EURÓPSKA
KOMISIA

V Štrasburgu 17. 12. 2019
COM(2019) 651 final

SPRÁVA KOMISIE

EURÓPSKEMU PARLAMENTU, RADE, EURÓPSKEJ CENTRÁLNEJ BANKE A EURÓPSKEMU HOSPODÁRSKEMU A SOCIÁLNEMU VÝBORU

Správa o mechanizme varovania na rok 2020

(pripravené v súlade s článkami 3 a 4 nariadenia (EÚ) č. 1176/2011 o prevencii a náprave makroekonomických nerovnováh)

{SWD(2019) 630 final}

Správa o mechanizme varovania (SMV) je východiskovým bodom ročného cyklu postupu pri makroekonomickej nerovnováhe (MIP), ktorého cieľom je identifikovať a riešiť nerovnováhy, ktoré bránia „riadnemu fungovaniu hospodárstva členského štátu alebo hospodárskej a menovej únie alebo Únie ako celku“ [článok 2 ods. 1 nariadenia (EÚ) č. 1176/2011][1].

Správa o mechanizme varovania je založená na ekonomickom výklade hodnotiacej tabuľky vybraných ukazovateľov, ktorá je doplnená o širší súbor pomocných ukazovateľov, hodnotiacich nástrojov a dodatočných relevantných informácií s cieľom preskúmať potenciálne hospodárske nerovnováhy v členských štátoch, ktoré si vyžadujú politické opatrenia. V rámci správy o mechanizme varovania sa identifikujú členské štáty, pre ktoré sa vyžaduje hĺbkové preskúmanie s cieľom posúdiť, ako sa makroekonomické riziká v členských štátoch akumulujú alebo odstraňujú, a s cieľom rozhodnúť, či existujú nerovnováhy alebo nadmerné nerovnováhy. Komisia, berúc do úvahy diskusie o správe o mechanizme varovania s Európskym parlamentom a v rámci Rady a Euroskupiny, následne vypracuje hĺbkové preskúmania pre príslušné členské štáty. Podľa zavedenej praxe sa hĺbkové preskúmanie v každom prípade pripravuje pre členské štáty, v ktorých boli zistené nerovnováhy v predchádzajúcom kole hĺbkových preskúmaní. Hĺbkové preskúmania sa začlenia do správ o jednotlivých krajinách. Zistenia z hĺbkových preskúmaní sa premietnu do odporúčaní pre jednotlivé krajiny v rámci európskeho semestra pre koordináciu hospodárskych politík.

1. ZHRNUTIE

Touto správou sa začína deviate ročné kolo postupu pri makroekonomickej nerovnováhe (PMN).[2] Cieľom postupu je identifikovať nerovnováhy, ktoré bránia bezproblémovému fungovaniu hospodárstiev členských štátov, hospodárskej a menovej únie alebo Únie ako celku, a podnietiť vhodné politické reakcie. Vykonávanie postupu pri makroekonomickej nerovnováhe je zakotvené v európskom semestri pre koordináciu hospodárskych politík, aby sa zabezpečila konzistentnosť s analýzami a odporúčaniami poskytnutými v rámci iných nástrojov hospodárskeho dohľadu. V ročnej stratégii pre udržateľný rast (ASGS), ktorá sa prijíma súčasne s touto správou, sa hodnotí hospodárska a sociálna situácia v Európe a stanovujú sa všeobecné politické priority pre EÚ.

V tejto správe sú identifikované členské štáty, v prípade ktorých by sa mali vykonať hĺbkové preskúmania s cieľom posúdiť, či vykazujú nerovnováhy, ktoré si vyžadujú opatrenia v príslušných oblastiach politiky.[3] Správa o mechanizme varovania (SMV) je nástrojom kontroly hospodárskych nerovnováh a uverejňuje sa na začiatku každého ročného cyklu koordinácie hospodárskych politík. V správe o mechanizme varovania sa pri analýze využívajú ekonomické závery hodnotiacej tabuľky ukazovateľov s orientačnými prahovými hodnotami spolu so súborom pomocných ukazovateľov. Správa o mechanizme varovania obsahuje v oddiele 2 aj analýzu dôsledkov nerovnováh členských štátov na celú eurozónu a v súvislosti so vzájomnými závislosťami v rámci eurozóny skúma, do akej miery treba k politickým reakciám pristupovať koordinovane.[4] V tejto konkrétnej súvislosti je analýza zahrnutá v tejto správe pripojená

---

1 [V prípade, že Spojené kráľovstvo vystúpi z Únie na základe Dohody o vystúpení Spojeného kráľovstva Veľkej Británie a Severného Írska z Európskej únie a z Európskeho spoločenstva pre atómovú energiu (ďalej len „dohoda o vystúpení“, Ú. v. EÚ C 384 I, 12.11.2019, s. 1), právo Únie sa bude ďalej uplatňovať na Spojené kráľovstvo a v Spojenom kráľovstve počas prechodného obdobia stanoveného v dohode o vystúpení.]

2 K tejto správe je pripojená *štatistická príloha*, ktorá obsahuje bohaté štatistické údaje, ktoré prispeli k informáciám v tejto správe.

3 Pozri článok 5 nariadenia (EÚ) č. 1176/2011.

4 Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi a Martin Schulz v správe „Dobudovanie hospodárskej a menovej únie v Európe“ z 22. júna 2015 navrhli, aby sa rozmeru nerovnováh, ktorý sa vzťahuje na celú eurozónu, venovalo viac pozornosti. Úloha vzájomných závislostí a systémových dôsledkov nerovnováh je uznaná v nariadení (EÚ) č. 1176/2011, v ktorom sa vymedzujú nerovnováhy

k posúdeniu zahrnutom v pracovnom dokumente útvarov Komisie „Analýza hospodárstva eurozóny“, ktorý sprevádza odporúčanie Komisie na odporúčanie Rady týkajúce sa hospodárskej politiky eurozóny.

Analýza uvedená v správe o mechanizme varovania sa vykonáva v kontexte meniaceho sa hospodárskeho výhľadu, keď sa oslabuje hospodárska expanzia a očakávania v oblasti inflácie sa revidovali smerom nadol. V hospodárskej prognóze Európskej komisie z jesene 2019 sa odhaduje rast reálneho HDP na úrovni 1,4 % v EÚ a 1,1 % v eurozóne v roku 2019, čo predstavuje spomalenie v porovnaní s 2 % v EÚ a 1,9 % v eurozóne v roku 2018. V roku 2020 sa predpokladá rast HDP o 1,4 % v EÚ a 1,2 % v eurozóne. Údaje od konca roku 2018 poukazujú na zníženie intenzity, najmä v prípade čistého vývozu a vo výrobe. Toto spomalenie bolo obzvlášť viditeľné vo veľkých členských štátoch eurozóny, ktoré sú viac vystavené obchodu, a to v dôsledku zvýšenej neistoty, ktorá obklopuje prostredie obchodnej politiky[5]. Inflačné očakávania sa výrazne znížili, čo viedlo k opatreniam, ktoré v druhej polovici roka 2019 prijali menové orgány s cieľom čeliť spomaleniu rastu produkcie a cien. Výnosy dlhopisov sa posunuli nadol, najmä pokiaľ ide o dlhšie doby splatnosti. Napriek nedávnemu zníženiu celkovej inflácie a rastu produktivity sa rast miezd od roku 2018 v podmienkach prehrievania trhov práce mierne posilnil.

Existujúce makroekonomické nerovnováhy sa v priaznivých hospodárskych podmienkach postupne zmierňujú. Po rozsiahlom procese znižovania miery zadlženosti po kríze došlo k náprave viacerých nerovnováh v tokoch a neudržateľných trendov (najmä veľkých deficitov bežného účtu, nadmerného rastu objemu úverov, v dôsledku ktorého sa zvýšili ceny nehnuteľností na bývanie, vysokých jednotkových nákladov práce, z ktorých vyplývajú straty nákladovej konkurencieschopnosti). Slabé miesta súvisiace s nerovnováhami stavového charakteru (vysoký súkromný a verejný dlh a vysoký zahraničný dlh) sa začali korigovať neskôr a pomalšie, ale pomery dlhu k HDP začali v posledných rokoch v dôsledku hospodárskej expanzie a obnoveného rastu cien výraznejšie klesať. Zrýchlenie hospodárskej činnosti bolo zároveň v poslednom čase v mnohých členských štátoch sprevádzané zvýšeným rastom jednotkových nákladov práce a cien obytných nehnuteľností.

Meniaci sa výhľad môže znamenať pomalšiu úpravu existujúcich nerovnováh alebo vznik nových rizík v kontexte zužovania priestoru na politické riešenie otrasov. Riziká negatívneho vývoja v rámci hospodárskeho výhľadu sa týkajú najmä obchodného napätia a narušenia globálnych hodnotových reťazcov, prudšieho spomalenia rastu rozvíjajúcich sa trhov, ako sa očakávalo, a stúpajúceho geopolitického napätia.[6] Očakáva sa oslabenie nominálneho rastu, čo znamená, že prostredie na znižovanie dlhu bude menej priaznivé. Výrazné zníženie úrokových sadzieb znamená zníženie nákladov spojených s dlhom, ale prináša aj problémy spojené okrem iného so slabšími podnetmi na znižovanie miery zadlženosti, možným nadmerným riskovaním vyvolaným snahou o zvýšenie výnosu a so zníženou ziskovosťou finančných inštitúcií v súvislosti s nižšími krivkami výnosu[7]. Zužuje sa priestor, ktorý zostáva na menovú politiku zameranú na riešenie politických otrasov, a možnosť tlmenia otrasov pomocou súkromných a verejných úspor sa medzi jednotlivými štátmi EÚ značne líši, pričom ju vo významnom počte členských štátov obmedzujú vysoké miery zadlženosti.

---

s odkazom na „makroekonomický vývoj, ktorý nepriaznivo ovplyvňuje alebo by mohol nepriaznivo ovplyvniť riadne fungovanie hospodárstva členského štátu alebo hospodárskej a menovej únie alebo Únie ako celku“.

5 Index neistoty vo svetovom obchode vykazuje veľký nárast vo veľkých európskych hospodárstvach, ako aj v iných dôležitých hospodárskych oblastiach. https://www.policyuncertainty.com/wui_quarterly.html

6 Pozri aj Medzinárodný menový fond, World Economic Outlook, október 2019. Európska komisia (2019), Európska hospodárska prognóza, jeseň 2019, inštitucionálny dokument 115, november 2019.

7 Pozri aj výročnú hospodársku správu Banky pre medzinárodné zúčtovanie z júna 2019 a správu MMF o globálnej finančnej stabilite z apríla 2019.

Horizontálna analýza predložená v správe o mechanizme varovania vedie k niekoľkým záverom:

- **Saldá bežného účtu v EÚ sa v roku 2018 posunuli mierne nadol, zatiaľ čo deficitné pozície sú stále výnimkou a naďalej pretrvávajú veľké prebytky.** Až na niekoľko výnimiek krajiny, ktoré predtým zaznamenali vysoké pozície bežného účtu, v súčasnosti vykazujú vo všeobecnosti vyrovnané bežné účty, zatiaľ čo niektoré členské štáty pokračujú vo veľkých a pretrvávajúcich prebytkoch nad úrovňami odôvodnenými fundamentmi. Vo väčšine prípadov narušilo saldá bežného účtu spomalenie obchodu, stabilný domáci dopyt a zvýšenie cien ropy.

- **Čisté medzinárodné investičné pozície sa zlepšujú vyšším tempom, ale vo viacerých členských štátoch pretrvávajú veľké objemy vonkajších záväzkov.** Obozretné pozície bežného účtu a pokračujúci nominálny rast v posledných rokoch podporili zníženie pomeru vonkajších finančných záväzkov k HDP. Čisté medzinárodné investičné pozície čistých dlžníkov sa zlepšili rýchlejšie než predtým, a to aj vďaka účinkom pozitívneho oceňovania, ktoré však nemusia pretrvať. Čisté medzinárodné investičné pozície sú vo viacerých krajinách EÚ naďalej vo veľkej miere negatívne a hrozí, že niektoré z najnovších výsledkov bežného účtu nebudú dostatočné na to, aby sa zabezpečilo zlepšenie týchto pozícií vonkajších stavov primeraným tempom. Veľkí čistí veritelia zároveň v dôsledku veľkých prebytkov bežného účtu zaznamenávajú čoraz pozitívnejšie čisté medzinárodné investičné pozície.

- **Jednotkové náklady práce v mnohých členských štátoch rástli rýchlejším tempom v dôsledku zrýchlenia rastu miezd a zníženia rastu produktivity. V** celej EÚ sa v kontexte prehrievania trhov práce zaznamenal vyšší rast miezd. Zrýchlenie rastu jednotkových nákladov práce sa takisto čoraz viac spája s oslabením rastu produktivity. V niekoľkých prípadoch, najmä v krajinách strednej a východnej Európy a v pobaltských štátoch, predstavuje výrazný rast jednotkových nákladov práce pokračovanie trendu, ktorý sa začal pred niekoľkými rokmi a ktorý súvisí s rastúcim dopytom po pracovnej sile v spojení s nedostatkom zručností a nedostatkom pracovných síl v ekonomikách s podpriemernou úrovňou miezd. V poslednom čase sa rast jednotkových nákladov práce v nižšej miere zvýšil aj v krajinách eurozóny. Rast jednotkových nákladov práce je síce vyšší v krajinách, ktoré sú čistými veriteľmi, než v krajinách, ktoré sú čistými dlžníkmi, no tento rozdiel sa postupne stráca, v dôsledku čoho je vývoj nákladovej konkurencieschopnosti čoraz menej priaznivým pre symetrickejšiu obnovu rovnováhy.

- **Reálny efektívny výmenný kurz (REER) sa posilňuje. V** dôsledku zrýchlenia rastu jednotkových nákladov práce a nominálnych zhodnocovaní sa od roku 2016 vo viacerých krajinách reálny efektívny výmenný kurz posilnil. Toto obdobie nasledovalo po rokoch, keď sa v mnohých členských štátoch EÚ znižovali relatívne náklady a ceny v dôsledku nominálneho oslabenia výmenného kurzu a stlmenia inflácie nákladov a cien v porovnaní s konkurentmi. Sektorové prerozdelenie z neobchodovateľných na obchodovateľné činnosti, ktoré počas niekoľkých rokov po kríze zaznamenali v krajinách, ktoré sú čistými dlžníkmi, sa spomaľuje, smeruje k úplnému zastaveniu alebo naberá opačný smer.

- **Znižovanie miery zadlženosti v súkromnom sektore vo veľkej miere pokračuje v dôsledku rastu nominálneho HDP a tempo znižovania miery zadlženosti v prípade dlhu domácností sa spomalilo.** Čisté úspory v súkromnom sektore sa znížili a klesajúci pomer dlhu k HDP je čoraz viac výsledkom rastu nominálneho HDP. Znižovanie miery zadlženosti sa spomalilo, čo je prejavom zníženia úspor a spomalenia rastu HDP. V čoraz väčšom počte členských štátov rastú najmä pôžičky domácností. Vo väčšine krajín s vysokou mierou zadlženosti síce došlo k zníženiu miery zadlženosti, v niekoľkých vysoko zadlžených krajinách sa však napriek tomu miera súkromnej zadlženosti zvýšila. Verejný dlh vo väčšine členských štátov naďalej klesá, no v niektorých krajinách s vysokým zadlžením k zníženiu nedošlo, alebo bolo takéto zníženie limitované. Výnosy štátnych dlhopisov však v roku 2019 výrazne klesli, a to aj v prípade najviac zadlžených štátnych dlžníkov.

- **Odolnosť bankového sektora EÚ sa zlepšila, ale niektoré výzvy zostávajú.** Miera kapitalizácie prestala rásť a zostala na úrovniach nad regulačnými normami. Po zlepšení v predchádzajúcich rokoch sa takisto stabilizovala návratnosť vlastného kapitálu. V posledných rokoch výrazne klesli podiely nesplácaných úverov a významné poklesy nesplácaných úverov sa v súčasnosti týkajú len krajín s vysokým podielom nesplácaných úverov. V mnohých krajinách EÚ sa však stále vyskytujú problémy, ktoré súvisia s relatívne nízkou kapitalizáciou a ziskovosťou a vysokým podielom nesplácaných úverov. K týmto výzvam sa pridáva meniaci sa výhľad charakterizovaný nízkymi úrokovými sadzbami a oslabovaním hospodárskeho rastu.

- **Ceny obytných nehnuteľností aj v priebehu roka 2018 rýchlo rástli, ale so silnejšími dôkazmi o nadhodnotení dynamika cien oslabila.** Ceny obytných nehnuteľností v roku 2018 naďalej rástli a v čoraz vyššom počte krajín sa ocenenia obytných nehnuteľností od polovice prvého desaťročia 21. storočia presahujú vrcholné hodnoty a sú pravdepodobne nadhodnotené. Najväčší rast cien obytných nehnuteľností bol však zaznamenaný v rôznych krajinách EÚ, ktoré doteraz vykazovali len obmedzené dôkazy o nadhodnotených cenách obytných nehnuteľností. Naopak, v krajinách, kde boli obavy týkajúce sa nadhodnotenia vyššie a kde je dlh domácností vysoký, sa rast cien často spomalil. V niektorých krajinách sú na vzostupe nové hypotekárne úvery, čo by mohlo viesť k ďalšiemu zrýchleniu rastu cien obytných nehnuteľností.

- **Vo všetkých členských štátoch EÚ sa situácia na trhoch práce naďalej zlepšovala a nezamestnanosť klesala.** Nezamestnanosť v celej EÚ ďalej klesla, a to najmä v prípade mladých a dlhodobo nezamestnaných ľudí. Prehrievanie trhu práce sa do istej miery odrazilo v silnejšom raste miezd aj v krajinách eurozóny. No napriek tomu od začiatkov oživenia do roku 2017 rástli reálne mzdy pomalšie ako produktivita práce, pričom k obratu došlo až od roku 2018. Zatiaľ čo rast príjmov z práce vďaka rastu zamestnanosti a miezd prispel k rozmachu domáceho dopytu, existuje len málo dôkazov, že sa zvýšenie miezd premietne do inflácie cien[8].

