi z dinamiko javnega dolga v razmerah nizke rasti in inflacije so še vedno prisotna. Realne cene

**Graf A9: Potencialna rast in javni dolg**



Vir: službe Komisije

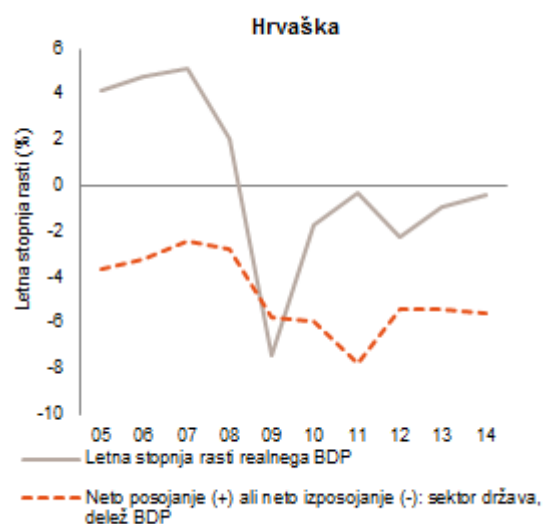
stanovanj so počasi popravljajo. Prilagajanje na trgu dela je vprašanje, ki ga je treba rešiti, saj se brezposelnost povečuje in zdaj presega prag, poleg tega pa se povečujeta tudi stopnji dolgotrajne brezposelnosti in brezposelnosti mladih.

*Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja vprašanja, povezana z razvojem konkurenčnosti ter visoko ravnjo dolga sektorja država v razmerah nizke rasti in nizke inflacije. Zato se zdi Komisiji koristno, tudi ob upoštevanju ugotovljenega neravnotežja v februarju, da dodatno prouči nadaljnji obstoj makroekonomskih tveganj in spremlja napredek pri odpravljanju čezmernih neravnotežij.*

**Hrvaška:** Komisija je februarja 2015 ugotovila, da na Hrvaškem obstajajo čezmerna makroekonomska neravnotežja, ki zahtevajo odločno ukrepanje politike in posebno spremljanje, zlasti glede tveganj, povezanih s šibko konkurenčnostjo, velikimi zunanji obveznostmi in naraščajočim javnim dolgom ob šibkem upravljanju javnega sektorja ter nizki zaposlenosti v razmerah šibke rasti. V posodobljenem pregledu več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer so to kazalniki neto stanja mednarodnih naložb, izgub deležev na izvoznih trgih, javnega dolga, brezposelnosti ter povečanja dolgotrajne brezposelnosti in brezposelnosti mladih.

Tekoči račun se je v letu 2013 prevesil v presežek, saj se je rast izvoza povečala in prehitela rast uvoza. Negativno neto stanje mednarodnih naložb in visok neto zunanji dolg se nista izboljšala in sta še vedno na visoki ravni. Kljub nedavnim letnim povečanjem deležev na izvoznih trgih so skupne izgube še vedno zelo velike. Kazalniki stroškovne konkurenčnosti kažejo določeno prilagajanje, saj je rast stroškov dela na enoto negativna, realni efektivni devizni tečaj pa stabilen. Dolg zasebnega sektorja sicer ne presega praga, vendar je v primerjavi z drugimi državami visok. Čeprav so banke kapitalsko močne, rast posojil ostaja šibka glede na pritiske razdolževanja, visoko raven slabih posojil in slabe makroekonomske obete. Javni dolg se od leta 2008 vztrajno enakomerno povečuje zaradi visokih primanjkljajev in predpostavke pogojnih obveznosti. Krčenje gospodarske aktivnosti v preteklosti in omejeno prilagajanje plač negativno vpliva na zaposlovanje, vključno z dolgotrajno brezposelnostjo in brezposelnostjo mladih. Ljudje, ki jih ogroža revščina ali socialna izključenost, še naprej predstavljajo razmeroma velik delež prebivalstva. Kljub temu so nedavna ekonomska gibanja pozitivna, gospodarski obeti pa so se izboljšali.

*Graf A10: Rast BDP in neto izposojanje države*



Vir: Eurostat

*Na splošno ekonomska razlaga izpostavlja tveganja v zvezi z zunanjo vzdržnostjo in vzdržnostjo javnega dolga ter prilagoditvijo trga dela. Zato se zdi Komisiji koristno, tudi ob upoštevanju ugotovljenega neravnotežja v februarju, da dodatno prouči nadaljnji obstoj makroekonomskih tveganj in spremlja napredek pri odpravljanju čezmernih neravnotežij.*

**Italija:** Komisija je februarja 2015 ugotovila, da v Italiji obstajajo čezmerna makroekonomska neravnotežja, ki zahtevajo odločno ukrepanje politike in posebno spremljanje, zlasti glede tveganj, ki izhajajo iz zelo visokega javnega dolga ter šibke stroškovne in nestroškovne konkurenčnosti v razmerah šibke dinamike rasti in produktivnosti.

V posodobljenem pregledu več kazalnikov presega okvirne pragove, in sicer izgube deležev na izvoznih trgih, dolg sektorja država in stopnja brezposelnosti ter porast dolgoročne brezposelnosti in brezposelnosti mladih.

Presežek na tekočem računu se je v letu 2014 dodatno povečal, kar prispeva k zmanjšanju negativnega neto stanja mednarodnih naložb kot posledica povečanja izvoza in šibkega domačega povpraševanja, ki pa se v letu 2015 počasi krepi. Izguba deležev na izvoznih trgih se je nekoliko izboljšala, na kar kaže omejeno povečanje kazalnikov stroškovne konkurenčnosti. Padec produktivnosti dela in okolje nizke inflacije pa zavirata nadaljnje povečanje konkurenčnosti. Medtem ko delež javnega dolga v BDP v zasebnem sektorju ostaja nespremenjen, se je delež javnega dolga v letu 2014 dodatno povečal, kar je posledica negativne realne rasti, nizke inflacije in nadaljnjih proračunskih primanjkljajev.

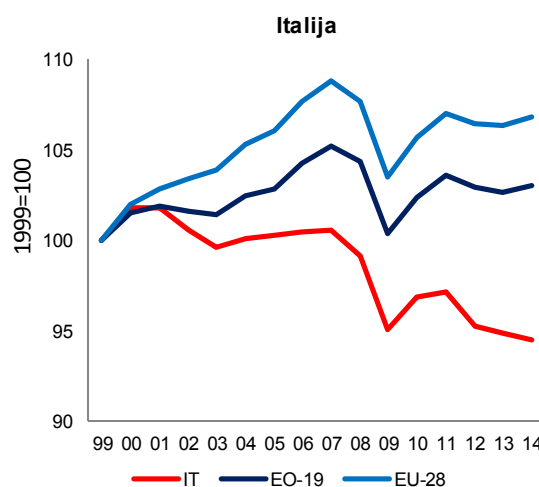
Šibko gospodarstvo se je kazalo tudi v zmanjšanem deležu naložb v BDP, kar je delno posledica nadaljnjega rahlega zmanjšanja posojil zasebnemu sektorju leta 2014. Na pogoje financiranja kljub nekaterim izboljšavam od sredine leta 2014 še naprej vpliva veliko število slabih posojil bank. Stopnja brezposelnosti je v letu 2014 dosegla najvišjo raven, kar velja tudi za dolgoročno brezposelnost in brezposelnost mladih ob visokih stopnjah NEET. Kazalnik revščine in socialni kazalnik sta bila leta 2014 na splošno stabilna, čeprav na zaskrbljujoče visoki ravni.

*Na splošno ekonomska razlaga poudarja vprašanja v zvezi s šibko rastjo produktivnosti, ki zavira možnosti za rast in izboljšanje konkurenčnosti ter otežuje zmanjševanje javne zadolženosti. Zato se tudi ob upoštevanju februarja ugotovljenih čezmernih neravnotežij Komisiji zdi primerno dodatno proučiti nadaljnji obstoj makroekonomskih tveganj in spremljati napredek pri odpravljanju čezmernih neravnotežij.*

**Ciper:** Ciper od marca 2013 izvaja program makroekonomskega prilagajanja ob finančni pomoči.

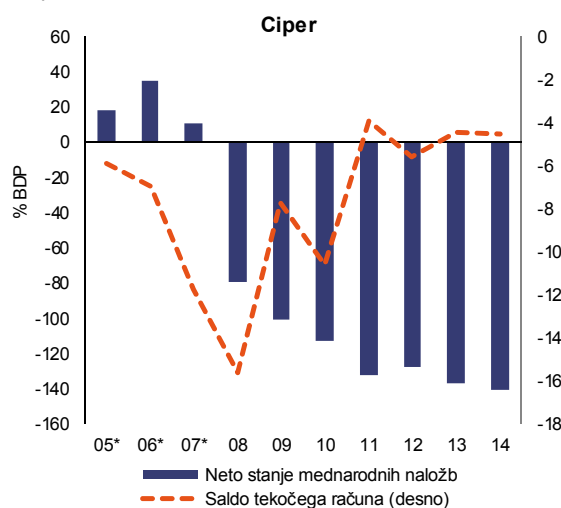
Zato je nadzor neravnotežij potekal v okviru programa in ne v okviru postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem. V okviru programa je Ciper izvedel številne pomembne ukrepe, namenjene zmanjšanju čezmernih neravnotežij, čemur je sledil začetek okrevanja gospodarstva in stabilizacije bančnega sistema. Vendar v posodobljenem pregledu več kazalnikov še vedno presega okvirne pragove, in sicer primanjkljaj na tekočem računu, neto stanje mednarodnih naložb, izgube deležev na izvoznih trgih, dolg zasebnega sektorja, dolg

Graf A11: Produktivnost dela skupaj



Vir: službe Komisije

Graf A12: NSMN (NIIP) in saldo tekočega računa



Vir: Eurostat. Opomba: \* označuje BMP5 in ESR95

sektorja država in stopnja brezposelnosti ter porast dolgoročne brezposelnosti in brezposelnosti mladih.

