

Bruxelles, 31.1.2019.
COM(2018) 758 final/2

This document corrects document COM(2018) 758 final of 21.11.2018
Concerns all language versions.
Graph A9 is concerned
The text shall read as follows:

IZVJEŠĆE KOMISIJE

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

Izvješće o mehanizmu upozoravanja za 2019.

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

{SWD(2018) 466 final}

Izvješće o mehanizmu upozoravanja (IMU) polazna je točka godišnjeg ciklusa postupka zbog makroekonomskih neravnoteža (PMN), čija je svrha utvrditi i ukloniti neravnoteže koje ometaju normalno funkcioniranje gospodarstava država članica i gospodarstva EU-a te koje mogu ugroziti pravilno funkcioniranje ekonomske i monetarne unije.

U izvješću o mehanizmu upozoravanja upotrebljavaju se tablica odabranih pokazatelja, širi skup pomoćnih pokazatelja te dodatne relevantne informacije kako bi se ispitalo može li u državama članicama doći do gospodarskih neravnoteža koje iziskuje djelovanje politika. U izvješću o mehanizmu upozoravanja navedene su države članice za koje je potrebno provesti detaljno preispitivanje kako bi se procijenilo kako se makroekonomski rizici u državama članicama nakupljaju ili smanjuju te zaključilo postoje li neravnoteže ili prekomjerne neravnoteže. Uzimajući u obzir rasprave o izvješću o mehanizmu upozoravanja s Europskim parlamentom te u Vijeću i Euroskupini, Komisija će zatim sastaviti izvješća o detaljnom preispitivanju za predmetne države članice. Na temelju ustaljenih praksi detaljno preispitivanje u svakom će se slučaju pripremiti za države članice u kojima su u prethodnom ciklusu detaljnog preispitivanja utvrđene neravnoteže. Nalazi iz detaljnog preispitivanja ugrađuju se u preporuke po državama članicama u okviru europskog semestra za koordinaciju ekonomskih politika. Objava detaljnih preispitivanja očekuje se u veljači 2019., uoči paketa preporuka po državama članicama u okviru europskog semestra.

1. SAŽETAK

Ovim izvješćem otvara se osmi godišnji ciklus postupka zbog makroekonomskih neravnoteža (PMN).¹ Postupkom se želi utvrditi neravnoteže koje otežavaju normalno funkcioniranje gospodarstava država članica te potaknuti primjerene odgovore politika. Provedba PMN-a ugrađena je u europski semestar za koordinaciju ekonomskih politika u cilju osiguranja usklađenosti s analizama i preporukama u okviru drugih instrumenata ekonomskog nadzora. Godišnjim pregledom rasta (GPR) koji se donosi u isto vrijeme kao i ovo izvješće, bilježi se gospodarsko i socijalno stanje u Europi te određuju opći politički prioriteti za EU kao cjelinu u sljedećoj godini.

U izvješću su navedene države članice za koje treba provesti detaljna preispitivanja kako bi se procijenilo jesu li pogođene neravnotežama koje zahtijevaju djelovanje politika.² Izvješće o mehanizmu upozoravanja (IMU) sredstvo je za analizu ekonomskih neravnoteža koje se objavljuje na početku svakog godišnjeg ciklusa koordinacije ekonomskih politika. Izvješće se osobito temelji na ekonomskom tumačenju tablice pokazatelja s indikativnim pragovima uz skup pomoćnih pokazatelja. U IMU je uključena i analiza implikacija koje neravnoteže država članica imaju za europodručje u cjelini te se istražuje u kojoj je mjeri potreban koordinirani pristup odgovorima politika s obzirom na međuovisnosti unutar europodručja.³ U tom pogledu analiza u ovom izvješću dopunjuje procjenu iz

¹ Uz ovo izvješće priložen je *prilog sa statistikama* koji sadržava opsežne statističke podatke na temelju kojih je izvješće sastavljeno.

² Vidjeti članak 5. Uredbe (EU) br. 1176/2011.

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

Procjena u okviru IMU-a provedena je u kontekstu gospodarskog rasta koji je i dalje raširen unatoč određenom usporavanju. U Komisijinoj jesenskoj ekonomskoj prognozi 2018. procjenjuje se da će rast realnog BDP-a u EU-u i europodručju u 2018. iznositi 2,1 %, a u 2019. 1,9 %, što je blago usporavanje u usporedbi s rastom od 2,4 % koji je zabilježen u 2017. Pozitivan rast očekuje se u svim državama članicama. Očekuje se da će se uvjeti zapošljavanja dodatno poboljšati i postupno dovesti do održivijeg rasta plaća koji bi podupirao potrošnju te, s vremenom, podupirao dinamiku temeljne inflacije koja se približava cilju inflacije koji su odredila monetarna tijela; očekuje se da će rast ulaganja i dalje biti snažan unatoč blagom usporavanju. Suprotno tome, postoje naznake smanjenja doprinosa neto izvoza rastu, u kontekstu povećane nesigurnosti u pogledu okruženja trgovinske politike i posljedica nedavne aprecijacije eura. Sve u svemu, izgledi za rast i dalje se temelje na zdravim temeljnim značajkama, uključujući općenito snažna tržišta rada, poticajne kreditne uvjete, poboljšane bilance i dobit banaka i nefinancijskih poduzeća, ali se može očekivati usporavanje s ulaskom ciklusa u glavnim svjetskim područjima u zrelu fazu.⁴

Ispravljanje makroekonomskih neravnoteža u EU-u napreduje zahvaljujući jačanju rasta nominalnog BDP-a, no srednjoročno je neizvjesno zbog povećane nesigurnosti. Gospodarski rast i stope inflacije koje se postupno približavaju cilju pomažu smanjenju udjela duga u BDP-u. Međutim razine privatnog i državnog duga i dalje su na rekordno visokoj razini, a određene slabosti bilanci u financijskom sektoru još uvijek su prisutne. S obzirom na to da se inflacija postupno približava cilju ESB-a, povećava se mogućnost za normalizaciju monetarne politike, s posljedicama za troškove zaduživanja, cijene imovine i bilance. U tom kontekstu više bi čimbenika moglo dovesti do preokreta u stavovima prema riziku, s učincima na povjerenje u državama članicama s pogoršanim izgledima za javne financije ili financijski sektor ili izloženima negativnim šokovima outputa (uključujući povezano s posljedicama povlačenja Ujedinjene Kraljevine iz EU-a). Određeni broj negativnih rizika potječe iz okruženja izvan EU-a, prvenstveno u vezi s ostvarenjem protekcionističkih mjera trgovinske politike, posljedicama geopolitičkih napetosti prvenstveno u pogledu cijena energije, završetkom fiskalne ekspanzije SAD-a u kontekstu pooštrene monetarne politike te posljedicama za tokove kapitala i devizne tečajeve koje proizlaze iz asinkrone normalizacije monetarne politike u različitim područjima svjetskog gospodarstva⁵. Interakcija među tim izvorima rizika negativno utječe na ravnotežu rizika i

³ U izvješću od 22. lipnja 2015. pod nazivom „Dovršetak europske ekonomske i monetarne unije” Jean-Claudea Junckera, Donalda Tuska, Jeroena Dijsselbloema, Marija Draghija i Martina Schulza predloženo je da se veća pozornost posveti dimenziji neravnoteža europodručja. Uloga međuovisnosti i sistemskih implikacija neravnoteža prepoznata je u Uredbi (EU) br. 1176/2011, u kojoj se neravnoteže definiraju upućivanjem na „makroekonomska kretanja koja negativno utječu, ili imaju mogućnost negativno utjecati na pravilno funkcioniranje gospodarstva države članice, ekonomske i monetarne unije ili Unije u cjelini”.

⁴ Vidjeti npr. ESB, Ekonomski bilten, 5/2018.

⁵ Vidjeti i Međunarodni monetarni fond, Svjetski gospodarski izgledi, listopad 2018.

čini izgleda sve neizvjesnijima, u kontekstu u kojem je mogućnost ublažavanja šokova s pomoću privatne i javne štednje ograničena u znatnom broju država članica.

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

- **Rebalans stanja tekućih računa mora se nastaviti.** Veliki deficiti tekućeg računa ispravljeni su u većini država članica, no u nekoliko slučajeva potrebne su razboritije vanjske pozicije kako bi se održala odgovarajuća brzina smanjenja razina neto inozemnih obveza. Smanjenje nekih od najvećih suficita tekućeg računa vidljivo je tek odnedavno i dalje je skromno. U više država članica na iznose tekućeg računa sve više utječu prekogranične transakcije povezane s aktivnostima multinacionalnih kompanija i međunarodno usmjerenih uslužnih sektora koji utječu i na trgovinsku bilancu i na saldo dohotka.
- **Vanjske pozicije stanja i dalje su neuravnotežene, a prilagodba se odvija postupno.** Izrazita negativna neto stanja međunarodnih ulaganja (NIIP), zabilježena u državama članica koje su ranije imale velike deficite na tekućem računu, ispravljaju se na temelju vanjskih pozicija toka koje su blizu ravnoteže ili u suficitu te ponovno uspostavljenom rastu nominalnog BDP-a, koji se treba održati kako bi se postiglo razboritije smanjenje obveza. Neto stanja međunarodnih ulaganja u zemljama s velikim suficitom i dalje rastu.
- **Uvjeti troškovne konkurentnosti sve su manje povoljni za više država članica i općenito manje poticajni za simetričniji rebalans.** Jedinični troškovi rada u većini država članica ubrzano rastu od 2016., a posebno su velika ubrzanja zabilježena u više država članica u središnjoj i istočnoj Europi, djelomično zbog uskih grla u ponudi. Povećanje troškovne konkurentnosti u razdoblju nakon krize u europodručju bilo je brže u zemljama neto dužnicama nego u zemljama neto vjerovnicama. Međutim nedavno je prednost zemalja neto dužnica u smislu dinamike troškovne konkurentnosti usporena u relativnom smislu zbog sve napetijeg tržišta rada i smanjene brzine poboljšanja produktivnosti, a napeto tržište rada u zemljama neto vjerovnicama do sada nije dovelo do znatnog ubrzanja rasta plaća. Te nedavne promjene troškovne konkurentnosti ne odražavaju se u potpunosti u odgovarajućem pogoršanju cjenovne konkurentnosti, moguće zbog učinka kompenzacije manjih razlika između cijene i troška. Taj bi učinak mogao biti jedan od razloga zbog kojih nema *prima-facie* dokaza koji bi upućivali na to da su gubitci troškovne konkurentnosti već utjecali na rast udjela na izvoznom tržištu, no učinci bi mogli postati vidljivi ako se takvi trendovi nastave.
- **Razduživanje privatnog sektora je u tijeku, sve više zahvaljujući nastavku nominalnog rasta.** Udjeli privatnog duga u BDP-u u padu su u većem broju država članica u odnosu na prethodnu godinu. Razlog za to je veći rast nominalnog BDP-a jer se aktivno razduživanje, tj. razduživanje zahvaljujući smanjenim razinama duga u nominalnom smislu odvija u svega nekoliko zemalja, i to slabim tempom. Aktivno razduživanje uglavnom je ograničeno na korporativni sektor dok se dinamika zaduživanja kućanstava ponovno povećala. Razduživanje je i dalje brže u korporativnom sektoru nego u sektoru kućanstava i zbog toga što su razine duga u korporativnom sektoru više pa je zato i učinak rasta nominalnog BDP-a na udio duga veći.

- **U zemljama s visokim razinama javnog duga razduživanje države počelo je tek nedavno i odvija se sporo.** Unatoč ponovno uspostavljenom nominalnom rastu i smanjenim kamatnim plaćanjima koja su pridonijela smanjivanju udjela državnog duga u BDP-u većini država članica, procikličko slabljenje fiskalne politike odvija se u sve većem broju država, s implikacijama za prostor za ublažavanje šokova u nepovoljnim razdobljima.
- **Uvjeti u bankarskom sektoru EU-a poboljšavaju se, no u nekim državama članicama i dalje postoje niske razine profitabilnosti i visoke razine loših kredita.** Profitabilnost se posebno poboljšala u zemljama u kojima bankarski sektor ima slabu profitabilnost. Udjeli loših kredita dodatno su se smanjili, prvenstveno u državama članicama u kojima je njihova razina najviša. Omjeri kapitalizacije dodatno su se poboljšali u većini zemalja. Vrednovanja vlasničkog kapitala banaka rasla su do početka 2018., a nakon toga uslijedile su korekcije na niže.
- **Rast cijena stambenih nekretnina ubrzao se i postao pozitivan u većem broju država članica, a više zemalja bilježi moguće znakove precijenjenosti.** Istovremeno, rast cijena stambenih nekretnina odnedavno je postao umjeren u zemljama u kojima su dokazi precijenjenosti najveći. Suprotno tome, velika ubrzanja zabilježena su posebno u zemljama koje trenutačno ne pokazuju ili pokazuju umjerene znakove precijenjenosti.
- **Tržišta rada i dalje se poboljšavaju, a rast plaća postupno se nastavlja.** Stope nezaposlenosti dodatno se smanjuju, uključujući za mlade i dugotrajno nezaposlene, no nezaposlenost je u nekim državama članicama i dalje visoka, a sudjelovanje na tržištu rada nisko, iako često u porastu. Socijalni problemi se smanjuju unatoč tradiciji dugotrajne nezaposlenosti i smanjenih prihoda u više zemalja⁶. Rast plaća na razini europodručja i dalje je ispod onoga što bi se očekivalo pri trenutačnim razinama nezaposlenosti na temelju povijesnih podataka. Plaće u državama članicama EU-a međutim postupno počinju rasti različitim brzinama koje općenito odražavaju razmjer napetosti tržišta rada i uskih grla u ponudi radne snage u nekim državama.

Rebalans u europodručju i dalje je potrebno pozorno razmatrati. Suficit tekućeg računa europodručja stabilizirao se u 2016. i dalje je nakon toga uglavnom ostao nepromijenjen. Najveći je na svjetskoj razini te je iznad razina koje su u skladu s temeljnim ekonomskim značajkama. U kontekstu međusobne povezanosti i prelijevanja unutar europodručja potrebna je odgovarajuća kombinacija politika u državama europodručja kako bi se osiguralo da je nastavak rast održiv i u skladu s makroekonomskom stabilnošću. U zemljama neto dužnicama, smanjenje velikih razina inozemnog i domaćeg duga zahtijeva održavanje razboritog salda tekućeg računa i osiguravanje odgovarajuće brzine smanjenja duga, a da se pritom ne ugrozi cilj povećanja potencijala za rast, kako bi se izbjegao rizik procikličkog povećanja napetosti u nepovoljnim razdobljima. U zemljama neto vjerovnicama rješavanjem postojanih velikih suficita s pomoću politika koje potiču ulaganja te prevladavanjem inercije plaća potaknulo bi potencijale za rast, a izgledi za rast postali bi manje ovisni o stranoj potražnji. U okviru br. 2 detaljnije se razmatra dimenzija neravnoteža europodručja.

⁶ Vidjeti okvir 3. za pregled glavnih nedavnih kretanja u području zapošljavanja i socijalnih pitanja u EU-u.

Općenito, rizici povezani s postojećim neravnotežama i dalje se smanjuju zahvaljujući gospodarskom rastu, no slabosti povezane s neravnotežama stanja i dalje su prisutne, a vidljivi su i znakovi mogućih neodrživih trendova. Mogući izvori rizika uglavnom su jednaki onima utvrđenima u IMU-u za 2018. I dalje su prisutni veliki suficiti, a razvoj konkurentnosti ne ide u prilog rebalansu. Gospodarski rast pogodovao je razduživanju privatnog sektora, no ono je i dalje neujednačeno, a velike razine duga ne ispravljaju se dovoljno brzo. Još važnije, smanjeno aktivno razduživanje privatnog i pogotovo javnog sektora dovodi do pitanja bi li se razduživanje s vremenom moglo u većoj mjeri oslanjati na potencijalni rast BDP-a. Takav izazov ističe potrebu za nastavkom procesa reforme koji je proteklih godina započeo u više zemalja EU-a i na visokom je mjestu u planovima politika i reformi koje su usmjerene na podizanje potencijala rasta⁷. U kontekstu nesigurnih srednjoročnih izgleda, napor razduživanja privatnog i javnog sektora u trenutnom razdoblju kontinuiranog gospodarskog rasta ključni su i kako bi se stvorio prostor za ublažavanje negativnih šokova outputa nakon što gospodarski uvjeti postanu manje povoljni i ostvare se rizici. Istovremeno su u više zemalja prisutni znakovi mogućeg pregrijavanja, uglavnom povezani s brzo rastućim jediničnim troškovima rada koji podrazumijevaju smanjenu troškovnu konkurentnost te dinamičnim rastom cijena stambenih nekretnina s već relativno povišenih razina. S obzirom na ispravljanje većine neravnoteža toka i postupno smanjenje ozbiljnosti stanja neravnoteža te moguće znakove pregrijavanja koji su prisutni u više zemalja, trend nadzora u okviru PMN-a jest postupno posvetiti više pozornosti praćenju mogućih neodrživih trendova i sprečavanju konfiguracija rizika koji bi se mogli pojaviti u srednjoročnom razdoblju.

Za neke države članice navedene u IMU-u detaljnija i sveobuhvatnija analiza nalazit će se u izvješćima o detaljnom preispitivanju. Kao i u nedavnim godišnjim ciklusima, detaljna preispitivanja bit će uvrštena u izvješća po državama članicama koja sadržavaju analize Komisijinih službi u vezi s ekonomskim i socijalnim izazovima u državama članicama EU-a. Za pripremu detaljnih preispitivanja Komisija će svoju analizu temeljiti na opsežnom nizu podataka i relevantnih informacija te okvirima za procjenu koje je Komisija razvila u suradnji s odborima u Vijeću i radnim skupinama. Analize u detaljnim preispitivanjima bit će osnova za utvrđivanje neravnoteža ili prekomjernih neravnoteža u državama članicama te za moguća ažuriranja preporuka po državama članicama koje su izdane državama članicama.⁸ Države za koje su utvrđene neravnoteže ili prekomjerne neravnoteže i dalje će biti predmet posebnog praćenja kako bi se osigurao stalan nadzor politika poduzetih u okviru PMN-a.

Izvješća o detaljnom preispitivanju pripremit će se za države članice u kojima su već utvrđene neravnoteže ili prekomjerne neravnoteže. U skladu s ustaljenom bonitetnom praksom, detaljna preispitivanja izdat će se kako bi se procijenilo jesu li postojeće neravnoteže postupno smanjene, postojane ili se pogoršavaju, uzimajući pri tom u obzir provedene korektivne politike. Priprema detaljnih preispitivanja stoga je predviđena za 11 država članica u kojima su utvrđene neravnoteže s

⁷ Vidjeti i Godišnji pregled rasta za 2019., Europska komisija.

⁸ Članak 6. Uredbe (EU) br. 1176/2011.

obzirom na zaključke iz detaljnih preispitivanja za 2018.⁹ To su **Bugarska, Hrvatska, Cipar, Francuska, Njemačka, Irska, Italija, Nizozemska, Portugal, Slovenija, Španjolska i Švedska.**

Detaljna preispitivanja pripremit će se i za Grčku, koja po prvi put podliježe nadzoru u okviru PMN-a, te za Rumunjsku. S obzirom na analizu IMU-a, detaljno preispitivanje izdat će se za **Grčku** koja je prethodno bila isključena iz nadzora u okviru PMN-a jer se na nju do kolovoza 2018. primjenjivao program makroekonomske prilagodbe u kontekstu financijske pomoći¹⁰. Procjena u okviru IMU-a ne upućuje na znatne dodatne rizike u odnosu na one utvrđene u posljednjim dostupnim detaljnim preispitivanjima za neke države članice koje su posljednjih godina isključene iz nadzora u okviru PMN-a, prvenstveno Sloveniju (za koju je 2018. utvrđeno da nema neravnoteža), Finsku (isključenje 2017.), Belgiju i Mađarsku (isključenje 2016.). Uvjeti se nisu znatno promijenili ni u Austriji od procjene iz detaljnog preispitivanja 2016. u kojem je utvrđeno da nema neravnoteža. I slučaj Estonije analiziran je u detaljnom preispitivanju 2016. u kojem je zaključeno da nisu utvrđene neravnoteže. Unatoč velikom rastu jediničnih troškova rada od tada, nije bilo znatnih posljedica za vanjsku bilancu i čini se da novo detaljno preispitivanje za Estoniju nije nužno, iako je potrebno pomno praćenje u predstojećem izvješću za tu zemlju. Međutim čini se da je potrebno izdati detaljno preispitivanje za analizu situacije u **Rumunjskoj** kako bi se procijenio razvoj i moguća ponovna pojava rizičnih kretanja koja su već utvrđena tijekom prethodnih detaljnih preispitivanja (u 2015. i 2016.), posebno u pogledu konkurentnosti i vanjske bilance. Pomna analiza u izvješćima po državama članicama čini se opravdana za rizike povezane s kretanjima na tržištu nekretnina u više država članica (Austrija, Belgija, Češka, Danska, Mađarska, Luksemburg i Ujedinjena Kraljevina) i u vezi s kretanjima konkurentnosti (Češka, Estonija, Mađarska, Latvija i Litva)¹¹. U IMU-u se stoga poziva na provedbu detaljnog preispitivanja u 13 država članica, u odnosu na njih 12 u prethodnom ciklusu.

Okvir 1.: Izmjene pomoćnih pokazatelja tablice rezultata PMN-a

Tablica rezultata PMN-a dopunjena je nizom pomoćnih pokazatelja. Kako je utvrđeno u Uredbi o PMN-u (Uredba (EU) br. 1176/2011), za ekonomsko tumačenje tablice rezultata koriste se ne samo glavni pokazatelji iz tablice, već i dodatni relevantni pokazatelji i informacije. Od početka nadzora u okviru PMN-a, niz pomoćnih pokazatelja nadopunjavao je ekonomsko tumačenje glavnih pokazatelja. Za razliku od glavnih pokazatelja, za pomoćne pokazatelje ne postoje pragovi (vidjeti tablicu 2.1.).

⁹ Vidjeti „Europski semestar 2018.: procjena napretka u provedbi strukturnih reformi te sprječavanju i ispravljanju makroekonomskih neravnoteža i rezultati detaljnih preispitivanja u skladu s Uredbom (EU) br. 1176/2011” – COM(2018) 120 final, 7.3.2018.

¹⁰ Države članice koje su u programu makroekonomske prilagodbe uz financijsku pomoć izuzete su iz nadzora u okviru postupka zbog makroekonomskih neravnoteža (članak 11. Uredbe (EU) br. 472/2013 Europskog parlamenta i Vijeća od 21. svibnja 2013. o jačanju gospodarskog i proračunskog nadzora država članica europodručja koje su u poteškoćama ili kojima prijete ozbiljne poteškoće u odnosu na njihovu financijsku stabilnost).

¹¹ U studenome 2016. Europski odbor za sistemske rizike (ESRB) izdao je upozorenja za pojedine zemlje o srednjoročnim slabostima u sektoru stambenih nekretnina za osam država članica: Austriju, Belgiju, Dansku, Finsku, Luksemburg, Nizozemsku, Švedsku i Ujedinjenu Kraljevinu.

U Uredbi o PMN-u od Komisije se zahtijeva da prema potrebi redovito preispituje i revidira tablicu rezultata PMN-a. Tablica rezultata je od početka PMN-a više puta revidirana. U 2012. dodan je glavni pokazatelj za financijski sektor (ukupne obveze financijskog sektora). U 2013. revidirana je definicija više glavnih varijabli u tablici rezultata (realna efektivna tečajna stopa, dug privatnog sektora i kreditni tok), a dodani su neki pomoćni pokazatelji (uključujući niz socijalnih pokazatelja i pokazatelja zaposlenosti). U 2015. dodani su glavni pokazatelji zaposlenosti. Sveukupno, promjene su bile ciljane i racionalne.

U ovom Izvješću o mehanizmu upozoravanja uvode se neke izmjene pomoćnih pokazatelja kako bi se ostvarila korist od poboljšanja dostupnih statističkih podataka i osigurala relevantnost pokazatelja. Tim posljednjim izmjenama niza pomoćnih pokazatelja nastoji se ostvariti korist od poboljšanja statističkih podataka o bilanci plaćanja i podataka bankarskog sektora (prvenstveno o lošim kreditima) i pomoći da tablica rezultata odražava pokazatelje koji se već koriste u IMU-u i analizi u okviru detaljnog preispitivanja. Kao i kod prethodnih izmjena tablice rezultata, savjetovalo se s Europskim parlamentom i Vijećem (uključujući njegove odbore stručnjaka), a ESRB je obaviješten. Te izmjene mogu se sažeti kako slijedi¹²:

- *Neto vanjski dug (NED)* zamijenjen je *NIIP-om ne uključujući instrumente bez rizika neispunjavanja obveza (NENDI)* kako bi se dobio širi prikaz vanjskih stanja (imovine i obveza) koja nose rizike od nastanka statusa neispunjavanja obveza. Novi pokazatelj temelji se na revidiranoj metodologiji za statističke podatke o bilanci plaćanja (od BPM5 do BPM6) kojom se omogućuje preciznije raščlanjivanje inozemne imovine i obveza. U usporedbi s NED-om, NENDI: i. ne uključuje neto dug izravnih stranih ulaganja unutar društava, koji u nekim slučajevima čini veliki udio prekograničnog duga, a ne predstavlja problem za solventnost; ii. uključuje dionice u uzajamnim fondovima koje su ponekad vrlo velika stavka i uglavnom pokrivene obveznicama i iii. uključuje neto financijske izvedenice. Gledano iz druge perspektive, NENDI je podskup NIIP-a koji ne uključuje komponente koje se odnose na vlasničke instrumente, to jest vlasničke instrumente i vlasničke udjele s osnove izravnih stranih ulaganja te prekogranični dug izravnih stranih ulaganja unutar društva.
- Pokazatelj *nekonsolidirane zaduženosti financijskog sektora* iz nacionalnih računa zamjenjuje se *konsolidiranom bankarskom zaduženosti, domaći i inozemni subjekti* iz konsolidiranih bankarskih podataka ESB-a, koji omogućuje jasnije ekonomsko tumačenje, usporediv je po zemljama te se dosljedno temelji na knjigovodstvenim vrijednostima, čak i ako pokriva samo bankarski sektor.
- Dodana su dva pokazatelja koja se redovito upotrebljavaju u analizi u okviru PMN-a: prvo *dug kućanstava (konsolidirani)* kojim se nadopunjuje glavni pokazatelj duga privatnog sektora; i drugo, *bruto loši krediti*, koji pruža dopunske informacije za procjenu duga privatnog sektora. Dodavanje posljednjeg pokazatelja postalo je moguće zahvaljujući dostupnosti usporedivih podataka po zemljama u konsolidiranim bankarskim statističkim podacima ESB-a od 2015.
- Kako bi tablica ostala relevantna i racionalna, ukupan broj pokazatelja ostao je nepromijenjen i iznosi 28 pokazatelja. Dva pomoćna pokazatelja koja su ranije bila uvrštena, sada su ispuštena: i. desetogodišnja promjena nominalnih jediničnih troškova rada (jer se preklapa s podacima o trogodišnjoj promjeni jediničnih troškova rada u glavnim pokazateljima i o desetogodišnjoj

¹² Za više pojedinosti o statističkim definicijama novih pokazatelja, vidjeti Europska komisija, *Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard* (Predviđene izmjene odabranih pomoćnih pokazatelja tablice rezultata PMN-a), tehnička napomena; https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

promjeni jediničnih troškova rada u odnosu na europodručje u pomoćnim pokazateljima); ii. nekonsolidirani dug privatnog sektora (koji je zamijenjen glavnim pokazateljem o konsolidiranom dugu privatnog sektora).

2. NERAVNOTEŽE, RIZICI I PRILAGODBA: GLAVNA KRETANJA PREMA ZEMLJAMA

Izvješće o mehanizmu upozoravanja temelji se na ekonomskom tumačenju tablice pokazatelja PMN-a, koja je filtar za utvrđivanje *prima facie* dokaza o mogućim rizicima i slabostima. Tablica se sastoji od niza od 14 pokazatelja s indikativnim pragovima u vezi s područjima kao što su vanjske pozicije, konkurentnost, privatni dug, tržište nekretnina, bankarski sektor i zapošljavanje. Oslanja se na stvarne podatke dobre statističke kvalitete, čime se osigurava stabilnost podataka i usporedivost među zemljama. Stoga tablica u ovom izvješću sadržava podatke do 2017. U skladu s Uredbom o PMN-u (Uredba (EU) br. 1176/2011) vrijednosti iz tablice ne tumače se mehanički u procjenama uključenima u IMU, već su umjesto toga podložne ekonomskom tumačenju koje omogućuje bolje razumijevanje cjelokupnog ekonomskog konteksta i uzimanje u obzir razmatranja po pojedinim državama.¹³ Niz pomoćnih pokazatelja dopunjuje tumačenje tablice. Noviji podaci i dodatne informacije, uvidi iz okvira za procjenu te zaključci iz postojećih detaljnih preispitivanja i relevantnih analiza te Komisijina jesenska prognoza 2018. također su uzeti u obzir u procjeni IMU-a.