V súčasnej hospodárskej situácii je naliehavé opätovne vyvážiť deficity a prebytky bežného účtu v eurozóne, čo by prospelo všetkým členským štátom. Predpokladá sa, že prebytok bežného účtu eurozóny v dôsledku spomalenia vývozu klesne, pričom zostane blízko úrovne svojho vrcholu a nad úrovňami, ktoré sú v súlade s ekonomickými fundamentmi. Prebytok eurozóny vzrástol vzhľadom na silné výsledky vývozu a veľké procesy znižovania miery zadlženosti v rôznych odvetviach hospodárstva, a to aj v krajinách s malými až žiadnymi potrebami na znižovanie miery zadlženosti. V poklese v poslednom období sa odzrkadľuje najmä oslabenie svetového obchodu a vyšší deficit energetickej bilancie. V súčasnej hospodárskej situácii je väčší dôvod pokračovať v obnovovaní rovnováhy deficitov a prebytkov bežného účtu v eurozóne s cieľom pomôcť prekonať atmosféru nízkej inflácie a nízkych úrokových sadzieb a znížiť závislosť od zahraničného dopytu. V tejto súvislosti je vo všetkých členských štátoch eurozóny potrebná vhodná kombinácia politík, v ktorej sa zohľadnia vzájomné závislosti a presahy. Zatiaľ čo v mnohých krajinách, ktoré sú čistými dlžníkmi, sa v minulosti napravili veľké deficity bežného účtu, ich pozície bežného účtu sa oslabujú a veľké objemy zahraničného a domáceho dlhu si vyžadujú, aby sa zachovali obozretné saldá bežného účtu a zabezpečilo primerané tempo znižovania dlhu a zároveň uskutočnenie reforiem, ktoré zvyšujú potenciál rastu HDP. V krajinách, ktoré sú čistými veriteľmi, by sa malo využiť okno na financovanie pri nízkych úrokových sadzbách, aby sa ďalej zvyšovali verejné a súkromné investícií. Využitie priaznivej fiškálnej pozície na podporu investícií a iných produktívnych výdavkov v týchto krajinách by zároveň pomohlo znížiť závislosť vyhliadok rastu od zahraničného dopytu a podporilo by obnovu rovnováhy v eurozóne.

[8] Pozri prehľad hlavného najnovšieho vývoja v oblasti zamestnanosti a sociálnej situácie v EÚ uvedený v rámčeku 1.

Ako zdroje potenciálnej nerovnováhy boli vo všeobecnosti tie isté ako v správe o mechanizme varovania na rok 2019, ale zdá sa, že vyhliadky sa v mnohých ohľadoch zhoršujú. Pozície vonkajších stavov sa priaznivých hospodárskych podmienkach zlepšujú rýchlejšie, ale ďalšie zlepšenia sú zatienené oslabovaním salda bežného účtu a nižším rastom nominálneho HDP. Pretrvávajú veľké prebytky bežného účtu, zatiaľ čo vývoj konkurencieschopnosti sa stal menej priaznivým pre obnovu rovnováhy a reálne efektívne zhodnotenia sú čoraz rozšírenejšie. Znižovanie miery zadlženosti v súkromnom sektore prebieha pomalšie, dokonca aj v niektorých prípadoch, keď je dlh už vysoký, a čoraz viac sa spolieha na rast nominálneho HDP. Zhoršujúca sa perspektíva nominálneho rastu vyvoláva otázku, či vo vysoko zadlžených krajinách môže pokračovať znižovanie miery zadlženosti bez toho, aby došlo k zvýšeniu súkromných alebo štátnych úspor alebo k zvýšeniu potenciálu rastu HDP. Po rokoch značného zlepšovania sa situácia finančného sektora stabilizovala, ale v budúcnosti sa môžu objaviť nové výzvy spojené s atmosférou nízkych úrokových sadzieb. Rast cien obytných nehnuteľností je naďalej silný, pričom oceňovanie obytných nehnuteľností dosahuje vrcholné úrovne v čoraz väčšom počte krajín EÚ. Na nadhodnotených trhoch dochádza k spomaleniu, ale obnovenie hypotekárnych úverov v niektorých krajinách môže spôsobiť, že silný rast cien obytných nehnuteľností sa udrží.

Potenciálne zdroje nerovnováh sú kombináciou viacerých typológií. Niekoľko členských štátov sa postihuje viacero navzájom prepojených slabých miest v dôsledku dlhu, ktoré môžu do určitej miery odzrkadľovať podmienky finančného sektora. V niekoľkých členských štátoch sú slabé miesta spojené najmä s veľkým a pretrvávajúcim verejným dlhom v tandeme s nevýraznou produktivitou a konkurencieschopnosťou s vplyvom na rastový potenciál. Pre niektoré členské štáty sú charakteristické vysoké a pretrvávajúce prebytky bežného účtu. V prípade niektorých členských štátov vyvolávajú obavy trendy nákladovej konkurencieschopnosti, ktoré môžu súvisieť so zhoršujúcimi sa pozíciami salda zahraničného obchodu. Napokon, v niekoľkých členských štátoch hlavné výzvy vyplývajú z vývoja cien obytných nehnuteľností, ktoré sú v niektorých prípadoch spojené s veľkým zadlžením domácností.

Nadchádzajúce výzvy si vyžadujú, aby sa dohľad v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe zameral na budúcnosť. Vzhľadom na korekciu väčšiny nerovnováh tokov a postupné znižovanie nerovnováh v stavoch sa dohľad v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe postupne zameriava viac na monitorovanie možných neudržateľných trendov, ktoré by sa mohli vykryštalizovať v strednodobom horizonte. Zároveň je vzhľadom na meniacu sa hospodársku situáciu s rizikami, ktoré vyplývajú najmä z hospodárskeho prostredia mimo eurozóny a EÚ, dôležité posúdiť aj nerovnováhy z hľadiska eurozóny a EÚ.

V prípade niekoľkých členských štátov identifikovaných v správe o mechanizme varovania budú v hĺbkových preskúmaniach zahrnuté podrobnejšie a obsažnejšie analýzy. Podobne ako v posledných ročných cykloch sa hĺbkové preskúmania začlenia do správ o jednotlivých krajinách. Pri vypracúvaní hĺbkových preskúmaní bude Komisia vo svojej analýze vychádzať z bohatého súboru údajov a relevantných informácií a z rámcov posudzovania vypracovaných Komisiou v spolupráci s výbormi a pracovnými skupinami Rady. Analýza zahrnutá v hĺbkových preskúmaniach bude predstavovať základ na zisťovanie nerovnováh alebo nadmerných nerovnováh v členských štátoch a na možné aktualizácie v odporúčaniach pre jednotlivé krajiny.[9] Krajiny, v ktorých sa zistila existencia nerovnováh alebo nadmerných nerovnováh, podliehajú a naďalej budú podliehať osobitnému monitorovaniu s cieľom zabezpečiť nepretržitý dohľad nad politikami vykonávanými v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe.

[9] Článok 6 nariadenia (EÚ) č. 1176/2011.

Hĺbkové preskúmania sa vypracujú pre členské štáty, pri ktorých už boli zistené nerovnováhy alebo nadmerné nerovnováhy. V súlade s ustálenou praxou obozretného postupu sa v hĺbkových preskúmaniach posúdi, či sa existujúce nerovnováhy odstraňujú, či pretrvávajú alebo sa zhoršujú, pričom sa budú sumarizovať vykonávané nápravné politiky. Príprava hĺbkových preskúmaní sa preto plánuje v prípade 13 členských štátov, pri ktorých boli zistené nerovnováhy a nadmerné nerovnováhy podľa hĺbkových preskúmaní z februára 2019.[10] V súčasnosti je identifikovaných desať členských štátov s nerovnováhami (**Bulharsko, Chorvátsko, Francúzsko, Nemecko, Írsko, Holandsko, Portugalsko, Rumunsko, Španielsko**, **a Švédsko**), zatiaľ čo **Cyprus, Grécko a Taliansko** vykazujú nadmerné nerovnováhy.

Na základe analýzy vykonanej v tejto správe o mechanizme varovania Komisia nepovažuje za potrebné vypracovať hĺbkové preskúmania pre ostatné členské štáty. V posúdení správy o mechanizme varovania sa nepoukazuje na významné dodatočné riziká, ktoré by odôvodňovali nové hĺbkové preskúmanie v prípade ktoréhokoľvek z členských štátov, v ktorom neboli zistené nerovnováhy alebo nadmerné nerovnováhy v poslednom ročnom cykle vykonávania postupu pri makroekonomickej nerovnováhe. V tejto správe o mechanizme varovania sa však poukazuje na to, že v **nadchádzajúcich správach o jednotlivých krajinách je potrebné dôkladné monitorovanie** viacerých trendov, ktoré by v prípade pretrvávania mohli spôsobiť makroekonomické riziká. Takéto trendy sa týkajú jednotkových nákladov práce a vplyvu na vonkajšiu konkurencieschopnosť vo viacerých členských štátoch (Česko, Estónsko, Maďarsko, Lotyšsko, Litva a Slovensko) a trhu s obytnými nehnuteľnosťami a dlhu domácností (Rakúsko, Belgicko, Česko, Dánsko, Fínsko, Maďarsko, Luxembursko, Slovensko, Slovinsko a Spojené kráľovstvo)[11].

2. ROZMER MAKROEKONOMICKÝCH NEROVNOVÁH EUROZÓNY

Saldo bežného účtu eurozóny už vrchol dosiahlo, ale ešte vždy vykazuje veľmi vysoké úrovne. Saldo bežného účtu eurozóny sa dostalo zo všeobecne vyváženej predkrízovej pozície na vrcholnú úroveň 3,2 % HDP v roku 2016. Odvtedy sa jeho hodnota mierne znížila a v roku 2018 dosiahla úroveň 3,1 % HDP (graf 1).[12] Prebytok bežného účtu eurozóny je stále najväčší na svete a odhaduje sa, že je nad úrovňou odporúčanou podľa ekonomických fundamentov (približne 1,7 % HDP eurozóny v roku 2018).[13] Odzrkadľuje najmä veľké prebytky zaznamenané v Nemecku a Holandsku, ktorých vonkajšie bilancie

---

10 Pozri Európsky semester na rok 2019: hodnotenie pokroku pri štrukturálnych reformách a pri prevencii a náprave makroekonomických nerovnováh a výsledky hĺbkových preskúmaní podľa nariadenia (EÚ) č. 1176/2011, COM(2019) 150 final, 27.2.2019.

11 Európsky výbor pre systémové riziká (ESRB) vydal v septembri 2019 varovania a odporúčania pre jednotlivé krajiny týkajúce sa strednodobých slabých miest v sektore obytných nehnuteľností pre deväť členských štátov EÚ: Belgicko, Dánsko, Fínsko, Luxembursko, Holandsko a Švédsko a upozornenia pre Česko, Francúzsko a Nemecko. Z bývalej skupiny krajín už boli všetkým štátom doručené varovania ESRB v novembri 2016, a to isté platí aj pre Rakúsko a Spojené kráľovstvo. Nariadenie o postupe pri makroekonomickej nerovnováhe [nariadenie (EÚ) č. 1176/2011] obsahuje výzvu pre Komisiu, aby zohľadnila všetky varovania alebo odporúčania, ktoré ESRB adresuje členským štátom, ktoré sú predmetom hĺbkového preskúmania.

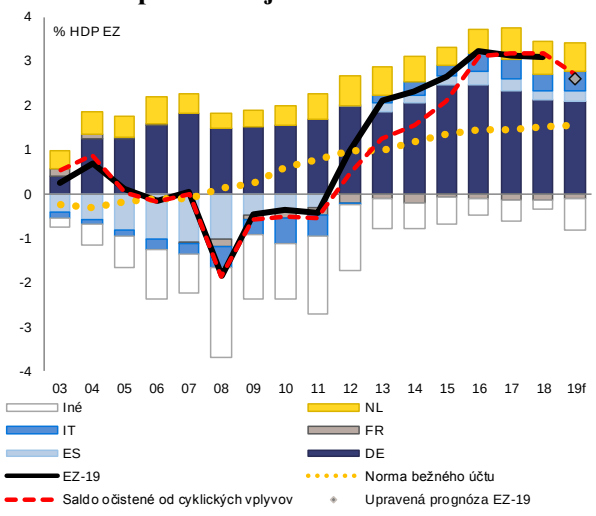
12 Číselné údaje týkajúce sa bežného účtu eurozóny, ktoré sa tu uvádzajú a používajú, odkazujú na „upravené“ saldo bežného účtu eurozóny vo vzťahu k zvyšku sveta (na základe štatistiky platobnej bilancie eurozóny), a vykazujú celkové saldo bežného účtu eurozóny vo výške 3,1 % HDP za rok 2018, sú v súlade so správou členských štátov o bežnom účte (pod takzvaným „pojmom spoločenstva“). Celkové saldá bežného účtu členských štátov však predstavujú až 4 % HDP eurozóny (údaje o platobnej bilancii) a 3,8 % HDP (štatistiky národných účtov) z dôvodu asymetrií v saldách v rámci eurozóny, ktoré vykazujú štatistické úrady jednotlivých členských štátov. Číselné údaje o eurozóne, ktoré boli vykázané zo štatistiky platobnej bilancie a národných účtov, boli revidované v októbri 2019, čo nemalo takmer žiadny vplyv na výklad údajov za rok 2018, ale spôsobilo širšiu úpravu salda bežného účtu eurozóny za roky 2009 – 2015 nadol.

13 V správe MMF o vonkajšom sektore za rok 2019 sa uvádza, že norma bežného účtu eurozóny je približne na úrovni 1,6 % HDP.

zahraničného obchodu v roku 2018 predstavovali spolu 2,8 % HDP eurozóny. Pri nezmenených politických opatreniach sa očakáva, že upravený prebytok bežného účtu eurozóny v roku 2019 klesne podľa prognózy Európskej komisie z jesene 2019 na úroveň 2,7 % HDP a do roku 2020 ďalej klesne na 2,5 % HDP.

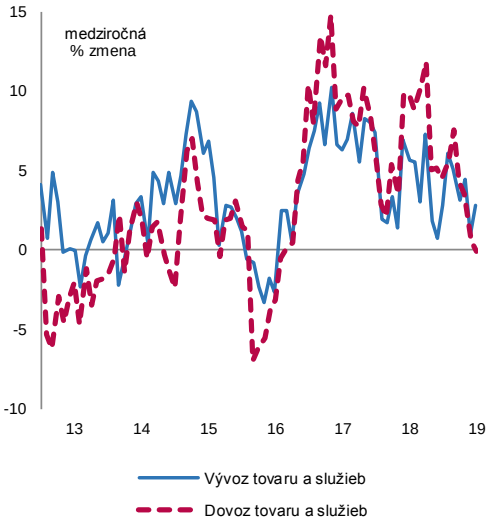
Pokračujúce znižovanie prebytku eurozóny je predovšetkým výsledkom oslabenia obchodnej bilancie. Energetická bilancia je hlavným prispievateľom k zníženiu salda bežného účtu v rokoch 2016 až 2018 v dôsledku rastúcich cien ropy. Energetická bilancia zaznamenala v roku 2017 deficit -1,7 % HDP, ktorý sa v roku 2018 zvýšil na -2,1 % HDP, zatiaľ čo bilancia zvyšného obchodu s tovarom zostalo zhruba stabilné, na úrovni 4,6 % HDP. Základnými príčinami zníženej miery rastu dovozu aj vývozu v eurozóne sú celosvetové spomalenie rastu a obchodu od polovice roku 2018, pretrvávajúca zvýšená neistota prostredia obchodnej politiky a efektívne posilnenie eura v roku 2018. Mesačné údaje poukazujú na pokračujúce ďalšie znižovanie vývozu tovaru a dovozu z a do eurozóny pri obchodovaní s ostatnými krajinami sveta v priebehu roka 2019 (graf 2). Viaceré faktory by mohli prispieť k ďalšiemu zhoršeniu súčasného salda bežného účtu eurozóny vrátane relatívneho oslabenia cyklických podmienok v iných oblastiach svetového hospodárstva, vývoja účinkov obmedzujúcich obchodných politík alebo vyšších cien ropy v dôsledku geopolitického napätia.

Graf 1: Vývoj bežného účtu eurozóny: rozdelenie podľa krajín



Zdroj: Eurostat: Štatistika platobnej bilancie, Európska komisia, hospodárska prognóza z jesene 2019.

Graf 2: Vývoj obchodu eurozóny so zvyškom sveta

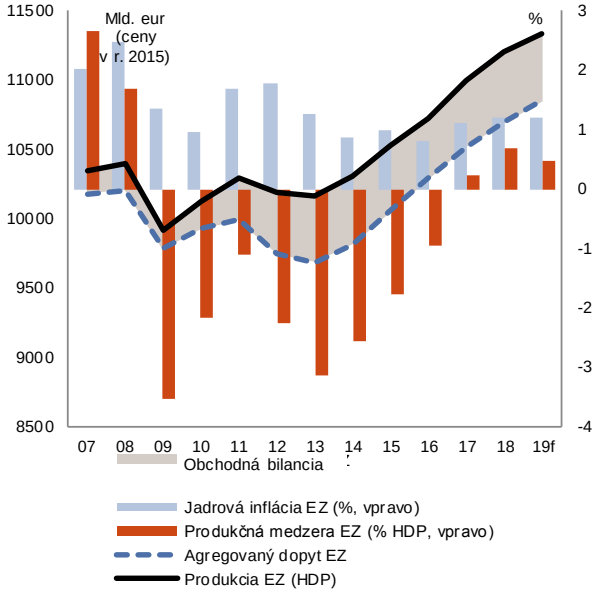


Zdroj: Eurostat: Štatistika zahraničného obchodu
Poznámka: Sezónne upravené údaje, bežné ceny.