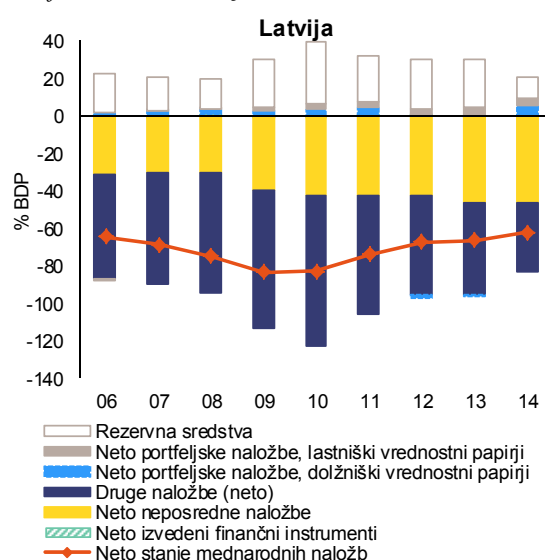
Primanjkljaj na tekočem računu kljub nekaterim prilagoditvam ostaja visok in ne zadošča za stabilizacijo velikega stanja neto zunanjih obveznosti. Poleg tega je do prilagoditve tekočega računa prišlo predvsem zaradi krčenja uvoza, medtem ko so nakopičene izgube deležev na izvoznih trgih precejšnje, čeprav je bila leta 2014 zabeležena omejena rast na letni ravni. Stroškovna konkurenčnost se je povečala, kar je razvidno iz znatnega zmanjšanja stroškov dela na enoto in upada realnega efektivnega deviznega tečaja, ki temelji na harmoniziranem indeksu cen življenjskih potrebščin. Dolg zasebnega sektorja ostaja zelo visok in razdolževanje napreduje počasi tako za gospodinjstva kot za gospodarske družbe kljub pomembnim reformam, ki pomagajo pri reševanju izredno velikih deležev slabih posojil v bančnem sistemu. Cene stanovanj še naprej upadajo kot odziv na prilagajanje stanovanjskega trga, ki trenutno poteka, vendar se je upadanje upočasnilo. Javni dolg je zelo visok in obstajajo tveganja za vzdržnost javnih financ. Stopnja brezposelnosti je znatno narasla zaradi neugodnih gospodarskih gibanj, vključno z dolgoročno brezposelnostjo in brezposelnostjo mladih.

*Na splošno je program za makroekonomske prilagoditve Cipru pomagal zmanjšati čezmerna makroekonomska neravnotežja in obvladovati povezana tveganja. Razmere na Cipru bodo v okviru postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem ocenjene ob izteku trenutnega programa finančne pomoči ter bodo med drugim odvisne od ureditve, ki bo sprejeta po izteku programa.*

**Latvija:** V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem za Latvijo ni bilo ugotovljeno, da bi imela makroekonomska neravnotežja. V posodobljenem pregledu več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer neto stanje mednarodnih naložb, stroški dela na enoto in brezposelnost.

Na tekočem računu je še vedno primanjkljaj, negativno razmerje neto stanja mednarodnih naložb pa znatno presega prag, čeprav se postopoma izboljšuje. Obenem zelo velik delež te obveznosti odraža stanje neposrednih tujih naložb, neto zunanji dolg pa je na zmerni ravni in tudi upada. Deleži na izvoznih trgih se povečujejo, čeprav počasneje. Izboljševanje trgovinske bilance prispeva k omejitvi primanjkljaja na tekočem računu. Medtem na področju izvoza poteka pomembna prilagoditev glede proizvodov in trgov v okviru nestabilnega zunanjega okolja in hudih motenj v trgovini z Rusijo. Stroški dela na enoto se še naprej povečujejo po strmem padcu med krizo, kazalnik pa je zdaj nekoliko nad pragom. Cene stanovanj po dosegu zelo nizke ravni spet rastejo. Finančni sektor je še vedno stabilen in proces razdolževanja še vedno traja kljub nizkim obrestnim meram. Deleža javnega in zasebnega dolga ostajata znatno pod pragovoma. Brezposelnost se zmanjšuje, čeprav je še vedno nad pragom. Dolgoročna brezposelnost in brezposelnost mladih sta se v zadnjih dveh letih znatno zmanjšali.

Graf A13: Neto stanje mednarodnih naložb



Vir: Eurostat

Na splošno ekonomska razlaga opozarja na tveganja, čeprav so omejena na zunanji strani v kontekstu postopnega ponovnega uravnoveženja na notranji ravni. Zato Komisija na tej stopnji ne bo izvedla nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem.

**Litva:** V prejšnjih krogih postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem za Litvo ni bilo ugotovljeno, da bi imela makroekonomska neravnotežja. V posodobljenem pregledu več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer neto stanje mednarodnih naložb, stroški dela na enoto, cene stanovanj in brezposelnost.

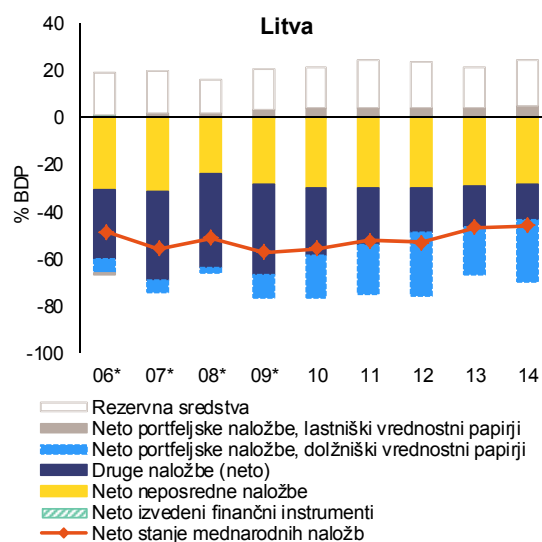
Ob upoštevanju prilagoditve tekočega računa se je negativno neto stanje mednarodnih naložb v zadnjih letih nenehno izboljševalo. Vhodne neposredne tuje naložbe pomenijo znatno nižji neto zunanji dolg. Prisoten je skupen porast deležev na izvoznih trgih, vendar se je povečevanje deležev znatno upočasnilo zaradi upadanja izvoza predvsem v Rusijo. Prišlo je do omejenih izgub stroškovne konkurenčnosti, realni efektivni devizni tečaj se rahlo povečuje, nominalni stroški dela na enoto pa naraščajo s hitrostjo, ki je nekoliko pod pragom. Deleža dolga zasebnega sektorja in javnega dolga sta ostala razmeroma nizka, v zasebnem sektorju pa se nadaljuje razdolževanje. Obveznosti finančnega sektorja so se povečevale in kreditni tokovi nefinančnim družbam so se v letu 2014 rahlo povečali. Deflacionirane cene stanovanj so se stabilizirale po prejšnjih močnih popravkih. Brezposelnost se je še naprej zniževala proti pragu, glede dolgotrajne brezposelnosti in brezposelnosti mladih pa se kaže znatno izboljšanje.

Na splošno ekonomska razlaga poudarja vprašanja v zvezi z zunanjo uspešnostjo, čeprav z omejenim tveganjem. Zato Komisija na tej stopnji ne bo izvedla nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem.

**Luksemburg:** V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem za Luksemburg ni bilo ugotovljeno, da bi imel makroekonomska neravnotežja. V posodobljenem pregledu več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer dolg zasebnega sektorja, stopnja rasti obveznosti finančnega sektorja in stopnja brezposelnosti mladih.

Znatni presežek Luksemburga na tekočem računu se je dodatno zmanjšal zaradi velikega povečanja primanjkljaja primarnega dohodka, ki je več kot izravnal izboljšanje bilance trgovanja in storitev. Rast stroškov

Graf A14: Neto stanje mednarodnih naložb

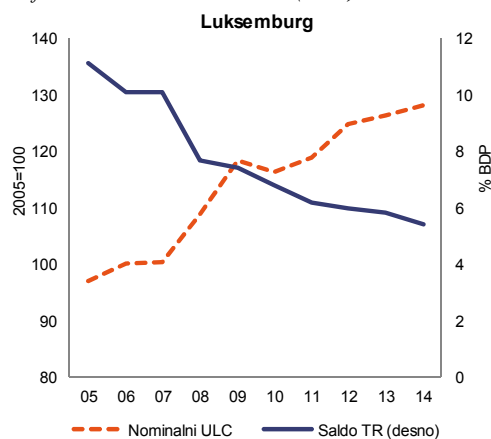


Vir: Eurostat

Opomba: \* označuje BMP5 in ESR95 - prekinitev serije v letu 2009.

Brezposelnost se je še naprej zniževala proti pragu, glede dolgotrajne brezposelnosti in brezposelnosti mladih pa se kaže znatno izboljšanje.

Graf A15: Stroški dela na enoto (ULC) in saldo tekočega računa



Vir: Eurostat, službe Komisije

Opomba: podatki ESR 2010 in BPM6

dela na enoto se je leta 2014 tudi zaradi pozitivnega prispevka produktivnosti umirila, kar je prispevalo k znatnemu povečanju deležev na izvoznih trgih. Zadolženost zasebnega sektorja (konsolidirani podatki, vendar ne za čezmejna posojila med podjetji, ki so visoka) je v letu 2014 ostala precej nad pragom. Kljub visoki ravni zadolženosti razdolževanje ne poteka. Dolg sektorja država je nizek. Medtem ko so se obveznosti finančnega sektorja bistveno povečale, učinek vzvoda finančnega sektorja ostaja nizek in tudi če obstajajo tveganja glede na velikost sektorja, so omejena. Rast realnih cen stanovanj se je v letu 2014 še pospešila, ponudba in povpraševanje na stanovanjskem trgu pa ostajata neusklajena, kar zmanjšuje verjetnost močnega popravka cen. Brezposelnost mladih se je povečala, čeprav v okviru nizke stopnje brezposelnosti.