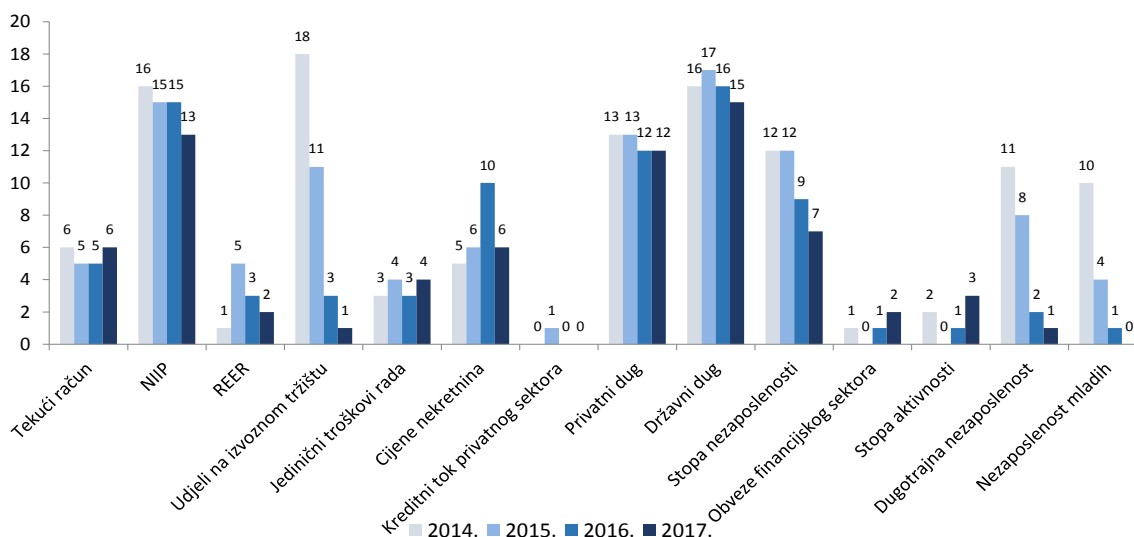
Varijable iz tablice rezultata koje se odnose na 2017. upućuju na postojanost neravnoteža stanja koje se ipak postupno smanjuju. Vrijednosti koje premašuju prag u tablici IMU-a i dalje su česte u slučaju državnog duga, neto stanja međunarodnih ulaganja i privatnog duga (grafikon 1.).¹⁴ Broj država članica čiji su rezultati iznad praga za ta tri pokazatelja neznatno je niži od učestalosti zabilježene u tablicama rezultata iz prethodnih godina i potvrđuje dugotrajnu prirodu tih neravnoteža stanja i prilagodbu koja se provodi samo postupno. Većina slučajeva salda tekućeg računa iznad praga uglavnom je povezana s kontinuirano velikim suficitima; do povećanja učestalosti vrijednosti iznad praga u 2017. došlo je zbog većeg broja velikih deficita. Oporavak zaposlenosti koji je u tijeku odražava se u daljnjem smanjenju broja država članica s rezultatima koji su iznad praga stope nezaposlenosti i sve brojnija smanjenja odnose se na pokazatelje nezaposlenosti mladih i dugotrajne nezaposlenosti s obzirom na njihovu veću osjetljivost na stanje na tržištu rada. Unatoč raširenom i snažnom oporavku cijena stambenih nekretnina u Europi, u tablici se bilježi manji broj država članica koje prelaze prag za rast cijena stambenih nekretnina jer su neke zemlje čiji su podaci bili neznatno iznad praga u međuvremenu pale ispod praga. Broj zemalja s rastom jediničnih troškova rada iznad praga i dalje je uglavnom stabilan, a manji broj zemalja premašuje pragove za realnu efektivnu tečajnu

¹³ Za obrazloženje o sastavljanju i očitavanju vrijednosti iz tablice u izvješću o mehanizmu upozoravanja vidjeti dokument Europske komisije (2016.) *The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium*, (Postupak zbog makroekonomskih neravnoteža. Osnova, proces, primjena: zbirka), European Economy, Institutional Paper 039.

¹⁴ Detaljni pokazatelji iz tablice rezultata zajedno s odgovarajućim indikativnim pragovima prikazani su u tablici 1.1. u prilogu; pomoćni pokazatelji prikazani su u tablici 2.1. Kako je objašnjeno u bilješci grafikona 1., tumačenje kretanja podataka iz tablice temelji se na podacima koji su bili dostupni u vrijeme pojedinog izvješća o mehanizmu upozoravanja. Podaci za IMU 2019. prikupljeni su do 24. listopada 2018.

stopu, i to samo u slučajevima u kojima je realna efektivna tečajna stopa ispod donjeg praga. Broj država članica koje bilježe gubitke udjela na izvoznom tržištu iznad praga dodatno se smanjio.

Grafikon 1: Broj zemalja koje bilježe varijable iz tablice iznad praga



Izvor: Eurostat.

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

Većina država članica EU-a i dalje bilježi tekuće račune u ravnoteži ili suficitu, a u nekim državama još uvijek postoje veliki suficiti tekućeg računa, u najboljem slučaju neznatno se smanjuju. Općenito su nedavne promjene salda tekućeg računa bile relativno ograničene (Graph 3). Većina velikih i neodrživih deficita tekućeg računa već je prilagođena u prvim godinama ovog desetljeća i pretvorena u suficite ili je postignuta ravnoteža, koji su održani i posljednjih godina često neznatno povećani. Veliki suficiti u zemljama neto vjerovnicama općenito su ostali nepromijenjeni ili su se čak povećali. Salda tekućeg računa samo su u ograničenoj mjeri potaknuta cikličkim čimbenicima: razlika između stvarnih i ciklički prilagođenih tekućih računa općenito je mala i u padu, u kontekstu smanjenja jaza outputa (grafikon 2.)¹⁵. Za većinu država članica nedavni rezultati tekućeg računa veći su od onoga što bi se moglo očekivati na osnovi temeljnih značajki (npr. starenje i dohodak po stanovniku).¹⁶ Međutim u nekim slučajevima nedavni rezultati možda ipak neće biti

¹⁵ Ciklički prilagođena salda tekućeg računa uzimaju u obzir učinak ciklusa prilagodbom za domaći jaz outputa i jaz outputa trgovinskih partnera, vidjeti M. Salto i A. Turrini (2010.), *Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment* (Usporedba alternativnih metodologija za procjenu realne tečajne stope), European Economy, Discussion Paper 427/2010.

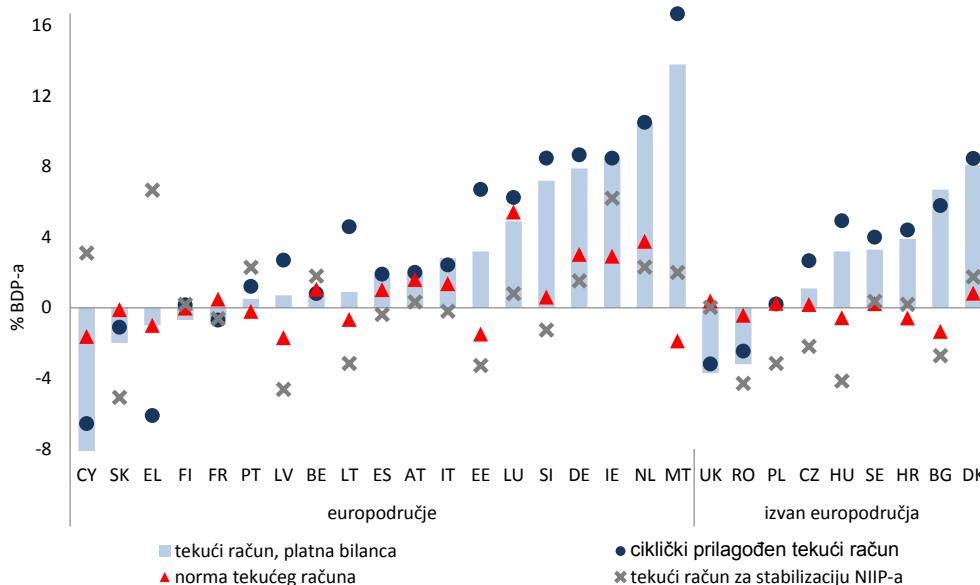
¹⁶ Tekući računi u skladu s temeljnim značajkama (norme tekućeg računa) izvedeni su iz pojednostavnjenih regresijskih krivulja gdje su zabilježene osnovne determinante salda štednje i ulaganja, uključujući temeljne determinante, čimbenike politike i globalne financijske uvjete. Metodologija je srodna metodologiji S. Phillips i ostali (2013.), *The External Balance Assessment*

dovoljni za smanjenje razina neto inozemnih obveza primjerenom brzinom. Uglavnom uravnotežena stanja tekućeg računa u 2017. bila su manje nego prije rezultat cikličkih uvjeta jer se negativni jaz outputa u državama članicama smanjuje ili postaje pozitivan. Potaknuta rastućim cijenama nafte, kretanja u energetske bilanci gotovo posvuda su narušila ukupnu bilancu, no često samo neznatno (za podatke o energetske bilanci vidjeti tablicu 2.1. u prilogu).

- **Cipar je država članica koja bilježi najveći deficit tekućeg računa, iznad praga PMN-a** (na temelju prosjeka od tri godine do 2017.). Tumačenja godišnjih podataka posljednjih su se godina pogoršala samo za Cipar. Rezultati su **ispod rezultata na koje bi upućivale temeljne značajke i onoga što je potrebno za poboljšanje NIIP-a primjerenom brzinom** te se pogoršanje tekućeg računa u 2017. ne može objasniti učinkom ciklusa. Gledajući izvan europodručja, i tekući račun Ujedinjene Kraljevine ispod je praga iz tablice rezultata PMN-a.
- Samo je **pet drugih država članica u 2017. zabilježilo deficite tekućeg računa**: Finska, Francuska, Grčka, Rumunjska i Slovačka, a samo posljednje dvije države zabilježile su vrijednosti veće od 1 % BDP-a. **Rumunjska je zabilježila pogoršanje** deficita tekućeg računa, ispod temeljnih značajki za 2017. **Grčka se ističe velikim doprinosom negativnog jaza outputa** niskom ukupnom deficitu tekućeg računa; uzimajući u obzir ciklus, tekući račun čini se ispod razine koja je potrebna za brzo smanjenje NIIP-a i ispod norme tekućeg računa.
- **Zemlje s uglavnom negativnim NIIP-ovima**, npr. Portugal i Španjolska, imale su rezultate tekućeg računa iznad onog što se moglo očekivati na osnovi temeljnih značajki, ali u slučaju Portugala ne dovoljno za osiguranje poboljšanja NIIP-a primjerenom brzinom. Hrvatska bilježi suficit kojim se omogućuje smanjenje NIIP-a zadovoljavajućom brzinom. Irska je nakon deficita 2016. zabilježila veliki suficit tekućeg računa u 2017., nakon nedavnih znatnih korekcija naniže. U slučaju Irske na iznose tekućeg računa znatno su utjecale prekogranične transakcije povezane s aktivnostima multinacionalnih kompanija.
- **Četiri države članice trenutačno premašuju prag iz tablice PMN-a zahvaljujući suficitu**. Vrijednosti iznad praga već su nekoliko godina zabilježene u Danskoj, Njemačkoj i Nizozemskoj, a u novije vrijeme i na Malti. Suficit Njemačke smanjio se u 2017. za 0,5 % BDP-a, dok se suficit Nizozemske povećao za 2,5 % BDP-a. U sva ta četiri slučaja ti suficiti znatno su **veći od onoga što se može objasniti temeljnim značajkama**, uvijek za najmanje 5 postotnih bodova BDP-a. Dinamika suficita u Nizozemskoj i na Malti znatno je potaknuta prekograničnim transakcijama povezanim s aktivnostima multinacionalnih kompanija i međunarodno orijentiranih uslužnih sektora koji utječu i na trgovinsku bilancu i na saldo dohotka. Više drugih zemalja već nekoliko godina bilježi suficite tekućeg računa, čak iako su ispod praga, što je slučaj i kod velikih zemalja europodručja, posebno Italije (vidjeti i okvir 2. za više informacija o suficitu tekućeg računa u europodručju).

(EBA) *Methodology* (Metodologija vanjske procjene bilance), IMF Working Paper, 13/272). Vidjeti L. Coutinho i ostali (2018.) *Methodologies for the assessment of current account benchmarks* (Metodologije za procjenu referentnih mjerila tekućeg računa), European Economy, Discussion Paper 86, 2018., za opis metodologije izračuna tekućeg računa u skladu s temeljnim značajkama koja je korištena u ovom IMU-u.

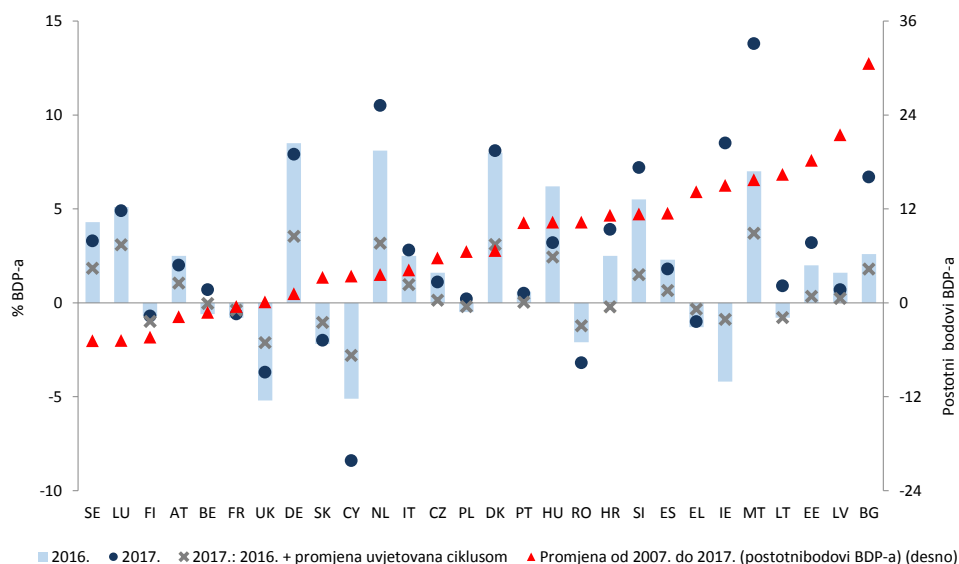
Grafikon 2: Salda tekućeg računa i referentna mjerila u 2017.



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

Napomena: Zemlje su poredane prema saldu tekućeg računa u 2017. *Ciklički prilagođena salda tekućeg računa:* vidjeti bilješku 15. *Norme tekućeg računa:* vidjeti bilješku 16. Referentno mjerilo *tekući račun koji stabilizira NIIP* definira se kao tekući račun koji je potreban za stabilizaciju NIIP-a na sadašnjoj razini tijekom sljedećih 10 godina ili, ako je sadašnji NIIP ispod bonitetnog praga za državu članicu, tekući račun koji je potreban za postizanje bonitetnog praga za NIIP u sljedećih 10 godina.¹⁷

Grafikon 3: Kretanje salda tekućeg računa



Izvor: Eurostat i izračuni službi Komisije.

¹⁷ Za metodologije za referentna mjerila tekućeg računa vidjeti L. Coutinho i ostali (2018.); za bonitetne pragove za NIIP po državama članicama vidjeti bilješku **Error! Bookmark not defined..**

Napomena: Zemlje su prikazane rastućim redoslijedom prema promjeni udjela NIIP-a u BDP-u između 2007. i 2017. Promjena zbog ciklusa izračunava se kao promjena tekućeg računa koja se ne može objasniti promjenom ciklički prilagođenog salda tekućeg računa; vidjeti bilješku15.

Neto stanja međunarodnih ulaganja (NIIP-ovi) i dalje se poboljšavaju u gotovo svim državama članicama, no zabrinjavajuće je što su u nekoliko njih i dalje vrlo negativna. Razine NIIP-ova za mnoge države članice još uvijek su većinom negativne (Graph 4.) U većini država članica EU-a s negativnim NIIP-om razina inozemnih obveza premašuje NIIP, što bi se moglo opravdati temeljnim ekonomskim značajkama, a samo u manjem broju slučajeva čini se da je ispod bonitetnog praga.¹⁸ U nekim je zemljama razina inozemnih obveza velika i kada se izračunava umanjena za manje rizične financijske instrumente (NENDI). Poboljšanja NIIP-ova nastavljena su 2017. zbog čestih pozitivnih rezultata tekućih računa i oporavka rasta nominalnog BDP-a (grafikon 5.). Poboljšanja su u načelu nešto manja nego prethodnih godina, pri čemu vrijednosni učinci često manje pridonose poboljšanju NIIP-a ili čak marginalno smanjuju njegovu vrijednost. Smjer i jačina varijacija NIIP-a nisu bili čvrsto povezani s početnim razinama NIIP-a, ali su zemlje neto dužnice u većini slučajeva poboljšale ili stabilizirale svoje pokazatelje u 2017.

- U 2017. **gotovo je polovina država članica zabilježila NIIP-ove slabije od praga iz tablice rezultata** od -35 % BDP. Neke su i dalje ispod -100 % BDP-a (Cipar, Grčka, Irska i Portugal) i Španjolska -80 % BDP-a; isto tako Bugarska, Hrvatska, Mađarska, Latvija, Litva, Poljska, Rumunjska i Slovačka nisu bile unutar praga BDP-a od -35 %.
- U zemljama s **uglavnom negativnim NIIP-ovima** pokazatelji su općenito **manji od referentnih mjerila za pojedinu zemlju**, i za norme za NIIP i za bonitetne pragove za NIIP. To je slučaj u Irskoj, Grčkoj, na Cipru, u Portugalu i u Španjolskoj. Grčka je zabilježila marginalno pogoršanje NIIP-a, a Portugal objavio nepromijenjene pokazatelje i u oba su slučaja vrijednosni učinci umjereno smanjili NIIP u 2017.; svi su ostali poboljšali svoje rezultate. Te najnegativnije NIIP-ove **često prate neto dužničke obveze**¹⁹. Brojke za Cipar i Irsku moraju se promatrati i s obzirom na važnost koju za njih imaju aktivnosti multinacionalnih korporacija i međunarodno orijentiranih uslužnih sektora, a u Grčkoj s obzirom na veliki vanjski javni dug uz vrlo povoljne kamatne stope.
- U zemljama s **umjereno negativnim NIIP-ovima**, koji su još uvijek ispod praga iz tablice rezultata od -35 % BDP-a, NIIP-ovi su često ispod norme, a u nekim slučajevima i nešto ispod bonitetnih pragova. U tim zemljama vlasnički kapital u velikoj mjeri utječe na negativni NIIP i s

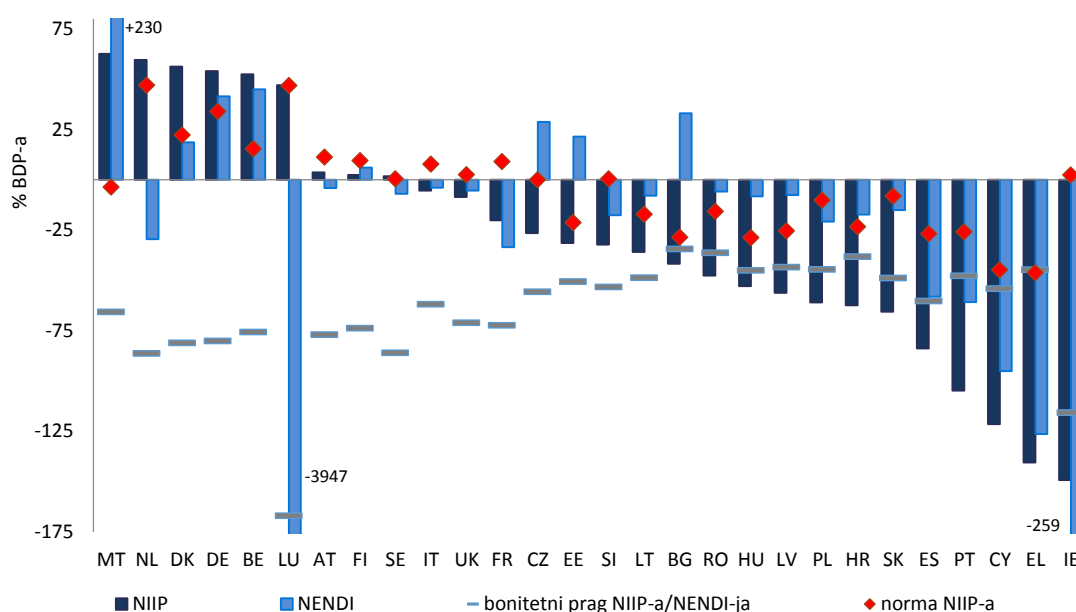
¹⁸ NIIP u skladu s temeljnim značajkama dobiva se kao kumulacija normi tekućeg računa tijekom vremena (vidjeti i bilješku **Error! Bookmark not defined.**). Bonitetni pragovi za NIIP određuju se na temelju najveće moguće snage signala za predviđanje krize bilance plaćanja, uzimajući u obzir informacije po državama članicama koje su sažete prema dohotku po stanovniku. Za metodologiju izračuna razina NIIP-a u skladu s temeljnim značajkama vidjeti A. Turrini i S. Zeugner, *Benchmarks for Net International Investment Positions* (Referentna mjerila za neto stanja međunarodnih ulaganja), European Economy, Discussion Paper, u pripremi.

¹⁹ To se odražava varijablom NENDI, tj. NIIP-om ne uključujući instrumente bez rizika neispunjavanja obveza. Pozitivno je što su poboljšanja NIIP-ova u tim zemljama u 2017. uglavnom bila potaknuta poboljšanjima NENDI-ja.

obzirom na razine priljeva neto izravnih stranih ulaganja. U zemljama koje imaju **umjerene vanjske pozicije stanja** NIIP-ovi su često iznad relevantnih normi, osim u slučaju Francuske i Slovenije, gdje su ispod normi.

- U većini zemalja s **velikim i pozitivnim razinama NIIP-ova**, NIIP-ovi nadilaze normu i 2017. su u porastu na temelju velikih suficita tekućeg računa. Zbog negativnih vrijednosnih učinaka zabilježen je marginalni pad NIIP-ova u Nizozemskoj i Danskoj. NIIP-ovi Malte i Nizozemske krajem 2017. iznosili su oko 60 % BDP-a, NIIP-ovi Belgije, Danske i Njemačke iznad od 50 %²⁰.

Grafikon 4: Neto stanja međunarodnih ulaganja (NIIP-ovi) i referentna mjerila u 2017.

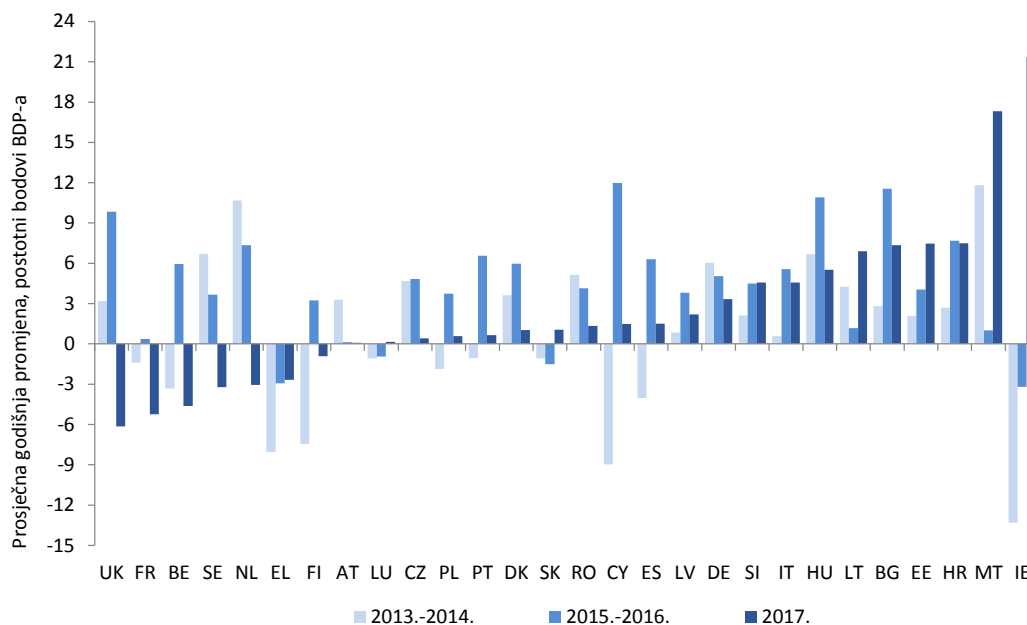


Izvor: Eurostat (BPM6, ESA10), izračuni službi Komisije.

Napomena: Zemlje su prikazane padajućim redoslijedom prema udjelu NIIP-a u BDP-u u 2017. NENDI je NIIP ne uključujući instrumente bez rizika neispunjavanja obveza, vidjeti okvir 1. za više informacija. Za objašnjenje norme NIIP-a i bonitetnog praga NIIP-a vidjeti bilješku 18.

²⁰ Relevantnost NENDI-ja znatno se razlikuje u toj skupini država te odražava i važnost njihovih financijskih centara, kao u Luksemburgu i na Malti, ili obveze vanjskog duga banaka i sjedišta multinacionalnih kompanija, kao u Nizozemskoj.

Grafikon 5: Dinamika neto stanja međunarodnih ulaganja (NIIP-ovi)



Izvor: Eurostat

Napomena: Zemlje su prikazane padajućim redoslijedom prema promjeni udjela NIIP-a u BDP-u u 2017.

Kretanja troškovne konkurentnosti u manjoj mjeri pogoduju rebalansu. Obrascje jediničnih troškova rada (ULC) nakon krize karakterizirala je relativno slaba dinamika u zemljama u kojima je zabilježena kompresija potražnje nakon uklanjanja velikih deficita na tekućem računu. Rast jediničnih troškova rada nastavio se usporedno s gospodarskim oporavkom, no ostao je relativno slab unatoč povećanju napetosti tržišta rada. U nekoliko zemalja srednje i istočne Europe zabilježen je ubrzan rast jediničnih troškova rada: od 2012. u Bugarskoj i Estoniji, 2013. u Latviji i Litvi, 2016. u Češkoj, Mađarskoj i Rumunjskoj. Rast jediničnih troškova rada u većini država članica dodatno je ubrzan 2017. na temelju konsolidacije gospodarskog rasta, no bez znatnog povećanja troškova rada u zemljama koje su velike neto vjerovnice. Kao rezultat toga i dalje je aktualan trend kretanja troškovne konkurentnosti koji manje pogoduje rebalansu, koji je započet u 2016. (vidjeti i okvir 2.).

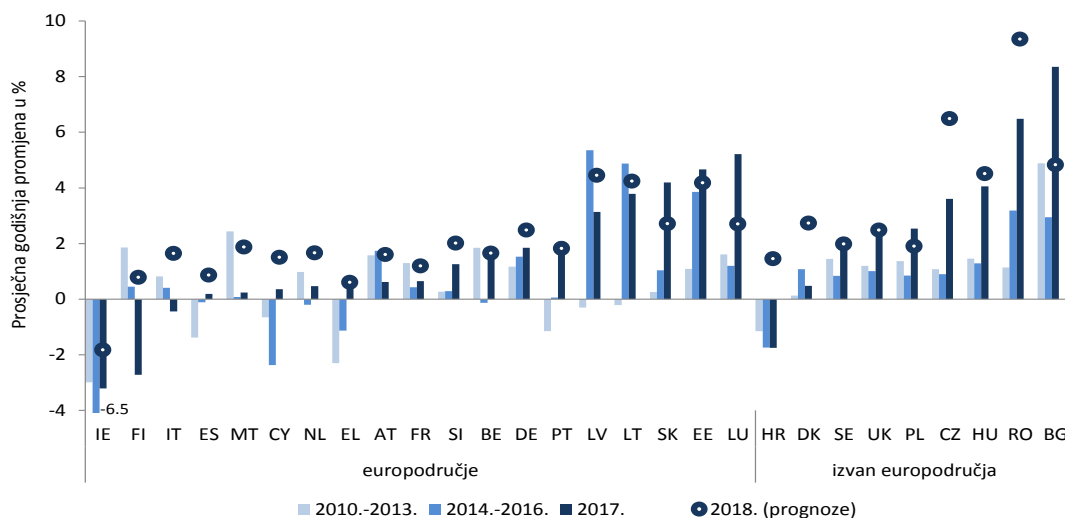
- **Jedinični troškovi rada u većini država članica ubrzano rastu.** Rast jediničnih troškova rada u posljednjih nekoliko godina bio je posebno izražen u Bugarskoj, Estoniji, Latviji i Litvi (grafikon 6); za sve te države jedinični trošak rada prešao je prag tablice. U 2017. ubrzanja jediničnih troškova rada iz prethodnih godina bila su posebno izražena u Bugarskoj i Rumunjskoj, a u manjoj mjeri i u Češkoj, Luksemburgu i Slovačkoj. Procjene za 2018. upućuju na scenarije kontinuirane dinamičnosti jediničnih troškova rada u mnogim državama, a značajnije se ubrzava u Češkoj, Mađarskoj, Latviji, Litvi i Rumunjskoj, dok se u Bugarskoj usporava, ali ostaje na visokoj razini.
- **Obrazac rasta jediničnih troškova rada među državama uglavnom odražava razlike u napetosti tržišta rada.** Zemlje u kojima je jedinični trošak rada najbrže rastao najčešće su one koje bilježe niže stope nezaposlenosti (grafikon 8.). Zemlje koje su proteklih godina zabilježile ubrzan rast BDP-a, posebno baltičke zemlje i niz drugih istočnoeuropskih zemalja, imaju nisku

ili umjerenu nezaposlenost i visoke stope rasta jediničnih troškova rada, dok je dinamika troškova rada općenito suzdržanija u zemljama s većom nezaposlenošću. Takav se odnos temelji na dinamici Phillipsove krivulje, no slabo je primjenjiv s obzirom na to da neke zemlje pokazuju stope rasta jediničnih troškova rada koje su mnogo veće od očekivanih, posebno baltičke zemlje, Bugarska, Češka, Mađarska ili Rumunjska. Istovremeno druge zemlje pokazuju niži rast jediničnih troškova rada od očekivanog (npr. Hrvatska, Finska i Irska). U prvoj skupini snažan rast plaća može se povezati i s manjkom radne snage zbog iseljavanja, nedostatka vještina i neusklađenosti ponuđenih i traženih vještina²¹.