Faktory, o ktoré sa opiera nedávne mierne zníženie prebytku bežného účtu eurozóny, sa líšia od faktorov, ktoré stoja za jeho predchádzajúcim zvýšením. Pozícia bežného účtu eurozóny sa po finančnej kríze v roku 2008 presunula do prebytku z dôvodu prudkej nápravy veľkých deficitov po obrátení smeru cezhraničných finančných tokov a ďalej rástla spolu s rozšírením dlhovej krízy do Španielska a Talianska, čo vyústilo do zníženia domáceho dopytu v týchto krajinách. Zároveň došlo k postupnému nárastu veľkého prebytku bežného účtu Nemecka, zatiaľ čo rast domáceho dopytu voči tempu produkcie spomalil a vo všetkých odvetviach hospodárstva sa znižovala miera zadlženosti. Vo všeobecnosti zvýšenie prebytku eurozóny medzi finančnou krízou a rokom 2016 odrážalo najmä rozsiahly proces znižovania miery zadlženosti, ktorý zahŕňal súkromný sektor, ku ktorému sa po zhoršení dlhovej krízy v roku 2011 pripojil aj verejný sektor. Pokles prebytku eurozóny od roku 2017 je spôsobený najmä znížením prebytku v Nemecku a v druhom rade v Taliansku a Španielsku, čiže členských štátoch, ktoré sú porovnateľne veľkými výrobnými vývozcami a závisia od dovozu uhľovodíkovej energie. Nezdá sa, že by nedávna dynamika bežného účtu eurozóny bola spojená

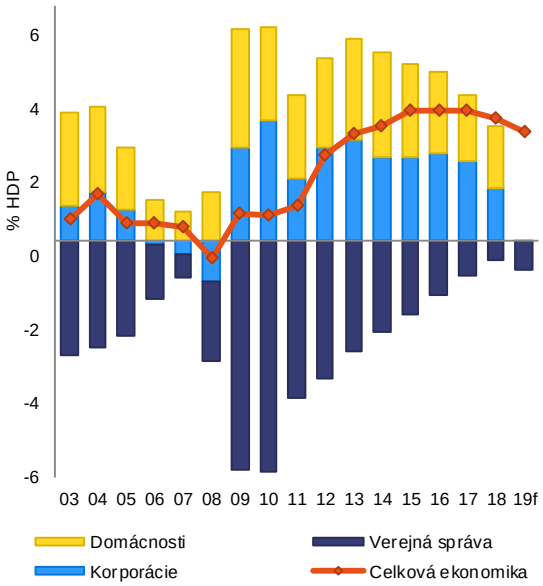
s veľkým procesom obnovy zadlžovania, ale skôr s poklesom čistého vývozu v dôsledku spomalenia svetového obchodu a vyšších nákladov na energiu. Zníženie prebytku eurozóny v rokoch 2017 až 2018 sa odzrkadľuje najmä v poklese čistej úverovej pozície nefinančných korporácií, ktorá od roku 2013 vykazuje kladné hodnoty. Nedávnym zmiernením čistých úspor podnikov sa kompenzovalo zlepšenie čistej úverovej pozície verejného sektora za rovnaké obdobie (graf 4).

Graf 3: Výstup, domáci dopyt, čistý vývoz a jadrová inflácia v eurozóne



Zdroj:: AMECO[14]

Graf 4: Čisté pôžičky poskytnuté/prijaté v eurozóne, podľa sektora



Zdroj: Eurostat

Atmosféra nízkej inflácie a nízkych úrokových sadzieb predstavuje množstvo výziev. Monetárne úrady v eurozóne aj v ďalších významných svetových regiónoch prijali opatrenia na boj proti začínajúcemu spomaleniu produkcie a poklesu očakávaní inflácie v roku 2019, čím sa zvrátil predtým oznámený postup smerom k prísnejším podmienkam. Výnosy dlhopisov sa presunuli do záporných hodnôt, pričom klesajú výnosy najmä v dlhodobom horizonte výnosových kriviek a znižujú sa rozpätia úrokových mier v prípade rizikovejších dlhopisov. Jadrová inflácia zostáva pod cieľovou hodnotou monetárnych úradov; odhaduje sa, že produkčná medzera v eurozóne po dosiahnutí kladných hodnôt v roku 2017 následne klesne po dlhom období utlmeného dopytu a záporných produkčných medzier (graf 3). Pri pohľade ďalej do budúcnosti je zrejmé, že aj keď je v dôsledku zníženého nominálneho rastu proces znižovania miery zadlženosti ťažší, vďaka prostrediu s nízkymi úrokovými sadzbami by sa náklady na dlh znížili. Dlhodobé úrokové sadzby na historicky veľmi nízkej úrovni však so sebou prinášajú aj niekoľko potenciálnych výziev: stimuly na obchádzanie regulačných obmedzení a vyhľadávanie výnosov z riskantných investícií; podhodnotenie úverového rizika a oslabenie stimulov na zníženie vysokého dlhu vyvolaného stlačenými rozpätiami a zníženú ziskovosť v regulovaných finančných inštitúciách, najmä v bankovníctve a poisťovníctve, s ohľadom na ploché výnosové krivky.[15]

Obnovenie rovnováhy v eurozóne je stále neúplné a vývoj konkurencieschopnosti sa stáva pre obnovu rovnováhy v rámci eurozóny menej priaznivým. Aj keď väčšinu veľkých deficitov bežného

14 Treba poznamenať, že zatiaľ čo rozdiel medzi HDP a domácim dopytom by sa mal podľa vymedzenia rovnať obchodnej bilancii, údaje úplne zosúladené nie sú, a to z dôvodu nezrovnalostí medzi jednotlivými výkazmi v rámci eurozóny (pozri poznámku pod čiarou**Error! Bookmark not defined.**).

15 Napr. ECB: Správa o finančnej stabilite z mája 2018 a z mája 2019.

účtu sa podarilo napraviť, vo viacerých krajinách eurozóny pretrvávajú vysoké prebytky. Krajiny, ktoré mali v minulosti vysoké deficity, sa stále vyznačujú veľkými zápornými čistými medzinárodnými investičnými pozíciami a väčšinou sú zároveň vykazujú slabé miesta v podobe veľkých objemov súkromného alebo verejného dlhu. Obnovu rovnováhy po finančnej kríze podporil postup úpravy relatívnych nákladov a cien. Jednotkové náklady práce stúpali rýchlejšie v krajinách, ktoré sú čistými veriteľmi, v porovnaní s krajinami, ktoré sú čistými dlžníkmi, čím sa zvrátil trend spred finančnej krízy. Tento trend pretrváva, ale s rozdielmi, medzi príslušnými skupinami krajín ktoré sa javia ako menej výrazné (graf 5)[16]. Z prehrievania trhov práce aj v krajinách, ktoré sú čistými dlžníkmi, vyplýva zrýchľovanie rastu miezd a ďalší útlmom nákladovej konkurencieschopnosti v dôsledku nižšieho rastu produktivity spojeného so spomalením alebo poklesom pomeru medzi kapitálom a prácou. Úrovne konkurencieschopnosti merané podľa deflátorov HDP, vyjadrené v paritách kúpnej sily voči konkurentom (graf 6), majú voľnú súvislosť s bilanciami zahraničného obchodu a potrebami obnovy rovnováhy.[17] Podiel obchodovateľného tovaru na celkovej pridanej hodnote sa prispôsobil úprave relatívnych cien: po kríze sa jeho podiel v krajinách s pôvodne vysokými deficitmi zvyšoval, tento proces sa však spomaľuje, alebo dochádza k jeho zvráteniu.[18]

V súčasnej hospodárskej situácii je v eurozóne naliehavé obnoviť rovnováhu deficitov a prebytkov bežného účtu, čo by prospelo všetkým členským štátom. V krajinách, ktoré sú čistými dlžníkmi, si znižovanie veľkých objemov zahraničného a domáceho dlhu vyžaduje udržiavanie obozretných sáld bežných účtov a zabezpečenie primeraného tempa znižovania dlhu s cieľom zvýšiť potenciál rastu. Na celkovej úrovni eurozóny, ale najmä v krajinách, ktoré sú čistými dlžníkmi, je potrebné zlepšiť vyhliadky produktivity, najmä prostredníctvom cielených investícií a reforiem podporujúcich celkovú produktivitu faktorov, pretože je to kľúčové pre udržateľnosť objemov zadlženosti a zvýšenie miery, do akej vývoja relatívnej konkurencieschopnosti prispieva k obnove rovnováhy. Naopak, v krajinách, ktoré sú čistými veriteľmi, by ďalší nárast verejných a súkromných investícií zvýšil potenciálny rast, vďaka čomu by boli vyhliadky rastu v týchto krajinách menej závislé od zahraničného dopytu a podporil by sa domáci dopyt, čo by prispelo k obnoveniu rovnováhy v eurozóne. V súčasnej hospodárskej situácii by fiškálne impulzy v krajinách s veľkými prebytkami a priaznivou fiškálnou pozíciou pomohli prekonať atmosféru nízkej inflácie a nízkych úrokových sadzieb a podporili by nominálny rast, čím by sa zlepšili podmienky na zníženie miery zadlženosti a obnovu rovnováhy pozícií čistých dlžníkov.

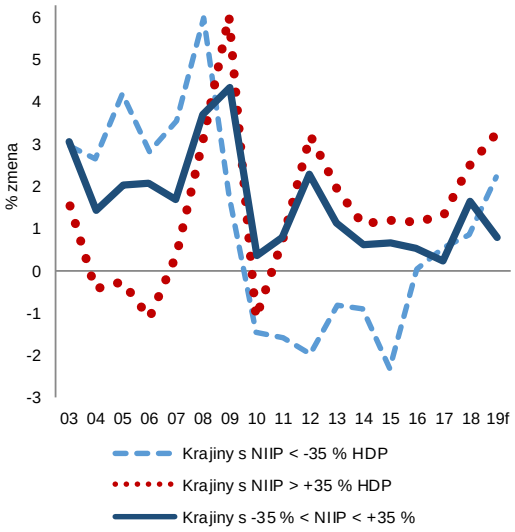
Graf 5: Rast jednotkových nákladov práce v eurozóne

Graf 6: Reálne efektívne výmenné kurzy založené na deflátoroch HDP

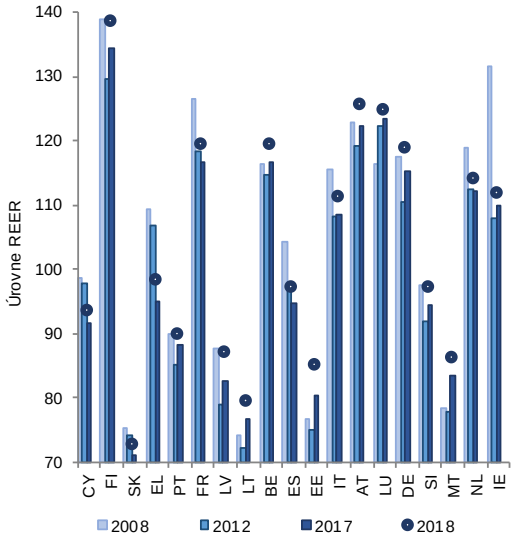
16 V roku 2019 bol francúzsky daňový úver pre zamestnanosť a konkurencieschopnosť (ďalej len „CICE“) nahradený trvalým znížením príspevkov zamestnávateľov na sociálne zabezpečenie v prvom štvrťroku, čo znamená značný pokles nákladov práce vo Francúzsku, ktorý sa prejavil zmenou jednotkových nákladov práce v prípade skupiny krajín so strednou čistou medzinárodnou investičnou pozíciou v grafe 5.

17 Graf 6 znázorňuje poradie krajín podľa bežného účtu.

18 Dôkazy vychádzajú z podielu poľnohospodárstva, výroby a obchodu, dopravy a komunikačných služieb na celkovej pridanej hodnote. Ukazovateľ nezohľadňuje skutočnosť, že služby sú čoraz viac obchodovateľné a predstavujú rastúci podiel na celkovej pridanej hodnote.



Zdroj: AMECO
Poznámka: Krajiny s NIIP > + 35 % HDP sú DE, LU, NL, BE, MT. Krajiny s NIIP v rozpätí 35 % až -35 % HDP sú FI, EE, IT, LT, FR, SI, AT. Zvyšné krajiny patria do skupiny krajín s NIIP < -35 % HDP. Rozdelenie krajín je založené na priemerných hodnotách čistej medzinárodnej investičnej pozície (NIIP) v období rokov 2016 – 2018. Krajiny, ktoré sú čistými veriteľmi, zaznamenali za rovnaké obdobie priemerný prebytok bežného účtu. Údaje sa týkajú priemerných hodnôt vážených HDP pre tri skupiny krajín.



Zdroj: Výpočty útvarov Komisie na základe údajov Eurostatu a MMF.
Poznámka: Reálny efektívny výmenný kurz (REER) na úrovniach sa vypočíta na základe pomeru deflátora HDP k deflátoru HDP konkurencie vyjadreného v parite kúpnej sily (a za predpokladu, že US = 100). Váhy jednotlivých krajín sú rovnaké ako tie, ktoré sa používajú na stanovenie indexov REER (skupina 42 konkurentov).

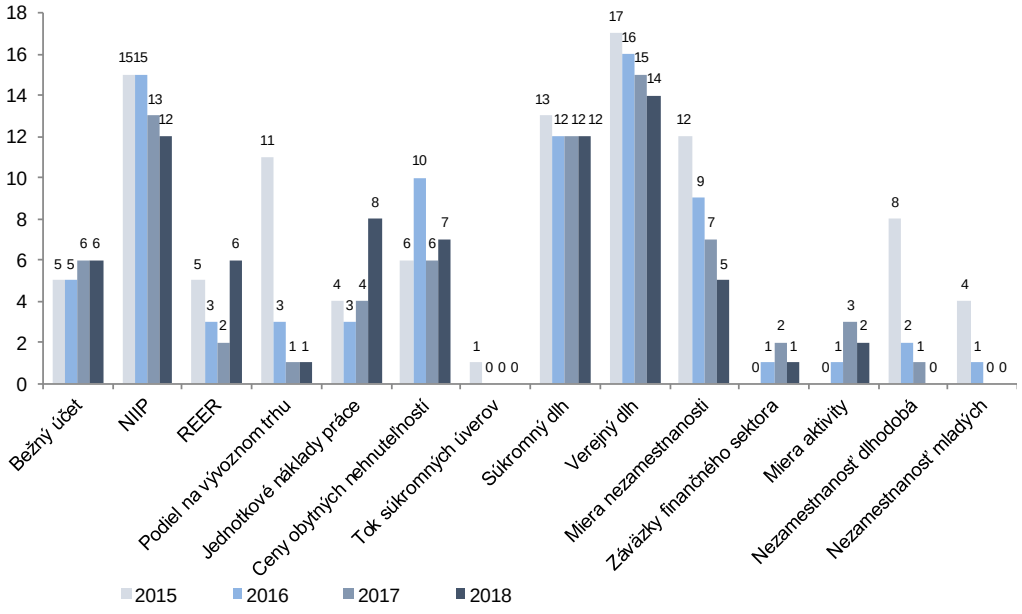
3. NEROVNOVÁHY, RIZIKÁ A ÚPRAVY: NAJDÔLEŽITEJŠÍ VÝVOJ V JEDNOTLIVÝCH KRAJINÁCH

Správa o mechanizme varovania vychádza z ekonomických záverov hodnotiacej tabuľky ukazovateľov pri postupe pri makroekonomickej nerovnováhe, ktorá poskytuje filtrujúci nástroj, pomocou ktorého možno odhaliť dôkazy *prima facie* o možných rizikách a slabých miestach. Hodnotiaca tabuľka obsahuje 14 ukazovateľov a orientačných prahových hodnôt v týchto oblastiach: zahraničné pozície, konkurencieschopnosť, súkromný dlh, trhy s obytnými nehnuteľnosťami, bankový sektor a zamestnanosť. Vychádza zo skutočných kvalitných štatistických údajov, aby bolo možné zabezpečiť stabilitu údajov a konzistentnosť medzi jednotlivými krajinami. V hodnotiacej tabuľke použitej pre túto správu sa preto zohľadňujú údaje do roku 2018. V súlade s nariadením o postupe pri makroekonomickej nerovnováhe [nariadenie (EÚ) č. 1176/2011] sa hodnoty hodnotiacej tabuľky v rámci posúdení zahrnutých v správe o mechanizme varovania neinterpretujú mechanicky, ale namiesto toho sú predmetom ekonomických záverov, ktoré umožňujú hlbšie pochopenie celkového hospodárskeho kontextu a zohľadnenie aspektov špecifických pre jednotlivé krajiny.[19] Závery hodnotiacej tabuľky dopĺňa súbor pomocných ukazovateľov. V posúdení správy o mechanizme varovania sa zohľadňujú aj novšie údaje a ďalšie informácie, poznatky z hodnotiacich rámcov, zistenia uvedené v existujúcich hĺbkových preskúmaniach a príslušných analýzach, ako aj v prognóze Komisie z jesene 2019.

[19] Ďalšie informácie o základných princípoch vypracovania hodnotiacej tabuľky správy o mechanizme varovania a jej interpretácii sú v dokumente Európskej komisie z roku 2016 s názvom „The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium“, European Economy, Institutional Paper 039, november 2016.