*Na splošno ekonomska razlaga poudarja postopno izboljševanje gospodarskega okolja z zmanjšanimi tveganji. Zato Komisija na tej stopnji ne bo izvedla nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem.*

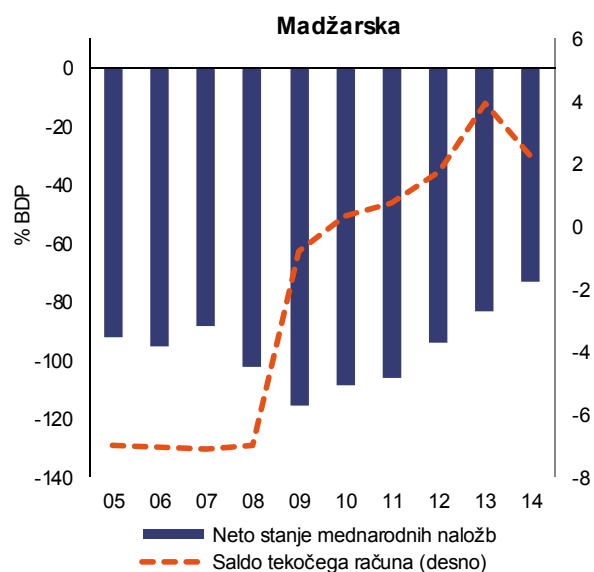
**Madžarska:** Komisija je februarja 2015 ugotovila, da na Madžarskem obstajajo makroekonomska neravnotežja, ki zahtevajo odločno ukrepanje, zlasti glede nadaljnjega prilagajanja negativnega neto stanja mednarodnih naložb ter razmeroma visokega javnega dolga. V posodobljenem pregledu več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer neto stanje mednarodnih naložb, izgube deležev na izvoznih trgih in dolg sektorja država.

Krepitev tekočega računa, ki je od leta 2010 v presežku, je zagotovila zelo hitro in trajno zmanjšanje neto stanja mednarodnih naložb, čeprav je še vedno na visoki ravni. Izboljšanje tekočega računa je predvsem posledica šibkega domačega povpraševanja. Rast stroškov dela na enoto je bila razmeroma dinamična, vendar to v glavnem odraža učinek menjalnih razmerij, medtem ko se je realni efektivni devizni tečaj znižal. Letna rast deležev na izvoznih trgih se je v letu 2014 nadaljevala, kar je privedlo do zmanjšanja skupnih izgub. Zadolženost zasebnega sektorja se zmanjšuje, raven slabih posojil pa je še vedno visoka, kar obremenjuje finančni sektor in prispeva k negativnim kreditnim tokovom. Od sredine leta 2013 se je rast močno okrepila.

Razdolževanje se je upočasnilo, tudi zaradi subvencioniranih posojilnih shem centralne banke. Videti je, da se je padanje realnih cen stanovanj ustavilo. Dolg sektorja država se je še naprej postopno zmanjševal, čeprav razmeroma počasi. Zaradi omejenih možnosti za gospodarsko rast so šibke točke države še vedno ogrožene. Kazalnik brezposelnosti je padel pod prag zaradi višje stopnje zaposlenosti. Kazalniki revščine kažejo, da se je skupna stopnja oseb, ki jih ogroža revščina ali socialna izključenost, zmanjšala, čeprav je še vedno visoka.

*Na splošno ekonomska razlaga poudarja zunanja tveganja, čeprav so se zmanjšala, medtem ko notranje okrevanje ovirajo pritiski za razdolževanje v razmerah nizkega potenciala rasti. Tudi ob upoštevanju februarja ugotovljenih neravnotežij, ki zahtevajo odločno ukrepanje, se Komisiji zato zdi primerno dodatno proučiti tveganja, povezana z nadaljnjim obstojem neravnotežij ali njihovim odpravljanjem.*

Graf A16: NSMN (NIIP) in saldo tekočega računa

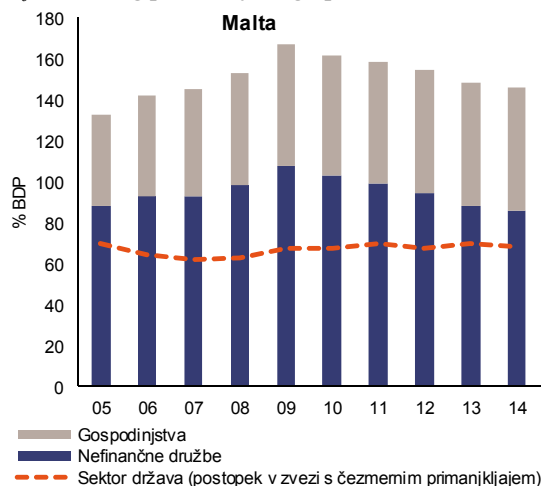


Vir: Eurostat

**Malta:** V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem za Malto ni bilo ugotovljeno, da bi imela makroekonomska neravnotežja. V posodobljenem pregledu več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer izgube deležev na izvoznih trgih ter zasebni in javni dolg.

Saldo tekočega računa in neto stanje mednarodnih naložb sta se v letu 2014 precej izboljšala. Izboljšanje neto stanja mednarodnih naložb odraža tudi ugoden razvoj finančnega računa gospodarstva, ki ga podpirajo spremembe tržnega vrednotenja in gibanja menjalnega tečaja. Vendar so bile v zadnjih letih prisotne izgube deležev na izvoznih trgih, ki v primeru, da se bodo nadaljevale, lahko pomenijo tudi nevarnost zmanjšanja konkurenčnosti, čeprav se je razvoj na področju stroškovne konkurenčnosti leta 2014 umiril, saj se je rast stroškov dela na enoto upočasnila, realni efektivni devizni tečaj pa je ostal nespremenjen. Zasebni dolg je še vedno visok, zlasti zaradi podjetniškega sektorja, vendar se delež dolga v BDP izboljšuje, kar odraža močno gospodarsko rast in umirjeno rast posojil. Dolg sektorja država se počasi prilagaja, ko se proračunski saldo utrjuje, predvsem zaradi višjih proračunskih prihodkov, kar odraža tudi ugodno makroekonomsko okolje. Sposobnost prilagajanja gospodarstva podpira dobro delovanje trga dela, zlasti močno povečanje zaposlenosti in nizka stopnja brezposelnosti, tudi brezposelnosti mladih.

Graf A17: Dolg po sektorjih v gospodarstvu

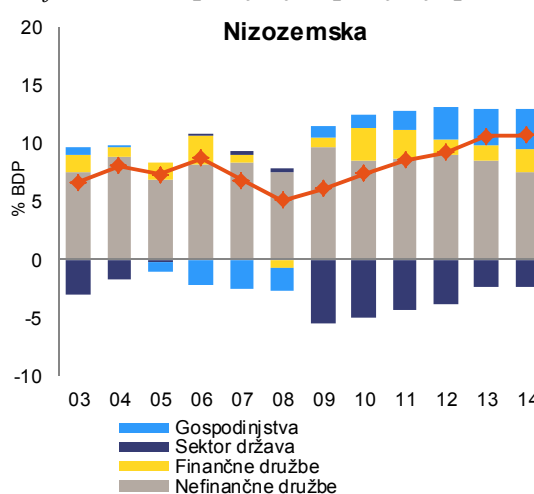


Vir: Eurostat

Na splošno ekonomska razlaga poudarja tveganje slabih izvoznih rezultatov, omejena zunanja tveganja in domače razdolževanje, ki je v teku. Zato Komisija na tej stopnji ne bo izvedla nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem.

**Nizozemska:** Komisija je februarja 2015 ugotovila, da na Nizozemskem obstajajo makroekonomska neravnotežja, zlasti glede tveganj, ki izhajajo iz visoke ravni zasebnega dolga, pri čemer velik presežek na tekočem računu lahko kaže na neučinkovito razporeditev kapitala. V posodobljenem pregledu več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer presežek na tekočem računu, izgube deležev na izvoznih trgih, zasebni in javni dolg ter porast dolgoročne brezposelnosti in brezposelnosti mladih.

Graf A18: Neto posojanje/izposojanje po sekt.



Vir: Ameco

Presežek na tekočem računu, ki se je povečeval do leta 2013 zaradi razdolževanja gospodinjstev, še vedno precej presega prag. Presežek je delno posledica strukturnih

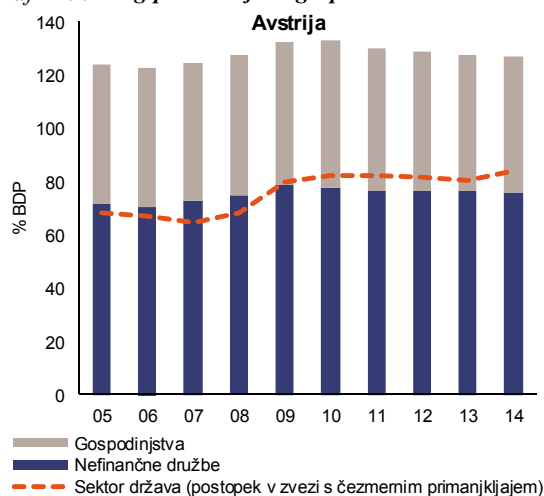
značilnosti gospodarstva, kot so strukturno visoki saldo ponovnega izvoza in kapitalski tokovi multinacionalk. Odraža tudi visoki zadržani dobiček in tako velike prihranke v podjetniškem sektorju v primerjavi s sorazmerno šibkimi naložbami. Vendar pa je videti, da se naložbena dejavnost na splošno, vključno s stanovanjskimi naložbami, v letu 2015 krepi in bo predvidoma okrevala še naprej. Še vedno so prisotne skupne izgube deležev na izvoznih trgih, letna rast v letih 2013 in 2014 pa kaže na izboljšanje v prihodnosti. Kazalniki stroškovne konkurenčnosti so stabilni. Dolg zasebnega sektorja ostaja precej nad pragom, vendar na splošno stabilen, čeprav obstajajo pritiski za razdolževanje v sektorju gospodinjstev glede na velik delež gospodinjstev z negativnim neto lastniškim stanovanjskim kapitalom. Ukrepi politike, kot so zmanjšanje davčne olajšave za hipotekarne obresti ter razmerja med posojilom in vrednostjo zastavljenih nepremičnin, naj bi prispevali k postopnemu, vendar počasnemu zmanjševanju zadolženosti gospodinjstev in k večji odpornosti finančnega sektorja. Javni dolg je nekoliko nad pragom in stabilen. Brezposelnost je razmeroma omejena. Nizka stopnja brezposelnosti mladih se je povečala, vendar se izboljšuje. Dolgotrajna brezposelnost narašča, zlasti zaradi brezposelnosti starejših delavcev.