- **Rast nominalnih plaća dao je najveći doprinos rastu jediničnih troškova rada u 2017.** U većini država članica najveći doprinos rastu jediničnih troškova rada temeljio se na rastu nominalnih plaća, dok je produktivnost rada imala relativno manji utjecaj. Produktivnost rada općenito doprinosi usporavanju rasta jediničnih troškova rada zbog produbljivanja kapitala i rasta ukupne faktorske produktivnosti (TFP), dok su smanjeni radni sati često podrazumijevali smanjenu produktivnost (grafikon 7.).
- **Obrasci rasta jediničnih troškova rada sve su manje povezani s potrebama za vanjskim rebalansom.** Dok je u razdoblju krize nezaposlenost bila veća u zemljama neto dužnicama u kojima je dolazilo do preokreta u stanju tekućeg računa i slijedom toga kompresije potražnje, stope nezaposlenosti pomalo se ujednačuju od početka gospodarskog oporavka, što upućuje na to da su obrasci rasta jediničnih troškova rada, koji uglavnom odražavaju različite razine napetosti tržišta rada, sve manje povezani s potrebama za vanjskim rebalansom. U 2017. neke zemlje neto dužnice ponovno su zabilježile rast jediničnih troškova rada nakon godina smanjenja ili stagnacije, što je na neki način potvrdilo trend iz 2016., pri čemu je ubrzanje bilo očitije na Cipru, u Grčkoj i Portugalu. Istovremeno, trajno napeta tržišta rada u zemljama koje su neto vjerovnice dosad nisu dovela do značajnih ubrzanja rasta plaća.

²¹ Vidjeti npr. Europska komisija (2018.), *Labour markets and wage developments in Europe* (Tržišta rada i kretanja plaća u Europi), godišnje preispitivanje 2018., i Z. Darvas i I. Gonçalves Rapso (2018.), *The ever-rising labour shortages in Europe* (Rast nedostatka radne snage u Europi), objava na blogu Bruegela, 25. siječnja 2018.

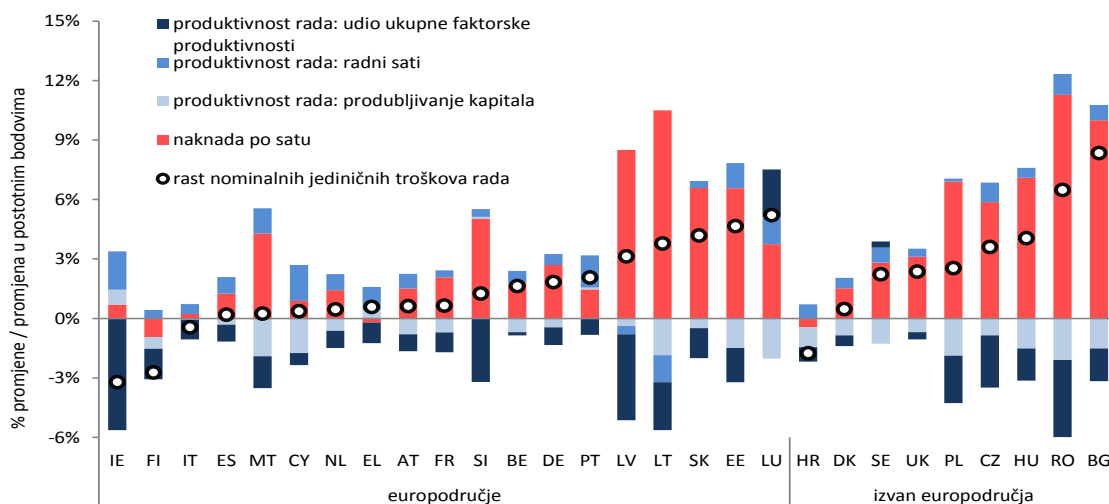
Grafikon 6.: Rast jediničnih troškova rada u posljednjih nekoliko godina



Izvor: AMECO; Podaci za 2018. potječu iz Komisijine jesenske prognoze 2018.

Napomena: Zemlje su prikazane rastućim redoslijedom prema rastu jediničnog troška rada u 2017.

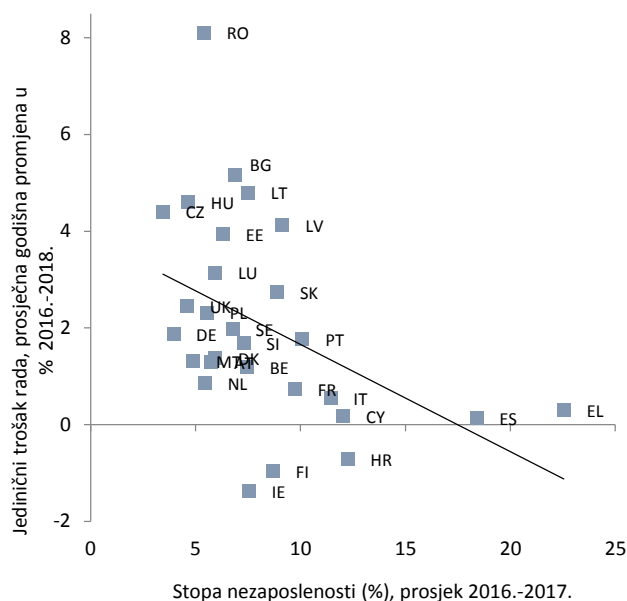
Grafikon 7.: Rast jediničnih troškova rada i pokretači tog rasta, 2017.



Izvor: AMECO i izračuni službi Komisije

Napomena: Zemlje su prikazane rastućim redoslijedom prema rastu jediničnog troška rada u 2017. Raščlamba se temelji na standardnoj raščlambi rasta jediničnog troška rada prema nominalnoj zaradi po satu i produktivnosti rada, pri čemu se produktivnost rada s pomoću standardnog okvira za analizu rasta dalje raščlanjuje na doprinos radnih sati, ukupnu faktorsku produktivnost i akumulaciju kapitala.

Grafikon 8.: Rast jediničnih troškova rada i stopa nezaposlenosti



Izvor: AMECO

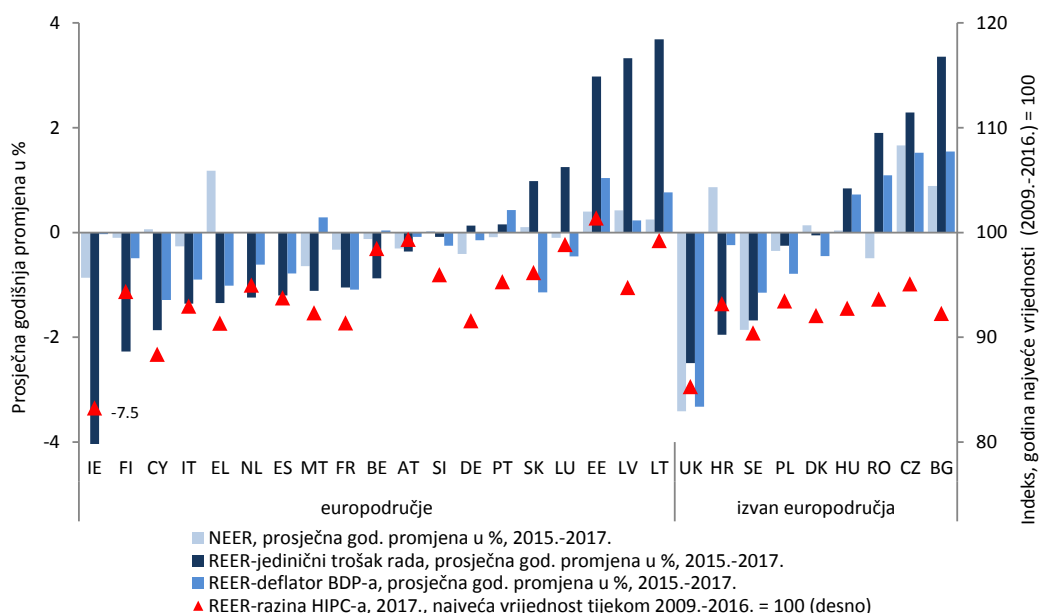
Kretanja cjenovne konkurentnosti koja se mjere realnim efektivnim tečajnim stopama (REER-ovi) samo djelomično odražavaju promjene troškovne konkurentnosti koje se temelje na jediničnim troškovima rada. Razlike u rastu jediničnih troškova rada dovele su do povećanja i smanjenja troškovne konkurentnosti za države članice EU-a kada se mjere REER-ovima temeljenima na jediničnom trošku rada, pri čemu se u obzir uzimaju i promjene u rastu jediničnih troškova rada u odnosu na konkurente na domaćim tržištima i tržištima trećih zemalja, kao i kretanja nominalnih tečajnih stopa (grafikon 9.).

- Posljednjih godina **većina država članica europodručja zabilježila je smanjenje REER-a temeljenog na jediničnom trošku rada**, što znači da su od 2016. relativna smanjenja troškova rada bila dostatna da nadoknade efektivnu aprecijaciju eura. Međutim **nekoliko je zemalja europodručja, posebno baltičke zemlje, zabilježilo gubitke troškovne konkurentnosti** mjerene REER-om temeljenom na jediničnom trošku rada. U zemljama izvan europodručja promjene REER-a temeljenog na jediničnom trošku rada uglavnom su se odnosile na fluktuacije nominalne tečajne stope mjerene nominalnim efektivnim tečajnim stopama (NEER-ovi). Deprecijacija je dovela do povećanje konkurentnosti u Poljskoj, Rumunjskoj, Švedskoj i Ujedinjenoj Kraljevini; aprecijacija je imala veći utjecaj u Bugarskoj i Češkoj. Posljednjih godina povećanje troškovne konkurentnosti koje se mjeri promjenama REER-a temeljenog na jediničnom trošku rada u načelu je bilo veće u zemljama neto dužnicama. To opažanje odgovara prethodno navedenim činjenicama koje se odnose na dinamiku jediničnih troškova rada.
- **Dinamike konkurentnosti cijena**, koje se mjere REER-om temeljenim na deflatoru BDP-a, **bile su više ograničene nego dinamike troškovne konkurentnosti**, koje se mjere REER-om temeljenom na jediničnom trošku rada. To znači da je dio promjena jediničnih troškova rada utjecao na razlike između cijene i troška i da nije prenesen u cijene (grafikon 9.). Dokazi

upućuju na to da je **kompresija marže** bila posebno izražena u zemljama u kojima je zabilježen velik gubitak troškovne konkurentnosti, posebno u baltičkim državama, Bugarskoj i Rumunjskoj²².

- U velikom broju zemalja vrlo umjerene ili **negativne stope inflacije potrošačkih cijena** odrazile su se u velikom **rastu konkurentnosti** koji se mjeri REER-om temeljenom na HICP-u. Dvije zemlje, Cipar i Irska, bile su ispod donjeg praga tablice rezultata u 2017. U većini je zemalja **trenutačni konkurentski položaj povoljniji od onoga prije krize jer je razina REER-a na temelju HIPC-a** niža od one zabilježene na prethodnim najvećim razinama. Realna se deprecijacija u većini slučajeva poklopila sa smanjenjem relativne cijene nerazmjernih dobara i povećanim udjelom razmjernih dobara u gospodarstvu, čime se poboljšava potencijal za dinamiku rasta koja se temelji na izvozu. No u nekoliko zemalja, posebno u Austriji, Estoniji i Litvi, trenutačni iznosi REER-a koji se temelji na HICP-u blizu su ili iznad prethodnih najvećih razina.

Grafikon 9.: nominalne i realne efektivne tečajne stope (NEER i REER)



Izvor: AMECO

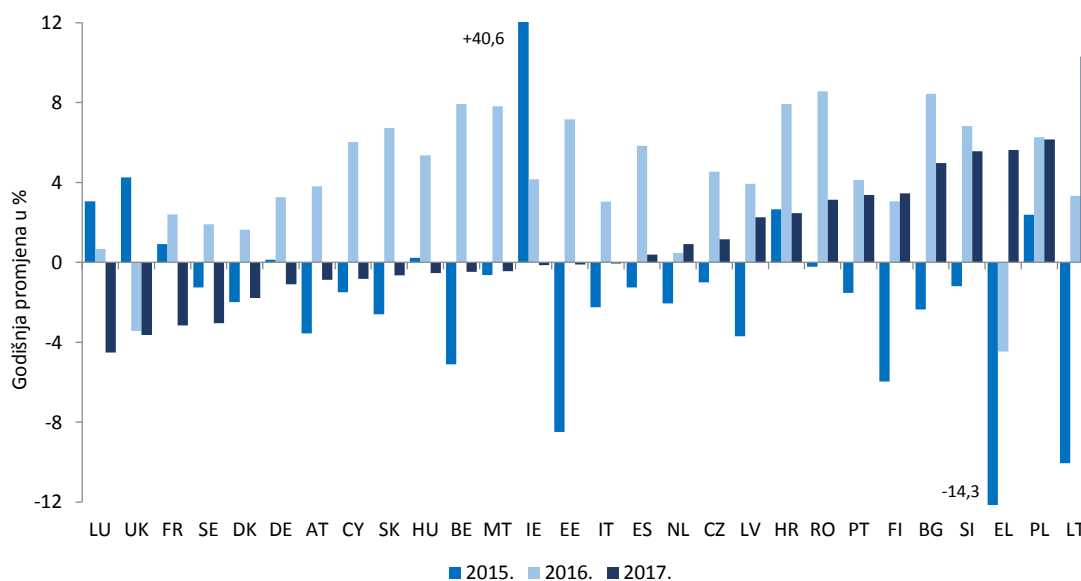
Napomena: Zemlje su prikazane rastućim redoslijedom prema prosječnoj godišnjoj promjeni realne efektivne tečajne stope (REER) na temelju rasta jediničnih troškova rada od 2015. do 2017. REER-ovi na temelju jediničnih troškova rada i deflatora BDP-a te nominalne efektivne tečajne stope (NEER) izračunavaju se u odnosu na 37 trgovinskih partnera; REER na temelju HIPC-a izračunava se u odnosu na 42 trgovinska partnera kao u tablici rezultata IMU-a.

²² Iako se kompresijom marže sprečava utjecaj troškovne konkurentnosti na trgovinske uvjete, što ograničava utjecaj na trgovinske tokove u industrijama koje karakteriziraju diferencijacija proizvoda i cjenovna prilagodba tržištu, dugotrajna smanjena profitabilnost s vremenom bi dovela do smanjenja sektora razmjernih dobara.

U većini država članica EU-a bilježe se povećanja udjela na izvoznom tržištu, ali smanjuju se opsegom. Kumulativna promjena udjela na izvoznom tržištu tijekom 5 godina zabilježena u 2017. pokazuje pozitivne vrijednosti u većini država članica EU-a, a samo su u jednoj zemlji (Grčkoj) gubici udjela na izvoznom tržištu nisu bili unutar praga tablice rezultata. Noviji podaci pokazuju diferenciranu sliku; povećanja još prevladavaju ali u 2017. postaju umjerenija s obzirom na aprecijaciju eura i manje pogodne dinamike cijena robe. Istovremeno kad su se 2017. izvozne aktivnosti država članica EU-a nastavile oporavljati, rast izvoza u drugim gospodarstvima približio se rastu izvoza EU-a 2017. s ubrzanjem iz prethodnih godina²³.

- Prethodnom ukupnom pozitivnom trendu u pogledu udjela na izvoznom tržištu za EU pogodovalo je ponovno povećanje potražnje za izvozom unutar EU-a i povećanje konkurentnosti, kako je prethodno navedeno. **Povećanja tržišnog udjela bila su općenito više izražena u zemljama neto dužnicama i zemljama srednje i istočne Europe**, što znači da se veći rast konkurentnosti u tim zemljama uglavnom prenosi u prednost u pogledu prodora izvoza.
- Noviji podaci o promjenama godišnjeg tržišnog udjela ukazuju na povećanja u 2016., nakon čega slijede umjereniji rezultati za 2017. (grafikon 10.). **Povećanja u 2017. postaju umjerenija u gotovo svim državama članicama EU-a**, dok su u Grčkoj i Litvi zabilježena veća povećanja, što odražava preokret trenda velikih gubitaka u prethodnom razdoblju.

Grafikon 10.: Promjena udjela na izvoznom tržištu u posljednjih nekoliko godina



Izvor: Eurostat, izračuni službi Komisije.

Napomena: Zemlje su prikazane rastućim redoslijedom prema godišnjoj promjeni udjela na izvoznom tržištu u 2017.

²³ Vidjeti Komisijinu jesensku prognozu 2018.; i MMF (2018.), Svjetski gospodarski izgledi, listopad 2018. Vidjeti i tablicu 2.1. u prilogu za izvozne rezultate u odnosu na napredna gospodarstva.

Okvir 2.: Dimenzija makroekonomskih neravnoteža povezana s europodručjem

Tekući račun europodručja stabilizirao se na vrlo visokim razinama. Saldo tekućeg računa europodručja vidljivo se povećao nakon krize 2008. do 2016. Od tada se njegova vrijednost stabilizirala na razini od oko 3,2 % BDP-a u 2016. i 2017. na temelju statistike bilance plaćanja²⁴. Suficit tekućeg računa europodručja i dalje je najveći u svijetu te se procjenjuje da je iznad vrijednosti koja bi se očekivala na temelju ekonomskih značajki (oko 1,5 % BDP-a europodručja)²⁵. Ne bude li promjene u politikama, očekuje se da će se suficit tekućeg računa europodručja nešto smanjiti do 2020. u skladu s Komisijinom jesenskom prognozom 2018²⁶. Čimbenici koji bi mogli doprinijeti smanjenju suficita su sljedeći: relativno slabljenje cikličkih uvjeta u drugim područjima svjetskog gospodarstva, učinak posljedica restriktivnih trgovinskih politika i nedavne aprecijacije realnog efektivnog tečaja eura, moguća daljnja aprecijacija eura (među ostalim povezana s pritiskom na tržište koji proizlazi iz stalnog velikog vanjskog suficita) ili nastavak aktualnog trenda rasta cijena nafte.

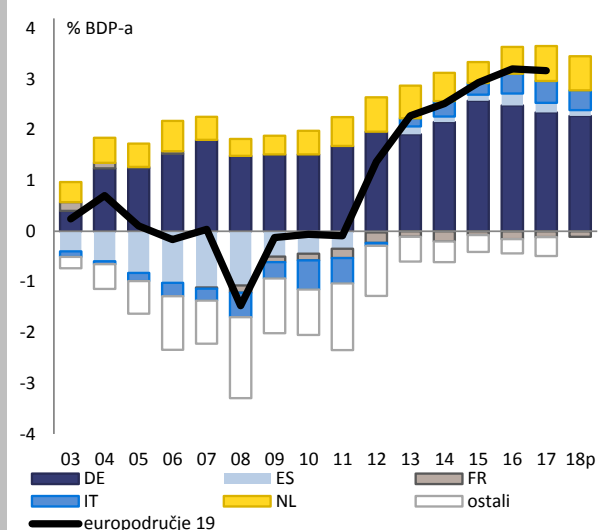
Grafikon B.1.: Kretanje tekućeg računa europodručja: raščlamba po državama

Grafikon B.2.: Kretanje tekućeg računa europodručja: raščlamba po stavkama

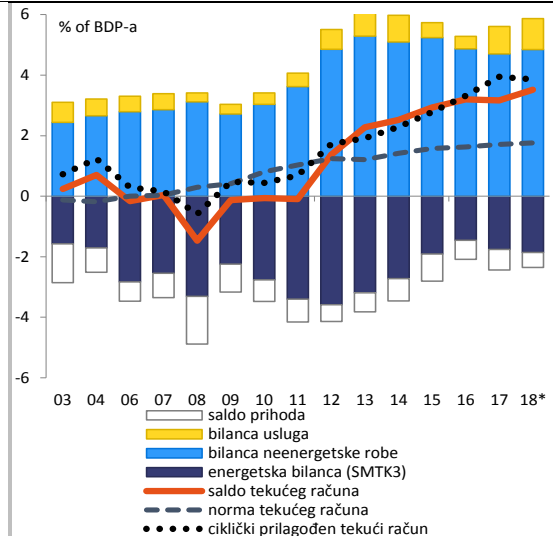
²⁴ Iznosi tekućeg računa europodručja koji se temelje na podacima iz bilance plaćanja nedavno su blago smanjeni i trenutačno pokazuju suficit koji je smanjen za 0,3 postotna boda BDP-a za 2015. odnosno 0,1 postotni bod BDP-a za 2016. u usporedbi s iznosima iz prošle godine. Saldo tekućeg računa europodručja u cjelini prema ostatku svijeta iznosio je 3,2 % BDP-a u 2016. i 2017. prema iznosima iz bilance plaćanja i nacionalnih računa. No svi tekući računi država članica europodručja ukupno iznose 3,5 % BDP-a europodručja za 2016. odnosno 4 % BDP-a europodručja za 2017. Neusklađenost ukupnog iznosa za europodručje i svih salda tekućih računa država članica posljedica je prilagodbe zbog asimetrije podataka koje su dostavile države članice.

²⁵ Za metodologiju izračuna salda tekućih računa u skladu s temeljnim značajkama (norma tekućeg računa) vidjeti bilješku **Error! Bookmark not defined.** i sadržana upućivanja. MMF (Izvešće o vanjskom sektoru 2018.) predlaže da norma tekućeg računa europodručja iznosi oko 1,5 % BDP-a.

²⁶ Prognoza na temelju iznosa nacionalnih računa.



Izvor: AMECO, podaci iz bilance plaćanja.



Izvor: Eurostat, podaci iz bilance plaćanja.

Napomena: „18*” se odnosi se na podatke o pomičnom prosjeku za četiri tromjesečja do drugog tromjesečja 2018.

Rast suficita europodručja odraz je korekcije tekućih računa koji su prethodno bili u deficitu u kombinaciji s kontinuiranim velikim suficitima. Stanje tekućeg računa europodručja bilo je uglavnom uravnoteženo prije 2008., tijekom te godine zabilježen je deficit zbog velikog pada globalne potražnje za izvozom te je nakon financijske krize 2008. bio u suficitu, uglavnom zbog znatne korekcije velikih deficita nakon preokreta u privatnim prekograničnim financijskim tokovima (grafikon B.1.). Nakon 2011. suficit se još povećao zbog širenja dužničke krize na Španjolsku i Italiju te smanjenja domaće potražnje koje je nakon toga uslijedila i koja je pridonijela nastanku suficita na tekućim računima tih zemalja. Od 2011. postupno se povećao i veliki suficit tekućeg računa Njemačke. Trenutačno je suficit tekućeg računa europodručja uglavnom rezultat velikih suficita zabilježenih u Njemačkoj i Nizozemskoj, čija zajednička vanjska pozicija iznosi čini većinu suficita europodručja (grafikon B.1.). Od 2016. postupno smanjenje suficita tekućeg računa Njemačke povezano je sa stabilizacijom suficita zabilježenog u europodručju.

Nedavni razvoj tekućeg računa europodručja uglavnom je povezan s bilancom energije, dohotka i usluga. Bilanca neenergetske robe poboljšala se nakon financijske krize što je odraz relativno slabog cikličkog položaja europodručja u usporedbi s drugim svjetskim područjima te je najviše je pridonijela poboljšanju tekućeg računa (grafikon B.2.). U skladu s tim, u istom se razdoblju ciklički prilagođen saldo tekućeg računa europodručja blago poboljšao. S obzirom na oporavak outputa europodručja od 2013., suficit robne bilance stabilizirao se te se počeo vrlo umjereno smanjivati, usporedno s pozitivnim rezultatima vrijednosti i obujma izvoza u usporedbi s drugim naprednim gospodarstvima²⁷. Kretanja energetske bilance nakon krize uglavnom su se temeljila na razlikama u cijenama nafte. Nakon velikog pada 2008. cijene nafte oporavile su se od 2009. do 2011. te su se ponovno smanjile od

²⁷ Vidjeti i ESB, Ekonomski bilten 05/2018., okvir 2.

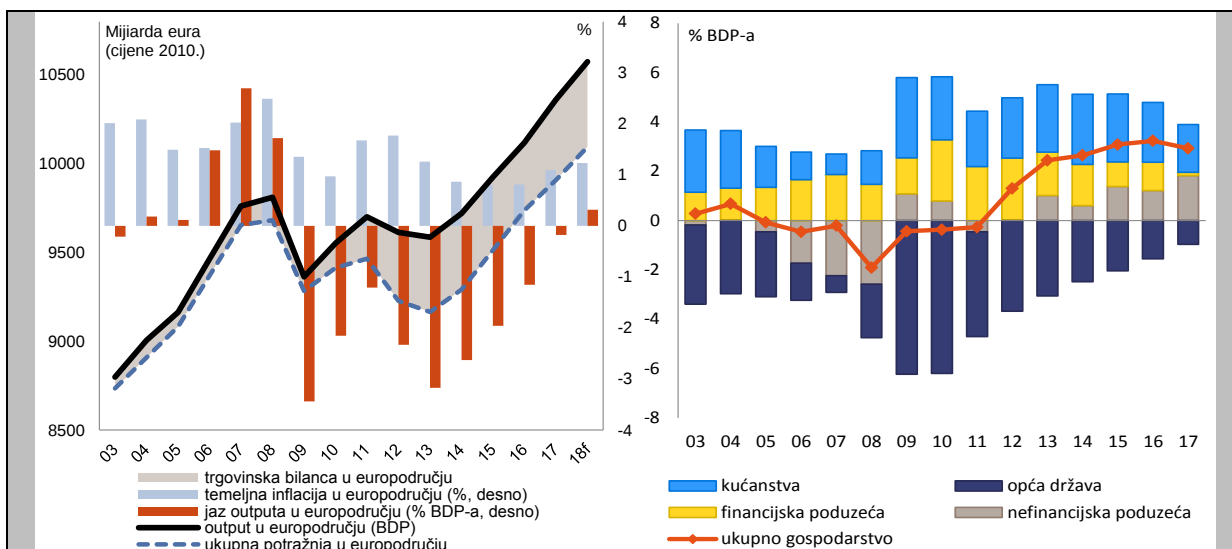
2014. do 2016., što je uzrokovalo varijacije energetske bilance europodručja u suprotnom smjeru. Ponovni rast cijena nafte koji je započeo sredinom 2016. uzrok je pogoršanja energetske bilance koje je zabilježeno od tada²⁸. Negativan doprinos energetske bilance suficitu europodručja od 2016. godine kompenziran je poboljšanjem u bilanci usluga. Saldo dohotka, unatoč poboljšanju salda dohotka od kapitala, koji je povezan s pozitivnim i rastućim NIIP-om na ukupnoj razini europodručja, i dalje je negativan te se pogoršao u 2017. zbog dinamike koja je zabilježena u neto dobiti trgovačkih društava.

Dinamika suficita europodručja povezana je i sa zaostajanjem domaće potražnje za gospodarskom aktivnosti i kontinuiranom izvoznom potražnjom, koja se temelji na poticajnoj globalnoj potražnji za europskom robom i uslugama te na poboljšanoj konkurentnosti. Razlika između ukupnog dohotka i potrošnje, koja odgovara neto izvozu, rasla je od financijske krize 2008. do 2016. (vidjeti grafikon B.3.). Na početku krize smanjena dinamika potražnje odražavala je opsežno razduživanje privatnog sektora, posebno u zemljama neto dužnicama koje su obuhvaćene naglim zastojećima u priljevu na tekući račun, dok je sektor države povećao neto zaduživanje, čime je ublažen učinak krize na dohotke (grafikon B.4.). Nakon pogoršanja dužničke krize u europodručju 2011. razduživanje je započelo i u sektoru države, koji je pružio najveći doprinos povećanju ukupne neto kreditne pozicije europodručja od tada. Iznosi neto pozajmljivanja za sektor kućanstava trenutačno su se udvostručili u usporedbi s razdobljem prije krize, a nefinancijska poduzeća, koja obično bilježe potrebe za neto pozajmljivanjem, od 2013. bilježe pozitivnu neto kreditnu poziciju. Neto pozajmljivanje države i dalje je negativno i tek je nedavno doseglo razine koje su u skladu s padom udjela državnog duga u većini država europodručja. Unatoč aktivnom razduživanju, dugotrajna stagnacija nominalnog BDP-a nakon krize dovela je do toga da su udjeli duga u BDP-u i dalje na rekordno visokoj razini za kućanstva, korporacije i države u nizu država europodručja. Razduživanje se trenutačno događa se u povoljnim gospodarskim uvjetima.

Grafikon B.3.: Output, domaća potražnja, neto izvoz i temeljna inflacija europodručja

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

²⁸ Pri procjeni izgleda energetske bilance trebalo bi uzeti u obzir i postupno strukturno poboljšanje energetske bilance europodručja za određenu razinu cijena nafte povezano sa smanjenim značajem energetske intenzivnih aktivnosti i povećanom energetskom učinkovitosti proizvodnih postupaka. Vidjeti, primjerice, IAE (2018.), *Energy Efficiency 2017* (Energetska učinkovitost 2017.), Međunarodna agencija za energiju.