Okrem pretrvávajúcich vysokých úrovní verejného dlhu, ktoré sa len postupne upravujú, poukazujú údaje hodnotiacej tabuľky na problémy, ktoré sa môžu objaviť v súvislosti s nákladovou konkurencieschopnosťou a dynamikou cien obytných nehnuteľností. Hodnoty, ktoré presahujú prahové hodnoty v hodnotiacej tabuľke správy o mechanizme varovania, sa aj naďalej najčastejšie vyskytujú v prípade verejného dlhu, čistých medzinárodných investičných pozícií a súkromného dlhu (graf 7).[20] Napriek tomu hospodárska expanzia a zlepšené pozície bežného účtu a fiškálneho salda prispeli k zníženiu čistých zahraničných záväzkov a verejného dlhu ako podielu na HDP, z čoho vyplýva, že príslušné prahové hodnoty hodnotiacej tabuľky prekročí menej členských štátov. Naopak, v prípade súkromného dlhu sa počet štátov nad prahovou hodnotou vzhľadom na uvoľnenie pozícií čistých úspor nezmenil. V niektorých krajinách sa hospodárska expanzia prejavuje rýchlym rastom nákladov práce a cien obytných nehnuteľností. V porovnaní s predchádzajúcimi ročníkmi hodnotiacej tabuľky sa počet členských štátov, u ktorých náklady práce prekročili prahovú hodnotu, viac ako zdvojnásobil a zároveň v dôsledku zhodnotenia viac krajín prekročilo prahové hodnoty reálneho efektívneho výmenného kurzu. Dynamika cien obytných nehnuteľností posledných rokov sa prejavuje na marginálnom zvýšení počtu krajín, ktoré nedávno prekročili príslušnú prahovú hodnotu. Prípady sáld bežného účtu, ktoré prekračujú prahovú hodnotu, sú aj naďalej väčšinou spôsobené prebytkami. Pokračovanie hospodárskej expanzie sprevádzané tvorbou veľkého počtu pracovných miest sa prejavuje v menšom počte krajín EÚ s vysokou nezamestnanosťou a v menšom počte z nich sa týka miery nezamestnanosti mladých, dlhodobej nezamestnanosti a ekonomickej aktivity obyvateľstva.

Graf 7: Počet krajín, ktorých premenné hodnotiacej tabuľky prekračujú prahovú hodnotu



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Počet krajín, ktorých premenné hodnotiacej tabuľky prekračujú prahovú hodnotu, vychádza z hodnotiacej tabuľky uverejnenej spolu s príslušnou ročnou správou o mechanizme varovania. Rozdiely medzi počtom hodnôt nad prahovou hodnotou vypočítaným s použitím najnovších údajov pre premenné hodnotiacej tabuľky a počtom uvedeným v grafe môžu byť spôsobené možnými dodatočnými revíziami údajov.

[20] Podrobné ukazovatele hodnotiacej tabuľky sú spolu s príslušnými orientačnými prahovými hodnotami uvedené v tabuľke 1.1 v prílohe;. pomocné ukazovatele sú uvedené v tabuľke 2.1. Ako je vysvetlené v poznámke ku grafu 9, závery o vývoji údajov hodnotiacej tabuľky vychádzajú z údajov dostupných v čase každej správy o mechanizme varovania. Koncovým dátumom na zohľadnenie údajov v tejto správe o mechanizme varovania bol 25. október 2019.

Pozície bežného účtu vo väčšine členských štátov EÚ v roku 2018 mierne poklesli. Spomalenie obchodu, stabilný domáci dopyt a zvýšenie cien ropy narušili vo väčšine členských štátov saldá bežného účtu. Vo väčšine prípadov zostali saldá bežného účtu nad úrovňami, ktoré sa dalo očakávať na základe ekonomických fundamentov („normy bežného účtu“), a nad úrovňami potrebnými na nápravu vysokých pozícií zahraničných záväzkov (graf 8).[21] Zatiaľ čo zhoršenie pozície bežného účtu, ku ktorému došlo medzi rokmi 2017 a 2018, často prekračuje mieru, ktorá vyplýva len z cyklických faktorov (graf 9), bežné účty očistené od cyklických vplyvov celkovo svedčia o tom, že zahraničné pozície sú pevnejšie ako hlavné číselné údaje, keďže produkčné medzery sú takmer všade pozitívne[22].

- **Deficit bežného účtu pod spodnou prahovou hodnotou hodnotiacej tabuľky PMN zaznamenali len dva členské štáty.** Podľa priemerných údajov hodnotiacej tabuľky za 3 roky zaznamenal Cyprus najvyšší deficit bežného účtu v EÚ, ktorý sa v roku 2018 zlepšil, ale nie až do takej miery, aby zabezpečil dostatočne rýchle zlepšenie čistej medzinárodnej investičnej pozície[23]. Deficit bežného účtu prekročil prahovú hodnotu hodnotiacej tabuľky aj v Spojenom kráľovstve. Rumunsko zaznamenalo len v roku 2018 viditeľný deficit bežného účtu na úrovni -4,6 % HDP, čo je oproti predošlým rokom výrazné zhoršenie; táto hodnota je pod úrovňou normy a značná časť zhoršenia nie je opodstatnená hospodárskym cyklom.

- **Vo viacerých krajinách, ktoré sú veľkými čistými dlžníkmi, sa bežné účty posunuli smerom nadol.** V Grécku, Portugalsku a Španielsku poklesli v roku 2018 výsledky bežného účtu. Deficit bežného účtu Grécka presahuje to, čo možno vysvetliť fundamentmi, a nestačí na nápravu veľmi negatívnej čistej medzinárodnej investičnej pozície smerom k obozretným úrovniam v 10-ročnom horizonte[24]. Najnovšie hodnoty zaznamenané v Portugalsku nedosahujú úroveň potrebnú na nápravu negatívnej medzinárodnej investičnej pozície primeraným tempom. Na druhej strane v Španielsku je vývoj bežného účtu aj naďalej konzistentný so zlepšovaním čistej medzinárodnej investičnej pozície primeraným tempom. Bežný účet Írska sa v roku 2018 výrazne zlepšil, a to najmä vďaka cezhraničným transakciám nadnárodných spoločností.

- **Štyri krajiny EÚ naďalej zaznamenávajú prebytky bežného účtu, ktoré presahujú hornú prahovú hodnotu hodnotiacej tabuľky PMN**. Dánsko, Nemecko, Holandsko ich zaznamenávajú od začiatku tohto desaťročia, Malta sa pripojila neskôr. V Nemecku v roku 2018 klesli prebytky

---

21 Bežné účty v súlade s fundamentmi („normy bežného účtu“) sú odvodené od regresií zníženej formy zachytávajúcich hlavné faktory rovnováhy medzi úsporami a investíciami vrátane základných faktorov, politických faktorov a globálnych finančných podmienok. O opise metodiky na výpočet bežného účtu založeného na fundamentoch použitej v tejto správe o mechanizme varovania pozri L. Coutinho et al. (2018), „Methodologies for the assessment of current account benchmarks“, European Economy, Discussion Paper 86/2018. Táto metodika je podobná metodike vypracovanej v dokumente S. Phillips a kol. (2013), „The External Balance Assessment (EBA) Methodology“, IMF Working Paper, 13/272.

22 V saldách bežného účtu očistených od cyklických vplyvov sa berie do úvahy vplyv cyklu tým, že sa upravuje domáca produkčná medzera, a to aj v prípade obchodných partnerov, pozri M. Salto a A. Turrini (2010), „Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment“, European Economy, Discussion Paper 427/2010.

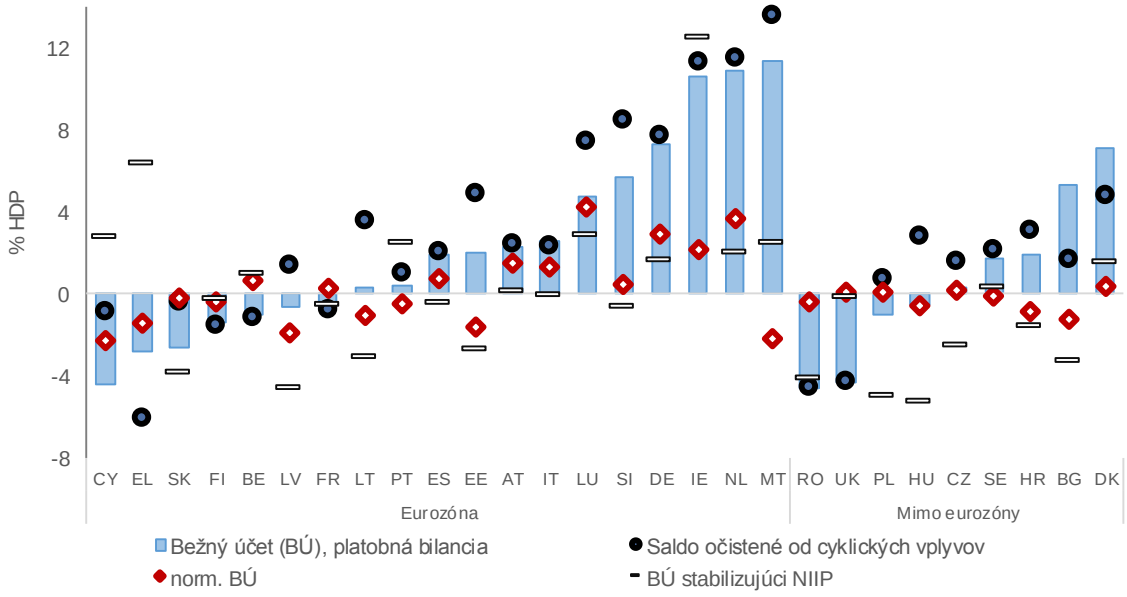
23 Od minuloročnej správy o mechanizme varovania došlo k revízii údajov Cypru o jeho bežnom účte, ktoré teraz na rozdiel od minulého roka poukazujú na deficit bežného účtu v rámci spodnej prahovej hodnoty v troch rokoch do roku 2017.

24 O metodikách obozretných prahových hodnôt čistej medzinárodnej investičnej pozície pre jednotlivé krajiny pozri poznámku pod čiarou č. **Error! Bookmark not defined.**. Rozdiel medzi skutočnými bežnými účtami a tými, ktoré sa požadujú na stabilizáciu čistých medzinárodných investičných pozícií, závisí najmä od príslušného časového rámca. Napríklad bežný účet potrebný na stabilizáciu čistej medzinárodnej investičnej pozície Grécka nad -35 % prahovej hodnoty HDP v hodnotiacej tabuľke v horizonte 20 rokov by predstavoval prebytok na úrovni 1 % HDP; Pozri Európska komisia (2019), „Enhanced Surveillance Report: Greece, November 2019“, European Economy, Institutional Paper 116, november 2019.

o 0,7 percentuálneho bodu HDP, v Dánsku o niečo menej, zatiaľ čo na Malte a v Holandsku ostali prevažne nezmenené. V Holandsku a na Malte bola dynamika bežného účtu takisto stimulovaná cezhraničnými transakciami spojenými s činnosťou nadnárodných spoločností a medzinárodne orientovaných sektorov služieb, ktoré ovplyvňujú obchod aj saldá príjmov.

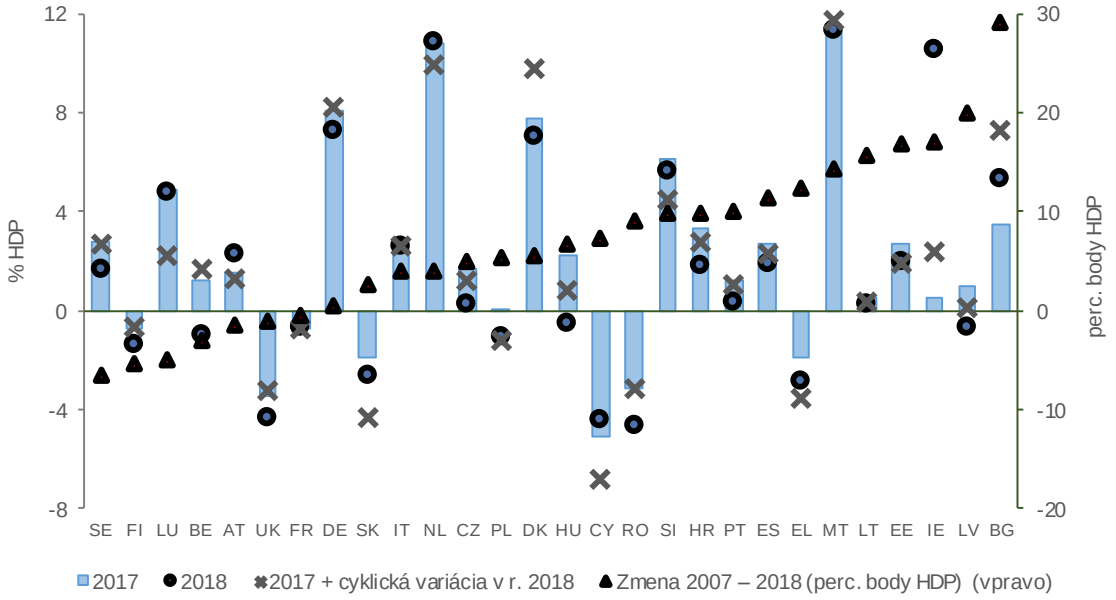
- **Veľké prebytky naďalej prispievajú k veľkým kladným čistým medzinárodným investičným pozíciám.** S výnimkou Malty prebytky bežného účtu, ktoré presiahli prahovú hodnotou hodnotiacej tabuľky, zároveň presahujú úrovne opodstatnené fundamentmi (graf 8). Vo všetkých prípadoch prebytky, ktoré presiahli prahovú hodnotou hodnotiacej tabuľky, zároveň presahujú úrovne, ktoré by umožnili stabilizovať už teraz prevažne čistú medzinárodnú investičnú pozíciu v horizonte desiatich rokov.

Graf 8: Saldá bežného účtu a referenčné hodnoty v roku 2018



Zdroj: Eurostat (údaje BPM6) a výpočty útvarov Komisie.
Poznámka: Krajiny sú zoradené podľa salda bežného účtu v roku 2018. *Saldá bežného účtu očistené od cyklických vplyvov:* pozri poznámku pod čiarou 22. *Normy bežného účtu*: pozri poznámku pod čiarou 21. Referenčná hodnota *bežného účtu stabilizujúceho čistú medzinárodnú investičnú pozíciu* je definovaná ako bežný účet potrebný na stabilizáciu čistej medzinárodnej investičnej pozície na súčasnej úrovni počas nasledujúcich desiatich rokov alebo, ak je súčasná čistá medzinárodná investičná pozícia pod obozretnou prahovou hodnotou pre príslušnú krajinu, je to bežný účet potrebný na dosiahnutie uvedenej obozretnej prahovej hodnoty čistej medzinárodnej investičnej pozície počas nasledujúcich desiatich rokov (pozri poznámku pod čiarou 26).

Graf 9: Vývoj sáld bežných účtov



Zdroj: Eurostat a výpočty útvarov Komisie.
Poznámka: Krajiny sú zoradené vzostupne podľa zmeny v bežného účtu v pomere k HDP v rokoch 2007 a 2018. *Rozdiel spôsobený cyklom* sa vypočíta ako zmena bežného účtu, ktorá nie je spôsobená zmenou salda bežného účtu očisteného od cyklických vplyvov.

V roku 2018 sa čisté medzinárodné investičné pozície vo väčšine členských štátov zlepšovali rýchlejšie, ale vo viacerých z nich pretrvávajú záporné zahraničné záväzky. Vďaka obozretným pozíciám bežného účtu, rastu HDP a veľkým pozitívnym vplyvom ocenenia sa v roku 2018 v niekoľkých krajinách naďalej čisté medzinárodné investičné pozície zlepšovali (grafy 10 a 11). Vo viacerých krajinách EÚ však úrovne čistých medzinárodných investičných pozícií ostávajú záporné. V roku 2018 zaznamenalo horšie čisté medzinárodné investičné pozície, ako je prahová hodnota -35 % HDP, 12 členských štátov, čo je o jeden menej ako v roku 2017. V krajinách s prevažne zápornými čistými medzinárodnými investičnými pozíciami hodnoty nedosahujú úrovne, ktoré by sa dali opodstatniť fundamentmi („normy čistých medzinárodných investičných pozícií"), a v niektorých prípadoch nedosahujú obozretné prahové hodnoty[25]. V niektorých krajinách je objem zahraničných záväzkov veľký, aj keď sa doň nezapočítajú priame zahraničné investície a iné nástroje, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (NENDI)[26].

- Niektoré krajiny eurozóny, ako napríklad Cyprus, Grécko, Írsko a Portugalsko, majú aj naďalej **prevažne záporné čisté medzinárodné investičné pozície** pod úrovňou -100 % HDP. V týchto

[25] Čisté medzinárodné investičné pozície v súlade s fundamentmi („normy čistých medzinárodných investičných pozícií") sa získavajú kumuláciou noriem bežného účtu v priebehu času (pozri aj poznámku pod čiarou č.**Error! Bookmark not defined.**). Obozretné prahové hodnoty čistej medzinárodnej investičnej pozície sa určujú na základe maximalizácie sily signálu pri predpovedaní krízy platobnej bilancie, pričom sa zohľadňujú informácie o jednotlivých krajinách zhrnuté v príjme na obyvateľa. O metodike výpočtu objemov čistej medzinárodnej investičnej pozície v súlade s fundamentmi pozri A. Turrini a S. Zeugner (2019), „Benchmarks for Net International Investment Positions", European Economy Discussion Paper 097/2019.