*Na splošno ekonomska razlaga poudarja vprašanja glede visoke ravni zasebnega dolga in trajnih razlik med prihranki in naložbami, ki se odražajo v velikem presežku na tekočem računu. Zato se Komisiji – tudi zaradi ugotovljenega neravnotežja v februarju – zdi koristno, da nadalje preuči obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.*

**Avstrija:** V prejšnjem krogu MIP je bilo ugotovljeno, da v Avstriji ni neravnotežij. V posodobljenem pregledu več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer izgube deležev na izvoznih trgih, dolg sektorja država in porast brezposelnosti mladih.

Stanje tekočega računa in neto stanje mednarodnih naložb je pozitivno. Vendar so nakopičene izgube deleža na izvoznih trgih še vedno velike, hkrati pa se pomisleki glede stroškovne konkurenčnosti zdijo omejeni, stroški dela na enoto zmerno naraščajo in realni efektivni devizni tečaj rahlo raste. Javnofinančni dolg se je leta 2014 znatno povečal, kar odraža stalen močan vpliv prestrukturiranja in likvidacije finančnih institucij v težavah na javne finance ter kaže na še vedno velike povratne vplive med finančnim sektorjem in državo. Dolgotrajno prestrukturiranje takih bank je povezano tudi z negotovostjo glede njegovega pravnega okvira. Pritiski glede stroškov financiranja

Graf A19: Dolg po sektorjih v gospodarstvu



Vir: Eurostat

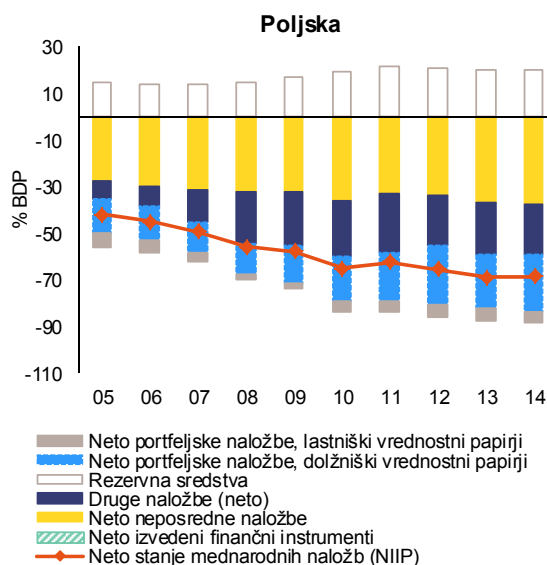
so se povečali v zvezi z znižanji bonitetnih ocen avstrijskih bank in tveganji, povezanimi z izpostavljenostjo srednji, vzhodni in jugovzhodni Evropi, zlasti v zvezi z nedavnimi geopolitičnimi razmerami v Rusiji in Ukrajini. V povezavi s prestrukturiranjem sredstev za izpolnjevanje regulativnih zahtev lahko ti dogodki negativno vplivajo na sposobnost bank za odobritev posojil in bi lahko povzročili negativne učinke prelivanja na rast posojil ter gospodarsko aktivnost doma in v tujini. Dolg zasebnega sektorja ostaja nekoliko pod pragom na relativno stabilni ravni, medtem ko se kreditni tokovi v zasebni sektor zmerno zmanjšujejo. Rast cen stanovanj se je upočasnila. Stopnja brezposelnosti se je ustalila na razmeroma nizki ravni, brezposelnost mladih pa se je povečala, vendar tudi ostaja na nizki ravni.

*Na splošno ekonomska razlaga poudarja vprašanja v zvezi s finančnim sektorjem, zlasti v zvezi z njegovo visoko izpostavljenostjo dogajanju v tujini, dejanskimi in morebitnimi učinki prelivanja med finančnim sektorjem in javnimi financami ter vplivom na posojila zasebnemu sektorju. Zato se Komisiji zdi koristno, da v podrobnejši analizi nadalje preuči vključena tveganja in oceni, ali obstaja neravnotežje.*

**Poljska:** V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem za Poljsko ni bilo ugotovljeno, da bi imela makroekonomska neravnotežja. V posodobljenem pregledu neto stanje mednarodnih naložb presega okvirni prag.

Prilagoditev tekočega računa poteka že vrsto let, sedanje stanje pa kaže stabilen, vendar zmeren primanjkljaj. To izboljšanje je predvsem posledica močnejšega izvoza blaga in nižjega primanjkljaja na računu razdelitve dohodka. Medtem ko se je močno negativno neto stanje mednarodnih naložb nekoliko izboljšalo, je zunanja ranljivost omejena, saj neposredne tuje naložbe predstavljajo velik del zunanjih obveznosti. Deleži na izvoznih trgih so se skupno povečali in dosegli znatno rast na letni ravni v letih 2013 in 2014. Tudi kazalniki stroškovne konkurenčnosti kažejo ugodno stanje z zmanjšanimi stroški dela na enoto. Zadolženost zasebnega sektorja se je na splošno ustalila precej pod okvirnim pragom. Tudi javni dolg je precej pod pragom in se je leta 2014 zmanjšal zaradi enkratnega prenosa sredstev iz drugega stebra zasebnega pokojninskega sklada na sektor država po delni razveljavitvi sistemske pokojninske reforme iz leta 1999. Bančni sektor je bil še naprej dobro kapitaliziran, likviden in donosen kljub znatnemu obsegu posojil, denominiranih v tuji valuti. Po petih letih upadanja so realne cene stanovanj v letu 2014 spet zrasle. V primerjavi s prejšnjim letom je stopnja brezposelnosti padla pod okvirni prag.

Graf A20: Neto stanje mednarodnih naložb



Vir: Eurostat

*Na splošno ekonomski pregled opozarja na nekatera vprašanja v zvezi z zunanjim položajem, vendar z omejenimi tveganji. Zato Komisija na tej stopnji ne bo izvedla nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem.*

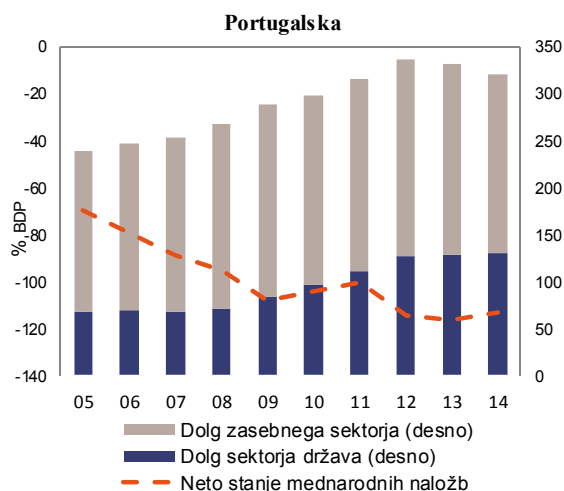
**Portugalska:** Komisija je februarja 2015 ugotovila, da na Portugalskem obstajajo čezmerna makroekonomska neravnotežja, ki zahtevajo odločne ukrepe politike in posebno spremljanje, zlasti glede tveganj visokih ravni zunanjega, javnega in zasebnega dolga, pritiska za razdolževanje in visoke stopnje brezposelnosti. V posodobljenem pregledu več kazalnikov še vedno presega okvirni prag, in sicer neto stanje mednarodnih naložb, dolg zasebnega sektorja, dolg sektorja država, stopnja brezposelnosti in upad stopnje aktivnosti ter porast dolgotrajne brezposelnosti in brezposelnosti mladih.

Neto stanje mednarodnih naložb je močno negativno, vendar se zunanja vzdržnost počasi izboljšuje, k čemur prispeva močna prilagoditev tekočega računa, ki je pripeljala do zmernih presežkov na tekočem računu, ter boljši pogoji za rast. Nakopičene izgube deležev na izvoznih trgih so se zmanjšale na raven pod pragom kot posledica znatne letne rasti v obdobju

2013/2014, k temu pa je prispevalo tudi prilagajanje stroškovne konkurenčnosti. Zadolženost zasebnega sektorja je zelo visoka. Kljub temu se je razdolževanje podjetij v letu 2014 pospešilo, rast posojil pa ostaja negativna. Visoka raven slabih posojil negativno vpliva na bilanco stanja nefinančnega in finančnega sektorja. Tudi javni dolg je zelo visok, vendar se zdaj začneja zmanjševati. Stopnja brezposelnosti je visoka, skrb pa zbuja tudi nizka stopnja aktivnosti in visoka stopnja dolgotrajne brezposelnosti in brezposelnosti mladih. Vendar se je brezposelnost od leta 2014 zmanjšala, vključno z brezposelnostjo med mladimi in dolgotrajno brezposelnostjo.