Izvor: AMECO

Izvor: Eurostat

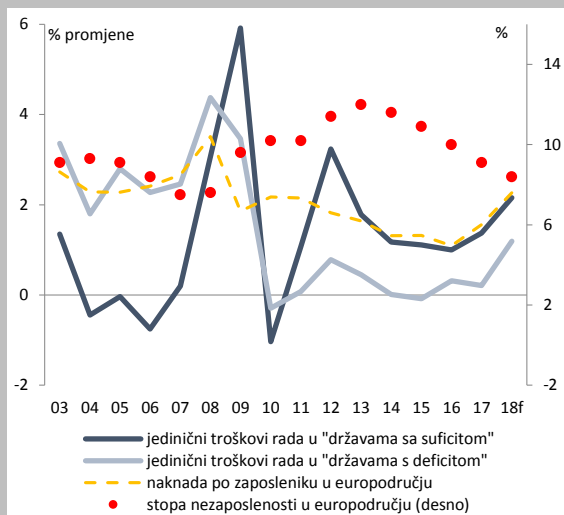
Izazovi su i dalje povezani s postojanosti neravnoteža stanja, trajnosti trenutačne gospodarske ekspanzije i ograničenim prostorom za ublažavanje negativnih šokova u zemljama s visokim dugom. Nakon gotovo desetljeća usporene dinamike, domaća potražnja europodručja se oporavlja, jaz outputa postaje pozitivan, a očekuje se da će se inflacija postupno približiti cilju koji su odredila monetarna tijela (grafikon B.3.). Trenutačna ekspanzija podržava ispravljanje neravnoteža stanja, ali pred nama su još brojni izazovi. Prvo, postoji nesigurnost u pogledu trajnosti trenutačnog rasta jer uvjeti za osiguravanje održivog rasta nisu postojani, posebno oni koji se odnose na trajan nedostatak ulaganja, nedovoljne okvirne uvjete za poticanje rasta produktivnosti i neiskorišteni potencijal ljudskog kapitala²⁹. Drugo, rebalans unutar europodručja i dalje je nepotpun. Države koje su imale velike deficite još uvijek su obilježene velikim negativnim neto stanjem međunarodnih ulaganja zajedno s velikim razinama privatnog ili državnog duga, što predstavlja slabost. Osim toga, države koje su opterećene visokim dugom općenito istodobno imaju i manje mogućnosti osloniti se na potencijalni rast outputa za smanjenje udjela duga, što znači da imaju manje mogućnosti za ublažavanje negativnih šokova outputa s pomoću privatne i javne štednje (grafikon B.6.).

Simetričnim rebalansom u europodručju pridonijelo bi se ponovnoj uspostavi održivog rasta te bi se istodobno osigurala makroekonomska stabilnost u budućnosti. Potrebna je odgovarajuća kombinacija politika kako bi se osigurala održivost rasta u budućnosti i njegova usklađenost s makroekonomskom stabilnosti. U zemljama neto dužnicama, smanjenje velikih razina inozemnog i domaćeg duga zahtijeva održavanje razboritog salda tekućeg računa i osiguravanje odgovarajuće brzine smanjenja duga, a da se pritom ne ugrozi cilj povećanja potencijala za rast, kako bi se izbjegao rizik procikličkog povećanja napetosti u nepovoljnim razdobljima. Pобољшanje izgleda za produktivnost posebno je potrebno u zemljama neto dužnicama, i za održivost razina duga, ali i da bi

²⁹ Vidjeti Europska komisija, Godišnji pregled rasta za 2019., i B. Pierluigi. i D. Sondermann (2018.), *Macroeconomic imbalances in the euro area: where do we stand?* (Makroekonomske neravnoteže u europodručju: aktualno stanje) ECB Occasional Paper 211/2018.

kretanja relativne konkurentnosti u većoj mjeri podržavala rebalans, u uvjetima nedavnog smanjenja relativnog rasta konkurentnosti zemalja neto dužnica koje je započelo 2012. (grafikon B.5.). S druge strane, politike za poticanje ulaganja i prevladavanje inercije plaća pomogle bi u rješavanju trajnih velikih suficita u zemljama neto vjerovnicama, što bi potaklo potencijal za rast, a izgledi za rast postali bi manje ovisni o inozemnoj potražnji.

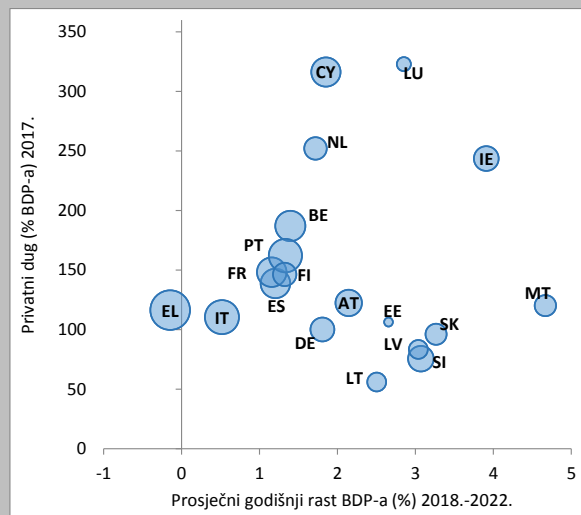
Grafikon B.5.: Rebalans na razini europskog područja (nezaposlenost, rast plaća i jediničnih troškova rada)



Izvor: AMECO

Napomena: Države sa suficitom uključuju Austriju, Belgiju, Finsku, Njemačku, Luksemburg i Nizozemsku; sve ostale sadašnje članice europskog područja smatraju se državama s deficitom.

Grafikon B.6.: Dug i izgledi za potencijalni rast u zemljama europskog područja



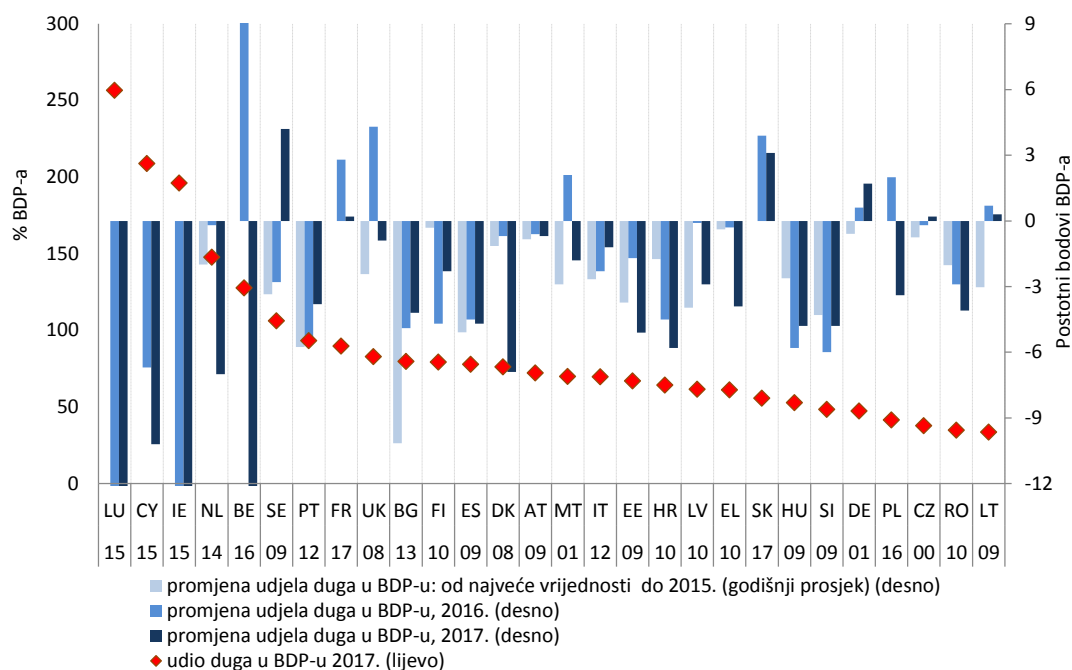
Izvor: AMECO

Napomena: veličina krugova predstavlja vrijednost državnog duga (% BDP-a) u 2017.

Udjeli duga privatnog sektora postupno se smanjuju, ali su u nizu država članica i dalje veliki. Dvanaest država članica prešlo je prag iz tablice rezultata za privatni dug 2017., iste države kao i u prošlogodišnjem IMU-u. Udjeli privatnog duga najviši su na Cipru, u Irskoj, Luksemburgu i Nizozemskoj, iako na te iznose utječu prekogranične transakcije povezane s aktivnostima multinacionalnih korporacija. Posebno visoke razine privatnog duga zabilježene su i u Belgiji, Danskoj, Portugalu, Švedskoj i Ujedinjenoj Kraljevini, gdje su razine privatnog duga veće od 160 % BDP-a. Relativni doprinos kućanstava i nefinancijskih poduzeća visokim razinama privatnog duga razlikuje se među državama članicama. U slučaju Belgije, Irske i Luksemburga visoki ukupni udjeli privatnog duga uglavnom su posljedica zaduženosti nefinancijskih poduzeća. Suprotno tome, u Danskoj i Ujedinjenoj Kraljevini sektor kućanstava uvelike pridonosi velikim razinama privatnog duga. Cipar, Nizozemska, Švedska i Portugal imaju relativno visoke razine duga u korporativnom sektoru i sektoru kućanstava. Razlike u razini privatnog duga među državama u velikoj su mjeri objašnjene razlikama temeljnih čimbenika koji opravdavaju akumulaciju duga, uključujući izgleda za rast i ulaganja, i financijski razvoj. Pri procjeni razina duga trebalo bi stoga uzeti u obzir te čimbenike, kao i druge elemente koji utječu na rizike visokog duga iz perspektive okrenute budućnosti³⁰.

³⁰ Ti se čimbenici uzimaju u obzir u referentnim mjerilima za pojedine države koje je razvila Europska komisija u suradnji s radnom skupinom Odbora za ekonomsku politiku projekta LIME (Europska komisija, *Benchmarks for the assessment of private debt*, (Referentna mjerila za procjenu privatnog duga), bilješka za Odbor za ekonomsku politiku, ARES (2017) 4970814. Prvim referentnim mjerilom procjenjuje se privatni dug s obzirom na vrijednosti koje se mogu objasniti s pomoću temeljnih ekonomskih značajki. Drugo referentno mjerilo sastoji se od bonitetnih pragova na temelju najveće moguće snage signala za predviđanje bankarskih kriza i uključuje informacije o kapitalizaciji banaka, državnom duga, razini gospodarskog razvoja za svaku pojedinu državu. U većini država članica EU-a udjeli privatnog duga u BDP-u koji premašuju prag iz tablice rezultata IMU-a premašuju i oba referentna mjerila za pojedinu državu.

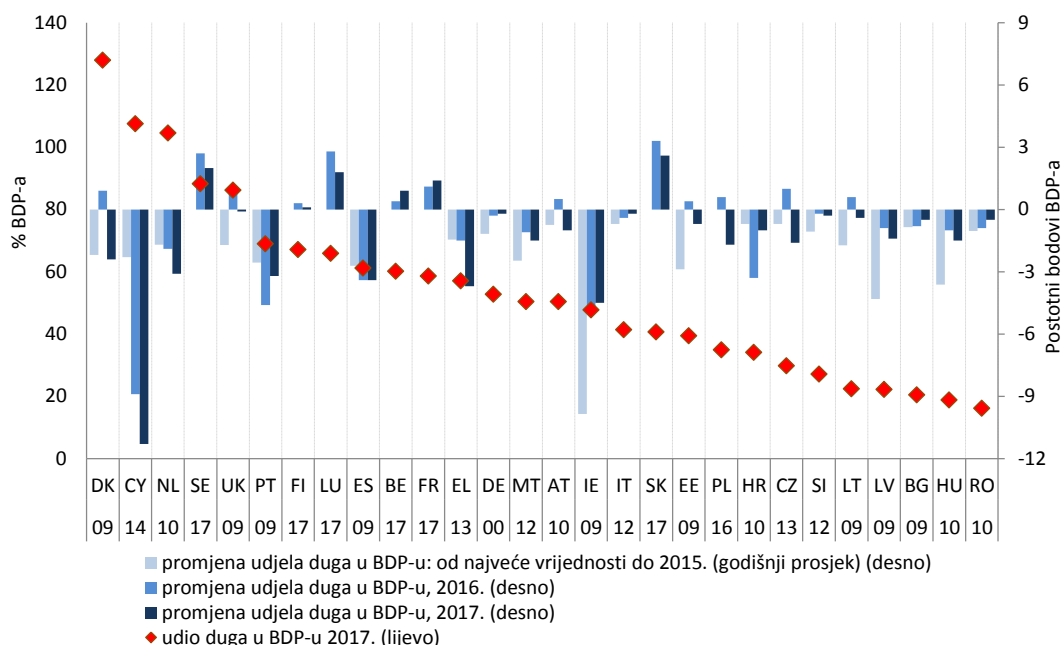
Grafikon 11.: Brzina razduživanja nefinancijskih poduzeća



Izvor: Konsolidirani godišnji sektorski računi Eurostata, izračuni službi Komisije.

Napomena: Države su prikazane padajućim redoslijedom prema udjelu duga u BDP-u u 2017. Brojevi ispod oznaka država označavaju godinu s najvećim vrijednostima. Povećanje do najveće vrijednosti izračunano je na temelju početne godine 2000., osim za Hrvatsku i Irsku (2001.) i Cipar (2006.). Opažanja za LU, IE, BE skraćena su kako bi odgovarala prikazu.

Grafikon 12.: Brzina razduživanja kućanstava



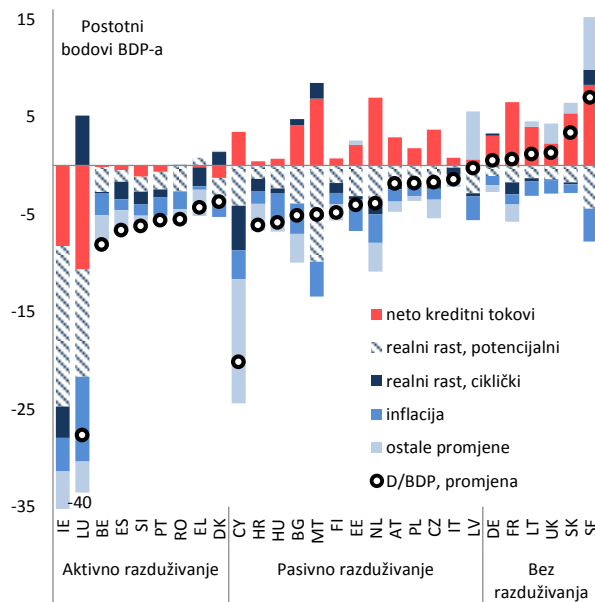
Izvor: Konsolidirani godišnji sektorski računi Eurostata, izračuni službi Komisije.

Napomena: Države su prikazane padajućim redoslijedom prema udjelu duga u BDP-u u 2017. Brojevi ispod oznaka država označavaju godinu s najvećim vrijednostima. Povećanje do najveće razine izračunano je na temelju početne godine 2000., osim za Hrvatsku i Irsku (2001.).

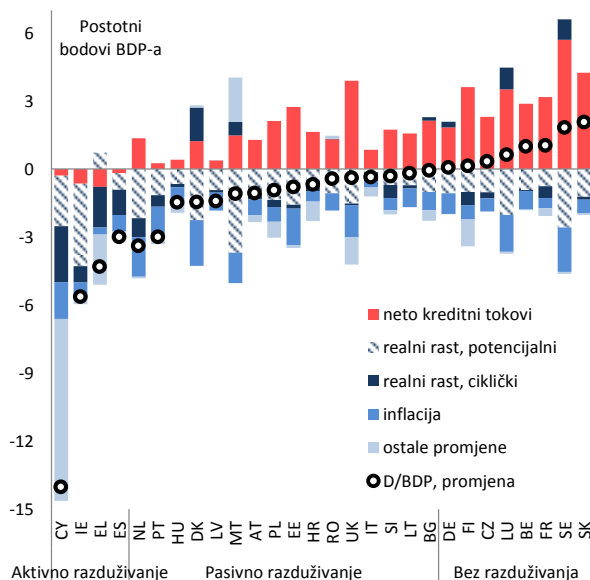
Udjeli privatnog duga u BDP-u smanjuju se s najveće razine u većini država članica, brzinom koje nije uvijek u skladu s potrebama razduživanja. Razduživanje je prvo započelo u nefinancijskim poduzećima te je bilo brže u odnosu na ono u sektoru kućanstava zbog negativnijih neto kreditnih tokova u korporativnom sektoru i većeg učinka nominalnog rasta u smanjenju udjela duga u BDP-u s obzirom na više razine korporativnog duga u usporedbi s kućanstvima.

- U brojnim je državama **nefinancijskim poduzećima** uspjelo smanjiti barem polovinu udjela duga u BDP-u koji su se akumulirali u razdoblju od 2000. do godine u kojoj je njihov dug dosegno najveću razinu (Hrvatska, Danska, Estonija, Mađarska, Italija, Latvija, Litva, Portugal, Rumunjska, Slovenija, Španjolska, Švedska i Ujedinjena Kraljevina). Međutim, brzina razduživanja nije uvijek bila u skladu s potrebama za razduživanjem jer je u četiri države s koje su imale neke od najvećih udjela korporativnog duga (Luksemburg, Irska, Cipar, Nizozemska i Belgija) razduživanje korporativnog sektora bilo skromno u odnosu na razine duga, dok u Francuskoj razine duga nefinancijskih poduzeća i dalje rastu (grafikon 11.).
- Omjeri zaduženosti **kućanstava** smanjili su se tijekom posljednje dvije godine u tri države članice u kojima su kućanstva najzaduženija (Cipar, Danska i Nizozemska) kao i u drugim zemljama s velikim dugom, npr. u Grčkoj, Portugalu i Španjolskoj (grafikon 12.). U Ujedinjenoj Kraljevini kućanstva se više ne razdužuju, a relativno visoki udjeli duga u Finskoj i Švedskoj dodatno se povećavaju.

Grafikon 13.: Raščlamba promjene udjela duga nefinancijskih poduzeća u BDP-u (2018., prvo tromjesečje)



Grafikon 14.: Raščlamba promjene udjela duga kućanstava u BDP-u (2018., prvo tromjesečje)



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

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

Razduživanje se sve više oslanja na više stope rasta nominalnog BDP-a. Kreditni tokovi privatnog sektora oporavljaju se, ali su i dalje umjereni, a u 2017. ni jedna država članica nije prešla prag iz tablice rezultata. Rast nominalnog BDP-a smanjio je pritisak za aktivno razduživanje, što je dovelo do toga da se u manje država bilježe negativni kreditni tokovi prema poduzećima ili kućanstvima te je apsolutna vrijednost negativnih tokova u prosjeku niža (grafikoni 13. i 14.). Osim toga, neke države koje se ranije nisu razduživale počele su „pasivno” razduživanje, tj. samo zbog toga što rast nominalnog BDP-a smanjuje udjele duga u BDP-u i zbog toga što neto kreditni tokovi povećavaju dug. Riječ je o Italiji, Austriji i Češkoj u pogledu nefinancijskih poduzeća te Austriji, Estoniji i Poljskoj u pogledu sektora kućanstava. Kao što je prikazano u grafikonima 13. i 14., procjenjuje se da je veći broj nedavnih nominalnih stopa rasta cikličke prirode (npr. na Cipru, u Grčkoj, Španjolskoj, Portugalu i Hrvatskoj). U budućnosti će izgledi za daljnje pasivno razduživanje sve više ovisiti o potencijalu rasta jer će se ciklička komponenta rasta smanjivati zbog toga što će u sve više zemalja jazovi outputa postajati pozitivni.

Uvjeti u bankarskom sektoru EU-a sve su bolji, ali niske razine profitabilnosti i visoke razine loših kredita i dalje su prisutne u nekim zemljama. To je posebice slučaj u Grčkoj, na Cipru, u Italiji i Portugalu (grafikoni 15. i 16.). Pozitivno je to što je oporavak profitabilnosti bankarskog sektora u 2017. bio posebno snažan u tim zemljama, a smanjenje loših kredita često je bilo prilično veliko.

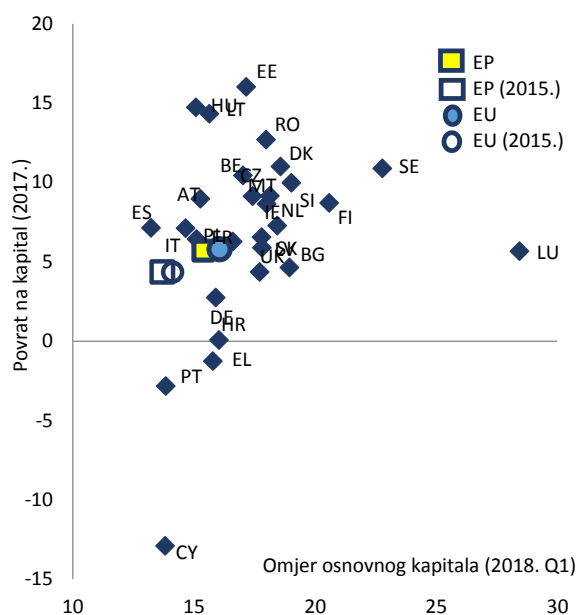
- **Rast obveza financijskog sektora usporio se u 2017.** u većini država članica EU-a te je čvrsto unutar praga iz tablice rezultata za sve države članice osim dviju.³¹ Kreditni tokovi banaka u 2017. postali su umjereni nakon njihova prethodnog povećanja, pri čemu je rast kredita banaka ostao na višim razinama za sektor kućanstava u usporedbi s nefinancijskim poduzećima.
- **Većina država članica zabilježila je daljnja poboljšanja profitabilnosti banaka i stopa kapitala** tijekom protekle godine. Vrednovanja vlasničkog kapitala banaka rasla su do početka 2018., a nakon toga došlo je do smanjenja, što je djelomično kompenziralo njegovo prethodno povećanje koje je djelomično povezano s izravnavanjem krivulja prinosa i povezanim smanjenjem kamatnih marži. U nekim državama članicama prisutna je kombinacija niske profitabilnosti, niskih stopa kapitala u odnosu na druge države i visokih razina loših kredita.
- **Razina loših kredita i dalje je visoka u više država članica.** Udio loših kredita u 2017. posebno je visok u Grčkoj i na Cipru, gdje iznos loših kredita iznosi 45 % odnosno 30 % ukupnih kredita, dok su u Italiji, Portugalu, Bugarskoj, Irskoj i Hrvatskoj razine loših kredita još uvijek oko 10 % ukupnih kredita³². Nakon rasta u razdoblju nakon krize razina loših kredita počela se različitom brzinom smanjivati u cijelom EU-u. **Najnovije brojke pokazuju stalan napredak u smanjenju loših kredita**, uključujući u zemljama s visokim udjelom loših kredita (osim Grčke), posebno u Portugalu i Italiji (grafikon 16.)³³.

³¹ Češka i Slovačka su iznimke. U slučaju Češke, brzi rast obveza u financijskom sektoru u 2017. u velikoj se mjeri može pripisati financijskim transakcijama prije isteka tečajne obveze koje stoga ne odražavaju domaću kreditnu aktivnost. U Slovačkoj se povećanje uglavnom temeljilo na rastu obveza središnje banke prema rezidentima izvan europodručja. To je moglo biti povezano s uslugama upravljanja pričuvalima koje pruža Narodna banka Slovačke, koje nemaju neposredan utjecaj na domaće gospodarstvo.

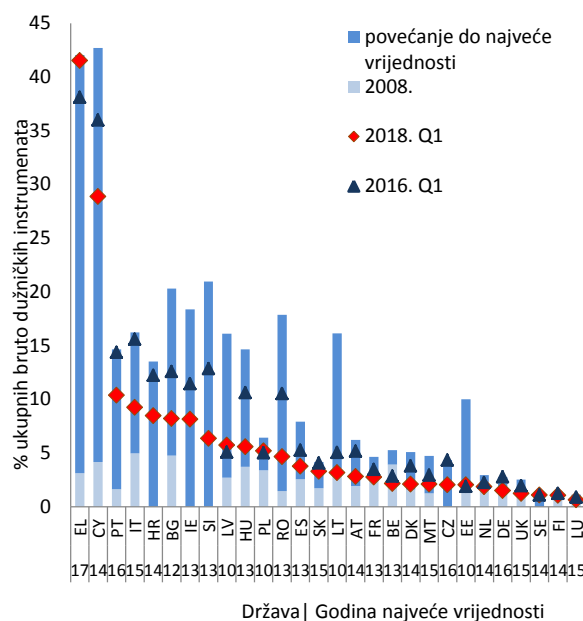
³² Loši krediti u skupu dodatnih pokazatelja iz tablice rezultata definiraju se kao postotak bruto loših kredita i predujmova u ukupnim bruto kreditima i predujmovima (bruto knjigovodstvena vrijednost), za izvještajni sektor „domaće bankovne grupacije i samostalne banke, društva kćeri u stranom vlasništvu i podružnice u stranom vlasništvu, sve institucije”. Vrijednosti su navedene u tablici 2.1.

³³ Usklađeni omjeri loših kredita dostupni su tek od 2014. U grafikonu 17. prikazan je udjel bruto neprihodujućih dužničkih instrumenata u ukupnim bruto dužničkim instrumentima, koji je dostupan u duljim vremenskim okvirima, i koji se, osim kredita, odnosi i na druge dužničke instrumente koje drži bankarski sektor. Potonji je obično nešto niži od udjela loših kredita. Maksimalna razlika između dva udjela trenutačno iznosi 4 postotna boda (za Grčku), a za većinu država članica manja je od 1 postotnog boda.

Grafikon 15.: Profitabilnost banaka i stope kapitala



Grafikon 16.: Neprihodujući dužnički instrumenti



Izvori: ESB, izračuni službi Komisije.

Napomene: Podaci o bruto neprihodujućim dužničkim instrumentima za 2008. nedostupni su za CZ, HR, SE i SI.

Cijene stambenih nekretnina povećavale su se u gotovo svim državama članicama EU-a u 2017. no čini se da se stope rasta cijena stambenih nekretnina usporavaju tamo gdje su najjači znakovi precijenjenosti. Unatoč neprekinutom rastu cijena stambenih nekretnina u cijelom EU-u, podaci iz 2017. upućuju na manji broj država u kojima je rast cijena nekretnina iznad praga iz tablice rezultata u usporedbi s 2016. Godine 2017. samo je šest država (Bugarska, Češka, Irska, Nizozemska, Portugal i Slovenija) ostvarilo vrijednosti iznad praga, dok je u tablici IMU-a za 2018. utvrđeno da je deset država ostvarilo vrijednosti iznad praga na temelju podataka iz 2016. Te promjene odražavaju srednje do umjereno usporavanje od vrijednosti iznad praga te ubrzanja u nekoliko država. Negativni rast realnih cijena stambenih nekretnina u 2017. zabilježen je samo u Grčkoj i Italiji. Noviji podaci pokazuju da su stope rasta u prvoj polovini 2018. u odnosu na prethodnu godinu bile iznad praga tablice rezultata od 6 % u Mađarskoj, Irskoj, Latviji, Nizozemskoj, Portugalu, Slovačkoj i Sloveniji.

- U nizu zemalja, tj. u Austriji, Belgiji, Češkoj, Njemačkoj, Luksemburgu, na Malti i u Švedskoj, kontinuirani rast realnih cijena stambenih nekretnina **doveo je do toga da su se cijene stambenih nekretnina vratile na najviše razine predkriznog razdoblja ili su ih premašile.** Stope rasta realnih cijena stambenih nekretnina koje su više od stopa rasta dohotka i drugih

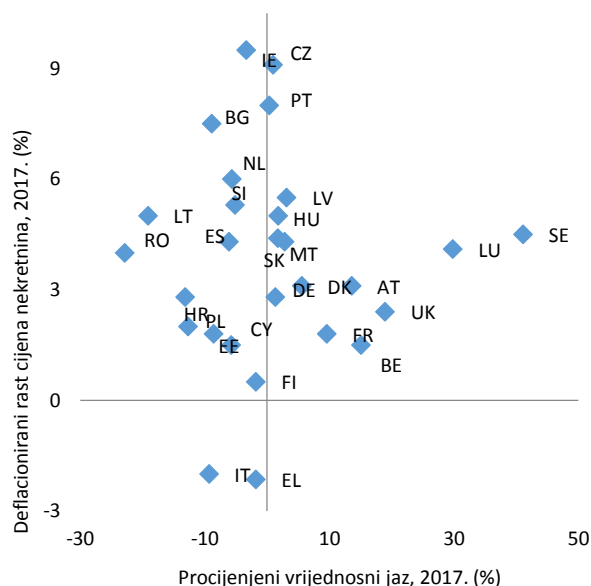
relevantnih varijabli koje obično određuju cijene stambenih nekretnina dovode do **potencijalne precijenjenosti stambenih nekretnina u sve većem broju zemalja** (grafikon 17.).³⁴

- **Ubrzanja** realnih cijena stambenih nekretnina u 2017. dogodila su se posebno **u zemljama s negativnim ili blago pozitivnim vrijednosnim jazovima** (grafikon 18.). S druge strane, **usporavanja** su uočena **u zemljama s jačim naznakama precijenjenosti**, među ostalim u svjetlu ograničenja pristupačnosti, provedbe makrobonitetnih politika i mehaničkog učinka na rast realnih cijena stambenih nekretnina povezanog s povećanjem stopa inflacije (npr. u Austriji, Luksemburgu i Ujedinjenoj Kraljevini). Trenutačno su stope rasta cijena stambenih nekretnina najveće u zemljama s umjerenim znakovima precijenjenosti ili bez znakova precijenjenosti. Tromjesečni podaci, i podaci za početak 2018., upućuju na ubrzanja u Estoniji, Hrvatskoj, Mađarskoj, Poljskoj, Portugalu, Sloveniji i Slovačkoj. Usporavanja su posebno zapažena u Bugarskoj, Češkoj, Rumunjskoj i Švedskoj, gdje je rast cijena stambenih nekretnina postao negativan u prvoj polovini 2018. na godišnjoj osnovi³⁵. Irska, Portugal i Slovenija imali su dvoznamenkaste stope rasta u prvoj polovini 2018. u usporedbi s prethodnom godinom.
- U nizu zemalja, uključujući Dansku, Luksemburg, Švedsku i Ujedinjenu Kraljevinu, **precijenjenost stambenih nekretnina postoji usporedno s velikim razinama duga kućanstava**. Nizozemska ima vrlo visok dug kućanstava. Rast razine hipotekarnih kredita u 2017. bio je osobito brz (iznad 5 % u odnosu na prethodnu godinu) u Austriji, Belgiji, Bugarskoj, Češkoj, Estoniji, Francuskoj, Litvi, Luksemburgu, na Malti, u Poljskoj Rumunjskoj i Slovačkoj.