[26] NENDI je podskupina čistej medzinárodnej investičnej pozície bez nástrojov, z ktorej sú vylúčené zložky týkajúce sa vlastného kapitálu, t. j. vlastný kapitál PZI a kapitálové akcie, a vnútropodnikový cezhraničný dlh PZI. Predstavuje čistú medzinárodnú investičnú pozíciu bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania. Pozri aj Európska komisia, „Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard", technická poznámka; https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

krajinách sú čisté medzinárodné investičné pozície hlboko pod úrovňou referenčných hodnôt, čiže pod úrovňou noriem čistých medzinárodných investičných pozícií, ako aj obozretných prahových hodnôt. Na Cypre a v Írsku sa na úrovniach čistej medzinárodnej investičnej pozície odzrkadľuje význam súvah nadnárodných spoločností a cezhraničných finančných vzťahov medzi korporáciami. Uvedené štyri krajiny spolu so Španielskom vykazujú vo svojich čistých medzinárodných investičných pozíciách výrazný výskyt dlhových záväzkov, čomu nasvedčuje ich veľmi záporná čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (NENDI). V Grécku tvorí čistú medzinárodnú investičnú pozíciu prevažne veľký zahraničný verejný dlh za veľmi výhodných podmienok[27]. Veľká časť čistej medzinárodnej investičnej pozície Cypru súvisí s pozíciami súvah účelovo vytvorených nefinančných subjektov vlastníkov lodí.

- V krajinách s **miernejšie zápornými čistými medzinárodnými investičnými pozíciami**, ktoré sú však stále horšie ako -35 % HDP, majú čisté medzinárodné investičné pozície tendenciu nedosahovať úrovne očakávané na základe fundamentov jednotlivých krajín. Týka sa to Bulharska, Chorvátska, Maďarska, Lotyšska, Poľska, Rumunska a Slovenska. V niekoľkých prípadoch nedosiahli ani úroveň obozretných prahových hodnôt. Keďže však mnohé z týchto krajín strednej a východnej Európy a Pobaltia sú veľkými príjemcami PZI, ich čistá medzinárodná investičná pozícia sa výrazne zlepší, ak sa do nej nezapočítajú nástroje, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (NENDI)[28]. Ďalšie krajiny EÚ vykazujú záporné čisté medzinárodné investičné pozície nad -35 % HDP, ale pod príslušnými normami (Česko, Estónsko, Litva a Slovinsko). Aj v tomto prípade sa výrazne prejavuje objem prichádzajúcich PZI. V tejto skupine vyčnieva Francúzsko, keďže jeho zápornú čistú medzinárodnú investičnú pozíciu tvoria z veľkej časti nástroje, ktoré podliehajú riziku zlyhania.

- Vo väčšine krajín s **veľkými kladnými čistými medzinárodnými investičnými pozíciami** došlo v roku 2018 k ďalšiemu zlepšeniu. Nemecko, Luxembursko, Malta a Holandsko vykazujú kladné čisté medzinárodné investičné pozície na úrovni vyše 60 % HDP, Dánsko sa približuje k úrovni 50 % HDP.[29] Takto sa prejavili niekoľko rokov pretrvávajúce prebytky bežného účtu, ktoré vzhľadom na ostatný svet viedli k akumulácii výrazne kladných pozícií čistých aktív. Na druhej strane Belgicko zaznamenalo v dôsledku nepriaznivých vplyvov ocenenia pokles veľmi kladnej čistej medzinárodnej investičnej pozície. Vo všetkých uvedených prípadoch hodnoty čistej medzinárodnej investičnej pozície zreteľne presahujú príslušné normy, čiže sú vyššie ako tie, ktoré by bolo možné odôvodniť alebo očakávať na základe fundamentov jednotlivých krajín.

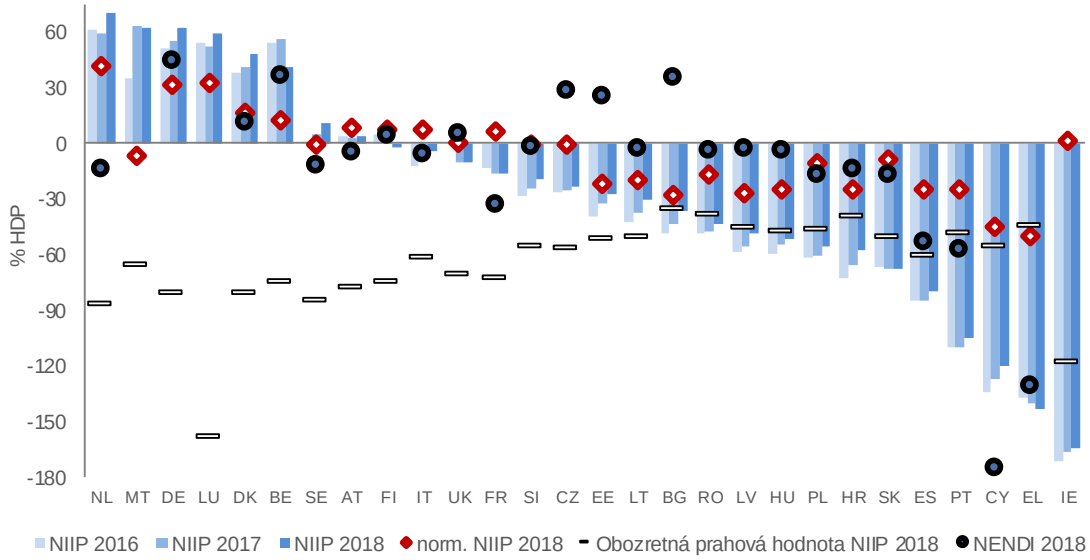
---

27 Pri pohľade na údaje podľa inštitucionálnych sektorov celú veľmi zápornú čistú medzinárodnú investičnú pozíciu Grécka tvorí čistá medzinárodná investičná pozícia štátu, keďže verejný dlh je prevažne v zahraničnom vlastníctve vrátane kľúčových štátnych veriteľov, zatiaľ čo zvyšok hospodárstva, t. j. domácnosti, nefinančné a finančné korporácie vrátane menových finančných inštitúcií vykazujú kladnú čistú medzinárodnú investičnú pozíciu. Na Cypre, v Portugalsku a Španielsku zodpovedá za čistú medzinárodnú investičnú pozíciu hospodárstva prevažne štát, ale aj zvyšok hospodárstva naďalej vykazuje jednoznačne zápornú čistú medzinárodnú investičnú pozíciu.

28 Vývoj bežného účtu je v súlade so stabilitou zahraničnej pozície týchto krajín okrem Rumunska, v ktorom sa očakáva, že ďalšie zhoršenie bežného účtu pravdepodobne zhorší aj čistú medzinárodnú investičnú pozíciu.

29 Relevantnosť čistej medzinárodnej investičnej pozície bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania, sa v rámci tejto skupiny krajín značne líši, keďže odráža aj význam ich finančných centier, ako napríklad v Luxembursku a na Malte, alebo zahraničné dlhové záväzky bánk a ústredí nadnárodných spoločností, ako napríklad v Holandsku.

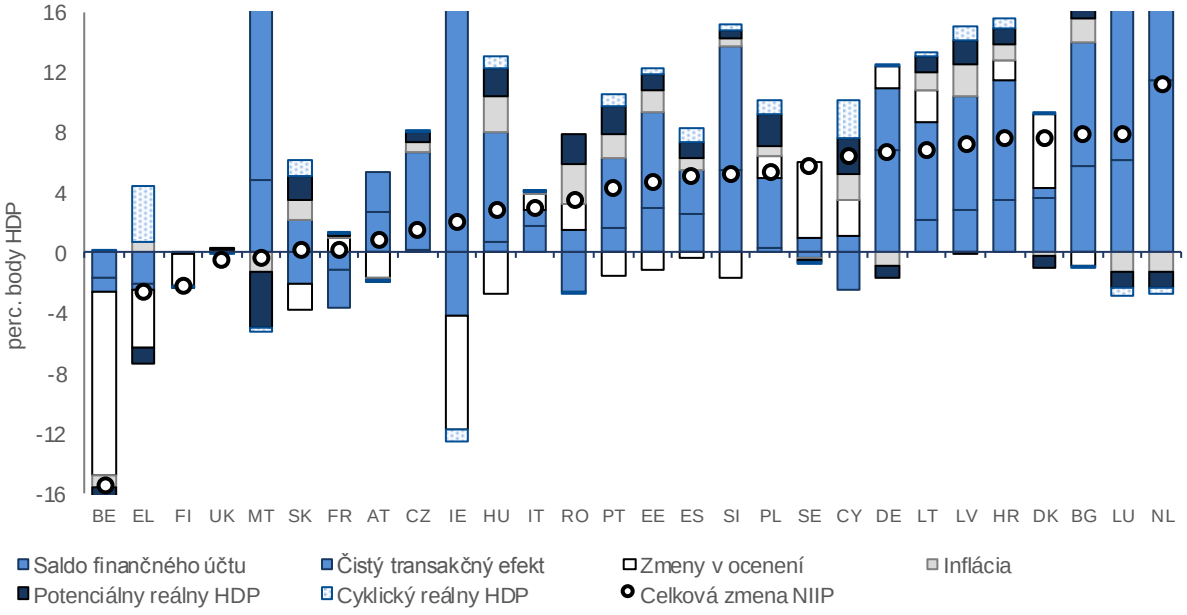
Graf 10: Čisté medzinárodné investičné pozície a referenčné hodnoty v roku 2018



Zdroj: Eurostat (BPM6, ESA10), výpočty útvarov Komisie

Poznámka: V prípade Írska, Luxemburska a Malty sú hodnoty NENDI mimo rozsahu. Krajiny sú uvedené v zostupnom poradí podľa ich pomeru čistej medzinárodnej investičnej pozície k HDP v roku 2018. NENDI je čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania. O pojmoch norma čistej medzinárodnej investičnej pozície a obozretná prahová hodnota čistej medzinárodnej investičnej pozície pozri poznámku pod čiarou č. 26.

Graf 11: Čisté medzinárodné investičné pozície v roku 2018



Zdroj: Eurostat, výpočty útvarov Komisie

Poznámka: Krajiny sú uvedené vo vzostupnom poradí podľa zmeny ich pomeru čistej medzinárodnej investičnej pozície k HDP v roku 2018. Graf obsahuje prehľad vývoja pomeru čistej medzinárodnej investičnej pozície k HDP z roka na rok podľa piatich zložiek: saldo finančného účtu, ktoré by malo byť rovné sume sáld bežného a kapitálového účtu; potenciálny a cyklický rast reálneho HDP; inflácia; a zmeny v ocenení. Cyklická zložka rastu HDP sa vypočíta ako rozdiel medzi skutočným a potenciálnym rastom.

Jednotkové náklady práce (JNP) rastú vo viacerých členských štátoch EÚ rýchlejšie. Hodnotiaca tabuľka ukazuje, že rast JNP prekročil v roku 2018 prahovú hodnotu v 8 krajinách, čo je v porovnaní s predošlými rokmi dvojnásobok. Rast JNP sa začal zrýchľovať okolo roku 2013 najprv v pobaltských ekonomikách, o niečo neskôr v niekoľkých stredoeurópskych a východoeurópskych krajinách a isté príznaky zrýchlenia bolo možné sledovať v celej eurozóne. Podľa prognózy údajov za rok 2019 sa rast JNP do určitej miery zmiernil v tých krajinách, ktoré v posledných rokoch zaznamenali výraznejšie straty v nákladovej konkurencieschopnosti, no zároveň existujú prípady, kde sa zdá, že rast JNP sa ďalej zrýchľuje (graf 12).

- **Členských štátov, v ktorých možno sledovať zrýchľovanie rastu JNP, je čoraz viac.** Zvlášť silný rast JNP zaznamenali v niektorých stredoeurópskych, východoeurópskych a pobaltských krajinách, najmä v Rumunsku, ako aj v Bulharsku, Česku, Estónsku, Maďarsku, Lotyšsku, Litve a na Slovensku. Vo všetkých uvedených krajinách prekročil rast JNP prahovú hodnotu. Hoci v niektorých z nich sa v roku 2019 očakáva isté spomalenie JNP, v Maďarsku a na Slovensku sa budú v tomto roku ďalej zrýchľovať. V krajinách eurozóny, ktoré sú čistými dlžníkmi, ostal rast JNP na pomerne miernych, hoci vyšších úrovniach ako v predošlých rokoch, a to najmä na Cypre, v Grécku a Španielsku. Rast JNP v Portugalsku prekročil priemer eurozóny. tempo rastu JNP sa napokon do istej miery zvýšilo aj v krajinách, ktoré sú veľkými čistými veriteľmi. Spomedzi veľkých ekonomík eurozóny zaznamenalo najväčšie zrýchlenie rastu JNP Nemecko.

- **Príčinou výrazného rastu JNP je najmä obnovený rast miezd na prehriatom trhu práce**. V roku 2018 predstavoval nominálny rast miezd hlavný faktor rastu JNP (graf 13). Od hospodárskeho oživenia sú rast zamestnanosti a pokles miery nezamestnanosti sprevádzané čoraz rýchlejším rastom miezd, ktorý vyjadruje dynamika Phillipsovej krivky. No napriek tomu od začiatkov oživenia do roku 2017 rástli reálne mzdy pomalšie ako produktivita práce, pričom k obratu došlo až od roku 2018. Pokiaľ ide o jednotlivé krajiny, rast JNP má tendenciu posilniť tam, kde je najnižšia nezamestnanosť, pričom najmä v strednej a východnej Európe zohráva rolu aj nedostatok zručností, obmedzená ponuka pracovnej sily a dynamika dobiehania[30]. K zrýchleniu rastu JNP zároveň dochádza súčasne so zlepšovaním trhu práce, pričom krajiny, ktoré v menšej miere zasiahla recesia spojená s dlhovou krízou v eurozóne v roku 2011 a v ktorých začala nezamestnanosť klesať skôr, došlo skôr aj k zrýchleniu rastu JNP.

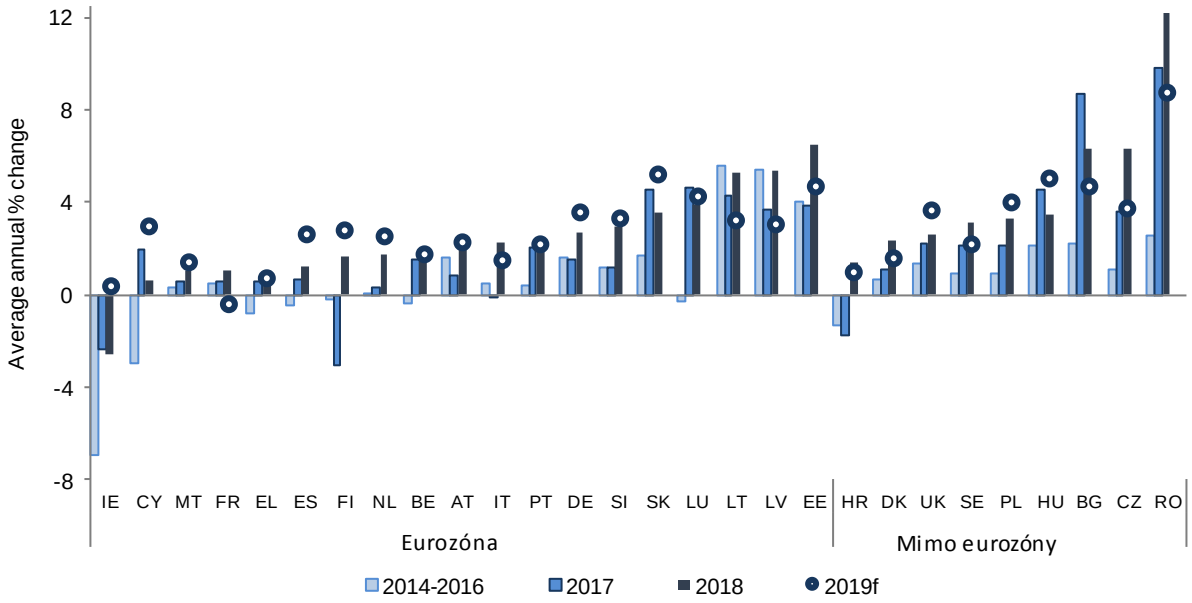
- **Na zrýchľovanie rastu JNP čoraz viac vplýva stagnujúca produktivita práce.** Pokles rastu produktivity práce sa významne podieľal na medziročnom zrýchlení JNP v rokoch 2017 až 2018. Produktivita práce začala vo väčšine krajín EÚ znova rásť súčasne s oživením hospodárstva, ktoré nastalo po výraznom spomalení v rokoch, kedy vrcholila finančná kríza (graf 14). Oživenie produktivity práce bolo spojené najmä s rastom celkovej produktivity faktorov (TFP), zatiaľ čo v porovnaní s predkrízovým obdobím prehlbovanie kapitálu prispelo k rastu produktivity práce v menšej miere. Na prehlbovaní kapitálu sa prejavil pomalý nárast priemerného kapitálu na pracovníka alebo pokles z dôvodu silného rastu zamestnanosti, ako aj nízkej úrovne investícií. V posledných rokoch rástla produktivita práce pomalšie ako pred krízou, a to v dôsledku mierneho rastu TFP, ako aj slabšieho prehĺbenia kapitálu.

- **Model rastu JNP je v čoraz menej prepojený s potrebami obnovenia rovnováhy.** V roku 2018 stúpli JNP vo všetkých krajinách eurozóny, pričom medzi čistými veriteľmi a čistými dlžníkmi boli len malé rozdiely. Došlo tak zmene v porovnaní s pokrízovými rokmi, v ktorých čistí veritelia vykazovali výraznejšie zrýchlenie rastu JNP. Keďže trhy práce sa postupne začali prehrievať aj v krajinách, v ktorých

[30] Napr. G. Brunello a P. Wruuck, „Skill mismatch in Europe: A survey of the literature“, IZA Discussion Paper Series 12346, 2019; A. Kiss a A. Vandeplas, „Measuring skills mismatch. Analytická správa GR EMPL 7/2015, Európska komisia, 2015; Európska komisia (2018), Labour Market and Wage Developments in Europe: Výročné správy za roky 2018 a 2019.