*Na splošno ekonomska razlaga poudarja vprašanja v zvezi z zelo veliko zadolženostjo v različnih sektorjih, vendar z napredkom pri razdolževanju v gospodarskih razmerah, ki se počasi izboljšujejo. Zato se tudi ob upoštevanju februarja ugotovljenega čezmernega neravnotežja Komisiji zdi primerno dodatno proučiti nadaljnji obstoj makroekonomskih tveganj in spremljati napredek pri odpravljanju čezmernih neravnotežij. To bo usklajeno s stalnim nadzorom po izteku programa.*

Graf A21: NSMN (NIIP), zasebni in javni dolg

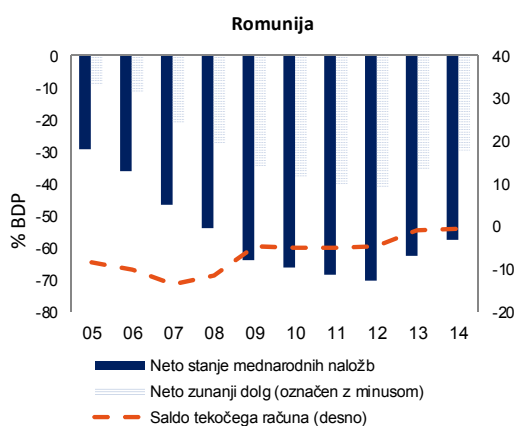


Vir: Eurostat

**Romunija:** Komisija je februarja 2015 ugotovila, da v Romuniji obstajajo makroekonomska neravnotežja, ki zahtevajo ukrepe politike in spremljanje, zlasti v zvezi s tveganji zaradi razmeroma visokega negativnega neto stanja mednarodnih naložb in šibke srednjeročne izvozne zmogljivosti, kljub ohranitvi stabilnosti finančnega sektorja pa še vedno ostajajo zunanje in notranje slabosti bančnega sektorja. V posodobljenem pregledu neto stanje mednarodnih naložb presega okvirni prag.

Visoko negativno neto stanje mednarodnih naložb odraža kopičenje primanjkljajev na tekočem računu v obdobju pred krizo, vendar se znižuje. Neto zunanji dolg znaša približno polovico neto stanja mednarodnih naložb. Neto prilivi neposrednih tujih naložb so se v zadnjih dveh letih povečali. Stanje na tekočem računu se zmanjšuje in je v letu 2014 doseglo manjši primanjkljaj, predvsem zaradi močne rasti izvoza, vendar se v prihodnjih letih lahko spet nekoliko poveča. Trgovinska bilanca je leta 2014 ostala pozitivna, deleži na izvoznih trgih pa so na letni ravni zrasli. Kazalniki stroškovne konkurenčnosti so bili v letu 2014 stabilni in

Graf A22: NSMN (NIIP) in saldo tekočega računa



Vir: službe Komisije

realni učinkoviti devizni tečaj se je le za odtenek povečal. Dolg zasebnega sektorja ostaja razmeroma nizek, medtem ko se je rast zasebnih posojil v zadnjem času spet okrepila. Zdi se, da je bančni sektor dobro kapitaliziran, medtem ko se je delež slabih posojil znatno zmanjšal. Ocena bilance stanja in obremenitveni test v zavarovalniškem sektorju sta bila zaključena julija 2015, začela pa sta se pregled kakovosti sredstev in obremenitveni test v bančnem

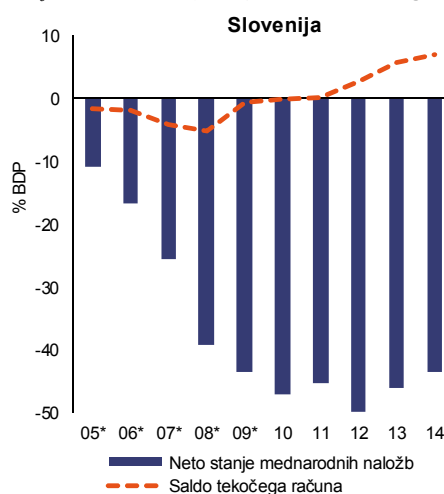
sektorju. Javni dolg ostaja nizek, nedavno dogovorjeni fiskalni ukrepi in ad hoc povišanja plač za nekatere kategorije javnih uslužbencev pa kažejo na občutno zmanjšanje fiskalnih pritiskov. Dolgotrajna brezposelnost in brezposelnost mladih ter kazalniki revščine so se v letu 2014 rahlo izboljšali.

*Na splošno ekonomska razlaga poudarja vprašanja v zvezi z zunanjim položajem, konkurenčnostjo in fiskalno vzdržnostjo. Zato se Komisiji – tudi zaradi ugotovljenega neravnotežja v februarju – zdi koristno, da nadalje preuči obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.*

**Slovenija:** Komisija je februarja 2015 ugotovila, da v Sloveniji obstajajo makroekonomska neravnotežja, ki zahtevajo odločno ukrepanje in posebno spremljanje, zlasti glede tveganj, ki izhajajo iz naraščajoče ravni javnega dolga, medsebojnega učinkovanja prestrukturiranja podjetniškega in bančnega sektorja ter z njim povezanih slabih posojil, učinkovitosti podjetij v državni lasti in zelo šibkih naložb. V posodobljenem pregledu več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer neto stanje mednarodnih naložb, izgube deležev na izvoznih trgih, dolg sektorja država ter porast dolgoročne brezposelnosti in brezposelnosti mladih.

Tekoči račun se je še naprej močno popravljal in v letu 2014 dosegel precejšen presežek, saj se je izvoz povečal, domače povpraševanje pa je ostalo nizko. Posledično se je neto stanje mednarodnih naložb izboljšalo, vendar ni doseglo praga, čeprav ne manjka veliko. Cenovna in stroškovna konkurenčnost se je z zniževanjem stroškov dela na enoto še naprej izboljševala. To je pripomoglo k povečanju deležev na izvoznih trgih na letni ravni v letih 2013 in 2014, čeprav nakopičene izgube ostajajo nad pragom. Dolg zasebnega sektorja se je leta 2014 zmanjšal, kar je posledica razdolževanja podjetniškega sektorja, k čemur je v veliki meri prispevala negativna rast posojil. Razdolževanje finančnega sektorja se je prav tako nadaljevalo, k temu pa so pripomogli dodatni prenosi slabih posojil na Družbo za upravljanje terjatev bank v državni lasti in nadaljnje dokapitalizacije bank s strani države. S tem se je še bolj povečal skupni dolg sektorja država, ki še naprej precej presega prag. Stopnja brezposelnosti se je v letu 2014 znižala po doseženem vrhuncu v prejšnjem letu. Medtem ko je stopnja zaposlenosti v letu 2014 po 5 letih krčenja spet začela rasti, je stopnja dolgotrajne brezposelnosti ostala zelo visoka, stopnja brezposelnosti mladih pa se je le malenkostno zmanjšala. Še vedno obe presegata prag.

Graf A23: NSMN (NIIP) in saldo tekočega računa



Vir: Eurostat

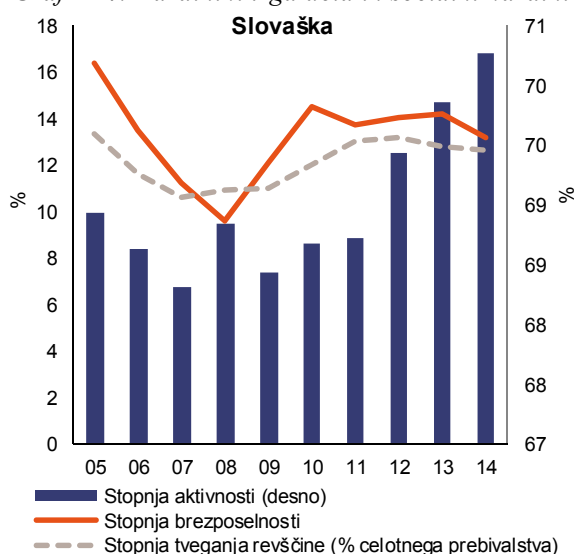
*Na splošno ekonomska razlaga poudarja vprašanja v zvezi z dolgoročno fiskalno vzdržnostjo, razdolževanjem zasebnega sektorja in prilagoditvijo trga dela. Tudi ob upoštevanju februarja ugotovljenih neravnotežij, ki zahtevajo odločno ukrepanje in posebno spremljanje, se Komisiji zato zdi primerno dodatno proučiti tveganja, povezana z nadaljnjim obstojem neravnotežij ali njihovim odpravljanjem.*

**Slovaška:** V prejšnjem krogu postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem za Slovaško ni bilo ugotovljeno, da bi imela makroekonomska neravnotežja. V posodobljenem

pregledu več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer neto stanje mednarodnih naložb in brezposelnost.

Saldo tekočega računa kaže presežek od leta 2012, vendar se neto stanje mednarodnih naložb še naprej slabša, skupaj s stalnim prilivom neposrednih tujih naložb, ki so v veliki meri povezane z avtomobilsko industrijo. Deleži na izvoznih trgih so na letni osnovi nekoliko upadli, kar odraža zmerno povečanje realnega efektivnega deviznega tečaja in omejeno rast nominalnih stroškov dela na enoto. Skupno to še vedno pomeni povečanje tržnih deležev. Kreditni tokovi v zasebni sektor so se v zadnjih letih pospešili, kar prispeva k rasti deleža dolga zasebnega sektorja, ki pa še vedno ostaja močno pod okvirnim pragom. Bančni sektor, ki je večinoma v tuji lasti, je dobro kapitaliziran, njegove skupne obveznosti so se po ocenah le nekoliko povečale. Delež dolga sektorja država se je leta 2014 malenkostno zmanjšal in ostaja pod okvirnim pragom. Čeprav se je stopnja aktivnosti v zadnjih letih postopoma izboljševala, je strukturna brezposelnost najbolj pereč problem ekonomske politike.

Graf A24: Kazalniki trga dela in socialni kazalniki



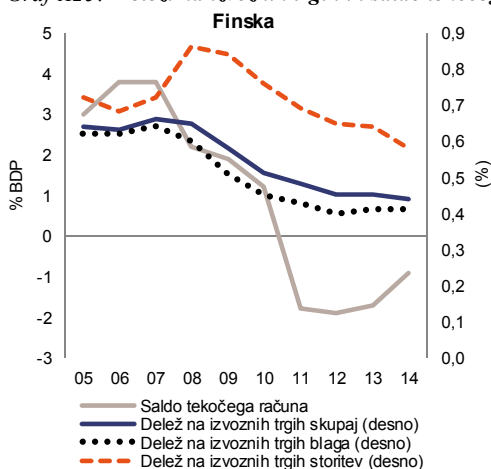
Vir: Eurostat

Na splošno ekonomska razlaga poudarja zunanja vprašanja, vendar z omejenim tveganjem, medtem ko strukturna brezposelnost ostaja izziv. Zato Komisija na tej stopnji ne bo izvedla nadaljnje poglobljene analize v okviru postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem.