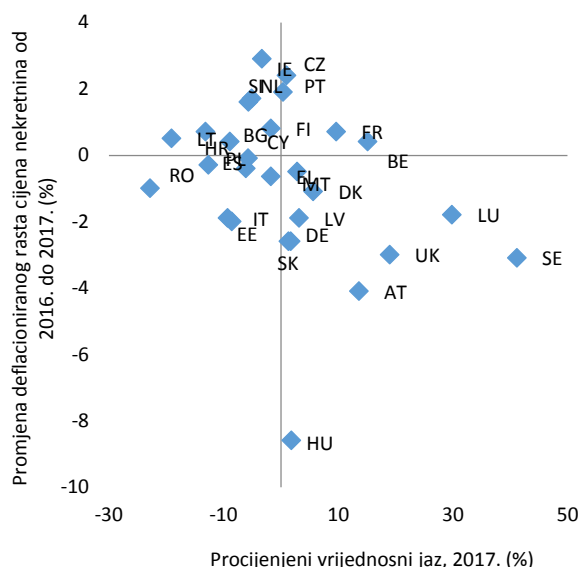
³⁴ Analiza vrednovanja cijena temelji se na prosjeku tri pokazatelja: i. razlika u pristupačnosti (odstupanje omjera cijene i dohotka u odnosu na dugoročni prosjek); ii. razlika u dividendama (odstupanje omjera cijena i stanarina od dugoročnog prosjeka); i iii. procjene odstupanja cijena stambenih nekretnina od ravnotežnih vrijednosti koje se objašnjavaju temeljnim značajkama ponude i potražnje na tržištu nekretnina. Vidjeti N. Philipponnet i A. Turrini (2017.), *Assessing House Price Developments in the EU* (Procjena razvoja cijena stambenih nekretnina u EU-u), Europska komisija, Dokument za raspravu br. 048., svibanj 2017. Alternativni pokazatelj koji se temelji na omjerima razina cijena stambenih nekretnina i raspoloživog dohotka kućanstava po glavi upućuje na to da bi u Hrvatskoj, na Cipru i u Estoniji mogle biti prisutne precijenjenosti, dok su one manje očite za Dansku, Češku, Latviju (vidjeti Europska komisija, Europska ekonomska prognoza – zima 2016., European Economy, Institutional Paper br. 20., 2016. (okvir 1.4.)).

³⁵ Navedene su države imale realne stope rasta cijena stambenih nekretnina koje su u prvoj polovini 2018. bile iznad ili ispod godišnje stope rasta u 2017. za najmanje 2 postotna boda.

Grafikon 17.: Promjene cijena stambenih nekretnina i vrijednosni jazovi u 2017.



Grafikon 18.: Vrijednosni jazovi i promjene rasta cijena između 2016. i 2017.

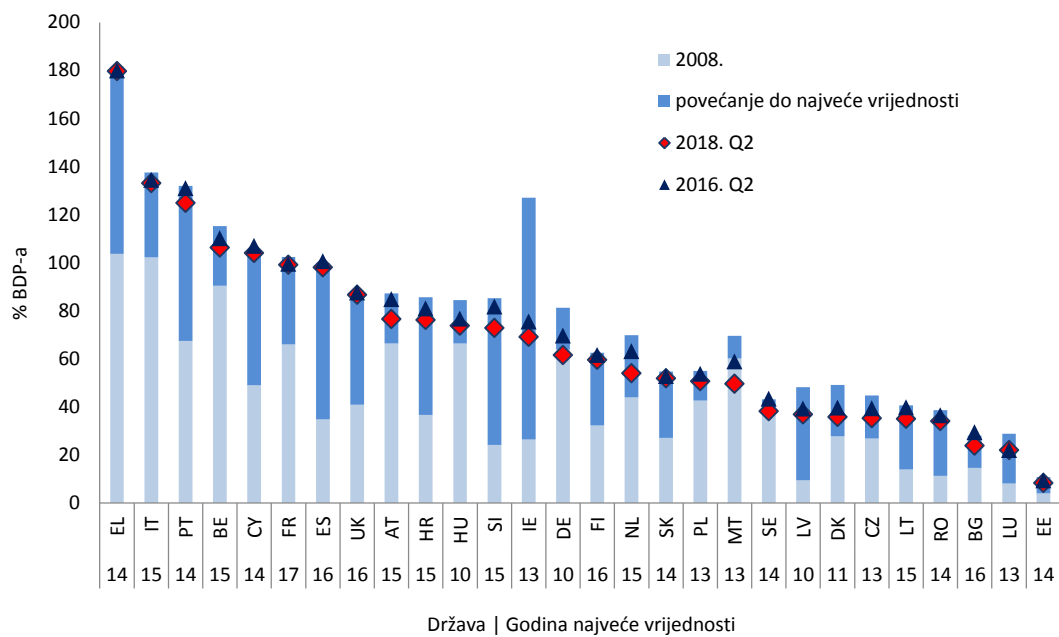


Izvor: Eurostat i izračuni službi Komisije.

Napomena: razlika zbog precijenjenosti temelji se na prosjeku tri pokazatelja: odstupanja omjera cijena i dohotka te cijena i stanarina od njihovih dugotrajnih prosjeka i rezultati temeljnog modela vrijednosnih jazova; vidjeti bilješku 34.

Rast omjera državnog duga zaustavljen je diljem EU-a, ali razine duga u mnogim zemljama i dalje su visoke. Vrijednosti iz tablice rezultata prešle su prag u 15 država članica u 2017. Belgija, Grčka, Italija i Portugal bilježe razine duga veće od 100 % BDP-a, dok Italija bilježi znatan porast troškova financiranja u 2018. U osam zemalja (Belgija, Cipar, Finska, Francuska, Irska, Portugal, Španjolska i Ujedinjena Kraljevina) državni dug veći od 60 % BDP-a javlja se u kombinaciji se sa zaduženosti privatnog sektora iznad relevantnog praga. Udjeli državnog duga u BDP-u općenito su se počeli smanjivati (grafikon 19.). U državama s visokim razinama javnog duga razduživanje je započelo tek nedavno i napreduje sporo. Od svih država članica EU-a, predviđa se rast udjela duga samo u Litvi i Rumunjskoj u 2019. Općenito, razduživanje sektora države odvija se u svjetlu postupnog poboljšanja stanja proračuna u posljednjih nekoliko godina, stalnog rasta nominalnog BDP-a i smanjenih kamatnih plaćanja. Međutim, očekuje se da će sve veći broj zemalja prijeći na manje restriktivnu procikličku proračunsku politiku na štetu budućih mogućnosti za ublažavanje negativnih šokova outputa.

Grafikon 19.: Državni dug:



Izvor: Eurostat

Okvir 3.: Kretanja u području zaposlenosti i socijalnih pitanja

Tržišta rada u EU-u nastavila su se poboljšavati tijekom 2017. i u prvoj polovici 2018., pri čemu su se smanjile velike razlike diljem EU-a. Zaposlenost je dodatno porasla te je broj zaposlenih osoba u EU-u u cjelini dostigao rekordne razine. Nezaposlenost se smanjuje u svim državama članicama EU-a iako je u nekima još uvijek visoka. Oporavak je pridonio smanjenju nekih pokazatelja siromaštva, no socijalna situacija u nekim državama članicama i dalje je zabrinjavajuća. Od 2008. relativni rizik od siromaštva povećao se u EU-u, ali se teška materijalna oskudica smanjila, osobito u istočnoeuropskim državama članicama u kojima je bila vrlo visoka.

U 2017. stopa nezaposlenosti smanjila se u svim državama članicama. Poboljšanja su bila najveća u zemljama s najvišom razinom nezaposlenosti (smanjenja od 2 postotna boda ili više u Hrvatskoj, Grčkoj, Portugalu i Španjolskoj). Ipak, sedam država članica (Grčka, Španjolska, Hrvatska, Cipar, Italija, Portugal i Francuska) premašile su prag tablice pokazatelja PMN-a u prosjeku za 10 % u protekle tri godine. Stope nezaposlenosti u 2017. još su uvijek bile više nego u 2008. u približno dvije trećine država članica. Stope nezaposlenosti u cijelom EU-u i europodručju bile su za približno 3 postotna boda ispod najvećih razina dosegnutih 2013., iako još uvijek za 0,5 odnosno 1,5 postotnih bodova više nego u 2008. U prvoj polovini 2018. stope nezaposlenosti nastavile su se postupno smanjivati, pri čemu su se u drugom tromjesečju 2018. snizile na 6,9 % u EU-u odnosno 8,3 % u europodručju.

Stope zaposlenosti povisile su se u skoro svim državama članicama, čime je nastavljeno pozitivno kretanje iz posljednjih godina. Stopa zaposlenosti (dobna skupina 20–64) dosegla je 72,1 % u 2017. u EU-u kao cjelini i premašila najveću razinu prije krize od 70,3 % zabilježenu 2008. Stopa zaposlenosti u drugom tromjesečju 2018. i dalje je rasla do rekordnih 73,2 %.

Stope aktivnosti nastavljaju se povećavati gotovo u svim državama članicama EU-a. Samo su tri države u zadnje tri godine zabilježile smanjenje stope aktivnosti: Španjolska (-0,3 postotna boda), Cipar (-0,4) i Luksemburg (-0,6). U sva tri slučaja taj pad premašuje prag iz tablice rezultata od -0,2. Ukupno su stope aktivnosti iznosile 73,3 % u EU-u i 73,1 % u europodručju u 2017., što je 2,5 odnosno 2 postotna boda iznad razina iz 2008. Taj rastući trend uglavnom je posljedica većeg sudjelovanja starijih radnika i žena na tržištu rada.

Dugotrajna nezaposlenost i nezaposlenost mladih i dalje su povišene u raznim državama članicama EU-a, ali su se poboljšale više od ostatka tržišta rada. Dugotrajna nezaposlenost smanjila se u svim državama članicama u 2017. Samo su u dvije države zabilježene stope koje su veće nego prije tri godine: u Austriji je stopa dugotrajne nezaposlenosti iznosila 1,8 % (0,3 postotna boda više nego 2014.), dok je u Finskoj iznosila 2,1 % (povećanje od 0,2 postotnih bodova od 2014.). Niti jedno povećanje ne premašuje prag iz tablice rezultata od 0,5 postotnih bodova. Najviše stope dugotrajne nezaposlenosti zapažene su u Grčkoj (15,6 %), Španjolskoj (7,7 %), Italiji (6,5 %), i Slovačkoj (5,1 %). U razdoblju od tri godine do 2017. stopa nezaposlenosti mladih smanjila se u svim državama članicama EU-a. Pad od 10 postotnih bodova ili više u istom razdoblju zabilježen je u Bugarskoj, Hrvatskoj, na Cipru, u Portugalu, Slovačkoj i Španjolskoj. No stopa nezaposlenosti mladih još je uvijek iznad 30 % u Grčkoj, Italiji i Španjolskoj dok je udio mladih koji nisu u sustavu obrazovanja, ne rade i ne pohađaju programe osposobljavanja još uvijek iznad 15 % u Bugarskoj, Hrvatskoj, na Cipru, u Grčkoj, Italiji i Rumunjskoj.

Socijalno stanje se poboljšava, no i dalje predstavlja razlog za zabrinutost u raznim državama članicama EU-a, što se vidi po standardnim mjerilima siromaštva i oskudice. Udio osoba kojima

prijeti siromaštvo ili socijalna isključenost (AROE) u EU-u smanjio se za jedan postotni bod na 22,5 % u razdoblju od 2016. do 2017³⁶. To je otprilike jedan postotni bod ispod stope zabilježene na početku krize i oko dva postotna boda ispod najveće razine zabilježene 2013. Većina zemalja zabilježila je smanjenja u 2017. Povećanja su zabilježena u Austriji, Danskoj, Luksemburgu i Nizozemskoj, iako s relativno niskih razina. Razina stope izloženosti riziku od siromaštva ili socijalne isključenosti bila je vrlo neujednačena, od 38,9 % u Bugarskoj, nakon koje slijede Rumunjska, Grčka i Litva, do oko 12 % u Češkoj, nakon koje slijede Finska, Slovačka i Nizozemska. Ta opća kretanja u pogledu siromaštva i socijalne isključenosti odražavaju različita kretanja njezinih različitih sastavnica. Udio osoba izloženih riziku od siromaštva u nekim se državama članicama posljednjih godina povećao, dok se u drugima smanjio: najveća povećanja u trogodišnjem razdoblju zabilježena su u Litvi (3,8 postotnih bodova) i Luksemburgu (2,3), dok je u Grčkoj (1,9) i Poljskoj (2,0) zabilježen znatan pad. Suprotno tome, teška materijalna oskudica smanjila se tijekom trogodišnjeg razdoblja (i u 2017.) u većini država članica EU-a; tijekom trogodišnjeg razdoblja smanjila se za više od 5 postotnih bodova u Mađarskoj, Latviji, na Malti i u Rumunjskoj. Naposljetku, iako je oporavak doveo do smanjenja udjela osoba (mlađih od 60 godina) koje žive u kućanstvima s vrlo niskim intenzitetom rada u većini zemalja, taj se udio povećao u Finskoj i Litvi u razdoblju od tri godine do 2017.; a siromaštvo zaposlenih stabiliziralo se u posljednje dvije godine na najvećoj razini od 9,6 % za EU u cjelini.

³⁶ Pokazatelj *izloženosti riziku od siromaštva ili socijalne isključenosti (AROE)* odgovara udjelu osoba koje su ranjive prema najmanje jednom od tri socijalna pokazatelja: 1. *izloženost riziku od siromaštva (AROP)* kojim se mjeri financijsko siromaštvo u odnosu na raspodjelu nacionalnog dohotka i izračunava se kao udio osoba s raspoloživim dohotkom (prilagođen za sastav kućanstva) ispod 60 % nacionalnog prosjeka; 2. *teška materijalna oskudica* koja obuhvaća pokazatelje koji se odnose na manjak sredstava i predstavlja udio osoba koje oskudijevaju u najmanje 4 od 9 elemenata oskudice, na temelju nemogućnosti da si priušte određene vrste troškova; 3. *osobe koje žive u kućanstvima s izrazito niskim intenzitetom rada* pripadnici su dobne skupine 0–59 koji žive u kućanstvima u kojima su odrasle osobe (dobna skupina 18–59) tijekom protekle godine odradile manje od 20 % svojeg ukupnog radnog potencijala. Referentno razdoblje za dohodak za podatke na kojima se temelje ti izračuni utvrđeno je razdoblje od 12 mjeseci, kao što je prethodna kalendarska ili porezna godina na koju se odnose podaci, za sve zemlje osim za Ujedinjenu Kraljevinu, za koju je referentno razdoblje za dohodak tekuća godina, i Irsku, za koju se istraživanje još uvijek provodi, a dohodak se prikuplja za posljednjih dvanaest mjeseci. U trenutku sastavljanja izvješća dostupni su podaci za 2017. za sve države osim za Irsku i Ujedinjenu Kraljevinu.

3. SAŽETAK GLAVNIH IZAZOVA PO DRŽAVAMA ČLANICAMA I IMPLIKACIJE SA STAJALIŠTA NADZORA

Ukupno gledano, rizici su i dalje prisutni u više država članica, i to u različitim kombinacijama. Ozbiljnost izazova u smislu makroekonomske stabilnosti znatno se razlikuje po državama članicama, ovisno o prirodi i razmjerima slabosti i neodrživih trendova te o njihovim interakcijama i kombiniranim učincima. Tipologije glavnih izvora rizika javljaju se u nekoliko kombinacija koje se mogu sažeti na sljedeći način:

- Nekoliko država članica uglavnom je pogođeno *višestrukim i međusobno povezanim slabostima povezanim sa stanjem*. To je najčešće slučaj u zemljama koje su pogođene naglim padovima i rastom kreditnih ciklusa u kombinaciji s naglim promjenama stanja tekućeg računa, što je imalo posljedice i za bankarski sektor i za državni dug.
 - U slučaju Cipra i Grčke vidljiv je učinak visoke razine duga i izrazito negativnog neto stanja međunarodnih ulaganja u kombinaciji s neriješenim problemima u finansijskom sektoru. One su i dalje suočene s problemom znatnih potreba razduživanja u kontekstu ograničenog fiskalnog prostora, visokih razina nezaposlenosti (koje se ipak smanjuju) i skromnog potencijalnog rasta.
 - U Hrvatskoj, Irskoj, Portugalu i Španjolskoj također su vidljive značajne, višestruke i međusobno povezane slabosti koje proizlaze iz naslijeđenih problema iz prošlosti. U Bugarskoj se visoka razina korporativne zaduženosti javlja u kombinaciji s neriješenim problemima u finansijskom sektoru. U prethodno spomenutim zemljama neravnoteže stanja smanjuju se zahvaljujući gospodarskom rastu, što je u nekim slučajevima povezano s ponovnom pojavom troškovnih pritisaka koji se manifestiraju na razini cijena stambenih nekretnina (osobito u Irskoj, a sve više i u Portugalu) te u slabom rastu troškovne konkurentnosti (velika povećanja jediničnih troškova rada posebno su zabilježena u Bugarskoj).
- U manjem broju država članica slabosti su uglavnom povezane s *visokom razinom duga opće države* i zabrinutosti u pogledu *potencijalnog rasta outputa i konkurentnosti*. To osobito vrijedi za Italiju, u kojoj su slabosti povezane i s bankarskim sektorom i visokim razinama loših kredita, koje se u posljednje vrijeme ipak ubrzano smanjuju. I Belgija i Francuska suočene su s visokim dugom opće države i problemima potencijalnog rasta, također uz ograničenu konkurentnost, ali se ne suočavaju sa sličnim potencijalnim rizicima za državni dug niti s rizicima koji proizlaze iz osjetljivosti banaka. U Francuskoj je već ionako relativno visoka razina korporativnog duga u porastu. U Belgiji se relativno visoka razina duga kućanstava javlja u kombinaciji s moguće precijenjenim stambenim nekretninama.
- Neke države članice karakteriziraju *veliki i postojani suficiti tekućeg računa* koji su, među ostalim, u manjoj ili većoj mjeri odraz smanjene privatne potrošnje i ulaganja, više od onoga što bi bilo opravdano temeljnim ekonomskim značajkama. To se posebno odnosi na Njemačku i Nizozemsku. U slučaju Njemačke istodobno je prisutno i razduživanje u svim sektorima gospodarstva, premda razine duga nisu relativno visoke. U Nizozemskoj je visoki suficit praćen visokom razinom duga kućanstava i snažnim rastom cijena stambenih nekretnina. Veliki i postojani suficiti mogu upućivati na neiskorištene mogućnosti rasta i domaćih ulaganja, što

može imati posljedice za ostatak europodručja u kontekstu inflacije, koja je i dalje ispod ciljne razine, i vanjskog okruženja, koje je sve nesigurnije i može postati manje poticajno.

- U nekim državama članicama *kretanja cijena ili varijabli troškova pokazuju potencijalne znakove pregrijavanja, posebno u pogledu tržišta stambenih nekretnina ili tržišta rada*.
 - U Švedskoj, a u manjoj mjeri i u Austriji, Danskoj, Luksemburgu, Nizozemskoj i Ujedinjenoj Kraljevini, postojani rast cijena stambenih nekretnina odvija se u kontekstu mogućih razlika zbog precijenjenosti i znatnih razina duga kućanstava, ali noviji podaci upućuju na usporavanje cijena. U nekoliko zemalja koje bilježe snažan rast cijena stambenih nekretnina znakovi precijenjenosti manje su izraženi, a razine duga kućanstava su ograničene (npr. Češka, Mađarska i Latvija).
 - U Češkoj, Estoniji, Mađarskoj, Latviji, Litvi i Rumunjskoj jedinični troškovi rada i dalje rastu relativno snažnim ritmom, a cjenovna se konkurentnost pomalo smanjuje. U Rumunjskoj je zabilježen ubrzan rast jediničnih troškova rada u kontekstu pogoršanja deficita tekućeg računa i procikličkih fiskalnih politika, što bi moglo povećati moguće pritiske na pregrijavanje.

Predstojeća detaljna preispitivanja omogućit će dublju analizu tih izazova i procjenu potreba na razini politika.

Detaljna preispitivanja potrebna su za ukupno 13 država članica: Bugarsku, Hrvatsku, Cipar, Francusku, Njemačku, Grčku, Irsku, Italiju, Nizozemsku, Portugal, Rumunjsku, Španjolsku i Švedsku. Za jedanaest od tih država članica provedeno je detaljno preispitivanje u prethodnom godišnjem ciklusu provedbe PMN-a. U skladu s uobičajenom praksom provest će se novo detaljno preispitivanje kako bi se utvrdilo je li došlo do pogoršanja utvrđenih neravnoteža ili se one ispravljaju, kako bi se ažurirala postojeća procjena. Države članice na koje se to odnosi su Bugarska, Hrvatska, Cipar, Francuska, Njemačka, Irska, Italija, Nizozemska, Portugal, Slovenija, Španjolska i Švedska. Detaljno preispitivanje provest će se i za Grčku kako bi se procijenile moguće neravnoteže koje proizlaze iz više izvora, osobito slabosti povezanih sa stanjem. Grčka je bila isključena iz nadzora u okviru PMN-a jer je bila u programu makroekonomske prilagodbe u okviru financijske pomoći do kolovoza 2018. Procjena u okviru IMU-a za nekoliko država članica koje su posljednjih godina isključene iz nadzora u okviru PMN-a (Slovenija 2018., Finska 2017., Belgija i Mađarska 2016.), ili za koje je provedeno detaljno preispitivanje a da pritom nisu utvrđene neravnoteže (Austrija i Estonija 2016.), ne upućuje na znatne dodatne rizike u odnosu na one koji su utvrđeni u posljednjim detaljnim preispitivanjima. Međutim, čini se da je potrebno provesti detaljno preispitivanje za Rumunjsku kako bi se procijenio razvoj i moguća ponovna pojava rizičnih kretanja koja su već utvrđena tijekom prethodnih detaljnih preispitivanja, posebno u pogledu konkurentnosti i vanjske bilance.

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

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

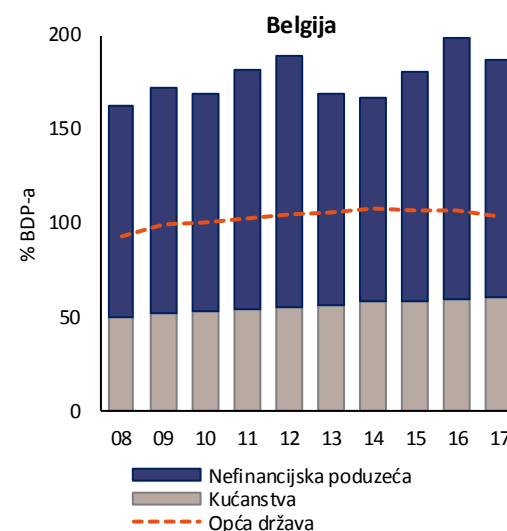
Vanjska održivost temelji se na poboljšanom saldu tekućeg računa i povoljnom neto stanju međunarodnih ulaganja. Nakon nekoliko godina ograničavanja plaća bilježi se povećanje rasta jediničnih troškova rada, ali je on i dalje ograničen. U 2017. zabilježeno je ograničeno smanjenje udjela na izvoznom tržištu. Privatni dug je relativno visok, što se posebno odnosi na nefinancijska poduzeća, premda se raširenim prekograničnim kreditiranjem unutar grupe napuhuju iznosi duga. Rizici povezani s dugom kućanstava uglavnom potječu od tržišta nekretnina, na kojem su realne cijene stambenih nekretnina posljednjih godina umjereno rasle, iako nije došlo do korekcije s obzirom na ubrzani rast prije 2008. Državni dug se stabilizirao te se blago smanjio u odnosu na vrhunac zabilježen 2014. Međutim, njegova visoka razina i dalje ostaje glavni izazov dugotrajnoj održivosti javnih financija. Stanje na tržištu rada poboljšalo se, a nezaposlenost se nastavlja smanjivati, uključujući dugotrajnu nezaposlenost i nezaposlenost mladih. Stopa aktivnosti i dalje je niska u odnosu na druge države članice, što je u suprotnosti s visokom stopom slobodnih radnih mjesta, koja i dalje raste.

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

Bugarska: U ožujku 2018. utvrđeno je da u Bugarskoj postoje *neravnoteže*, koje su posebice povezane sa slabostima u financijskom sektoru, u kombinaciji s visokom zaduženosti i lošim kreditima u korporativnom sektoru. U ažuriranoj tablici rezultata tri pokazatelja prelaze indikativni prag, i to neto stanje međunarodnih ulaganja (NIIP), rast nominalnih jediničnih troškova rada i rast realnih cijena stambenih nekretnina.

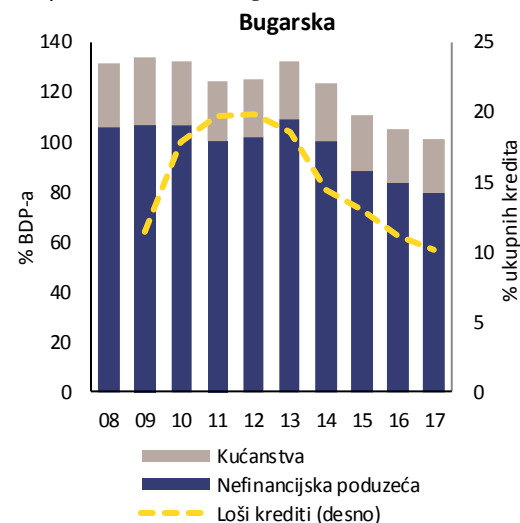
Suficit tekućeg računa u 2017. dodatno je porastao, dok se negativni NIIP, koji je uglavnom odraz izravnih stranih ulaganja, dodatno poboljšao. Rast jediničnih troškova rada znatno se povećao u 2017., ali je realna efektivna tečajna

Grafikon A1: Dug po sektorima gospodarstva



Izvor: Eurostat

Grafikon A2: Privatni dug i loši krediti



Izvori: Eurostat i ESB

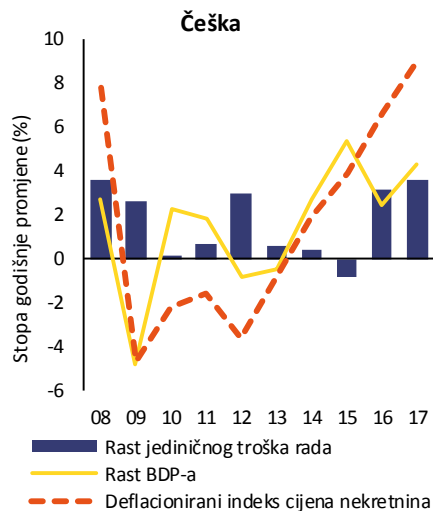
stopa ostala uglavnom stabilna te je ostvareno određeno povećanje udjela na izvoznom tržištu. Visok korporativni dug i dalje izaziva zabrinutost, iako se udio duga posljednjih nekoliko godina postupno smanjuje, djelomično zbog postojanog rasta nominalnog BDP-a. Kreditni tokovi se počinju oporavljati, što će usporiti proces razduživanja, ali bi istodobno moglo potaknuti veća privatna ulaganja i snažniji rast. Osim toga, udio loših kredita i dalje je visok, unatoč postupnom smanjenju, što se posebno odnosi na korporativni sektor. Iako je nakon revizije kvalitete imovine 2016. ostvaren napredak u području nadzora financijskog sektora, treba nastaviti pratiti određene slabosti, uključujući transakcije između povezanih osoba i izloženost imovini čiju je vrijednost teško procijeniti. Realne cijene stambenih nekretnina brzo su rasle, a oporavili su se i građevinska aktivnost i hipotekarni krediti. Zasadu još nema naznaka precijenjenosti, ali sadašnja dinamika na tržištu nekretnina upućuje na potrebu pomnog praćenja stanja. U tom kontekstu pozitivnih cikličkih kretanja nezaposlenost se dodatno smanjila, što je posebno važno kada je riječ o mladima i dugotrajno nezaposlenim osobama, a stope aktivnosti su se poboljšale.

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s preostalim slabostima u financijskom sektoru te korporativnim dugom. Stoga Komisija smatra, među ostalim i zbog neravnoteže utvrđene u ožujku 2018., da bi bilo dobro detaljnije ispitati postojanost neravnoteža ili njihovo postupno uklanjanje.

Češka: U prethodnom ciklusu PMN-a u Finskoj nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi indikativni prag, i to rast realnih cijena stambenih nekretnina i ukupne obveze financijskog sektora.

Saldo tekućeg računa postupno se popravlja te je u 2017. ostvaren blagi suficit. Nakon isteka preuzete obveze u pogledu deviznog tečaja u travnju 2017. uslijedila je aprecijacija realne efektivne tečajne stope, dok je neto stanje međunarodnih ulaganja nastavilo jačati, iako nešto sporijim tempom nego u prethodnim godinama. Nominalni jedinični troškovi rada porasli su zahvaljujući velikim povećanjima plaća, a u kontekstu akutnog nedostatka radne snage predviđa se njihovo daljnje povećanje. Unatoč aprecijaciji realne efektivne tečajne stope posljednjih je godina ipak zabilježeno određeno povećanje udjela na izvoznom tržištu. Rast cijena stambenih nekretnina i hipotekarnih kredita dodatno se ubrzao i zahtijeva pomno praćenje. Međutim, dug privatnog sektora je umjeren, uključujući i dug kućanstava, koji je stabilan. Državni dug je nizak i nastavlja se smanjivati poduprt suficitom proračuna opće države. Rast obveza financijskog sektora znatno se ubrzao u 2017. te je premašio indikativni prag. To je prije svega posljedica otkupa depozita denominiranih u češkim krunama od strane nerezidenata prije isteka tečajne obveze. Stopa nezaposlenosti dodatno se smanjila, a tržište rada vrlo je napeto.