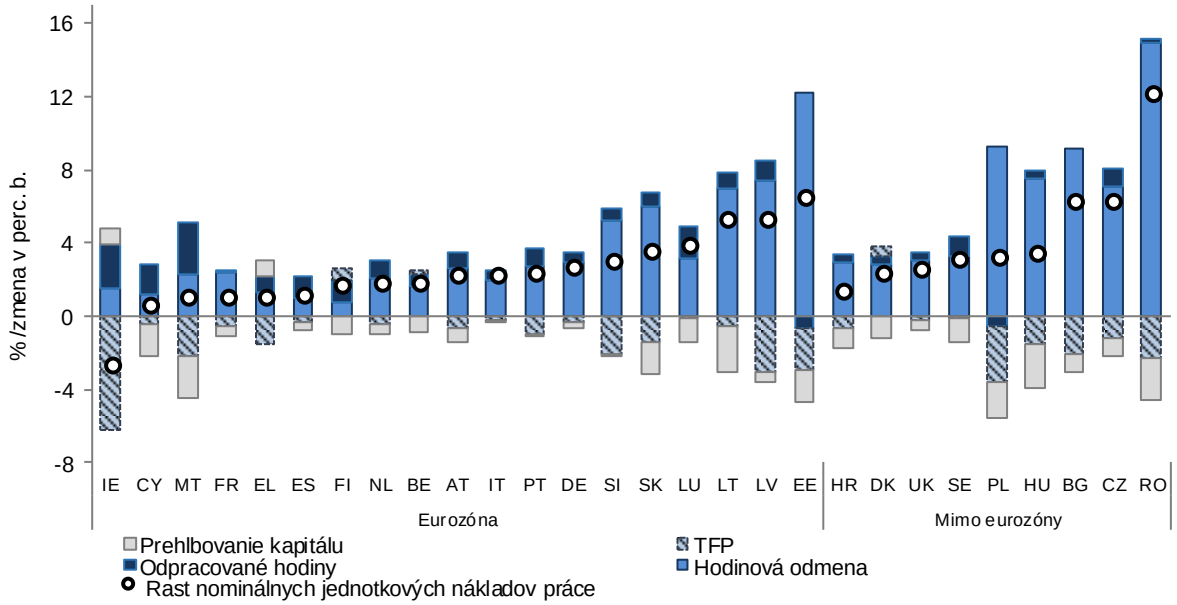
došlo k obratom stavu bežného účtu, náklady na prácu začali rásť aj tam a rozdiel oproti čistým veriteľom sa začal zmenšovať (pozri aj časť 2). Keďže v krajinách, ktoré sú čistými dlžníkmi, je širší priestor na ďalšie prehrievanie trhu práce, v budúcnosti by mohla byť dynamika konkurencieschopnosti čoraz menej priaznivá pre obnovu rovnováhy, pretože v dôsledku oslabenia príspevku z prehlbovania kapitálu dôjde k relatívne silnejšiemu rastu miezd a miernejšiemu rastu produktivity.

Graf 12: Rast jednotkových nákladov práce za posledné roky



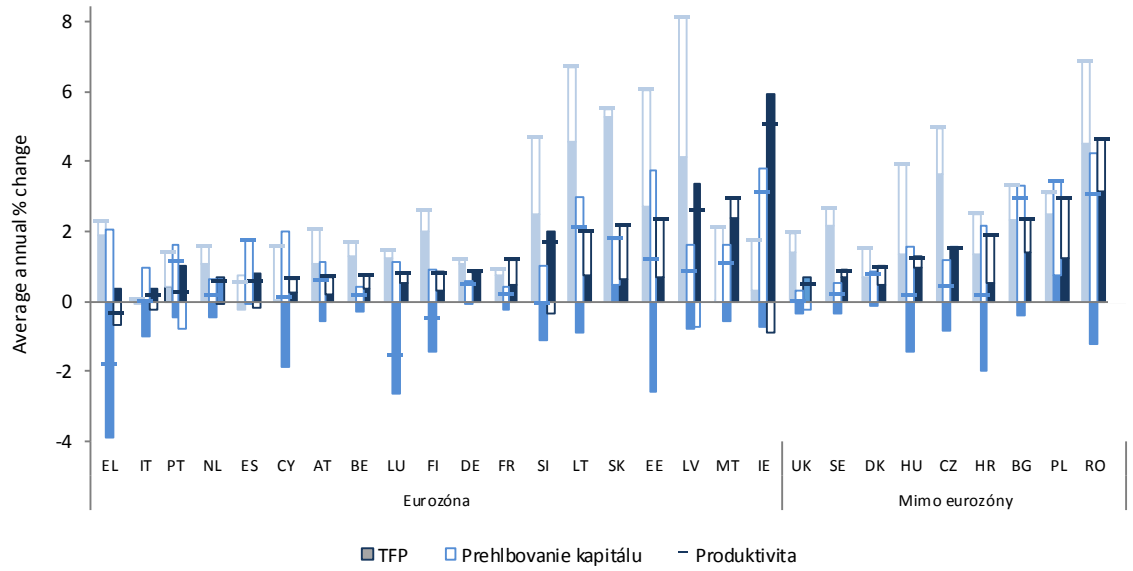
Zdroj: AMECO; údaje za rok 2019 pochádzajú z prognózy Komisie z jesene 2019.
Poznámka: Krajiny sú uvedené vo vzostupnom poradí podľa rastu JNP v roku 2018.

Graf 13: Prehľad rastu jednotkových nákladov práce, 2018



Zdroj: AMECO a výpočty útvarov Komisie
Poznámka: Krajiny sú uvedené vo vzostupnom poradí podľa rastu JNP v roku 2018. Rozčlenenie vychádza zo štandardného členenia rastu jednotkových nákladov práce na nominálnu hodinovú odmenu a produktivitu práce, ktorá je ďalej rozčlenená na príspevok odpracovaných hodín, celkovú produktivitu faktorov a akumuláciu kapitálu s použitím štandardného účtovného rámca rastu.

Graf 14: Prehľad rastu produktivity, 2002 – 2018



Zdroj: AMECO

Poznámka: Produktivita práce meraná na základe HDP na zamestnanú osobu. Údaje o produktivite a jej zložkách [celková produktivita faktorov (TFP) a prehlbovanie kapitálu] sa vzťahujú na tri obdobia v poradí zľava doprava: 2002 – 2007 (svetlomodré čiary a značka), 2007 – 2012 (stredne modrá) a 2012 – 2018 (tmavomodrá).

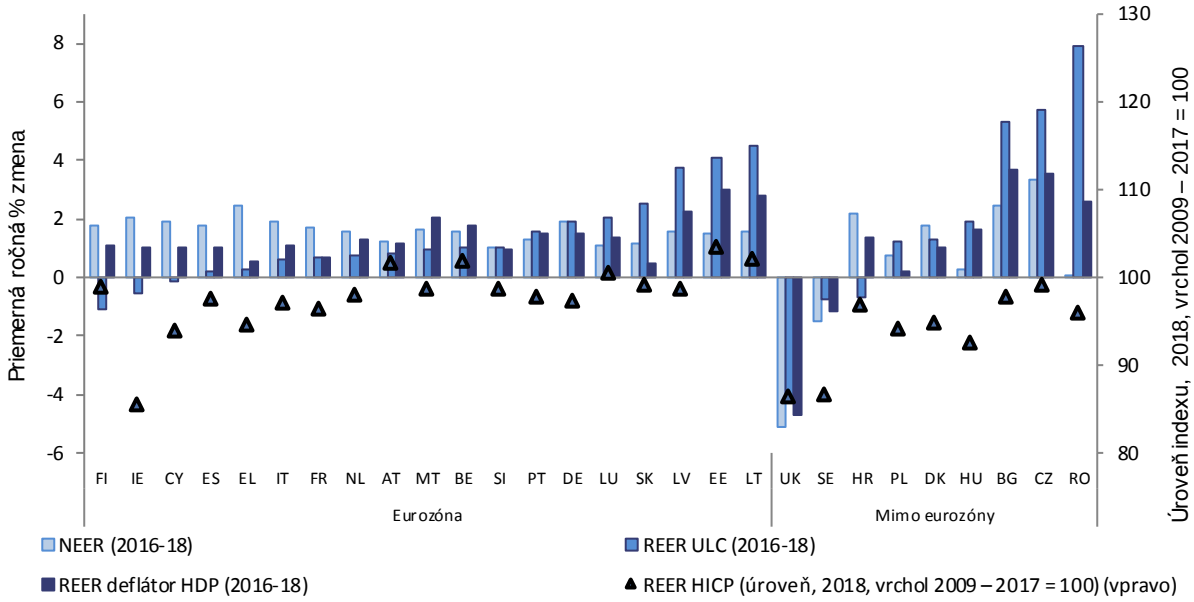
Straty na nákladovej konkurencieschopnosti sa začali premietať aj do opatrení reálneho výmenného kurzu (REER), na ktorých sa čiastočne prejavili nominálne zhodnotenia. Donedávna sa rast JNP prejavoval v zhodnocovaní REER založeného na JNP len okrajovo, čoho hlavným dôvodom bol pomerne silný rast nákladov a cien v partnerských krajinách mimo EÚ a devalvácia eura, ktorá sa uskutočnila približne na prelome desaťročia a v roku 2015. REER založený na JNP začal v poslednom čase vykazovať zhoršenie, ktoré čiastočne zachytili aj opatrenia REER vychádzajúce z rôznych deflátorov (HDP alebo spotreby), pretože v rokoch 2016 až 2018 neustále rástli JNP a posilňovalo euro. To v roku 2018 viedlo k zvýšeniu počtu členských štátov, v prípade ktorých hodnotiaca tabuľka naznačuje rast REER nad úrovňou prahovej hodnoty. V súčasnosti dosiahol len jeden členský štát nižšiu ako dolnú prahovú hodnotu z dôvodu devalvácie (Spojené kráľovstvo), zatiaľ čo ďalších päť štátov prekročilo prahovú hodnotu zhodnotenia (Belgicko, Česko, Estónsko, Nemecko a Litva).

- **Vo väčšine členských štátov REER založený na JNP rastie a v porovnaní s poslednými rokmi sa zrýchľuje**. Niekoľko krajín strednej a východnej Európy vykazuje najsilnejší rast od roku 2016, najmä krajiny mimo eurozóny, no značný rast sa zaznamenal aj vo viacerých krajinách eurozóny, najmä v pobaltských štátoch, ale aj v Nemecku, Luxembursku, Portugalsku a na Slovensku (graf 15).
- **Časť reálneho zhodnotenia zaznamenaného v rokoch 2016 až 2018 tvorili nominálne zhodnotenia, a to najmä eura.** Táto tendencia sa však v roku 2019 zastavila a mierne zvrátila. V období 2016 – 2018 došlo k najsilnejšiemu zhodnoteniu nominálnych efektívnych výmenných kurzov (NEER) mimo eurozóny v Bulharsku a Česku, zatiaľ čo vo Švédsku a v Spojenom kráľovstve sa devalvovali.
- Keďže REER založený na JNP sa vo všeobecnosti zhodnotil viac ako REER založený na deflátore HDP alebo HICP, **mohlo dôjsť k istým zníženiam rozpätia cien a nákladov**. Podstatné rozdiely medzi REER založenými na JNP a deflátoroch HDP sa zistili najmä v Bulharsku, Česku, Lotyšsku,

Litve, Rumunsku a na Slovensku[31]. Napriek utlmeniu dynamiky inflácie spôsobenému nominálnymi zhodnoteniami, **väčšina krajín EÚ zaznamenala stratu konkurencieschopnosti, ktorá sa prejavila na REER založenom na HICP**.

- Napriek týmto nedávnym stratám, je **súčasná pozícia v oblasti konkurencieschopnosti vo väčšine krajín EÚ priaznivejšia ako pred krízou**, keďže úroveň REER založeného na HICP sa často nachádza pod úrovňou zaznamenanou v predchádzajúcich obdobiach vrcholných hodnôt. V niekoľkých krajinách, konkrétne v Rakúsku, Belgicku, Estónsku a Litve, však z dôvodu pretrvávajúcich zhodnotení súčasné hodnoty REER založenom na HICP presahujú prechádzajúce vrcholné hodnoty.
- K skutočným devalváciám došlo vo väčšine prípadov súčasne so znížením relatívnej ceny neobchodovateľného tovaru a so **zvýšením podielu obchodovateľného tovaru v hospodárstve**, čím sa zlepšil potenciál dynamiky rastu založeného na vývoze. Tento vzorec údaje často potvrdzujú, hoci sa zdá, že **sa spomaľuje** alebo dokonca vo viacerých krajinách EÚ, najmä v pobaltských štátoch, dochádza k jeho zvráteniu (graf 16).

Graf 15: Dynamika nominálnych a reálnych efektívnych výmenných kurzov (NEER a REER)

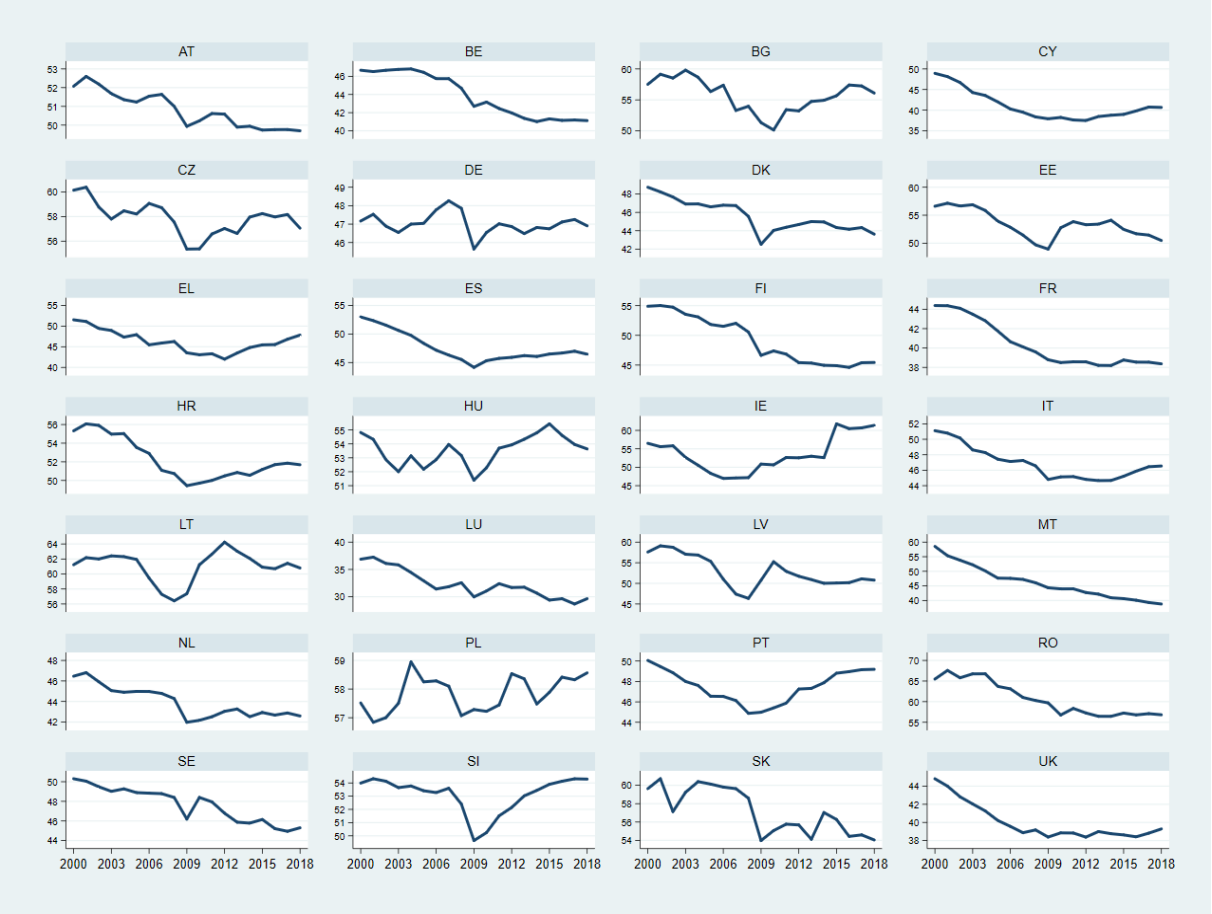


Zdroj: AMECO

Poznámka: Krajiny sú uvedené vo vzostupnom poradí podľa priemernej ročnej zmeny rastu reálneho efektívneho výmenného kurzu (REER) založeného na jednotkových nákladoch práce v rokoch 2016 až 2018. REER založený na JNP a deflátore HDP a nominálny efektívny výmenný kurz (NEER) sa vypočítavajú vo vzťahu k 37 obchodným partnerom, zatiaľ čo REER založený na harmonizovanom indexe spotrebiteľských cien (HICP) sa vypočítava vo vzťahu k 42 obchodným partnerom.

[31] Zatiaľ čo zníženie rozpätí zabraňuje tomu, aby nákladová konkurencieschopnosť ovplyvnila obchodné podmienky, a tak obmedzuje vplyv na obchodné toky v odvetviach vyznačujúcich sa diferenciáciou výrobkov a ich oceňovaním na základe trhovej hodnoty, trvalo znížená ziskovosť by časom znamenala zmenšenie obchodovateľného sektora.