**Finska:** Komisija je februarja 2015 ugotovila, da na Finskem obstajajo makroekonomska neravnotežja, zlasti v zvezi s konkurenčnostjo. V posodobljenem pregledu več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer izgube deležev na izvoznih trgih, zasebni dolg in porast brezposelnosti mladih.

Saldo tekočega računa se je od leta 2011 stabiliziral na ravni zmernega primanjkljaja, kar kaže na to, da se je uvoz prilagodil nižjemu izvozu. Obenem se je delež naložb v razmerju do BDP zmanjšal na zgodovinsko nizko raven. Neto stanje mednarodnih naložb je rahlo pozitivno. Prišlo je do znatnih nakopičenih izgub deležev na izvoznih trgih, vključno z letnimi izgubami v vseh letih od leta 2008. V letih 2013 in 2014 je bila izguba manjša kot v prejšnjih letih, vendar je bila v večini drugih držav EU takrat že prisotna zmerna rast deležev na izvoznih trgih. Ti dogodki kažejo na težave pri procesu gospodarskega prestrukturiranja, ki je sledilo zatonu prej uspešnih panog proizvodne industrije, kot sta elektronika in gozdarstvo. Čeprav je kazalnik za spremembo nominalnih stroškov dela na enoto zdaj pod pragom, skupna izguba stroškovne konkurenčnosti ostaja velika. Delež dolga zasebnega

Graf A25: Deleži na izvoznih trgih in saldo tekočega računa



Vir: Eurostat

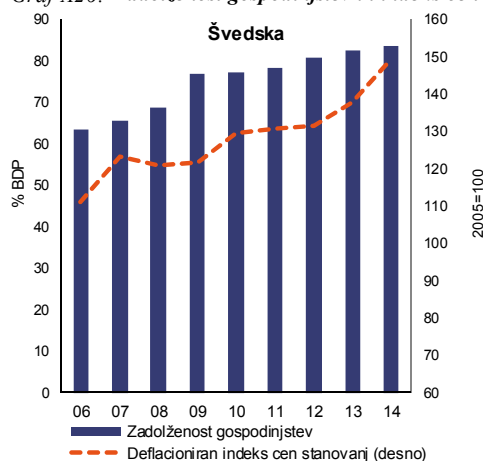
sektorja v BDP je še vedno visok, predvsem zaradi še vedno visoke zadolženosti podjetij, čeprav se je neto kreditni tok v zasebni sektor v letu 2014 kljub ugodnim kreditnim pogojem skoraj ustavil. Kar se tiče gospodinjstev, so se cene stanovanj v letih 2012–2014 zmerno zmanjšale, s tem popravkom preteklih povišanj pa so se zmanjšala tveganja za finančno stabilnost. Stopnja brezposelnosti je pod pragom, vendar se povečuje in je zdaj nad ravnijo obdobja 2009–2010. Povečala se je tudi brezposelnost mladih.

*Na splošno ekonomska razlaga poudarja vprašanja v zvezi s cenovno in necenovno konkurenčnostjo v okviru prestrukturiranja. Zato se Komisiji – tudi zaradi ugotovljenega neravnotežja v februarju – zdi koristno, da nadalje preuči obstoj neravnotežij in njihovo odpravljanje.*

**Švedska:** Komisija je februarja 2015 ugotovila, da na Švedskem obstajajo makroekonomska neravnotežja, zlasti v zvezi s stopnjo zadolženosti gospodinjstev, ki jo spremljajo neučinkovitosti stanovanjskega trga. V posodobljenem pregledu več kazalnikov presega okvirne pragove, in sicer presežek na tekočem računu, izgube deležev na izvoznih trgih, cene stanovanj in zadolženost zasebnega sektorja.

Presežek na tekočem računu ostaja nekoliko nad pragom predvsem zaradi visoke stopnje zasebnih prihrankov. Neto stanje mednarodnih naložb se hitro izboljšuje, vendar še vedno kaže manjši primanjkljaj. Izgube deležev na izvoznih trgih ostajajo precej nad pragom, vendar so se izgube od leta 2013 upočasnile. Izgube je mogoče povezati s slabim svetovnim povpraševanjem. Rast stroškov dela na enoto se je umirila in realni efektivni devizni tečaj se je v letu 2014 zmanjšal. Visoka stopnja zasebnega dolga še vedno zahteva pozornost. Zadolženost podjetij se je spet začela povečevati, potem ko se je ustalila na visoki ravni. Po uvedbi omejitve razmerja med višino posojila in vrednostjo zastavljenih nepremičnin za hipotekarna posojila v letu 2010 se je rast posojil za gospodinjstva začasno upočasnila in zadolženost gospodinjstev se je ustalila. Vendar pa se je od takrat zadolženost gospodinjstev spet začela povečevati, cene stanovanj so bile od sredine leta 2013 zelo dinamične, leta 2014 pa je bila rast nad pragom, kar lahko prinaša tveganja za makroekonomske stabilnost. Ponudba stanovanj je omejena, na strani povpraševanja pa cene stanovanj in zadolženost gospodinjstev dvigujejo davčne spodbude za posojila, izjemno nizke hipotekarne obrestne mere in pomanjkanje zahtev v zvezi z odplačevanjem. Vendar se bančna tveganja zdijo omejena, saj kakovost njihovih sredstev in donosnost ostajata visoki, čeprav so kapitalski blažilniki razmeroma majhni v primerjavi z velikostjo posojilnih portfeljev.

Graf A26: Zadolženost gospodinjstev in indeks cen stanovanj



Vir: Eurostat

*Na splošno ekonomska razlaga poudarja vprašanja, povezana z zunanjo konkurenčnostjo, visoko zadolženostjo zasebnega sektorja in dogajanjem v stanovanjskem sektorju. Zato se Komisiji – tudi zaradi ugotovljenega neravnotežja v februarju – zdi koristno, da nadalje preuči obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.*

**Združeno kraljestvo:** Komisija je februarja 2015 ugotovila, da v Združenem kraljestvu obstajajo makroekonomska neravnotežja, ki zahtevajo ukrepe politike in spremljanje, zlasti

glede tveganj v zvezi z visoko stopnjo zadolženosti gospodinjstev, ki je povezana tudi s strukturnimi značilnostmi nepremičninskega trga. V posodobljenem pregledu več kazalnikov presega okvirni prag, in sicer primanjkljaj na tekočem računu, izgube deležev na izvoznih trgih, cene stanovanj, dolg zasebnega sektorja in javni dolg.

Primanjkljaj na tekočem računu je leta 2014 še naprej naraščal zaradi povečanja primanjkljaja primarnega dohodka, triletni kazalnik pa zdaj presega prag. Neto stanje mednarodnih naložb je negativno in se je v zadnjih nekaj letih razmeroma hitro poslabšalo, vendar je še vedno krepko pod pragom. Nakopičene izgube tržnih deležev so se leta 2014 zaradi letne rasti zmanjšale, vendar še vedno ostajajo nad pragom. Medtem ko je bila rast stroškov dela na enoto zmerna in stabilna, se je realni efektivni devizni tečaj povečal, zlasti v letu 2014. Delež dolga zasebnega sektorja v BDP se zaradi nominalne rasti postopno zmanjšuje, vendar na splošno ostaja visok. Cene stanovanj še naprej rastejo, stopnja njihove rasti pa je v letu 2014 presegla prag. Vendar pa je pomembna značilnost zadnjih dveh let, da se naraščajoče cene stanovanj niso odrazile v povečanju zadolženosti gospodinjstev. Visok dolg sektorja država ostaja razlog za zaskrbljenost. Zaposlenost še naprej hitro raste, brezposelnost mladih ter delež mladih, ki niso zaposleni in se ne izobražujejo ali usposablajo, pa sta se zmanjšala.

Graf A27: Zadolženost gospodinjstev in indeks cen stanovanj



Vir: Eurostat

*Na splošno ekonomska razlaga poudarja vprašanja v zvezi s stanovanjskim trgom in zunanjo stranjo gospodarstva. Komisiji se – tudi zaradi ugotovljenih neravnotežij v februarju – zdi koristno, da nadalje preuči obstoj neravnotežij ali njihovo odpravljanje.*

Razpredelnica 1.1: Pregled za postopek v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem 2014