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



Izvor: službe Komisije

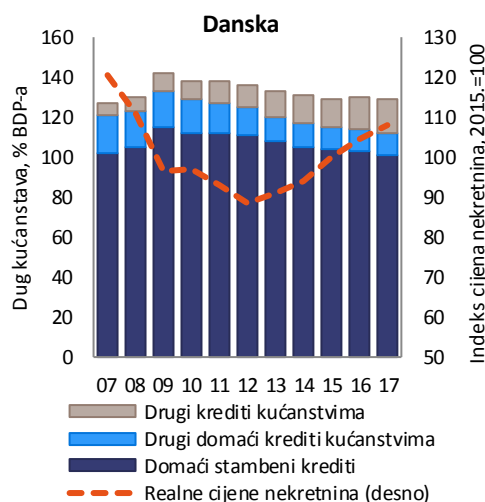
Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s konkurentnošću i pritiscima na tržište stambenih nekretnina, premda se zasada čini da su rizici ograničeni. Stoga Komisija u ovoj fazi smatra da nije potrebno provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.

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

Saldo tekućeg računa i dalje bilježi velike suficite. Uzastopni suficiti doveli su do izrazito pozitivnog neto stanja međunarodnih ulaganja, čime se generira pozitivni neto primarni dohodak koji učvršćuje pozitivni saldo tekućeg računa. Rast jediničnih troškova rada ograničen je premda napetije tržište rada povećava pritisak na plaće, a dinamika produktivnosti je oslabljena. Rast udjela na izvoznom tržištu uglavnom je stabilan. Unatoč usporavanju na nacionalnoj razini, cijene stambenih nekretnina nastavile su brže rasti na glavnim velegradskim područjima. Ta kretanja potrebno je pozorno pratiti. Udio duga kućanstava u BDP-u i dalje je na najvišoj razini u EU-u i vrlo sporo se smanjuje u kontekstu skromnog kreditnog rasta. Kućanstva su nastavila povećavati štednju kao odraz napora za smanjenje duga te su provedene mjere makrobonitetne politike u cilju ograničenja rizičnog zaduživanja. S druge strane, korporativna zaduženost i dalje je umjerena. Stanje na tržištu rada nastavlja se poboljšavati, rast zaposlenosti je na solidnoj razini, a nedostatak radne snage sve je rašireniji.

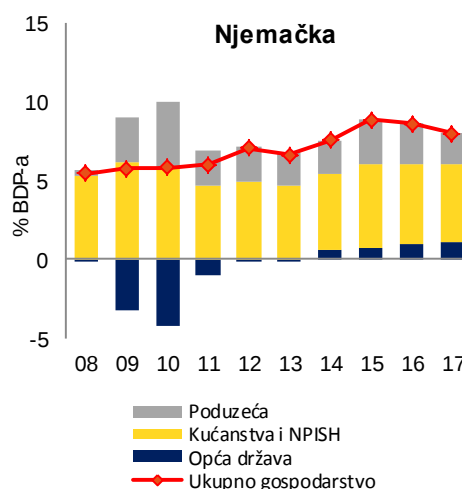
Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s tekućim računom, privatnim dugom i sektorom stambenih nekretnina, premda se rizik čini ograničen. Stoga Komisija u ovoj fazi neće provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.

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



Izvori: Eurostat i ESB

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



Izvor: službe Komisije

domaće potražnje, ali će ostati na visokoj razini te će dodatno pridonijeti povećanju neto stanja međunarodnih ulaganja. Rast jediničnih troškova rada i dalje je umjeren. Rast izvoza pojačao se u 2017., ali došlo je do blagog smanjenja udjela na izvoznom tržištu. Razduživanje u privatnom sektoru se nastavlja unatoč niskoj razini duga privatnog sektora. Istodobno poslovna ulaganja rastu u odnosu na BDP. I ulaganja u stambene nekretnine nastavljaju rasti, ali na velegradskim područjima i dalje zaostaju za potrebama. Realne cijene stambenih nekretnina i troškovi gradnje rastu i potrebno ih je pratiti, među ostalim i s obzirom na regionalne razlike u cijenama i raspoloživosti nekretnina. Kreditni rast postupno jača. Stopa štednje kućanstava i dalje je na visokoj razini unatoč umjerenom rastu plaća i solidnoj privatnoj potrošnji, što je odraz povećanog dotoka raspodijeljene dobiti trgovačkih društava. Državni dug nastavio se smanjivati i očekuje se da će do 2019. pasti ispod praga od 60 % BDP-a, ali i dalje postoje znatni zaostaci u javnim ulaganjima. Ukupna nezaposlenost, kao i nezaposlenost mladih i dugotrajna nezaposlenost, dodatno je smanjena te je i dalje vrlo niska.

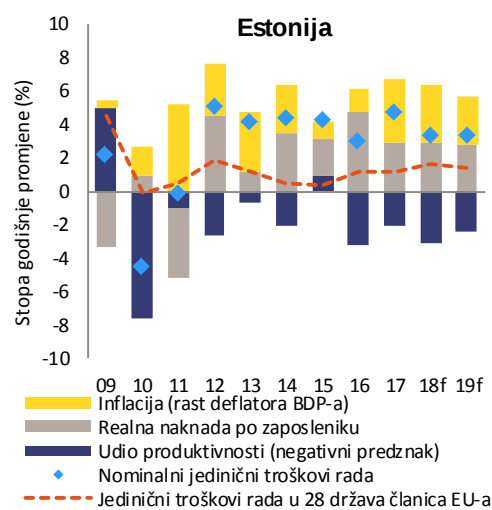
Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s dugotrajnim viškom štednje u odnosu na ulaganja, što se odražava na visok suficit tekućeg računa, koji se tek postupno smanjuje, naglašavajući potrebu za kontinuiranim rebalansom. Stoga Komisija smatra, među ostalim i zbog neravnoteže utvrđene u ožujku 2018., da bi bilo korisno detaljnije ispitati postojanost neravnoteža ili njihovo postupno uklanjanje.

Estonija: U prethodnom ciklusu PMN-a u Estoniji nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže. U ažuriranoj tablici rezultata rast nominalnih jediničnih troškova rada prelazi indikativni prag.

Suficit tekućeg računa u 2017. dodatno se povećao, a neto stanje međunarodnih ulaganja poboljšalo se i sada je u okviru zadanog praga. Nominalni jedinični troškovi rada nastavili su snažno rasti, što je odraz inflacije i vrlo snažnog rasta plaća. Dinamika produktivnosti prilično je niska, što u određenoj mjeri utječe na pokazatelje troškovne konkurentnosti. Nastavila se aprecijacija realne efektivne tečajne stope, a udjeli na izvoznom tržištu bili su stabilni. Realne cijene stambenih nekretnina posljednjih godina bilježile su dinamičan rast, koji je 2017. usporen te je ostao na umjerenom razini. Razduživanje privatnog sektora se nastavilo, dok je razina javnog duga vrlo niska. Tržište rada sve je napetije, ali su useljavanja donekle smanjila problem nedostatka radne snage.

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s nominalnim jediničnim troškovima rada, premda se čini da su rizici ograničeni. Stoga Komisija u ovoj fazi neće provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.

Grafikon A6: Raščlamba jediničnih troškova rada



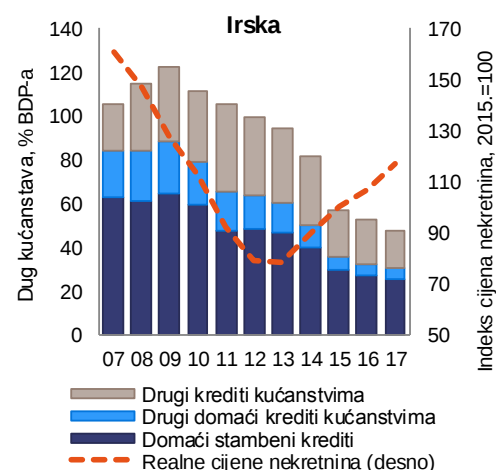
Izvor: službe Komisije

Irska: U ožujku 2018. Komisija je utvrdila *makroekonomske neravnoteže* u Irskoj, posebno u pogledu slabosti koje proizlaze iz visokih razina javnog i privatnog duga te neto vanjskih obveza. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi indikativni prag, i to neto stanje međunarodnih ulaganja (NIIP), realna efektivna tečajna stopa (REER), privatni dug, javni dug te godišnja promjena realnih cijena stambenih nekretnina.

U 2017. zabilježen je velik suficit na tekućem računu, za razliku od znatnog deficita u 2016. i suficita u prethodnim godinama. Tim naglim promjenama salda tekućeg računa u proteklm godinama pridonijeli su volatilnost uvoza intelektualnog vlasništva i ugovorne proizvodnje.³⁷ Neto stanje međunarodnih ulaganja nastavilo se poboljšavati, ali je i dalje izrazito negativno, što se u velikoj mjeri može pripisati aktivnostima multinacionalnih kompanija s ograničenim vezama s domaćim gospodarstvom. Snažan rast produktivnosti, kojem su također obilato pridonijele aktivnosti multinacionalnih kompanija, posljednjih je godina pridonio poboljšanju konkurentnosti. Privatni dug i dalje je vrlo visok, premda je nastavio padati.

Kućanstva su nastavila smanjivati svoj dug, a irske banke smanjile su izloženost domaćim poduzećima, što upućuje na daljnje razduživanje poduzeća. Teže je procijeniti stanje u domaćim nefinancijskim poduzećima s obzirom na udio multinacionalnih kompanija u ukupnom korporativnom dugu. Cijene stambenih nekretnina bilježe dinamičan rast od 2014., uglavnom zahvaljujući ograničenoj ponudi, i potrebno ih je pomno pratiti. Zahvaljujući snažnom gospodarskom rastu udio javnog duga u BDP-u opada, ali je i dalje visok. Udio loših kredita posljednjih godina se smanjuje, ali je i dalje na visokoj razini. Iako su banke dobro kapitalizirane, razine izdvajanja rezervacija su se smanjile. Njihova se profitabilnost postupno povećava, iako je i dalje relativno skromna. Stopa nezaposlenosti u 2017. pala je ispod praga PMN-a, a dugotrajna nezaposlenost i nezaposlenost mladih u stalnom su padu.

Grafikon A7: *Dug kućanstava i indeks cijena nekretnina*



Izvori: Eurostat, službe Komisije i ESB

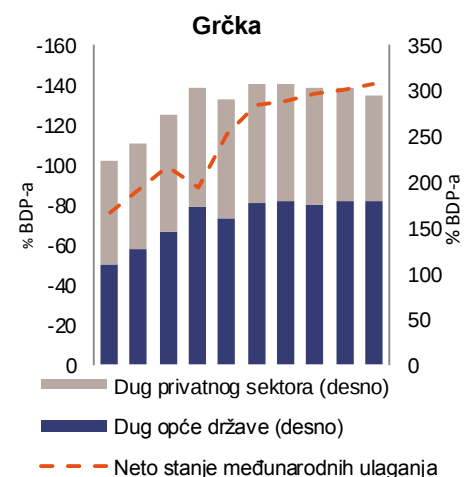
³⁷ Ugovorna proizvodnja je postupak u kojem multinacionalne kompanije rezidenti sklapaju ugovore s inozemnim poduzećima radi proizvodnje u njihovo ime. Budući da su vlasnici proizvoda kompanije rezidenti, njihova se prodaja evidentira kao izvoz rezidentne države iako proizvodi ne ulaze u domaće gospodarstvo.

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s volatilnošću vanjske pozicije, razinom privatnog i javnog duga te brzim rastom cijena stambenih nekretnina i relativno visokim udjelom loših kredita. Stoga Komisija smatra, među ostalim i zbog neravnoteža utvrđenih u ožujku 2018., da bi bilo dobro detaljnije ispitati postojanost neravnoteža ili njihovo postupno uklanjanje.

Grčka: Grčka je od 2010. do nedavno bila uključena u programe financijske pomoći. Stoga se nadzor neravnoteža i korektivnih mjera odvijao u okviru programa financijske pomoći, a ne u okviru PMN-a. Posljednjih je godina Grčka poduzela važne korake za smanjenje neravnoteža tokova i upravljanje povezanim rizicima, ali očekuje se da će zaostale neravnoteže stanja iz prošlosti i dalje biti prisutne. To je vidljivo u ažuriranoj tablici rezultata, u kojoj više pokazatelja prelazi indikativni prag, i to neto stanje međunarodnih ulaganja (NIIP), gubici udjela na izvoznom tržištu, državni dug i stopa nezaposlenosti.

Iako je NIIP privatnog sektora pozitivan, zbog velikog udjela javnog vanjskog duga ukupni je NIIP znatno negativan. Premda je velik dio vanjskog javnog duga izdan uz vrlo povoljne kamatne stope, za dugoročnu održivost NIIP-a bit će potrebno nastaviti poboljšavati stanje tekućeg računa u kontekstu rasta domaće potražnje. U posljednjih su pet godina zabilježeni znatni gubici udjela na izvoznom tržištu, ali čini se da je taj trend zaustavljen u 2017. Udio državnog duga u BDP-u vrlo je visok, ali se očekuje njegov pad, a njegova je održivost poduprta sporazumom Euroskupine iz lipnja 2018. Cijene stambenih nekretnina u 2017. nastavile su padati u realnom smislu, ali su se stabilizirale početkom 2018. Kreditni rast ostao je negativan u uvjetima daljnjeg privatnog razduživanja. Visoka razina loših kredita otežava ponovnu uspostavu snažnog dotoka kredita u gospodarstvo, koji je potreban za podržavanje rasta u srednjem roku. Nezaposlenost se smanjuje, ali je i dalje visoka, osobito s obzirom na dugotrajnu nezaposlenost i nezaposlenost mladih.

Grafikon A8: NIIP, privatni dug i državni dug



Izvor: Eurostat

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s visokom razinom javnog i vanjskog duga, niskom razinom štednje i visokom razinom loših kredita, a sve to u kontekstu velike nezaposlenosti, niskog rasta produktivnosti i usporene ulagačke aktivnosti. Stoga Komisija smatra da bi bilo dobro dodatno ispitati predmetne rizike u okviru detaljnog preispitivanja kako bi se utvrdilo jesu li neravnoteže prisutne.

Španjolska: U ožujku 2018. Komisija je utvrdila *makroekonomske neravnoteže* u Španjolskoj, posebno u vezi s visokim razinama vanjskog i unutarnjeg duga u privatnom i javnom sektoru, u kontekstu visoke nezaposlenosti. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi indikativni prag, i to neto stanje međunarodnih ulaganja (NIIP), udio privatnog i državnog duga, stopa nezaposlenosti te rast stope aktivnosti.

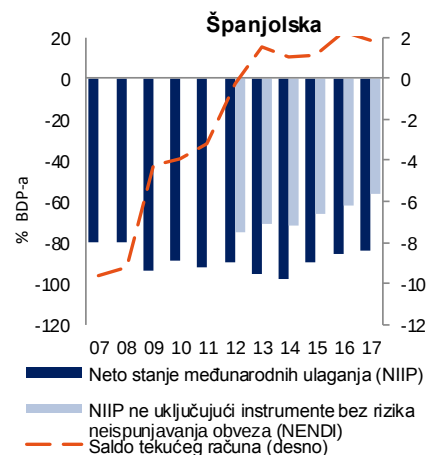
Vanjski rebalans se nastavio, doduše relativno sporo, dok je NIIP unatoč poboljšanju ostao vrlo visok. Nominalni rast jediničnih troškova rada stabilan je u kontekstu ograničenog rasta plaća i niskog rasta produktivnosti. Rast izvoznog tržišta na godišnjoj razini umjeren je unatoč blagoj aprecijaciji realne efektivne tečajne stope u 2017. Dug privatnog sektora nastavio se smanjivati tijekom cijele 2017., osobito dug poduzeća, ali potrebno je daljnje razduživanje. Osim toga, ponovno je započeo dotok novih kredita, što podupire oporavak ulaganja. Kada je riječ o kućanstvima, tempo smanjenja duga usporen je i zbog snažnog rasta potrošačkih kredita. Cijene stambenih nekretnina posljednjih su se godina počele oporavljati u kontekstu prethodne podcijenjenosti. Posljednjih godina snažni gospodarski rast bio je glavni pokretač smanjenja deficita opće države, ali postojani deficit upućuju na vrlo sporo smanjenje udjela duga opće države. Iako se brzo smanjivala, nezaposlenost je i dalje vrlo visoka, posebno među mladima. Osim toga, zbog niskog rasta produktivnosti rast konkurentnosti uglavnom ovisi o troškovnim prednostima.

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s vanjskom održivosti, javnim i privatnim dugom i prilagodbom tržišta rada, u kontekstu niskog rasta produktivnosti. Stoga Komisija smatra, među ostalim i s obzirom na neravnoteže utvrđene u ožujku 2018. i njihovu prekograničnu važnost, da bi bilo korisno detaljnije ispitati postojanost neravnoteža ili njihovo postupno uklanjanje.

Francuska: U ožujku 2018. Komisija je utvrdila makroekonomske neravnoteže u Francuskoj, posebno u vezi s visokim javnim dugom i slabom konkurentnošću u kontekstu niskog rasta produktivnosti. U ažuriranoj tablici rezultata pokazatelji državnog duga i duga privatnog sektora te stope nezaposlenosti na samom su indikativnom pragu ili ga prelaze.

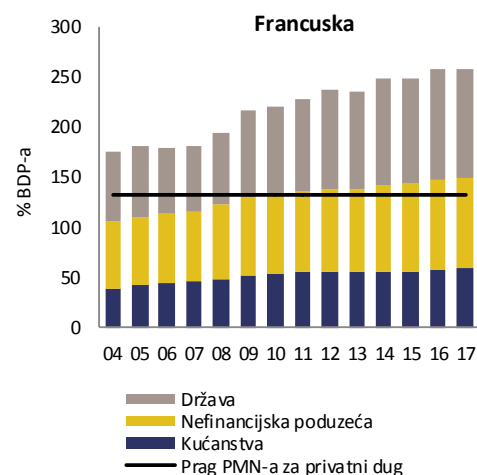
Deficit tekućeg računa u 2017. bio je uglavnom stabilan, dok se neto stanje međunarodnih ulaganja pogoršalo. Unatoč ubrzanju rasta izvoza u 2017. zabilježeni su manji gubici udjela na izvoznom tržištu, dok se realna efektivna tečajna stopa stabilizirala. Zbog ograničenja rasta plaća, rast jediničnih troškova rada bio je ograničen. Međutim, dinamika produktivnosti ostala je i dalje niska. Slabosti koje proizlaze iz visokog i rastućeg državnog duga i dalje su glavni razlog za zabrinutost. Kombinacija visokog javnog i privatnog duga dodatna je slabost. Dug privatnog sektora relativno je visok, posebno kada je riječ o nefinancijskim poduzećima, dok se rast kredita polako ubrzava. Realne cijene stambenih nekretnina blago su porasle. Stanje na tržištu rada poboljšava se dok pokazatelj nezaposlenosti dostiže vrijednosti unutar razine praga.

Grafikon A9: NIIP i saldo tekućeg računa



Izvor: službe Komisije

Grafikon A10: Dug po sektorima u gospodarstvu



Izvor: Eurostat

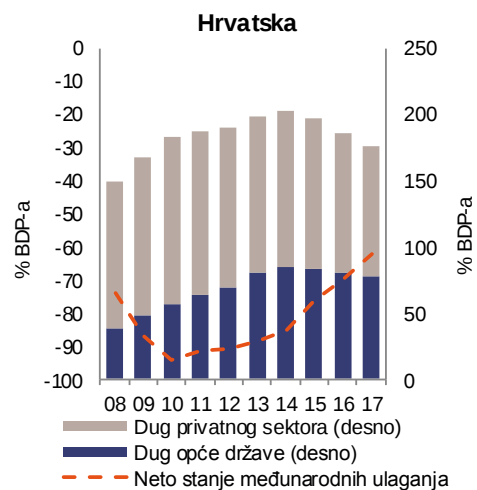
Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s visokom razinom zaduženosti i slabom konkurentnosti, u kontekstu niskog rasta produktivnosti. Stoga Komisija smatra, među ostalim i zbog neravnoteže utvrđene u ožujku 2018., da bi bilo dobro detaljnije ispitati postojanost neravnoteža ili njihovo postupno uklanjanje.

Hrvatska: U ožujku 2018. Komisija je utvrdila prekomjerne makroekonomske neravnoteže u Hrvatskoj povezane s visokim razinama javnog, privatnog i vanjskog duga, denominiranog uglavnom u stranoj valuti, u kontekstu niskog potencijalnog rasta. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi indikativni prag, i to neto stanje međunarodnih ulaganja (NIIP), državni dug i stopa nezaposlenosti.

Negativan NIIP, koji je u velikoj mjeri odraz izravnih stranih ulaganja, ojačao je potaknut povećanjem suficita tekućeg računa, iako još uvijek prelazi prag i izložen je stalnim tečajnim rizicima. Negativan nominalni rast jediničnih troškova rada upućuje na dodatna povećanja troškovne konkurentnosti, iako je realna efektivna tečajna stopa stabilna. Kao posljedica toga Hrvatska je u 2017. nastavila povećavati tržišne udjele, ali sporije nego u prethodnim godinama. Dug privatnog sektora nastavio se smanjivati unatoč oporavku kreditnih tokova u 2017. Smanjenje udjela loših kredita u bankarskom sektoru usporilo se, a velik dio kredita nefinancijskim poduzećima i dalje ulazi u kategoriju loših kredita. Udio duga opće države u 2017. je dodatno smanjen, među ostalim i zahvaljujući poboljšanju salda opće države. Stopa nezaposlenosti nastavila se smanjivati. Međutim, sudjelovanje na tržištu rada i dalje je vrlo nisko te u kombinaciji s usporenim kretanjima produktivnosti i dalje opterećuje potencijal rasta. Rizici povezani s najvećim poslodavcem u zemlji, Agrokorom, smanjeni su nakon što su vjerovnici usvojili plan restrukturiranja duga.

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se još uvijek visoki dug, koji se ipak smanjuje, izloženosti valutnom riziku u svim sektorima gospodarstva te važnost većeg potencijalnog rasta za dugoročnu korekciju. Stoga Komisija smatra, među ostalim i zbog prekomjerne neravnoteže utvrđene

Grafikon A11: NIIP, privatni dug i državni dug



Izvor: Eurostat

u ožujku 2018., da bi bilo korisno detaljnije ispitati postojanost makroekonomskih rizika te pratiti napredak u postupnom uklanjanju prekomjernih neravnoteža.

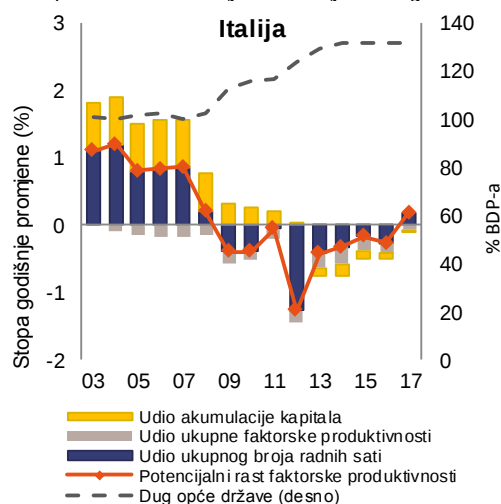
Italija: U ožujku 2018. Komisija je utvrdila *prekomjerne makroekonomske neravnoteže* u Italiji, posebno u pogledu rizika koji proizlaze iz vrlo visokog javnog duga i dugotrajne slabe dinamike produktivnosti, u kontekstu velikog udjela loših kredita i nezaposlenosti. U ažuriranoj tablici rezultata dva pokazatelja prelaze indikativni prag, i to državni dug i stopa nezaposlenosti.

Vanjska pozicija relativno je snažna u uvjetima suficita tekućeg računa i poboljšanja neto stanja međunarodnih ulaganja. Udjel duga opće države stabilizirao se u 2017. na vrlo visokoj razini, a fiskalni planovi vlade, neočekivano slab oporavak te viši troškovi zaduživanja otežavaju smanjenje udjela duga u BDP-u u budućnosti. Istodobno slab rast produktivnosti i smanjenje broja radno sposobnog stanovništva koče potencijalni rast Italije. Niski rast produktivnosti može se pripisati duboko ukorijenjenim strukturnim slabostima, uključujući nepovoljnije poslovno okruženje u odnosu na usporedive zemlje, ograničenja u financiranju, nedostatak visokokvalificirane radne snage i nisku razinu ulaganja u nematerijalnu imovinu. Ostvaren je napredak u čišćenju bilanci banaka i talijanski je bankarski sektor u 2017. ponovno postao profitabilan. Međutim, i dalje su prisutne slabosti, osobito kada je riječ o srednjim i malim bankama koje još uvijek opterećuju visoke razine loših kredita iz prošlosti i više su izložene riziku države od velikih banaka. Uvjeti na tržištu rada postupno se poboljšavaju, ali stopa nezaposlenosti i dalje je visoka, znatno viša nego prije krize, posebno za mlade i za dugotrajno nezaposlene osobe. Ukupna stopa sudjelovanja na tržištu rada povećava se, ali je i dalje ispod prosjeka europodručja. Zahvaljujući oporavku koji je u tijeku makroekonomske ravnoteže u Italiji prestale su se pogoršavati, ali su i dalje znatne i tek se postupno uklanjaju. Usporavanje rasta realnog BDP-a i nove napetosti na tržištu državnih obveznica mogli bi ugroziti ostvareni napredak.

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s visokom razinom javnog duga u kontekstu veće volatilnosti tržišta i visoke nezaposlenosti. Dinamika produktivnosti i dalje je slaba u uvjetima ponovno povećane zabrinutosti zbog povratne sprege između bankarskog sektora i države. Stoga Komisija smatra, među ostalim i zbog prekomjerne neravnoteže utvrđene u ožujku 2018., da bi bilo dobro detaljnije ispitati postojanost makroekonomskih rizika te pratiti napredak u postupnom uklanjanju prekomjernih neravnoteža.

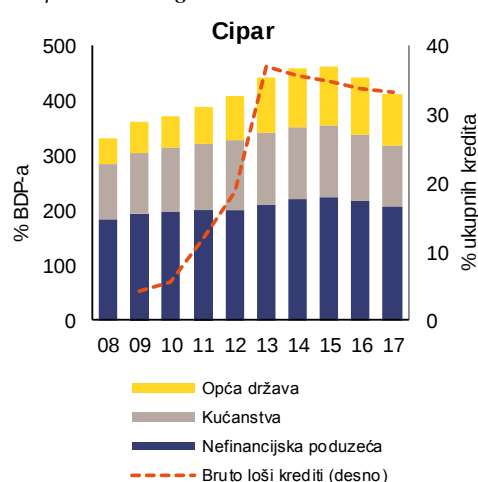
Cipar: U ožujku 2018. Komisija je utvrdila *prekomjerne makroekonomske neravnoteže* u Cipru, posebno u pogledu visoke razine privatnog, javnog i vanjskog duga te visokog udjela loših kredita u bankarskom sustavu. U ažuriranoj tablici rezultata u 2017. više pokazatelja i dalje prelazi indikativni prag, i to stanje tekućeg računa, neto stanje međunarodnih ulaganja (NIIP), realna

Grafikon A12: *Potencijalni rast i javni dug*



Izvor: službe Komisije

Grafikon A13: *Dug i loši krediti*



Izvori: Eurostat i ESB

efektivna tečajna stopa (REER), dug privatnog sektora i državni dug, stopa nezaposlenosti te promjena stope radne aktivnosti.

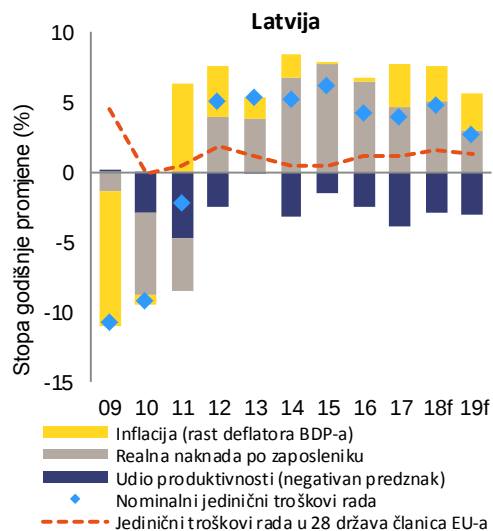
Deficit tekućeg računa povećao se u 2017. u uvjetima snažnog rasta uvoza, a negativni NIIP i dalje je znatan. Prilagodba troškovne konkurentnosti smanjila se dok su jedinični troškovi rada blago porasli, a realna efektivna tečajna stopa se stabilizirala. Razina privatne zaduženosti kućanstava i korporativnog sektora jedna je od najviših u EU-u, a razduživanje sporo napreduje. Konkretno, štednja kućanstava je negativna. Prilagodba na niže realnih cijena stambenih nekretnina došla je do najniže točke i cijene su počele umjereno rasti. Vrlo visoka razina loših kredita koči dotok kredita u gospodarstvo, koji je potreban za podržavanje potencijalnog rasta u srednjem roku. Udio državnog duga u BDP-u i dalje je vrlo visok. Nezaposlenost se ubrzano smanjuje, ali je i dalje visoka, osobito nezaposlenost mladih, iako se u posljednje tri godine stanje u pogledu dugotrajne nezaposlenosti i nezaposlenosti mladih poboljšalo.

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s vanjskom održivosti, javnim i privatnim dugom, slabostima u financijskom sektoru i prilagodbom tržišta rada. Stoga Komisija smatra, među ostalim i zbog prekomjerne neravnoteže utvrđene u ožujku 2018., da bi bilo korisno detaljnije ispitati postojanost makroekonomskih rizika te pratiti napredak u postupnom uklanjanju prekomjernih neravnoteža.