Graf 16: Podiel obchodovateľného tovaru v hospodárstve



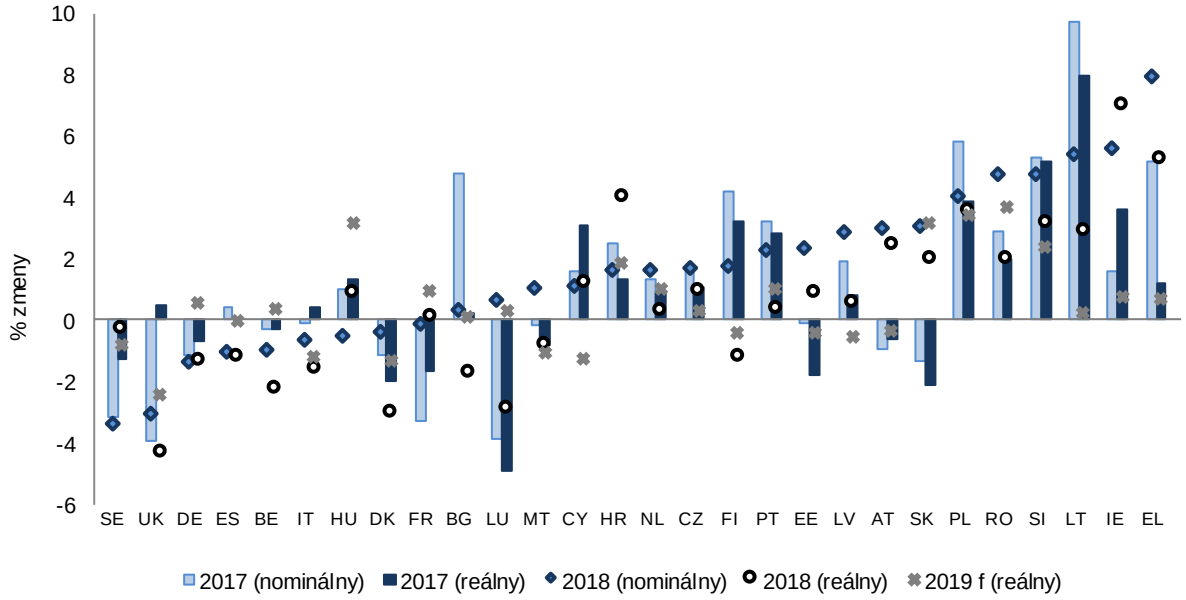
Zdroj: AMECO

Poznámka: Podiel obchodovateľného tovaru v hospodárstve (poľnohospodárstvo, výroba a obchod, doprava a komunikačné služby) sa vypočítava ako podiel pridanej hodnoty obchodovateľného tovaru na celkovej pridanej hodnote hospodárstva (%).

V roku 2018 došlo vo väčšine členských štátov k nárastu podielu na vývoznom trhu. Kumulované zmeny podielov na vývoznom trhu počas 5 rokov uvedené v hodnotiacej tabuľke vykazujú vo väčšine krajín EÚ kladné hodnoty. Straty presahujúce prahovú hodnotu hodnotiacej tabuľky boli zaznamenané len v jednom členskom štáte (Švédsko). Najnovšie údaje na ročnom základe poukazujú na všeobecne pozitívnu mieru rastu podielu na vývoznom trhu (graf 17).

- Nedávny nárast podielu členských štátov EÚ na trhu stále čiastočne súvisí s pomerne vysokým dopytom po vývoze z oblastí, ktoré majú úzke obchodné prepojenie s krajinami EÚ. Istú rolu mohli zohrať aj nedávne oslabenia REER. Trhové podiely krajín EÚ sa v pokrízovom období znížili a s oživením dopytu po vývoze v rámci EÚ sa začali opäť zlepšovať. Nedávne **spomalenie obchodu v mnohých rozvíjajúcich sa ekonomikách** v porovnaní s obchodom v rámci EÚ pravdepodobne povedie k rastu podielu krajín EÚ na vývoznom trhu za posledné roky. Potvrdzuje to aj menší nárast podielov na vývoznom trhu meraný v porovnaní s krajinami OECD (tabuľka 2.1 v prílohe). Z dôvodu posilňovania REER sa zisky na vývoznom trhu javia pri meraní v reálnom vyjadrení miernejšie.
- **V roku 2018 zaznamenali stredoeurópske a východoeurópske členské štáty najväčší nárast podielu na vývoznom trhu, ktorý však bol často sprevádzaný značným spomalením.** Niektorí čistí veritelia vrátane Nemecka zaznamenávajú straty. Spomedzi krajín, ktoré sú čistými dlžníkmi, sa podiel na vývoznom trhu znížil v Španielsku a Bulharsku a spomaľuje v Portugalsku, pričom v Grécku (s najvyšším nárastom zaznamenaným v roku 2018), Rumunsku a na Cypre zaznamenali zlepšenie.

Graf 17: Zmeny podielov na vývoznom trhu



Zdroj: Eurostat, výpočty útvarov Komisie.

Poznámka: Krajiny sú uvedené v zostupnom poradí podľa ročných zmien nominálnych podielov na vývoznom trhu v roku 2018. Nominálne podiely na vývoznom trhu sa vypočítavajú tak, že vývoz krajiny v bežných cenách sa vydelí svetovým vývozom v bežných cenách. Reálny rast podielov na vývoznom trhu sa vypočítava tak, že od miery rastu vývozu danej krajiny v objemoch sa odpočíta miera rastu svetového vývozu v objemoch.

Podľa dostupných referenčných hodnôt zostáva pomer dlhu súkromného sektora vo viacerých členských štátoch na zvýšených úrovniach.

- **Súkromný dlh prekročil v roku 2018 príslušnú prahovú hodnotu hodnotiacej tabuľky v dvanástich členských štátoch, čiže takisto ako v rokoch 2016 a 2017.** Pomer súkromného dlhu prekračuje 200 % HDP v Luxembursku, na Cypre, v Holandsku a v Írsku. Na údaje o dlhu v týchto krajinách vplývajú cezhraničné transakcie v rámci spoločnosti, ktoré sú spojené najmä s činnosťou nadnárodných spoločností a účelovo vytvorených subjektov. V Dánsku a vo Švédsku je pomer súkromného dlhu k HDP na úrovni alebo približne 200 % HDP; v Belgicku, Francúzsku, Portugalsku a Spojenom kráľovstve sa blíži k hodnote 150 % HDP alebo ju presahuje.

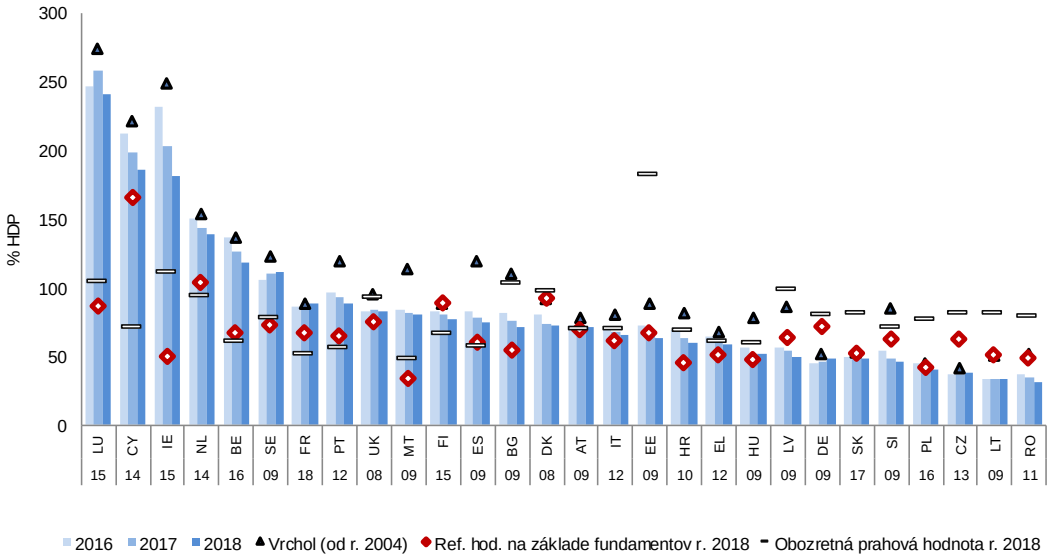
- Na Cypre, vo Francúzsku, v Holandsku, Portugalsku, Španielsku a vo Švédsku prispievajú k vysokému pomeru dlhu súkromného sektora **domácnosti aj nefinančné korporácie** (grafy 18 a 19). V Írsku a Luxembursku sa tvoria veľké objemy súkromného dlhu v dôsledku vysokej zadlženosti **korporácií**; V Dánsku, Fínsku a Spojenom kráľovstve ide skôr o dlh **domácností**.

- **Rozdiely v objemoch súkromného dlhu v jednotlivých krajinách** sa dajú do veľkej miery vysvetliť rozdielmi vo fundamentálnych faktoroch, ktoré odôvodňujú akumuláciu dlhu, vrátane vyhliadok rastu, investícií a finančného vývoja. Pri posudzovaní úrovní dlhu by sa preto mali zohľadniť tieto faktory, ako aj iné prvky ovplyvňujúce riziká, ktoré prináša vysoký dlh pri pohľade do budúcnosti[32]. Na základe

[32] Tieto faktory sa zohľadňujú v referenčných hodnotách pre jednotlivé krajiny, ktoré vypracovala Európska komisia v spolupráci s pracovnou skupinou pre lisabonskú metodiku Výboru pre hospodársku politiku [Európska komisia, „Benchmarks for the assessment of private debt“, správa predložená Výboru pre hospodársku politiku, ARES(2017)4970814] a jej následné aktualizácie. *Referenčné hodnoty založené na fundamentoch* umožňujú posúdiť súkromný dlh z hľadiska hodnôt, ktoré možno vysvetliť na základe ekonomických fundamentov a sú odvodené z regresií zachytávajúcich hlavné faktory rastu úverov

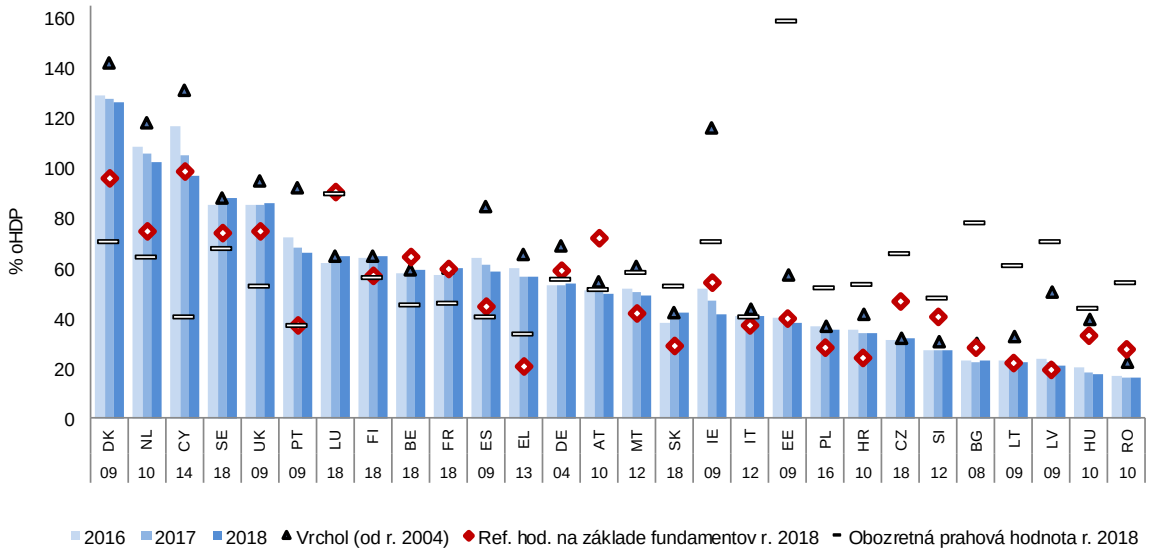
údajov z roku 2018 všetky krajiny so súkromným dlhom nad prahovou hodnotou hodnotiacej tabuľky zároveň presahujú obozretné a na fundamentoch založené referenčné hodnoty pre jednotlivé krajiny.

Graf 18: Dlh nefinančných korporácií



Zdroje: Štvrťročné sektorové účty nekonsolidované Eurostatom, výpočty útvarov Komisie.
Poznámky: Krajiny sú uvedené v zostupnom poradí podľa pomeru dlhu nefinančných korporácií k HDP v roku 2018. Čísla pod kódmi krajín označujú rok, v ktorom pomer dlhu dosiahol vrchol.

Graf 19: Dlh domácností



Zdroje: Štvrťročné sektorové účty nekonsolidované Eurostatom, výpočty útvarov Komisie.
Poznámky: Krajiny sú uvedené v zostupnom poradí podľa pomeru dlhu domácností k HDP v roku 2018. Čísla pod kódmi krajín označujú rok, v ktorom pomer dlhu dosiahol vrchol.

---

s prihliadnutím na počiatočný stav dlhu. *Obozretné prahové hodnoty* predstavujú úrovne dlhu, po prekročení ktorých je relatívne vysoká pravdepodobnosť bankovej krízy; tieto úrovne sú založené na maximalizácii sily signálu pri predpovedaní bankových kríz, a to tým, že sa minimalizuje pravdepodobnosť opomenutia krízy alebo falošných výstrah a že sa do nich premietnu informácie o kapitalizácii bánk, verejnom dlhu a úrovni hospodárskeho rozvoja špecifické pre jednotlivé krajiny.

Znižovanie zadlženosti v súkromnom sektore sa najmä vzhľadom na rast nominálneho HDP spomaľuje a v niektorých prípadoch sa vysoký dlh neznižuje, ale opäť zvyšuje. V posledných rokoch klesol dlh nefinančných korporácií a domácností z ich vrcholov vo vysoko zadlžených krajinách ako Cyprus, Írsko, Portugalsko a Španielsko najmenej o 25 percentuálnych bodov HDP (grafy 18 a 19). Aj Estónsko, Maďarsko, Lotyšsko a Slovinsko zaznamenali výrazný pokles, najmä pokiaľ ide o mieru zadlženosti podnikov. V posledných rokoch sa pokles miery zadlženosti spomalil. Zreteľnejšie sa to prejavilo na dlhu domácností. Zatiaľ čo väčšina ekonomík EÚ naďalej vykazovala pokles miery zadlženosti, niekde došlo aj k jej zvýšeniu, a to najmä v domácnostiach.

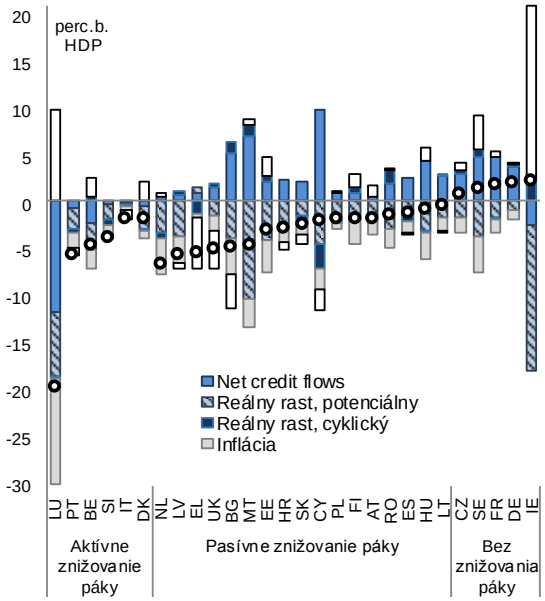
- **Znižovanie zadlženosti je čoraz viac závislé od rastu nominálneho HDP.** Úverové toky v súkromnom sektore sú aj naďalej mierne a žiadny členský štát v roku 2018 neprekročil prahovú hodnotu tejto premennej v hodnotiacej tabuľke. Rast nominálneho HDP v posledných rokoch umožnil niekoľkým krajinám začať prechádzať do režimu „pasívneho znižovania zadlženosti“, t. j. klesajúceho pomeru dlhu k HDP napriek kladným úverovým tokom. Vďaka neustálemu rastu HDP povolil tlak na „aktívne“ znižovanie zadlženosti, t. j. znižovanie nominálnych úrovní dlhu. A naopak, v porovnaní s rokom 2017 vykazuje menej krajín záporné úverové toky korporáciám alebo domácnostiam (grafy 20 a 21). Keďže však hospodársky cyklus dosiahol vrchol, príspevok cyklického zvýšenia HDP je čoraz obmedzenejší alebo dokonca dochádza k jeho obratu, čo znamená, že ďalšie pasívne znižovanie miery zadlženosti bude v rozhodujúcej miere závisieť od rastu potenciálneho HDP.

- Pokiaľ ide o **dlh podnikov**, väčšina krajín EÚ pokračovala v jeho znižovaní, pričom sa čoraz viac spoliehala na rast HDP. V období od prvého štvrťroka 2018 do prvého štvrťroka 2019 došlo k aktívnemu zníženiu zadlženosti nefinančných korporácií len v Belgicku, Dánsku, Taliansku, Luxembursku, Portugalsku a v Slovinsku (graf 20, ktorý je založený na nekonsolidovaných údajoch). Na Cypre, Malte a v Bulharsku prekročili čisté úverové toky do podnikového sektora 5 % HDP, a to napriek už teraz vysokej zadlženosti nefinančných korporácií. Vo Francúzsku, v Nemecku a vo Švédsku spôsobili rast zadlženosti nefinančných korporácií mierne dynamické úverové toky. Francúzsko a Švédsko v skutočnosti pokračovali v zadlžovaní aj napriek tomu, že dlh nefinančných korporácií presiahol referenčné hodnoty[33].

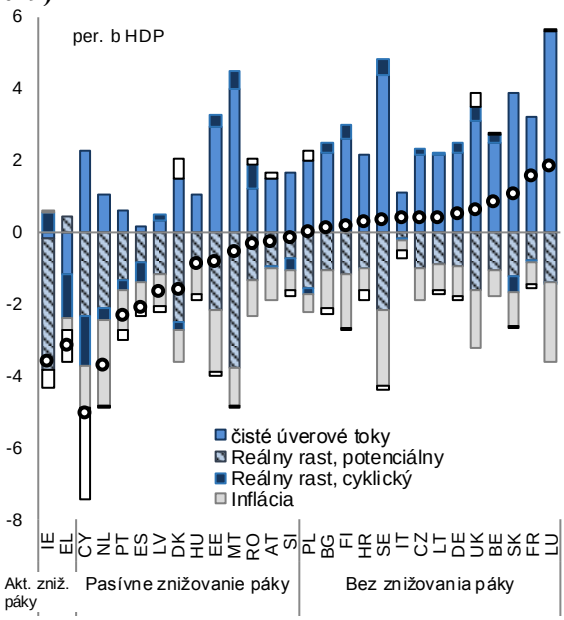
- Pokiaľ ide o **dlh domácností**, jeho znižovanie sa spomalilo výraznejšie. V Spojenom kráľovstve, vo Švédsku, v Belgicku a vo Francúzsku sa dlh domácností ako podiel na HDP v roku 2018 zvýšil napriek tomu, že už bol relatívne vysoký (blízko referenčných hodnôt alebo vyšší). Aktívne znižovanie zadlženosti možno pozorovať len v malom počte členských štátov (Grécko a Írsko) (graf 21). Tempo znižovania zadlženosti tam, kde k nemu došlo – najmä na Cypre, v Portugalsku a v Španielsku – bolo pomalšie.