Leto 2014	Zunanja neravnotežja in konkurenčnost					Notranja neravnotežja						Novi kazalniki zaposlenosti <sup>1</sup>		
	saldo tekočega računa v % BDP (3-letno povprečje)	neto stanje mednarodnih naložb (% BDP)	realni efektivni devizni tečaj – 42 trgovinskih partnerjev, deflator HICP (3-letna sprememba v %)	delež na izvoznih trgih – % svetovnega izvoza (5-letna sprememba v %)	indeks nominalnih stroškov dela na enoto (2010=100) (3-letna sprememba v %)	indeks cen stanovanj (2010=100), deflaciran (1-letna sprememba v %)	kreditni tok zasebnega sektorja, konsolidiran (% BDP)	dolg zasebnega sektorja, konsolidiran (% BDP)	bruto dolg sektorja država (% BDP)	stopnja brezposelnosti (3-letno povprečje)	obveznosti finančnega sektorja skupaj, nekonsolidirane (1-letna sprememba v %)	stopnja aktivnosti – % celotnega prebivalstva, starostna skupina 15–64 let (3-letna sprememba v o. t.)	stopnja dolgotrajne brezposelnosti – % aktivnega prebivalstva, starostna skupina 15–74 let (3-letna sprememba v o. t.)	stopnja brezposelnosti mladih – % aktivnega prebivalstva, starostna skupina 15–24 let (3-letna sprememba v o. t.)
Pragi	-4/6%	-35%	±5% (EO) ±11% (Zunaj EO)	-6%	9% (EO) 12% (Zunaj EO)	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2%	0.5%	0.2%
BE	-0,1	57,2	-0,5	-10,7	5,6	1,1z	1,0	181,4	106,7	8,2	4,9	1,0	0,8	4,5
BG	0,9	-73,4	-2,6	6,7	12,5z	1,5z	-0,3	124,3	27,0	12,2	7,2	3,1	0,6	-1,2
CZ	-0,5	-35,6	-10,0	-5,0	3,8	1,8	1,8	72,7	42,7	6,7	4,4	3,0	0,0	-2,2
DK	6,9	47,0	-1,2	-17,3	5,1	3,1	1,7	222,8	45,1	7,0	6,6	-1,2	-0,1	-1,6
DE	6,9	42,3	-0,3	-8,3	7,6	1,5z	1,1	100,4	74,9	5,2	4,2	0,4	-0,6	-0,8
EE	-0,5	-43,6	4,7	24,5	13,0	12,8	6,4	116,1	10,4	8,7	12,2	0,5	-3,8	-7,4
IE	1,8	-106,7	-3,5	-6,1	-2,2	11,1	13,7	263,3	107,5	13,0	16,0	0,6	-2,0	-5,2
EL	-2,6	-124,1	-5,6	-17,5	-11,6z	-4,9o	-2,7	130,5	178,6	26,2	-7,6	0,1	10,7	7,7
ES	0,7	-94,1	-1,0	-11,5	-4,1z	0,1	-7,1	165,8	99,3	25,1	-1,9	0,3	4,0	7,0
FR	-1,0	-19,5	-1,2	-13,1	4,8	-1,6	3,3	143,2	95,6	10,1	5,4	1,3	0,6	1,5
HR	0,5	-88,6	-0,9	-18,0	-5,9	-2,0z	0,3	120,6	85,1	16,9	0,9	2,0	1,7	8,8
IT	0,8	-27,9	0,2	-14,0	3,6	-4,6z	-0,9	119,3	132,3	11,8	-0,7	1,8	3,5	13,5
CY	-4,9	-139,8	-1,4	-26,7	-7,7z	0,3z	-8,5	348,3	108,2	14,6	0,7	0,8	6,1	13,6
LV	-2,5	-60,9	0,4	9,9	12,9	5,1	-11,9	96,4	40,6	12,6	10,4	1,8	-4,1	-11,4
LT	1,3	-46,4	1,4	35,3	8,3	6,3	-1,2	52,5	40,7	12,0	16,3	2,3	-3,2	-13,3
LU	5,8	36,0	0,5	11,2	7,6	3,7	0,5	342,2	23,0	5,7	21,5	2,9	0,3	5,9
HU	2,7	-73,8	-7,0	-14,9	6,7	3,1	-0,5	91,3	76,2	9,6	8,5	4,6	-1,5	-5,6
MT	2,6	39,5	0,0	-18,2	7,0	2,6	7,8	146,4	68,3	6,2	5,8	4,5	-0,4	-1,5
NL	10,9	60,8	0,8	-11,0	5,4z	-0,5	-1,6z	228,9z	68,2	6,8	8,2z	0,9	1,3	2,7
AT	1,8	2,2	1,9	-15,7	7,8	1,4	0,2	127,1	84,2	5,3	-1,5	0,8	0,3	1,4
PL	-2,3	-68,3	-1,3	4,8	2,5z	1,1	4,7	77,9	50,4	9,8	0,6	2,2	0,2	-1,9
PT	0,0	-113,3	-1,8	-4,7	-2,3o	3,6	-8,7	189,6	130,2	15,4	-6,1	-0,4	2,2	4,5
RO	-2,1	-57,2	-1,1	21,5	2,3z	-3,6z	-2,4	62,2	39,9	6,9	1,1	1,6	-0,1	0,1
SI	5,1	-43,7	1,2	-11,8	-0,2	-6,6	-4,6	100,1	80,8	9,6	-0,4	0,6	1,7	4,5
SK	1,0	-69,4	1,3	3,2	2,2	1,5	3,9	76,2	53,5	13,8	7,0	1,6	0,0	-4,0
FI	-1,5	-0,7	2,7	-24,0	8,0	-1,9	0,4	150,0	59,3	8,2	8,7	0,5	0,2	0,4
SE	6,5	-6,5	-3,7	-9,8	7,1	8,6	6,5	194,4	44,9	8,0	13,4	1,6	0,0	0,1
UK	-4,3	-25,3	10,2	-8,7	1,9	8,3	3,4	157,7	88,2	7,2	4,4	1,2	-0,5	-4,4

Oznake: o: ocenjeno; z: začasno.

Opomba: 1) Glej stran 2 poročila o mehanizmu opozarjanja za leto 2016. 2) Stanje mednarodnih naložb za LU je bilo popravljeno navzdol po revidirani obravnavi evrskih banko vcev v statističnih podatkih o nacionalni plačilni bilanci/stanju mednarodnih naložb. 3) Indeks cen stanovanj = vir nacionalna centralna banka EL.

Vir: Evropska komisija, Eurostat in Generalni direktorat za gospodarske in finančne zadeve (za realni efektivni devizni tečaj) in Mednarodni denarni sklad

**Razpredelnica 2.1: Pomožni kazalniki, 2014**

Leto 2014	Realni BDP (1-letna sprememba v %)	Bruto investicije v osnovna sredstva (% BDP)	Bruto domači izdatki za R&R (% BDP)	Tekoči račun plus kapitalski račun (neto posojanje-izposojanje) (% BDP)	Neto zunanji dolg (% BDP)	Neposredne tuje naložbe v poročevalskem gospodarstvu – tokovi (% BDP)	Neposredne tuje naložbe v poročevalskem gospodarstvu – stanje (% BDP)	Neto trgovinska bilanca energetskih proizvodov (% BDP)	Realni efektivni devizni tečaj – trgovinski partnerji euroobmočja (3-letna sprememba v %)	Izvozna uspešnost v primerjavi z naprednimi gospodarstvi (5-letna sprememba v %)	Pogoji menjave (5-letna sprememba v %)	Obseg deleža na izvoznih trgih (1-letna sprememba v %)	Produktivnost dela (1-letna sprememba v %)	Indeks nominalnih stroškov dela na enoto (2010=100) (10-letna sprememba v %)	Stroški dela na enoto v primerjavi z EO (10-letna sprememba v %)	Indeks cen stanovanj (2010=100) – nominalni (3-letna sprememba v %)	Stanovanjska gradnja (% BDP)	Dolg zasebnega sektorja, nekonsolidiran (% BDP)	Stopnja zadolženosti finančnega sektorja, nekonsolidirano (% razmerje dolg/lasniški kapital)
BE	1,3	23,3	b. p.	-0,1	-79,7	-3,5	216,0	-3,9	-0,1	-4,6	-3,0	2,2	1,0	22,6	6,0	2,9z	5,9	207,6	176,9
BG	1,5	21,1	0,8z	3,5	19,0	3,5	92,7	-5,7	-2,9	14,0	3,3	-3,3	1,2z	78,3z	54,1	-2,7z	1,6	137,5	452,2
CZ	2,0	25,0	2z	1,4	-7,1	2,4	76,3	-4,1	-10,1	1,5	-1,4	5,7	1,4	13,8	-2,2	1,0	3,2	85,1	503,5
DK	1,1	18,7	3,08oz	7,8	0,7	1,1	46,6	0,0	-1,4	-11,7	2,2	-0,6	0,3	27,6	8,2	4,9	4,0	227,6	173,6
DE	1,6	20,1	2,84oz	7,5	-6,7	0,2	40,1	-2,9	-0,1	-2,1	-2,6	0,8	0,7	13,0	-5,8	9,3z	5,9	108,9	395,5
EE	2,9	25,2	1,46z	2,2	-11,0	6,0	100,9	-2,1	3,1	33,0	0,2	-1,4	2,1	68,9	40,5	35,0	3,2	135,3	370,6
IE	5,2	19,3	b. p.	3,8	-477,2	36,0	385,5	-2,8	-1,8	0,3	-3,7	8,9	3,4	-1,5	-3,9	2,1	2,2	284,2	78,2
EL	0,7z	11,6z	0,83z	-0,7	132,3	0,7	12,2	-3,2z	-5,6	-11,9	1,4z	4,3z	0,5z	10,3z	-5,5	-27,1o	1,0z	130,5	1083,8
ES	1,4z	19,6z	b. p.	1,4	94,7	2,3	55,7	-2,9z	-0,6	-5,4	-7,8z	1,9z	0,4z	11,7z	-4,2	-22,3	4,4z	185,5	444,9
FR	0,2	21,7	2,26z	-0,8	38,1	0,3	41,8	-2,5	-0,7	-7,2	-1,6	-0,8	-0,1	20,3	1,7	-4,0	5,9	180,9	384,3
HR	-0,4	18,6	0,8	0,9	na	6,7	7,6	-4,0	-1,5	-12,4	0,8	3,1	-3,0	26,4	4,8	-17,7z	b. p.	141,9	460,6
IT	-0,4	16,6	b. p.	2,2	61,1	0,6	24,8	-2,6	0,4	-8,1	-4,5	-0,1	-0,5	21,0	4,6	-12,4z	4,7	121,2	754,3
CY	-2,5z	11,5z	b. p.	-3,7	128,4	-5,1	710,3	-5,9z	0,0	-21,7	0,4z	-3,7	-0,6z	19,3z	-13,0	-8,7z	3,3z	349,8	116,8
LV	2,4	22,9	0,68z	1,2	31,4	2,7	54,4	-4,2	-1,3	17,3	0,0	-0,1	3,8	82,7	53,9	16,6	2,3	104,7	642,6
LT	3,0	18,9	1,02z	6,3	28,8	0,7	39,0	-5,9	-0,1	44,5	-0,8	-0,2	1,0	36,8	11,2	7,5	2,5	56,7	445,3
LU	4,1	18,6	b. p.	3,5	-2204,6	200,0	6369,7	-4,5	0,8	18,8	0,9	3,6	1,5	36,6	17,8	14,2	3,4	402,7	63,6
HU	3,7	21,7	1,4	6,0	53,3	9,3	220,5	-6,1	-7,2	-9,1	-1,1	4,4	-0,9	26,5	10,0	-2,2	1,6	116,5	123,0
MT	3,5	18,9	0,85z	4,5	-325,7	1,6	1964,6	-15,8	0,7	-12,6	1,7	-3,5	-1,0	27,7	10,3	5,3	2,7	221,3	42,0
NL	1,0z	18,2z	b. p.	10,6	41,5	5,3	547,8	-1,6p	1,3	-5,0	-1,8z	0,8z	1,2z	17,2z	-0,2	-11,6	3,1z	240,7z	118,9z
AT	0,4	22,4	2,99oz	1,8	20,1	1,9	80,2	-3,0	1,6	-10,0	-3,0	-1,1	-0,5	22,9	4,1	16,8	4,3	147,1	197,3
PL	3,3	19,6	b. p.	0,4	37,2	3,1	50,7	-2,6	-1,7	12,0	-1,8	3,2	1,6p	20,0z	-1,0	-6,8	2,4	81,4	287,3
PT	0,9o	14,9o	b. p.	2,0	104,4	5,4	69,5	-3,5e	-1,2	1,8	0,4o	0,7o	-0,5o	4,9o	-9,3	-5,0	2,3o	206,2	340,3
RO	2,8z	22,0z	b. p.	2,2	29,8	1,9	41,9	-1,4p	-1,3	29,8	4,5z	4,9z	1,7z	72,7z	46,6	-8,9	b. p.	63,3	388,9
SI	3,0	19,6	b. p.	6,5	39,2	2,0	31,6	-4,1	0,4	-5,8	-4,5	2,6	2,5	21,2	3,0	-17,6	2,2	110,1	448,1
SK	2,5	20,9	0,9	1,1	27,0	0,0	65,6	-4,3	0,5	10,2	-3,5	0,4	1,1	19,7	4,3	-0,4	2,6	78,9	756,8
FI	-0,4	20,3	3,2	-0,8	46,2	5,5	53,1	-2,4	2,0	-18,8	-3,4	-3,9	0,4	29,9	10,1	3,2	5,6	172,9	368,4
SE	2,3	23,5	3,16z	6,1	54,3	-0,6	83,6	-1,4	-3,7	-3,6	-0,6	0,3	0,9	24,9	5,4	16,8	4,1	234,8	196,0
UK	2,9	16,9	1,72oz	-5,3	b. p.	1,6	76,7	-0,7	10,2	-2,5	3,8	-1,4	0,7	21,8	6,3	15,8	3,8	161,3	765,1