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

Stanje tekućeg računa uglavnom je uravnoteženo, a negativan NIIP, koji se najvećim dijelom sastoji od izravnih stranih ulaganja, poboljšao se s obzirom na snažan rast nominalnog BDP-a, iako je i dalje iznad praga. Jedinični troškovi rada već nekoliko godina ubrzano rastu u relativnom smislu, odražavajući snažni rast plaća i napeto tržište rada, pa je taj pokazatelj od 2014. iznad praga iz tablice rezultata. Učinak na vanjsku cjenovnu konkurentnost i izvozne rezultate zasada je ograničen jer je djelomično ublažen smanjenim profitnim maržama. I u sljedećim se godinama očekuje snažan rast plaća zbog daljnjeg povećanja napetosti tržišta rada. Kada se sve uzme u obzir, ta kretanja predstavljaju rizik za konkurentnost zemlje i izgleda rasta u srednjem roku. Realne cijene stambenih nekretnina i dalje bilježe dinamičan rast. Iako se rast cijena stambenih nekretnina u 2017. usporio u odnosu na 2016., u prvoj polovini 2018. bilježi se ponovno ubrzanje. Ukupno gledano, rast kredita bio je ograničen. Državni i privatni dug relativno su niski.

Grafikon A14: *Raščlamba jediničnih troškova rada*



Izvor: službe Komisije

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s dinamikom na tržištu rada i vanjskom konkurentnošću, premda se zasada čini da su rizici ograničeni. Stoga Komisija u ovoj fazi smatra da nije potrebno provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.

Litva: U prethodnom ciklusu PMN-a u Litvi *nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže*. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi indikativni prag, i to neto stanje međunarodnih ulaganja (NIIP) i nominalni jedinični troškovi rada.

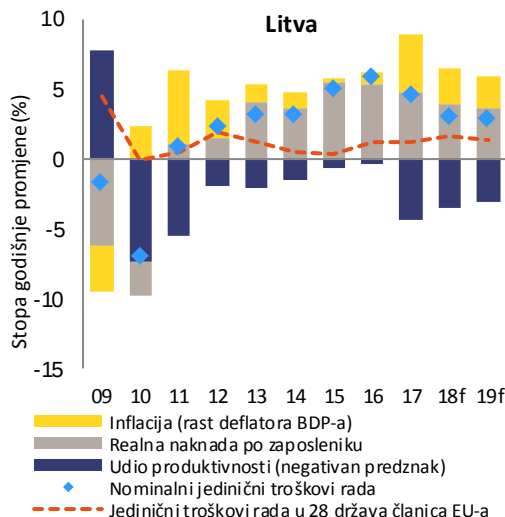
Stanje tekućeg računa uglavnom je uravnoteženo, a negativan NIIP, koji se najvećim dijelom sastoji od izravnih stranih ulaganja, poboljšao se s obzirom na snažan rast nominalnog BDP-a, iako je i dalje malo iznad praga. Rast jediničnih troškova rada već je godinama visok, u relativnom smislu, a taj je pokazatelj iznad praga iz tablice rezultata od 2015., potaknut snažnim rastom plaća kao odraz napetog tržišta rada i, među ostalim čimbenicima, brzim rastom minimalne plaće od 2016. Utjecaj povećanja troškova rada na vanjsku troškovnu konkurentnost i izvozne rezultate zasada je ograničen – djelomično ublažen smanjenim profitnim maržama – što dugoročno možda neće biti održivo. I u sljedećim se godinama očekuje snažan rast plaća u kontekstu pada nezaposlenosti i povećane napetosti tržišta rada. Kada se sve uzme u obzir, ta kretanja mogla bi ugroziti konkurentnost zemlje i izgleda rasta u srednjem roku. Cijene stambenih nekretnina posljednjih su godina bilježile dinamičan rast, koji se postupno povećava iako je i dalje u granicama praga. Kreditni rast počeo se ubrzavati. Razine javnog i privatnog duga i dalje su relativno niske i stabilne.

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s dinamikom jediničnih troškova rada i vanjskom konkurentnošću, premda se zasada čini da su rizici ograničeni. Stoga Komisija u ovoj fazi smatra da nije potrebno provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.

Luksemburg: U prethodnom ciklusu PMN-a u Luksemburgu *nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže*. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi indikativni prag, i to privatna zaduženost te promjena stope aktivnosti i stopa dugotrajne nezaposlenosti.

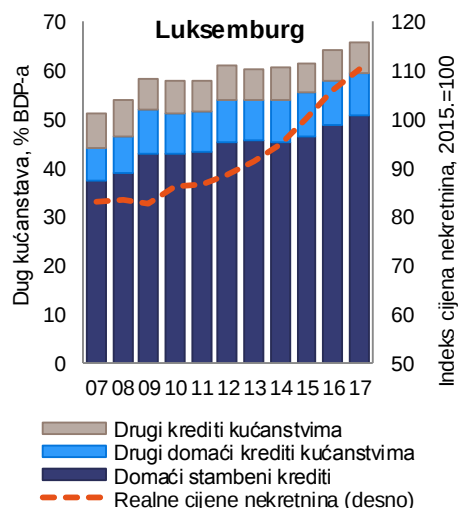
Vanjska pozicija i dalje pokazuje stabilan suficit tekućeg računa te pozitivan i stalan NIIP. Međutim, položaj te zemlje kao međunarodnog financijskog centra ima značajniji utjecaj na brojke od aktivnosti domaćeg gospodarstva. Kumulativna povećanja udjela na izvoznom tržištu stabilizirala su se. Međutim, u posljednje vrijeme zabilježeni su određeni gubici tržišta, djelomično potaknuti pogoršanjem troškovne konkurentnosti kao posljedica pojačanog rasta jediničnih troškova rada i rasta uvoznih cijena. U posljednjih deset godina cijene stambenih nekretnina rasle su relativno brzo,

Grafikon A15: *Raščlamba jediničnih troškova rada*



Izvor: službe Komisije

Grafikon A16: *Dug kućanstava i indeks cijena nekretnina*



Izvori: Eurostat i ESB

što upućuje na potrebu pomnog praćenja. Do

povećanja cijena stambenih nekretnina došlo je u kontekstu dinamičnog tržišta rada u kombinaciji sa znatnim neto migracijskim tokovima i povoljnim uvjetima financiranja, dok je ponuda relativno ograničena i ne prati snažnu potražnju. Pristupačnost stanovanja stalno se pogoršava zbog neprestanog rasta cijena stambenih nekretnina. Korporativna zaduženost vrlo je visoka, ali to je većinom povezano s prekograničnim zajmovima unutar poduzeća. Razina duga kućanstava, većinom u obliku hipoteke, stalno se povećava kao odraz dinamike na tržištu nekretnina i povoljnih uvjeta kreditiranja. Iako su niže kamatne stope i dulje trajanje hipoteka smanjili financijski teret za kućanstva i većina novih hipoteka ugovara se s fiksnom stopom, veliki dio zaduženih kućanstava ostaje izložen povećanjima kamatnih stopa. Rizike za financijsku stabilnost zemlje ipak ublažava solidnost bankarskog sektora. Javni dug i dalje je vrlo nizak. Unatoč nedavnom usporavanju gospodarstva, tržište rada sve je napetije, a nezaposlenost i dalje pada.

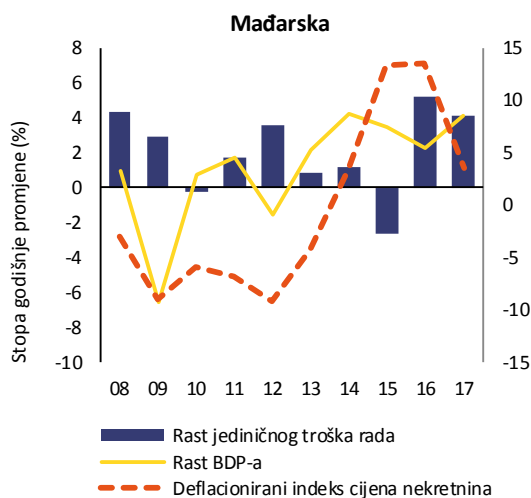
Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se uglavnom ograničeni rizici povezani sa stalnim rastom cijena stanovanja i dugom kućanstava. Stoga Komisija u ovoj fazi neće provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.

Mađarska: U prethodnom ciklusu PMN-a u Mađarskoj *nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže*. U ažuriranoj tablici rezultata neki pokazatelji prelaze indikativni prag, i to neto stanje međunarodnih ulaganja (NIIP) i državni dug.

Suficit tekućeg računa posljednjih godina potaknuo je ubrzano i kontinuirano poboljšanje negativnog NIIP-a, koji je također u velikoj mjeri odraz izravnih stranih ulaganja. Udjeli na izvoznom tržištu povećali su se u 2017. potaknuti rastom automobilske industrije. Nominalni jedinični troškovi rada znatno su rasli u kontekstu sve napetijeg tržišta rada. I administrativna povećanja plaća pridonijela su povećanju troškova rada, ali su djelomično kompenzirana smanjenjem socijalnih doprinosa poslodavaca. Kreditni tokovi u privatni sektor dobili su pozitivan predznak, ali se razina kredita privatnog sektora nastavila smanjivati u 2017. Rast realnih cijena stambenih nekretnina bio je

umjereniji nakon znatnih povećanja u prethodnim godinama. Ipak, visoke procjene vrijednosti nekretnina u određenim regijama i nagli rast hipotekarnih kredita zahtijevaju pozornost. Oporavak tržišta nekretnina koji je u tijeku mogao bi pridonijeti daljnjem smanjenju udjela loših kredita, koji je još uvijek visok. Bankarski sektor poboljšao je svoju profitabilnost i sposobnost apsorpcije šokova. Unatoč povoljnom gospodarskom ciklusu, državni dug tek se postupno smanjivao zahvaljujući procikličkoj fiskalnoj politici. Nezaposlenost je pala na rekordno nisku razinu, a sve napetije tržište rada pridonijelo je ubrzanom rastu plaća, koji je i dalje bio viši od rasta produktivnosti.

Grafikon A17: *BDP, jedinični troškovi rada i cijene nekretnina*



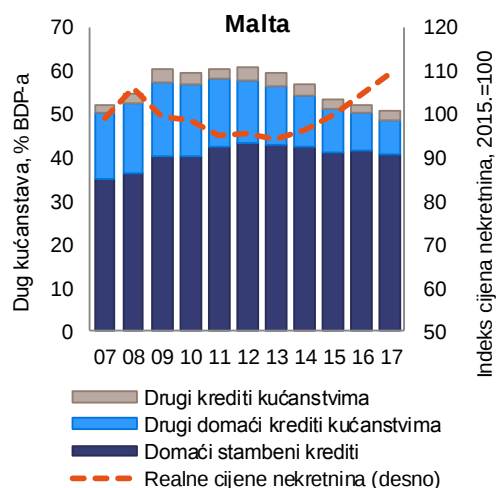
Izvor: službe Komisije

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s tržištem stambenih nekretnina i povećanjem napetosti tržišta rada, premda se rizici čine ograničenima. Komisija u ovoj fazi neće provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.

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

Veliki suficit tekućeg računa u 2017. dodatno se povećao i dosegao vrlo visoke razine, uz istodobno znatno poboljšanje već otprije pozitivnog neto stanja međunarodnih ulaganja. Međutim, vanjska pozicija više je odraz fluktuacija u međunarodno orijentiranom korporativnom sektoru nego domaćih kretanja. Kretanja troškovne konkurentnosti i realne efektivne tečajne stope bila su relativno povoljna, a rast jediničnih troškova rada ostao je umjeren zahvaljujući umjerenim kretanjima plaća u kombinaciji s relativno snažnim rastom produktivnosti rada. Udio duga privatnog sektora u BDP-u znatno se smanjio u 2017., poduprt snažnim rastom nominalnog BDP-a. Financijska poluga korporativnog sektora i dalje je visoka, a ubrzava se rast kredita kućanstvima. Udio državnog duga u BDP-u pokazuje jasan silazni trend. Realne cijene stambenih nekretnina u 2017. su porasle, što upućuje na potrebu praćenja stanja. Snažna gospodarska aktivnost i ograničene mogućnosti ulaganja privatne štednje ponovno su povećale interes za tržište stambenih nekretnina. Popravlja se kvaliteta imovine u domaćem bankarskom sektoru i čini se da su postojeći zaštitni slojevi kapitala dovoljni da apsorbiraju neposredne rizike koji bi se mogli pojaviti na tržištu stambenih nekretnina ili kao posljedica percepcije institucionalnog okvira??? Stanje na tržištu rada i dalje je izrazito dobro, a visok rast zaposlenosti praćen je niskom nezaposlenošću, koja se i dalje smanjuje.

Grafikon A18: Dug kućanstava i indeks cijena nekretnina

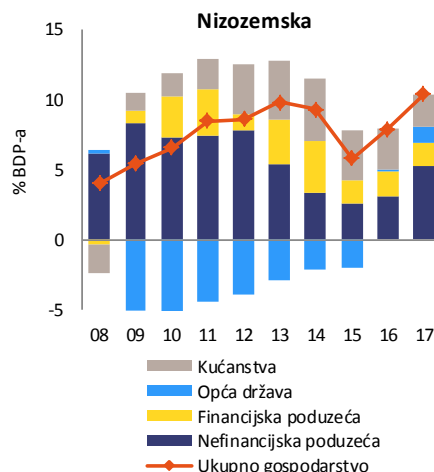


Izvor: Eurostat i ESB

Ukupno gledano, ekonomsko tumačenje upućuje na probleme povezane s vanjskom pozicijom i tržištem stambenih nekretnina u kontekstu snažnog gospodarskog rasta, premda se zasada čini da su rizici ograničeni. Stoga Komisija u ovoj fazi neće provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.

Nizozemska: Komisija je u ožujku 2018. utvrdila makroekonomske neravnoteže u Nizozemskoj, posebno u pogledu visoke razine privatnog duga i velikog suficita tekućeg računa. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi indikativni prag, i to trogodišnji prosjek salda tekućeg računa, dug

Grafikon A19: Neto pozajmljivanje/zaduživanje po sektoru



Izvor: Eurostat

privatnog sektora i rast realnih cijena stambenih nekretnina.

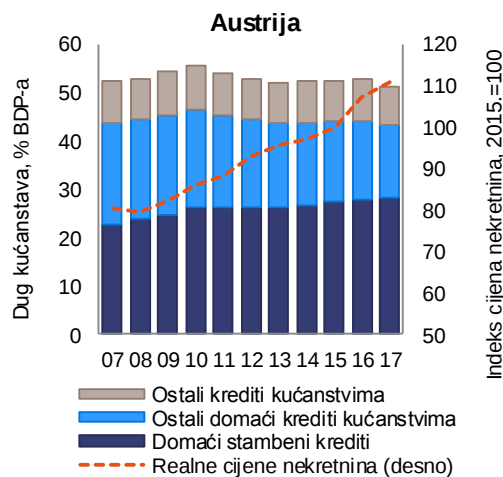
Suficit tekućeg računa i dalje je vrlo visok, a u 2017. još se i dodatno povećao, dok se pozitivno neto stanje međunarodnih ulaganja blago smanjilo. Iako su svi sektori neto štediša, povećanje suficita tekućeg računa u 2017. najvećim se dijelom može pripisati nefinancijskim poduzećima, čiji je višak štednje povezan s relativno visokom profitabilnošću poduzeća i relativno niskom stopom ulaganja. Nema izraženih kretanja jediničnih troškova rada, a rast plaća prati kretanje produktivnosti. Privatni dug je visok, dok se korporativni dug može među ostalim objasniti dugom unutar grupe multinacionalnih kompanija. Dug kućanstava je visok, potaknut povoljnim poreznim tretmanom kupnje vlastite stambene nekretnine i povoljnim kamatnim stopama na hipotekarne kredite. Udio duga kućanstava u BDP-u bilježi padajući trend, ali nominalni dug ponovno raste. Tržište stambenih nekretnina bilježi snažan oporavak uz daljnje ubrzavanje rasta cijena u 2017., među ostalim i u kontekstu suboptimalnog funkcioniranja tržišta najma. Tržište rada sve je napetije u uvjetima niske nezaposlenosti, koja i dalje pada.

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s visokim dugom kućanstava i velikim viškom domaće štednje. Stoga Komisija smatra, među ostalim i zbog neravnoteže utvrđene u ožujku 2018., da bi bilo dobro detaljnije ispitati postojanost neravnoteža ili njihovo postupno uklanjanje.

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

Suficit tekućeg računa ostao je stabilan te je i u 2017. bio umjereno visok, uz blago pozitivno neto stanje međunarodnih ulaganja. Udjeli na izvoznom tržištu bili su stabilni. Rast jediničnih troškova rada je nizak zahvaljujući rastu produktivnosti rada i ograničenom rastu plaća. Trend rasta realnih cijena stambenih nekretnina nastavio se i u 2017., ali nešto sporijim tempom nego u 2016. Ta je kretanja potrebno pratiti, ali čini se da rast cijena nije potaknut kreditima te nije zapaženo znatnije ubrzanje kreditnog rasta. Osim toga, i udio duga poduzeća i duga kućanstava postupno se smanjuje. I padajući trend državnog duga se nastavio, pa je on i u 2017. smanjen zahvaljujući snažnom gospodarskom rastu i tekućoj likvidaciji imovine nacionaliziranih financijskih institucija. Stanje u bankarskom sektoru dodatno se poboljšalo, među ostalim i u vezi s oporavkom u susjednim zemljama. U tim povoljnim gospodarskim uvjetima i uz snažan rast zaposlenosti stopa nezaposlenosti znatno se smanjila.

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



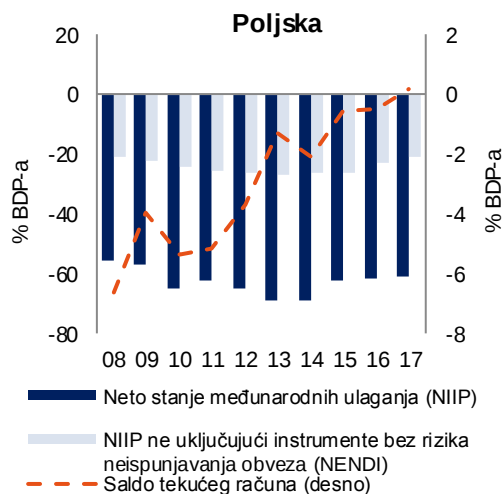
Izvori: Eurostat i ESB

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

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

Saldo tekućeg računa poboljšao se u 2017. te je bio uglavnom uravnotežen, a negativni NIIP bio je stabilan. Vanjske slabosti i dalje su ograničene s obzirom na to da najveći dio inozemnih obveza čine izravna strana ulaganja. U 2017. ponovno je ostvaren snažan rast udjela na izvoznom tržištu, Rast nominalnih jediničnih troškova rada ograničen je, dok produktivnost i plaće rastu. Udio duga privatnog sektora u BDP-u smanjio se u 2017. kao odraz snažnog rasta BDP-a i aprecijacije zlota u odnosu na valute u kojima je denominiran dio neotplaćenog duga. Već ionako relativno nizak, udio duga opće države u BDP-u dodatno se smanjio zahvaljujući brzom nominalnom gospodarskom rastu, manjem ukupnom deficitu i aprecijaciji zlota. Rizici bankarskog sektora i dalje su ograničeni. Dobri rezultati na tržištu rada nastavili su se, što je dovelo do pada stope nezaposlenosti na vrlo nisku razinu.

Grafikon A21: **NIIP i stanje tekućeg računa**



Izvor: službe Komisije

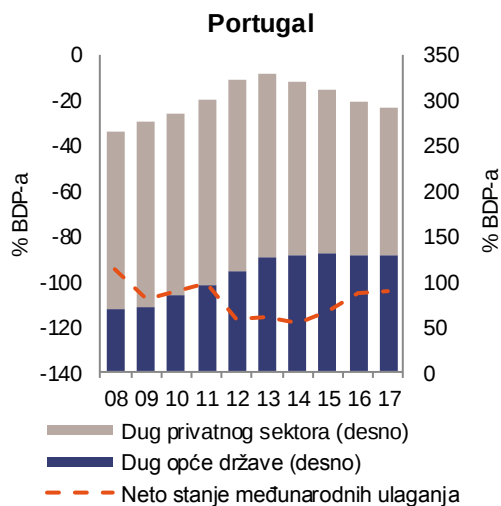
Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s neto stanjem međunarodnih ulaganja, premda se čini da su rizici ograničeni. Stoga Komisija smatra da u ovoj fazi nije potrebno provesti detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.

Portugal: U ožujku 2018. Komisija je utvrdila makroekonomske neravnoteže u Portugalu, posebno u pogledu visoke razine neto vanjskih obveza, privatnog i javnog duga te visokog udjela loših kredita u kontekstu niskog rasta produktivnosti. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi indikativni prag, i to neto stanje međunarodnih ulaganja (NIIP), državni dug, privatni dug, nezaposlenost i rast realnih cijena stambenih nekretnina.

Stanje tekućeg računa stabilno je i pokazuje mali suficit, dok je NIIP i dalje izrazito negativan te se očekuje da će tempo prilagodbe ostati vrlo spor. Pri neznatnoj aprecijaciji realne efektivne tečajne stope cjenovna konkurentnost u 2017. blago se smanjila. Rast nominalnih jediničnih troškova rada blago se povećao, dok je rast produktivnosti u 2017. bio negativan. Ipak, ta su kretanja općenito u skladu s onima koja se bilježe kod trgovinskih partnera te je došlo do rasta udjela na izvoznom tržištu. U tijeku je proces privatnog razduživanja, a kreditni rast i dalje je slab. Državni dug i dalje je vrlo visok, ali se očekuje da će postupno padati. Banke su znatno ojačale svoje bilance i neto dohodak, ali su slabosti i dalje prisutne s obzirom na to da su razine loših kredita i dalje visoke, unatoč smanjenju koje je zabilježeno u posljednje vrijeme. Cijene stambenih nekretnina i dalje snažno rastu, ali nakon razdoblja podcijenjenosti i u uvjetima uglavnom stabilne razine hipotekarnih kredita. Tržište rada iskoristilo je pozitivan gospodarski ciklus te je posljednjih godina ostvarilo sveobuhvatno poboljšanje i nezaposlenost je znatno pala.

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s neravnotežama varijabli stanja, posebno neto vanjske obveze, javni i privatni dug, slabosti bankarskog sektora i nizak rast produktivnosti. Stoga Komisija smatra, među ostalim i zbog neravnoteže utvrđene u ožujku 2018., da bi bilo dobro detaljnije ispitati postojanost neravnoteža ili njihovo postupno uklanjanje.

Grafikon A22: NIIP, privatni dug i državni dug



Izvor: Eurostat

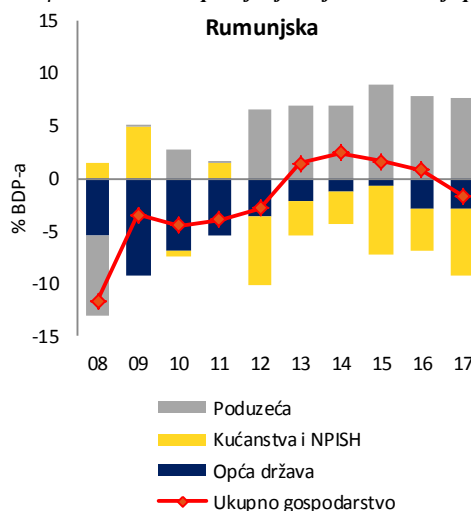
Rumunjska: U prethodnom ciklusu PMN-a u Rumunjskoj *nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže*. U ažuriranoj tablici rezultata jedan pokazatelj prelazi indikativni prag, i to neto stanje međunarodnih ulaganja (NIIP).

Deficit tekućeg računa nastavio se pogoršavati u 2017. zbog ubrzanog rasta uvoza, prije svega robe široke potrošnje. Unatoč povećanju deficita tekućeg računa, negativni NIIP, koji se najvećim dijelom sastoji od izravnih stranih ulaganja, dodatno se poboljšao zahvaljujući snažnom rastu nominalnog BDP-a. Izvoz je u 2017. nastavio bilježiti dobre rezultate i Rumunjska je dodatno povećala svoje udjele na izvoznom tržištu. Međutim, jedinični troškovi rada znatno su porasli u 2017. zbog povećanog rasta plaća, osobito u javnom sektoru. Iako su izvozni rezultati Rumunjske zasada dobri, iskustva iz prošlosti ukazuju na to da bi se rast plaća u javnom sektoru mogao preliti i na privatni sektor, što bi u budućnosti moglo dovesti do gubitaka troškovne konkurentnosti. Rast realnih cijena stambenih nekretnina neznatno se smanjio u 2017. te je ostao umjeren. Bankarski sektor i dalje je dobro kapitaliziran i likvidan. Rast kredita privatnom sektoru blago se ubrzao, ali je i dalje ograničen. Stopa nezaposlenosti dodatno se smanjila u 2017. kao odraz sve napetijeg tržišta rada, dok se stopa aktivnosti malo poboljšala. S obzirom na snažan rast nominalnog BDP-a, udjeli privatnog i javnog duga u BDP-u smanjili su se te su i dalje relativno niski. Međutim, očekuje se da će smjer fiskalne politike ostati ekspanzivan u srednjem roku unatoč povoljnim gospodarskim uvjetima te bi mogao imati negativan učinak na javni dug i dinamiku tekućeg računa. I pogoršanje trgovinskog deficita i ubrzavanje jediničnih troškova rada povezani su s nepromijenjenom procikličkom politikom vlade, koja stimulira već ionako snažan gospodarski rast učestalim smanjenjima poreza i povećanjima plaća u javnom sektoru. Osim toga, česte i nepredvidive zakonodavne promjene pridonose nesigurnosti poslovnog okruženja, što ima negativne posljedice za poslovne odluke i ulaganja i može utjecati na privlačnost zemlje za strana ulaganja.

Ekonomsko tumačenje upućuje na to da su se slabosti povećale, posebno u pogledu vanjske pozicije i konkurentnosti. Ukupno gledano, Komisija smatra da bi bilo dobro dodatno ispitati predmetne rizike u okviru detaljnog preispitivanja kako bi se utvrdilo jesu li neravnoteže prisutne.

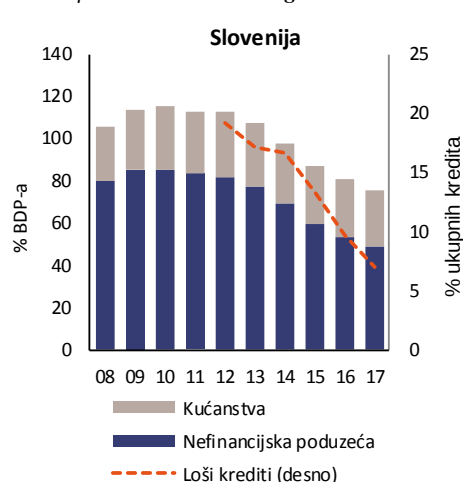
Slovenija: U ožujku 2018. Komisija je zaključila da u Sloveniji *više nisu prisutne makroekonomske neravnoteže*. U ažuriranoj tablici rezultata državni dug i rast realnih cijena stambenih nekretnina prelaze indikativni prag. Znatno suficit tekućeg računa dodatno se povećao u 2017. zbog snažnog rasta izvoza. Negativni NIIP znatno se poboljšao i više ne prelazi prag. Udjeli na izvoznom tržištu povećali su se uz ograničen rast jediničnih troškova rada i deprecijaciju realne efektivne tečajne stope. Privatni dug

Grafikon A23: *Neto pozajmljivanje/zaduživanje po sektoru*



Izvor: službe Komisije

Grafikon A24: *Privatni dug i loši krediti*



Izvori: Eurostat i ESB

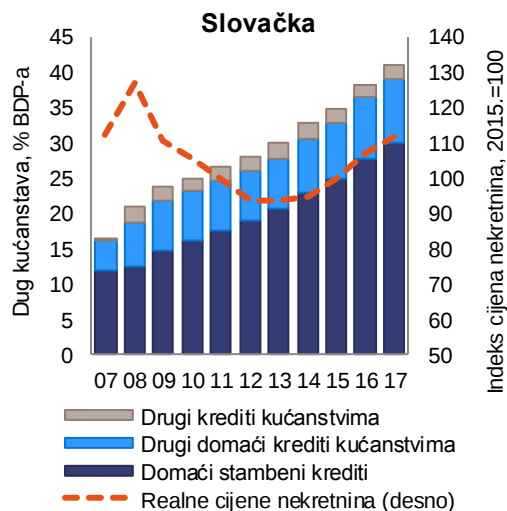
dodatno se smanjio velikim dijelom zahvaljujući korporativnom sektoru, dok je dotok kredita u privatni sektor dobio pozitivan predznak. Stanje ulaganja znatno se poboljšalo, ali je i dalje ispod povijesnog prosjeka. Rast cijena stambenih nekretnina bio je nešto brži nego u prethodnim godinama, dok su ulaganja u stambene nekretnine stabilna, a rast hipotekarnih kredita ograničen. Državni dug i dalje je visok, ali se smanjio nakon najveće vrijednosti zabilježene 2015. Predviđeni troškovi povezani sa starenjem i dalje predstavljaju rizik za srednjoročnu i dugoročnu fiskalnu održivost. Bankarski se sektor stabilizirao i njegova zaduženost se smanjuje dok relativno visok udio loših kredita i dalje slijedi silazni trend te se očekuje njegovo dodatno smanjenje. Stanje na tržištu rada dodatno se poboljšalo, uz povećanje stope aktivnosti i smanjenje stope nezaposlenosti. I rast produktivnosti rada ponešto se ubrzao u 2017.

Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se uglavnom problemi povezani s dugoročnom fiskalnom održivosti. Stoga Komisija u ovoj fazi smatra da nije potrebno provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.

Slovačka: U prethodnom ciklusu PMN-a u Slovačkoj nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže. U ažuriranoj tablici rezultata neto stanje međunarodnih ulaganja (NIIP) i ukupne obveze financijskog sektora prelaze indikativni prag.

Deficit tekućeg računa dodatno se povećao u 2017., ali je, ukupno gledano, i dalje umjeren. NIIP je znatno negativan unatoč određenim poboljšanjima koja su zabilježena u posljednje vrijeme, ali su rizici ograničeni jer se veliki dio inozemnih obveza odnosi na izravna strana ulaganja, osobito u automobilske industriji, koja je u ekspanziji, te u financijskom sektoru. Udjeli na izvoznom tržištu i realna efektivna tečajna stopa uglavnom su stabilni. Rast nominalnih jediničnih troškova rada povećao se potaknut snažnim rastom plaća u kontekstu sve napetijeg tržišta rada. Cijene stambenih nekretnina i dalje bilježe snažan rast, ali je on u 2017. ipak bio nešto sporiji nego u 2016., pa je stopa rasta dosegla graničnu vrijednost unutar praga. Krediti privatnog sektora malo su se usporili, dok se udio privatnog duga u BDP-u stalno povećavao. Bankarski sektor, koji je uglavnom u stranom vlasništvu, dobro je kapitaliziran. Daljnja smanjenja ukupne i dugotrajne nezaposlenosti popraćena su povećanjima stope sudjelovanja na tržištu rada.

Grafikon A25: **Dug kućanstava i indeks cijena nekretnina**



Izvori: Eurostat i ESB

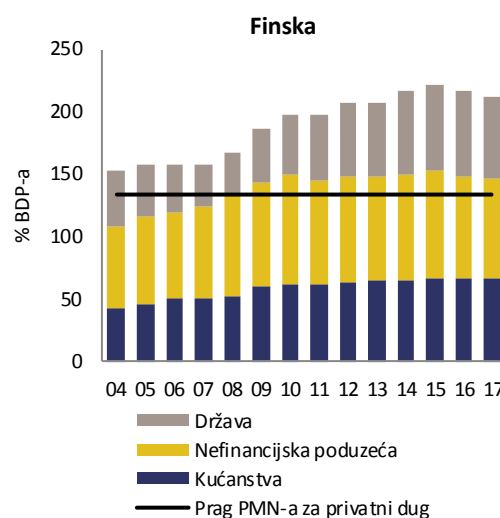
Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s vanjskim aspektima, tržištem stambenih nekretnina i kreditnim rastom, premda se rizik zasada čini ograničenim. Stoga Komisija u ovoj fazi neće provoditi daljnje detaljno preispitivanje u okviru PMN-a.

Finska: U prethodnom ciklusu PMN-a u Finskoj *nisu utvrđene makroekonomske neravnoteže*. U ažuriranoj tablici rezultata više pokazatelja prelazi indikativni prag, i to razina duga privatnog sektora i državnog duga.

Saldo tekućeg računa u 2017. ostao je blago negativan nakon višegodišnjeg deficita, dok je neto stanje međunarodnih ulaganja blago pozitivno. Udjeli na izvoznom tržištu oporavljaju se drugu godinu zaredom, a pokazatelji troškovne konkurentnosti poboljšali su se u uvjetima smanjenja jediničnih troškova rada i deprecijacije realne efektivne tečajne stope. Očekuje se da će u 2018. i 2019. rast izvoza i dalje biti brži od rasta uvoza. Međutim, očekuje se da će se pokazatelji troškovne konkurentnosti stabilizirati dok pozitivni učinak Pakta o konkurentnosti djelomično slabi. Udjeli javnog i privatnog duga u BDP-u dodatno su se smanjili u 2017. kao odraz snažnog oporavka outputa. Međutim, povoljni uvjeti kreditiranja, niske kamatne stope i poboljšani gospodarski izgledi ubrzali su rast privatnih kredita, što bi u budućnosti moglo ograničiti razduživanje, dok je privatni dug i dalje na visokoj razini. Dug kućanstava visok je, a stopa štednje kućanstava rekordno je niska. Financijski sektor i dalje je dobro kapitaliziran, što ograničava rizike za finansijsku stabilnost, dok relativno stabilne cijene stambenih nekretnina upućuju na smanjeni rizik za dug sektora kućanstava. Udio javnog duga se smanjuje kao odraz poboljšanog okruženja gospodarskog rasta. Zaposlenost i dalje raste, a nezaposlenost pada kao posljedica povećane gospodarske aktivnosti

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

Grafikon A26: **Dug po sektorima gospodarstva**

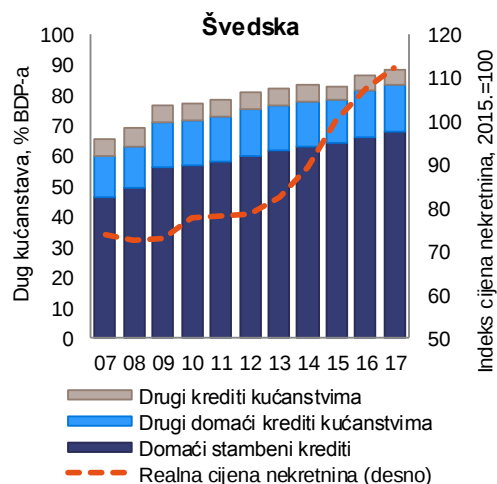


Izvor: Eurostat

Švedska: U ožujku 2018. Komisija je utvrdila *neravnoteže* u Švedskoj, posebno u pogledu precijenjenih stambenih nekretnina u kombinaciji s kontinuiranim rastom duga kućanstava. U ažuriranoj tablici rezultata dug privatnog sektora prelazi indikativni prag.

Suficit tekućeg računa i dalje je umjeren te se u 2017. smanjio. NIIP je blago pao i sada je blizu ravnoteže. Gubici udjela na izvoznom tržištu bili su umjereniji i taj

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



Izvori: Eurostat i ESB

je pokazatelj sada malo ispod praga. Rast jediničnih troškova rada ograničen je i zabilježena je deprecijacija realne efektivne tečajne stope. Dug kućanstava visok je i kontinuirano raste od 2008., uključujući i 2017. To povećanje povezano je s rastom cijena stambenih nekretnina, što upućuje na rizike za makroekonomsku stabilnost. U jesen 2017. cijene stambenih nekretnina su pale, ali su ukupno gledano i dalje vrlo visoke. Rast cijena stambenih nekretnina i zaduženosti kućanstava potaknuti su povoljnim poreznim tretmanom kupnje vlastite stambene nekretnine, niskim kamatnim stopama na hipoteku i posebnim aspektima tržišta hipotekarnih kredita. Čini se da su rizici u bankarskom sustavu ograničeni s obzirom na to da su kvaliteta imovine i profitabilnost i dalje visoki, a financijsko stanje kućanstava općenito dobro. Tržište rada sve je napetije i nezaposlenost i dalje pada.

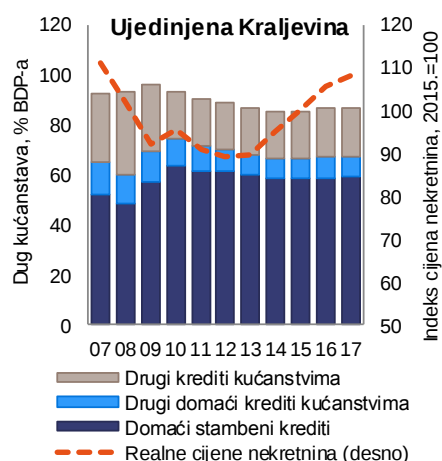
Ukupno gledano, pri ekonomskom tumačenju ističu se problemi povezani s velikim privatnim dugom i sektorom stambenih nekretnina. Stoga Komisija smatra, među ostalim i zbog neravnoteže utvrđene u ožujku 2018., da bi bilo korisno detaljnije ispitati postojanost neravnoteža ili njihovo postupno uklanjanje.

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

Stanje na tekućem računu u 2017. se blago popravilo, potaknuto prije svega poboljšanjem salda primarnog dohotka, ali i dalje je prisutan znatan deficit i s time povezane znatne potrebe za vanjskim financiranjem. Deprecijacijom funte podržano je neto stanje međunarodnih ulaganja, koje je blago negativno, te poboljšana cjenovna konkurentnost u kontekstu umjerenog rasta jediničnih cijena rada. Međutim, učinci slabije funte na neto trgovinsku razmjenu zasada su razočaravajući. Nakon nekoliko godina postupnog razduživanja trend smanjenja udjela duga privatnog sektora u BDP-u je zaustavljen. Posebno je i dalje visok dug kućanstava te i dalje zahtijeva pomno praćenje. Rast realnih cijena stambenih nekretnina usporio se i troškovi stanovanja su se stabilizirali, ali na visokoj razini. Državni dug je visok i uglavnom stabilan. Snažan rast zaposlenosti i dalje je bio praćen niskom nezaposlenošću, koja i dalje pada, ali je produktivnost rada i dalje slaba.

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

Grafikon A28: Dug kućanstava i indeks cijena nekretnina



Izvori: Eurostat i ESB

Tablica 1.1: Tablica PMN-a 2017.

Godina 2017.	Vanjske neravnoteže i konkurentnost					Unutarnje neravnoteže						Pokazatelji zaposlenosti ¹		
	Saldo tekućeg računa - % BDP-a (3-godišnji prosjek)	Neto stanje međunarodnih ulaganja (% BDP-a)	Realni efektivni tečaj - 42 trgovinska partnera, HICP deflator (3-godišnja promjena u %)	Udio na izvoznom tržištu - % svjetskog izvoza (5-godišnja promjena u %)	Indeks nominalnih jediničnih troškova rada (2010.=100) (3-godišnja promjena u %)	Indeks cijena nekretnina (2015.=100), deflaciran (1-godišnja promjena u %)	Kreditni tok privatnog sektora, konsolidiran (% BDP-a)	Dug privatnog sektora, konsolidiran (% BDP-a)	Bruto dug opće države (% BDP-a)	Stopa nezaposlenosti (3-godišnji prosjek)	Ukupne obveze financijskog sektora, nekonsolid. (1-godišnja promjena u %)	Stopa aktivnosti - % ukupnog stanovništva u dobi 15-64 (3-god. promjena u postotnim bodovima)	Stopa dugotrajne nezaposlenosti - % aktivnog stanovništva u dobi 15-74 (3-god. promjena u postotnim bodovima)	Stopa nezaposlenosti mladih - % of aktivnog stanovništva u dobi 15-24 (3-god. promjena u postotnim bodovima)
Pragovi	-4/6%	-35%	±5% (EP) ±11% (izvan EP-a)	-6%	9% (EP) 12% (izvan EP-a)	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2 boda	0.5 boda	2 boda
BE	-0.3	52.6	0.9	3.9	1.1	1.5p	-1.5	187.0	103.4	7.8b	0.7	0.3b	-0.8b	-3.9b
BG	3.1	-42.8	-3.3	19.4	13.6p	6.2	6.2	100.1	25.6	7.7	1.1	2.3	-3.5	-10.9
CZ	1.0	-26.5	5.4	8.2	5.9	9.1p	4.1	67.4	34.7	4.0	22.9	2.4	-1.7	-8.0
DK	8.1	56.3	-2.1	0.5	3.0	3.2	-1.4	204.0	36.1	6.0	4.1	0.7b	-0.4b	-1.6
DE	8.4	54.0	-2.5	6.5	5.1	2.9	4.9	100.1	63.9	4.2	4.0	0.5	-0.6	-0.9
EE	2.3	-31.4	2.9	2.6	12.4	1.8	3.6	106.4	8.7	6.3	9.7	3.6	-1.4	-2.9
IE	2.9	-149.3	-6.2	64.4	-17.2	9.5p	-7.5	243.6	68.4	8.4	4.3	0.9	-3.6	-9.0
EL	-0.8	-142.5	-2.8	-10.0	-1.0p	-2.2e	-0.8p	116.4p	176.1	23.3	-12.9	0.9	-3.9	-8.8
ES	1.8	-83.8	-2.5	9.8	0.0p	4.5	0.2p	138.8p	98.1	19.6	4.0	-0.3	-5.2	-14.6
FR	-0.6	-20.1	-2.9	2.7	1.3p	1.8	7.0p	148.2p	98.5	10.0	4.3	0.5	-0.3	-1.9
HR	3.6	-62.4	0.0	20.0	-4.3d	2.8	1.2	98.4	77.5	13.5	3.9	0.3	-5.5	-17.7
IT	2.3	-5.3	-3.1	2.0	1.1	-2.0p	2.1	110.5	131.2	11.6	4.3	1.5	-1.2	-8.0
CY	-5.0	-121.5	-6.6	6.9	-2.7p	1.3p	8.7p	316.3p	96.1	13.0	-2.3	-0.4	-3.2	-11.3
LV	0.6	-56.3	1.7	7.8	14.7	5.5	0.3	83.5	40.0	9.4	6.1	2.4	-1.3	-2.6
LT	-0.7	-35.9	2.3	9.7	16.0	5.4	3.7	56.1	39.4	8.0	14.0	2.2	-2.1	-6.0
LU	5.0	47.0	-0.9	25.2	7.1	4.1	-15.5	322.9	23.0	6.1	-1.7	-0.6	0.5	-6.9
HU	4.0	-52.9	0.1	11.3	6.7	3.3	0.9	71.4	73.3	5.4	-8.0	4.2	-2.0	-9.7
MT	8.4	62.6	-2.3	11.2	1.7	4.1p	2.9	120.2	50.9	5.2	4.7	4.4	-1.1	-1.2
NL	8.3	59.7	-1.6	1.2	-0.2p	6.0	3.0p	252.1p	57.0	5.9	2.0p	0.7	-1.0	-3.8
AT	2.1	3.7	0.3	2.3	3.7	3.5	4.3	122.5	78.3	5.7	1.8	1.0	0.3	-0.5
PL	-0.3	-61.2	-3.4	28.4	4.5p	1.7	2.7	76.4	50.6	6.2	6.3	1.7	-2.3	-9.1
PT	0.4	-104.9	-0.7	14.6	3.5p	7.9	1.3p	162.2p	124.8	10.9	1.8	1.5	-3.9	-10.9
RO	-2.2	-47.7	-5.5	37.0	11.9p	4.0	1.7p	50.8p	35.1	5.9	8.1	1.6	-0.8	-5.7
SI	5.7	-32.3	-2.0	18.6	3.4	6.2	0.8	75.6	74.1	7.9	5.1	3.3	-2.2	-9.0
SK	-2.0	-65.6	-1.9	6.7	6.9	4.4	5.9	96.1	50.9	9.8	17.9	1.8	-4.2	-10.8
FI	-0.7	2.4	-2.6	-4.3	-2.5	0.5	8.2	146.4	61.3	8.9	-3.8	1.3	0.2	-0.4
SE	4.0	1.8	-5.4	-4.3	3.7	4.6	13.1	194.4	40.8	7.0	6.8	1.0	-0.2	-5.1
UK	-4.6	-8.6	-10.7	-1.0	5.4	2.4	8.4	169.0	87.4	4.8	-1.6	0.9	-1.1	-4.9

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

¹ Za pokazatelje zaposlenosti vidjeti stranicu 2. Izvješća o mehanizmu upozoravanja 2016. 2) Indeks cijena nekretnina e = izvor NCB za EL. 3) Za nominalne jedinične troškove rada u HR, d: u podacima o zaposlenosti upotrebljava se nacionalni umjesto domaćeg koncepta. 4) Stopa nezaposlenosti, stopa aktivnosti, stopa dugotrajne nezaposlenosti i stopa nezaposlenosti mladih: BE: revizija metodologije istraživanja; IE: uvođenje novog istraživanja o radnoj snazi kojim se zamjenjuje tromjesečno nacionalno istraživanje o kućanstvima kao izvor podataka; DK: poboljšanje prikupljanja podataka, uvođenje računalno potpomognutog internetskog anketiranja.

Tablica 2.1: Pomoćni pokazatelji, 2017.

Godina 2017.	Realni BDP (1-godišnja promjena u %)	Bruto investicije u fiksni kapital (% BDP-a)	Bruto domaći izdaci za istraživanje i razvoj (% BDP-a)	Tekući plus kapitalni račun (neto pozajmljivanje - zaduživanje)	NIP ne uključujući instrumente bez rizika neispunjavanja obveza (% BDP-a)	Izravna strana ulaganja u državi koja podnosi izvješće - tokovi (% BDP-a)	Izravna strana ulaganja u državi koja podnosi izvješće - stanje (% BDP-a)	Neto trgovinska bilanca energetskih proizvoda (% BDP-a)	Realni efektivni tečaj - trgovinski partneri europskog područja (3-god. promjena u %)	Izvozni rezultati vs. razvijena gospodarstva (5-god. promjena u %)	Uvjeti razmjene (5-god. promjena u %)	Količina udjela na izvoznom tržištu (1-god. promjena u %)	Produktivnost rada (1-god. promjena u %)	Bruto loši krediti domaćih i stranih subjekata (% bruto kredita)	Rezultat jediničnih troškova rada u odnosu na europsko područje (10-god. promjena u %)	Indeks cijena nekretnina (2015.=100) - nominalne (3-god. promjena u %)	Stanogradnja (% BDP-a)	Dug kućanstava, konsolidiran (uklj. NPISH, % BDP-a)	Zaduljenost banaka, konsolidirano, domaći i strani subjekti (ukupna imovina/ukupni kapital)
BE	1.7	23.5	:	0.8	45.0	-7.8	199.9	-2.5	2.8	-0.8	1.0	-0.3	0.3	2.7p	1.4	8.2	5.9	60.1	13.2p
BG	3.8	18.5	0.8p	7.7	33.1	3.8	88.4	-4.2	-3.0	14.0	5.7	0.5	2.0p	10.2p	50.9	19.5	2.9	20.4	7.7p
CZ	4.3	24.7	1.8p	2.0	28.8	4.3	78.3	-2.6	5.8	3.3	3.1	1.4	2.7	2.8p	1.0	24.4p	3.9	29.7	12.4p
DK	2.3	20.5	:	8.1	18.6	0.6	54.3	-0.1	-0.5	-4.0	2.9	-0.9	0.7	2.5p	-0.2	17.7	4.6	128.0	16.4p
DE	2.2	20.3	3.0e	7.9	41.5	2.1	42.1	-1.8	0.3	1.7	5.9	-0.7	0.7	1.8p	8.4	16.0	6.1	52.7	14.1p
EE	4.9	24.4	:	4.2	21.5	5.9	95.5	-0.6	2.5	-2.0	4.2	-1.8	2.1	1.9p	22.5	18.1	4.3	39.4	6.8p
IE	7.2	23.5	1.1	-1.1	-259.1	0.3	435.6	-1.2	-2.1	57.0	-0.1	2.5	4.2	9.9p	-39.2	32.8p	2.0	47.7	6.6p
EL	1.5p	12.9p	1.1p	-0.5	-126.4	1.8	17.6	-1.8p	-1.7	-14.1	7.4p	1.5p	0.0p	45.0p	-12.9	-8.3e	0.6p	57.0	8.8p
ES	3.0p	20.5p	:	2.1	-58.1	0.6	58.6	-1.8p	-1.0	4.8	0.8p	-0.1p	0.4p	4.4p	-11.1	15.1	5.2p	61.1	13.5p
FR	2.2p	22.5p	:	-0.5	-33.5	1.9	46.5	-1.7p	-0.5	-1.9	5.0p	-0.8p	1.1p	3.1p	-0.2	2.6	6.2p	58.6	15.2p
HR	2.9	20.1	:	4.5	-17.3	3.6	58.7	-2.9	0.7	14.6	2.5	1.1	0.7d	8.8p	-15.0	1.7	:	34.1	7.4p
IT	1.6	17.6	:	2.7	-3.9	0.5	26.1	-1.9	-0.6	-2.6	7.6	0.4	0.4	11.2p	-0.3	-4.6	4.4	41.3	12.2p
CY	4.2p	20.9p	:	-7.9	-95.1	50.0	1017.8	-4.2p	-3.7	2.1	0.9p	0.7p	0.4p	30.7p	-8.9	1.0p	5.7p	107.5	12.1p
LV	4.6	20.9	0.5p	1.5	-7.6	3.8	59.0	-3.0	0.9	2.9	3.4	0.9	4.7	5.6p	7.7	14.0	1.9	22.2	8.9p
LT	4.1	19.2	0.9	2.1	-7.9	2.4	40.9	-3.0	1.5	4.8	5.9	8.3	4.7	3.2p	8.9	19.0	2.7	22.4	10.7p
LU	1.5	18.9	:	4.5	-3947.3	-264.1	8263.3	-2.8	0.1	19.5	-0.1	-7.2	-1.8	0.7p	14.9	18.0	3.2	65.9	13.2p
HU	4.1	22.2	1.4	4.2	-8.1	-9.3	211.0	-3.8	0.7	6.3	3.3	-0.6	2.1	8.4p	6.3	35.8	2.8	18.8	9.7p
MT	6.7	21.1	0.6	14.3	229.6	27.3	1627.0	-8.9	1.4	6.2	2.7	-1.5	1.4	3.1p	4.8	17.5p	4.8	50.4	13.5p
NL	2.9p	20.5p	:	10.4	-29.5	39.4	615.5	-0.8p	-0.5	-3.3	1.7p	0.0p	0.7p	2.1p	-2.5	17.0	4.4p	104.5p	16.7p
AT	2.6	23.6	3.2p	1.9	-4.1	3.7	66.7	-2.1	2.1	-2.3	1.9	-0.6	0.8	3.5p	5.7	19.9	4.4	50.4	11.6p
PL	4.8	17.7	1.0	1.4	-20.7	2.0	49.7	-2.0	-3.0	22.7	6.1	4.2	3.4p	6.6p	1.7	7.4	2.8	34.9	8.8p
PT	2.8p	16.6p	1.3p	1.4	-60.9	4.6	79.6	-2.1p	0.9	9.5	7.3p	2.5p	-0.5p	13.3p	-8.2	20.6	2.8p	68.9	10.6p
RO	7.3p	22.6p	:	-2.0	-5.8	2.8	44.5	-1.3p	-5.0	30.9	3.6p	4.4p	4.3p	6.6p	32.8	15.6	:	16.1	9.6p
SI	4.9	18.5	:	6.4	-17.7	2.2	37.3	-2.6	-1.4	13.3	3.6	5.4	1.9	9.2p	1.1	12.5	2.1	27.1	8.0p
SK	3.2	21.4	0.9	-1.1	-15.1	6.3	72.4	-3.5	-1.5	1.9	-1.6	0.6	1.0	3.7p	2.0	19.0	2.7	40.6	9.3p
FI	2.8	22.1	2.8	-0.6	6.1	5.8	55.0	-1.6	-1.0	-8.6	5.5	2.2	1.6	1.2p	5.4	2.0	6.4	67.1	18.9p
SE	2.1	25.0	3.3	3.2	-7.0	5.8	4.2	-0.9	-3.9	-8.6	1.2	-2.1	-0.2	1.3p	5.6	30.7	5.7	88.2	16.5p
UK	1.7	17.2	1.7p	-3.8	-5.3	2.5	76.5	-0.6	-6.7	-5.4	5.3	0.4	0.7	1.5p	5.0	18.5	4.0	86.2	15.0p

Oznake: d: definicija se razlikuje; e: procjena; p: privremeno.

1) Službeni rok za dostavu podataka o bruto domaćim izdacima za istraživanje i razvoj za 2017. je 31 listopada 2018., a u obzir su uzeti podaci od 24. listopada 2018. 2) Indeks cijena nekretnina e = izvor NCB za EL. 3) Produktivnost rada za HR d: u podacima o zaposlenosti upotrebljava se nacionalni umjesto domaćeg koncepta.

Izvori: Europska komisija, Eurostat i Glavna uprava za ekonomske i financijske poslove (za realni efektivni tečaj), Europska središnja banka (za bruto loše kredite domaćih i stranih subjekata i konsolidiranu zaduljenost banaka, domaći i strani subjekti), podaci Međunarodnog monetarnog fonda i Svjetski go spodarski izgledi (za svjetski izvoz robe i usluga)

Tablica 2.1 (nastavak): Pomoćni pokazatelji, 2017.

Godina 2017.	Stopa zaposlenosti (1-god. promjena u %)	Stopa aktivnosti - % ukupnog stanovništva u dobi 15-64 (%)	Stopa dugotrajne nezaposlenosti - % ukupnog stanovništva u dobi 15-64 (%)	Stopa nezaposlenost i mladih - % aktivnog stanovništva u dobi od 15-24 (%)	Mladi koji nisu u sustavu obrazovanja, ne rade i ne pohađaju programe osposobljavanja - % ukupnog stanovništva u		Osobe izložene riziku siromaštva ili socijalne isključenosti - % ukupnog stanovništva		Osobe izložene riziku siromaštva nakon socijalnih transfera - % ukupnog stanovništva		Osobe u teškoj materijalnoj oskudici - % ukupnog stanovništva		Osobe koje žive u kućanstvima s jako niskim intenzitetom rada - % ukupnog stanovništva	
					%	3-god. promjena u p. bodovima	%	3-god. promjena u p. bodovima	%	3-god. promjena u p. bodovima	%	3-god. promjena u p. bodovima	%	3-god. promjena u p. bodovima
BE	1.4	68.0b	3.5b	19.3b	9.3b	-2.7b	20.3	-0.9	15.9	0.4	5.1	-0.8	13.5	-1.1
BG	1.8p	71.3	3.4	12.9	15.3	-4.9	38.9	-1.2b	23.4	1.6	30.0	-3.1	11.1	-1.0
CZ	1.6	75.9	1.0	7.9	6.3	-1.8	12.2	-2.6	9.1	-0.6	3.7	-3.0	5.5	-2.1
DK	1.6	78.8b	1.3b	11.0	7.0b	1.2b	17.2	-0.7	12.4	0.3	3.1	-0.1	10.0	-2.2
DE	1.4	78.2	1.6	6.8	6.3	-0.1	19.0	-1.6	16.1	-0.6	3.4	-1.6	8.7	-1.3
EE	2.7	78.8	1.9	12.1	9.4	-2.3	23.4	-2.6b	21.0	-0.8	4.1	-2.1	5.8	-1.8b
IE	2.9	72.7	3.0	14.4	10.9b	-4.4b	:	:	:	:	:	:	:	:
EL	1.5p	68.3	15.6	43.6	15.3	-3.8	34.8	-1.2	20.2	-1.9	21.1	-0.4	15.6	-1.6
ES	2.6p	73.9	7.7	38.6	13.3	-3.8b	26.6	-2.6	21.6	-0.6	5.1	-2.0	12.8	-4.3
FR	1.1p	71.5	4.2	22.3	11.5	0.3b	17.1	-1.4	13.3	0.0	4.1	-0.7	8.1	-1.5
HR	2.2d	66.4	4.6	27.2	15.4	-3.9	26.4	-2.9	20.0	0.6	10.3	-3.6	12.2	-2.5
IT	1.2	65.4	6.5	34.7	20.1	-2.0	28.9	0.6	20.3	0.9	10.1	-1.5	11.8	-0.3
CY	3.9p	73.9	4.5	24.7	16.1	-0.9	25.2	-2.2	15.7	1.3	11.5	-3.8	9.4	-0.3
LV	0.0	77.0	3.3	17.0	10.3	-1.7	28.2	-4.5	22.1	0.9	11.3	-7.9	7.8	-1.8
LT	-0.5	75.9	2.7	13.3	9.1	-0.8	29.6	2.3	22.9	3.8	12.4	-1.2	9.7	0.9
LU	3.4	70.2	2.1	15.4	5.9	-0.4	21.5	2.5	18.7	2.3	1.2	-0.2	6.9	0.8
HU	2.0	71.2	1.7	10.7	11.0	-2.6	25.6	-6.2	13.4	-1.6	14.5	-9.5	6.6	-6.2
MT	5.2	72.2	1.6	11.3	8.6b	-1.7b	19.2	-4.6	16.8	0.9	3.3	-6.9	6.7	-3.1
NL	2.2p	79.7	1.9	8.9	4.0	-1.5	17.0	0.5	13.2	1.6	2.6	-0.6	9.5	-0.7
AT	1.7	76.4	1.8	9.8	6.5	-1.2	18.1	-1.1	14.4	0.3	3.7	-0.3	8.3	-0.8
PL	1.4p	69.6	1.5	14.8	9.5	-2.5	19.5	-5.2	15.0	-2.0	5.9	-4.5	5.7	-1.6
PT	3.3p	74.7	4.5	23.8	9.3	-3.0	23.3	-4.2	18.3	-1.2	6.9	-3.7	8.0	-4.2
RO	2.8p	67.3	2.0	18.3	15.2	-1.8	35.7	-4.6	23.6	-1.5	19.7	-6.2	6.9	-0.3
SI	2.9	74.2	3.1	11.2	6.5	-2.9	17.1	-3.3	13.3	-1.2	4.6	-2.0	6.2	-2.5
SK	2.2	72.1	5.1	18.9	12.1	-0.7	16.3	-2.1	12.4	-0.2	7.0	-2.9	5.4	-1.7
FI	1.2	76.7	2.1	20.1	9.4	-0.8	15.7	-1.6	11.5	-1.3	2.1	-0.7	10.7	0.7
SE	2.3	82.5	1.2	17.8	6.2	-1.0	17.7	-0.5	15.8	0.2	1.1	0.1	8.8	-0.2
UK	1.0	77.6	1.1	12.1	10.3	-1.6	:	:	:	:	4.9p	-2.5p	:	:

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

1) Službeni rok za dostavu podataka o osobama koje su izložene riziku siromaštva i socijalne isključenosti je 30. studenog 2018., a u obzir su uzeti podaci od 24. listopada 2018. 2) Nominalni jedinični troškovi rada i produktivnost rada za HR d: U podacima o zaposlenosti upotrebljava se nacionalni umjesto domaćeg koncepta. 3) Pokazatelji istraživanja o radnoj snazi za IE: uvođenje novog istraživanja o radnoj snazi kojim se zamjenjuje tromjesečno nacionalno istraživanje o kućanstvima kao izvor podataka.

Izvori: Europska komisija, Eurostat