Oznake: o: ocenjeno; z:časno; b. p.: brez podatkov.

Opomba: 1) Neto zunanji dolg Luksemburga je bil popravljen navzdol po revidirani obravnavi eurskih bankovcev v statističnih podatkih o nacionalni plačilni bilanci/stanju mednarodnih naložb. 2) Indeks cen stanovanj = vir nacionalna centralna banka EL. 3) Uradni rok za predložitev podatkov za leto 2014 o bruto domačih izdatkih za R&R je 31. oktober 2015, podatki pa so bili pridobljeni 26. oktobra 2015.

Vir: Eurostat, Generalni direktorat za gospodarske in finančne zadeve (za realni efektivni devizni tečaj) in podatki Mednarodnega denarnega sklada, WEO (za serijo podatkov o svetovnem izvozu)

**Razpredelnica 2.1 (se nadaljuje): Pomožni kazalniki, 2014**

Leto 2014	Stopnja zaposlenosti (1-letna sprememba v %)	Stopnja aktivnosti – % celotnega prebivalstva, starostna skupina 15–64 let (%)	Stopnja dolgotrajne brezposelnosti – % aktivnega prebivalstva, starostna skupina 15–74 let (%)	Stopnja brezposelnosti mladih – % aktivnega prebivalstva, starostna skupina 15–24 let (%)	Mladi, ki niso zaposleni, se ne izobražujejo ali usposablajo – % celotnega prebivalstva, starostna skupina 15–24 let		Ljudje, ki jih ogroža revščina ali socialna izključenost – % celotnega prebivalstva		Ljudje, ki jih ogroža revščina po socialnih transferjih – % celotnega prebivalstva		Močno materialno prikrajšane osebe – % celotnega prebivalstva		Ljudje, ki živijo v gospodinjstvih z zelo nizko intenzivnostjo dela – % celotnega prebivalstva, starostna skupina 0–59 let	
					%	3-letna sprememba v o. t.	%	3-letna sprememba v o. t.	%	3-letna sprememba v o. t.	%	3-letna sprememba v o. t.	%	3-letna sprememba v o. t.
BE	0,3	67,7	4,3	23,2	12,0	0,2	21,2	0,2	15,5	0,2	5,9	0,2	14,6	0,8
BG	0,4z	69,0	6,9	23,8	20,2	-1,6	40,1p	-9,0p	21,8	-0,4	33,1p	-10,5p	12,1	1,1
CZ	0,6	73,5	2,7	15,9	8,1	-0,2	14,8	-0,5	9,7	-0,1	6,7	0,6	7,6	1,0
DK	0,8	78,1	1,7	12,6	5,8	-0,5	17,8p	-1,1p	11,9p	-1,1p	3,2	0,6	12,1	0,4
DE	0,9	77,7	2,2	7,7	6,4	-1,1	20,6	0,7	16,7	0,9	5,0	-0,3	10,0	-1,2
EE	0,8	75,2	3,3	15,0	11,7	0,1	b. p.	b. p.	b. p.	b. p.	6,2z	-2,5z	b. p.	b. p.
IE	1,7	69,8	6,7	23,9	15,2	-3,6	b. p.	b. p.	b. p.	b. p.	b. p.	b. p.	b. p.	b. p.
EL	0,1z	67,4	19,5	52,4	19,1	1,7	36,0	5,0	22,1	0,7	21,5	6,3	17,2	5,2
ES	0,9z	74,2	12,9	53,2	17,1p	-1,1p	29,2	2,5	22,2	1,6	7,1	2,6	17,1	3,7
FR	0,3	71,4	4,4	24,2	11,4p	-0,9p	18,6	-0,7	13,3	-0,7	4,8	-0,4	9,7	0,3
HR	2,7	66,1	10,1	45,5	19,3	3,1	29,3	-3,3	19,4	-1,5	13,9	-1,3	14,7	-1,2
IT	0,1	63,9	7,8	42,7	22,1	2,4	28,1z	-0,1z	19,6z	0,0z	11,5z	0,3z	12,0z	1,6z
CY	-1,9z	74,3	7,7	36,0	17,0	2,4	27,4	2,8	14,4	-0,4	15,3	3,6	9,7	4,8
LV	-1,3	74,6	4,7	19,6	12,0	-4,0	32,7	-7,4	21,2	2,2	19,2	-11,8	9,6	-3,0
LT	2,0	73,7	4,8	19,3	9,9	-1,9	27,3	-5,8	19,1	-0,1	13,6	-5,4	8,8	-3,9
LU	2,5	70,8	1,7	22,3	6,3	1,6	19,0	2,2	16,4	2,8	1,4	0,2	6,1	0,3
HU	4,6	67,0	3,7	20,4	13,6	0,4	31,1	0,1	14,6	0,8	23,9	0,8	12,2	0,0
MT	4,5	66,3	2,7	11,8	10,5	0,3	23,8	1,7	15,9	0,3	10,2	3,6	9,8	0,9
NL	-0,2z	79,0	3,0	12,7	5,5	1,2	16,5	0,8	11,6	0,6	3,2	0,7	10,2	1,3
AT	0,9	75,4	1,5	10,3	7,7	0,4	19,2	0,0	14,1	-0,4	4,0	0,0	9,1	0,5
PL	1,7z	67,9	3,8	23,9	12,0	0,5	24,7	-2,5	17,0	-0,7	10,4	-2,6	7,3	0,4
PT	1,4o	73,2	8,4	34,7	12,3	-0,3	27,5	3,1	19,5	1,5	10,6	2,3	12,2	3,9
RO	1,1z	65,7	2,8	24,0	17,0	-0,5	40,2	-0,1	25,4	3,2	26,3	-3,1	6,4	-0,3
SI	0,6	70,9	5,3	20,2	9,4	2,3	20,4	1,1	14,5	0,9	6,6	0,5	8,7	1,1
SK	1,4	70,3	9,3	29,7	12,8	-1,0	18,4	-2,2	12,6	-0,4	9,9	-0,7	7,1	-0,6
FI	-0,8	75,4	1,9	20,5	10,2	1,8	17,3	-0,6	12,8	-0,9	2,8	-0,4	10,0	0,0
SE	1,4	81,5	1,5	22,9	7,2	-0,3	16,9	0,8	15,1	1,1	0,7	-0,5	6,4	-0,5
UK	2,3	76,7	2,2	16,9	11,9	-2,3	b. p.	b. p.	b. p.	b. p.	b. p.	b. p.	b. p.	b. p.

Oznake: p: prekinitev časovne vrste; o: ocenjeno; z: začasno; b. p.: brez podatkov.

Opomba: 1) Mladi, ki niso zaposleni, se ne izobražujejo ali usposablajo: za ES sprememba v uvrščanju neformalnega izobraževanja; za FR so na podatke iz leta 2014 dodatno vplivale spremembe iz vprašalnika, uvedenega leta 2013, in vključitev francoskih čezmorskih departmajev (DOM). 2) EE in UK: uradni rok za predložitev podatkov za leto 2014 o ljudeh, ki jih ogroža revščina ali socialna izključenost, je 30. november 2015, podatki pa so bili pridobljeni 26. oktobra 2015.

Vir: Evropska komisija, Eurostat