[33] V Írsku boli čisté úverové toky záporné a tempo rastu nominálneho HDP priaznivé, ale pozitívne zmeny ocenenia tieto účinky prevážili, takže znižovanie zadlženosti (v nekonsolidovaných podmienkach) bolo v období od 1. štvrťroku 2018 do 1. štvrťroku – 2019 neúspešné, možno pod vplyvom činnosti nadnárodných podnikov.

Graf 20: Rozčlenenie zmeny pomeru dlhu nefinančných korporácií k HDP (1. štvrťrok 2018 - 1. štvrťrok 2019)



Graf 21: Rozčlenenie zmeny pomeru dlhu domácností k HDP (1. štvrťrok 2018 – 1. štvrťrok 2019)



Zdroje: Štvrťročné sektorové účty nekonsolidované Eurostatom, výpočty útvarov Komisie.

Poznámky: grafy predstavujú prehľad medziročného vývoja pomeru dlhu k HDP v piatich zložkách: úverové toky, potenciálny a cyklický rast reálneho HDP, inflácia a iné zmeny. Cyklická zložka rastu HDP sa vypočíta ako rozdiel medzi skutočným a potenciálnym rastom. „Aktívne znižovanie miery zadlženosti“ zahŕňa čisté splatenie dlhu (záporné čisté úverové toky), ktoré obvykle vedie k nominálnemu poklesu súvahy sektora. „Pasívne znižovanie miery zadlženosti“ na druhej strane zahŕňa kladné čisté úverové toky, ktoré sú nižšie ako rast nominálneho HDP, čo vedie k znižovaniu pomeru dlhu k HDP.

Podmienky v bankovom sektore EÚ sa v posledných rokoch výrazne zlepšili a celkovo stabilizovali. Bankový sektor naďalej vo viacerých členských štátoch ohrozuje najmä nízka úroveň ziskovosti a veľké objemy nesplácaných úverov. Po dosiahnutí úrovní presahujúcich regulačné požiadavky prestali vo všetkých členských štátoch rásť podiely kapitálu Tier 1, a to so značnými rozdielmi medzi jednotlivými krajinami. V posledných rokoch sa výrazne obnovila návratnosť vlastného kapitálu v bankovom sektore, ale nedávno sa zlepšovanie oslabilo. Najmä niektoré krajiny ako Grécko, Taliansko a Portugalsko (grafy 22 a 23), čelia kombinácii relatívne nízkej miery ziskovosti, podpriemerných podielov kapitalizácií a relatívne vysokého podielu nesplácaných úverov.

- S výnimkou Fínska zostáva **rast záväzkov finančného sektora obmedzený a výrazne pod prahovou hodnotou hodnotiacej tabuľky**. Vo väčšine členských štátov sa rast záväzkov finančného sektora v roku 2018 v porovnaní s rokom 2017 mierne spomalil[34]. Napriek tomu toky bankových úverov rástli v roku 2018 o niečo rýchlejšie ako v roku 2017, najmä pokiaľ ide o úvery pre domácnosti, a v prvých mesiacoch roku 2019 sa so začínajúcim sprísňovaním úverových podmienok stabilizovali[35].
- **Miera kapitalizácie sa vo väčšine členských štátov stabilizovala, zatiaľ čo návratnosť vlastného kapitálu sa v niekoľkých prípadoch v roku 2018 do istej miery zhoršila.** Návratnosť vlastného kapitálu zostala v roku 2018 v Grécku a v Portugalsku záporná, zatiaľ čo na Cypre sa zmenila na kladnú. Ocenenia vlastného kapitálu bánk v priebehu roka 2017 rástli, v roku 2018 a prevažnú časť roka

34 K tomuto zvýšeniu vo Fínsku v roku 2018 došlo v čase, keď istá banka presunula svoje ústredie zo Švédska do Fínska.

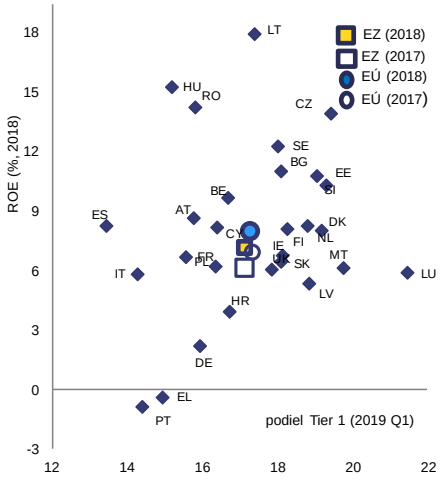
35 Ako vyplýva z prieskumu bankových úverov eurozóny, pozri ECB, Ekonomický bulletin, august 2019.

2019 väčšina z nich klesala, a to aj napriek pozitívnemu výsledku celkových indexov európskych akciových trhov, na čom sa okrem iných faktorov prejavila aj zmena názorov trhu na vyhliadky ziskovosti v tomto sektore.

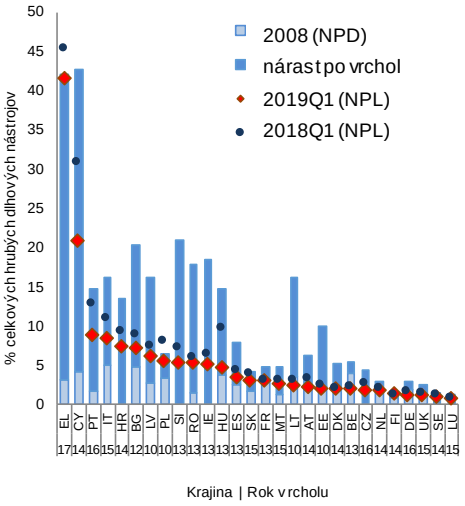
- **Niektoré členské štáty EÚ sa ocitli v situácii relatívne nízkej ziskovosti a miery kapitalizácie, a zároveň s vysokým podielom nesplácaných úverov**.[36] Podiel nesplácaných úverov v Grécku ešte stále dosahuje viac ako 40 %. Cyprus zaznamenal v podiele nesplácaných úverov značné zlepšenia, a to najmä vďaka predaju úverov a likvidácie veľkej banky v roku 2018, a jeho ziskovosť sa zmenila na kladnú. V Portugalsku a Taliansku podiel nesplácaných úverov od roku 2016 výrazne klesol a najnovšie údaje poukazujú na ďalšie, aj keď miernejšie, zníženie v roku 2018. Podiel nesplácaných úverov v oboch krajinách klesol pod 10 %. Pokles podielov nesplácaných úverov, ktoré presahujú priemer EÚ, zaznamenali v roku 2018 Bulharsko, Chorvátsko, Maďarsko, Írsko, Rumunsko a Slovinsko.

- **Ďalšie výzvy súvisia so súčasnými hospodárskymi vyhliadkami, ktoré sú charakterizované dlhodobo nízkymi úrokovými sadzbami**. Pokles úrokových sadzieb sa prejavuje väčšinou pri dlhoch s dlhšou dobou splatnosti, čo vedie k vyrovnávaniu výnosových kriviek a ďalšiemu znižovaniu marže úrokových sadzieb. Keďže takéto vyrovnávanie pôsobí na banky ako brzda v transformácii splatnosti a môže tak zaťažovať ich ziskovosť. Keďže prostredie nízkej výnosnosti sa vzťahuje najmä na nízkorizikové finančné aktíva, môže zaťažiť najmä ziskovosť a súvahu nebankových finančných inštitúcií, ktoré z veľkej časti investovali do nízkorizikových aktív, ako sú poisťovne, najmä podsektor životného poistenia, a dôchodkové fondy[37].

Graf 22:
Ziskovosť a kapitál bankového sektora



Graf 23:
Nesplácané úvery



36 Nesplácané úvery sú v súbore pomocných ukazovateľov hodnotiacej tabuľky vymedzené ako percentuálny podiel celkových hrubých nesplácaných úverov a preddavkov na celkových hrubých úveroch a preddavkoch (hrubá účtovná hodnota) pre sektor vykazovania „domáce bankové skupiny a samostatné banky, dcérske spoločnosti riadené zo zahraničia a pobočky riadené zo zahraničia, všetky inštitúcie“. Hodnoty sú uvedené v prílohe v tabuľke 2.1. Harmonizované údaje o podiele nesplácaných úverov sú k dispozícii len od roku 2014. Preto pokiaľ ide o údaje za rok 2008 a „rast smerom k vrcholu“, graf 23 znázorňuje podiel hrubých nesplácaných dlhových nástrojov (NDN) na celkových hrubých dlhových nástrojoch, pričom tieto údaje sú dostupné za dlhšie časové obdobie a okrem úverov sa týkajú aj iných dlhových nástrojov v držbe bankového sektora. Miera nesplácaných úverov je zvyčajne o niečo nižšia než podiel nesplácaných úverov, pretože menovateľ je väčší, t. j. suma hrubých dlhových nástrojov je väčšia než suma celkových úverov. Najväčší rozdiel medzi týmito dvoma podielmi predstavuje momentálne štyri percentuálne body (v prípade Grécka), kým v prípade väčšiny krajín je pod úrovňou jedného percentuálneho bodu.

37 ECB, Financial Stability Review, máj 2019.

Zdroj: Údaje o hrubých nesplácaných dlhových nástrojoch (NDN) za rok 2008 zaznamenané v Chorvátsku, Česku, Írsku, Slovinsku a Švédsku nie sú k dispozícii.
Poznámka: Na grafe 23 sa údaje za rok 2008 a „rast smerom k vrcholu" vzťahujú na podiel hrubých nesplácaných dlhových nástrojov (NDN) na celkových hrubých dlhových nástrojoch; Podiely NDN sa uvádzajú za prvý štvrťrok 2018 a prvý štvrťrok 2019; Čísla pod kódmi krajín označujú rok, v ktorom NDN dosiahli vrchol.

Ceny obytných nehnuteľností v roku 2018 naďalej rástli vysokým tempom, ale v prípadoch, v ktorých sú silnejšie dôkazy o nadhodnotení, došlo k oslabeniu dynamiky cien. Zrýchlenie rastu cien obytných nehnuteľností približuje rastúci počet bytových trhov k predkrízovým vrcholom alebo ich presahuje (graf 26). V roku 2018 zaznamenalo rast cien obytných nehnuteľností nad prahovou hodnotou hodnotiacej tabuľky 7 členských štátov (Česko, Maďarsko, Írsko, Lotyšsko, Holandsko, Portugalsko a Slovinsko), čo je v porovnaní s rokom 2017 o jeden štát viac. Rast cien obytných nehnuteľností bol obzvlášť výrazný v krajinách EÚ, v ktorých sa zatiaľ vyskytli len obmedzené dôkazy o nadhodnotení cien obytných nehnuteľností alebo sa nevyskytli žiadne, zatiaľ čo krajiny s výraznejšími dôkazmi o nadhodnotení zaznamenali spomalenie. Z údajov zozbieraných do druhého štvrťroku 2019 vyplýva, že ak budú tieto trendy pokračovať aj v druhej polovici roka, prahovú hodnotu hodnotiacej tabuľky môžu tento rok prekročiť Chorvátsko, Česko, Maďarsko, Poľsko a Portugalsko. V prvej polovici tohto roka a v porovnaní s rokom 2018 došlo v Chorvátsku, na Cypre a vo Švédsku k výraznému zrýchleniu rastu cien obytných nehnuteľností, zatiaľ čo v Dánsku, Írsku, Lotyšsku, Rumunsku a Slovinsku zaznamenali spomalenie.

- **Zrýchľovanie cien obytných nehnuteľností čiastočne súvisí s ekonomickými fundamentmi**. Rast cien obytných nehnuteľností sa začal obnovovať súčasne s oživením hospodárstva od roku 2013 a so znížením úrokových sadzieb. Z tohto hľadiska ho možno vysvetliť ekonomickými fundamentmi.[38] Na rozdiel od predkrízového obdobia však pri zrýchľovaní rastu cien zatiaľ nezohral žiadnu významnú samostatnú úlohu rast nových hypotekárnych úverov. Mohol by však prispieť k tomu, že rast cien obytných nehnuteľností bude pokračovať.

- **Silný rast cien obytných nehnuteľností má vplyv na úrovne ocenenia.** Rast reálnych cien obytných nehnuteľností v Maďarsku, Írsku, Lotyšsku, Holandsku, Portugalsku a Slovinsku bol už v roku 2017 vysoký a v roku 2018 sa ďalej zrýchlil (graf 24 a graf 25, kvadrant vpravo hore). Dlhotrvajúci vysoký rast v mnohých krajinách postupne zvyšuje riziká nadhodnotenia: v posledných rokoch sa zvýšil počet krajín EÚ, ktoré sa považujú za krajiny s nadhodnotenými cenami obytných nehnuteľností. V krajinách ako Nemecko či Portugalsko nedávno zaznamenali silnejšie dôkazy o nadhodnotení (merané na základe rastúcich odchýlok v oceňovaní). Ceny obytných nehnuteľností v mnohých krajinách dosiahli alebo presiahli najvyššiu úroveň od polovice nultých rokov (Rakúsko, Belgicko, Česko, Nemecko, Luxembursko, Malta, Portugalsko; graf 26). V mnohých krajinách narážajú úrovne cien obytných nehnuteľností na obmedzenia súvisiace s finančnou dostupnosťou, čo sa prejavuje na pomere úrovní cien obytných nehnuteľností k disponibilnému príjmu na osobu. Podľa odhadov je na nákup obydlia veľkosti 100 metrov štvorcových potrebných približne v polovici krajín

[38] Referenčné hodnoty cien obytných nehnuteľností umožňujú posúdiť rozsah nadhodnotenia alebo podhodnotenia cien obytných nehnuteľností na základe špecifických charakteristík jednotlivých krajín. Odchýlky v syntetickom ocenení sú založené na medzere, ktorá vznikla v dôsledku rôznych referenčných hodnôt: i) odchýlka v pomere medzi cenami a príjmami od dlhodobých priemerných hodnôt; ii) odchýlka v pomere medzi cenami a výškou nájomného od dlhodobých priemerných hodnôt; iii) odchýlka od referenčných hodnôt založených na regresii pri zohľadnení ekonomických fundamentov dopytu a ponuky [pozri N. Philiponnet a A. Turrini (2017), „Assessing House Price Developments in the EU", diskusný dokument Európskej komisie č. 048, máj 2017]. Pri výpočte referenčných hodnôt založených na regresii sú cyklické vysvetľujúce premenné filtrované cez Hodricko-Prescottov filter, aby pokryli ich volatilitu.

EÚ viac ako 10 rokov príjmu[39]. Okrem toho jeden z desiatich Európanov žije v domácnosti, ktorá v roku 2017 vynaložila 40 % alebo viac svojich príjmov na bývanie[40].

- **Rast cien obytných nehnuteľností sa mierne spomalil v mnohých krajinách, v ktorých sa vyskytli dôkazy o nadhodnotení a vysokom dlhu domácností, pričom na švédskom trhu s obytnými nehnuteľnosťami už začala korekcia smerom nadol.** Nedávne miery rastu cien obytných nehnuteľností mali tendenciu byť tým nižšie, čím vyššia bola miera nadhodnotenia. Takýto trend sa v predchádzajúcich rokoch neprejavoval, no v roku 2018 ho možno jasne rozoznať v krajinách, ktorých ceny obytných nehnuteľností sú podľa odhadu nadhodnotené. V roku 2018 zaznamenali v Rakúsku, Belgicku, vo Francúzsku a v Spojenom kráľovstve osobitú kombináciu rôznych stupňov nadhodnotených cien obytných nehnuteľností, vysokého dlhu domácností, ale aj pomalší rast cien obytných nehnuteľností v roku 2018 ako v roku 2017 (graf 25). Na takomto spomalení sa môžu prejaviť obmedzenia cenovej dostupnosti, oživenie ponuky obytných nehnuteľností a politiky zavedené na úrovni krajiny, a to aj v makroprudenciálnej oblasti[41]. Okrem toho vo Švédsku ceny obytných nehnuteľností v roku 2018 na ročnom základe klesli tak v nominálnom, ako aj v reálnom vyjadrení, ale údaje za prvé dva štvrťroky 2019 poukazujú na istú stabilizáciu. Na druhej strane v Luxembursku nedošlo k žiadnej úprave, hoci slabé miesta a riziká spojené s nadhodnotením rástli.

- **Nadhodnotené ceny obytných nehnuteľností vo viacerých členských štátoch sprevádza vysoký dlh domácností.** Týka sa to najmä Dánska, Luxemburska, Švédska a Spojeného kráľovstva. Holandsko je poznačené veľmi vysokým dlhom domácností a vysokými úrovňami cien vo vzťahu k príjmu. Rast objemu hypotekárnych úverov bol v roku 2018 obzvlášť rýchly v Bulharsku, Rumunsku a na Slovensku (o viac ako 10 % oproti predchádzajúcemu roku) a v Rakúsku, Belgicku, Česku, Estónsku, vo Francúzsku, v Maďarsku, na Litve, v Luxembursku a na Malte (o viac ako 5 % oproti predchádzajúcemu roku). V niektorých prípadoch došlo k výraznému rastu od už pomerne vysokej úrovne, napríklad v Belgicku či vo Francúzsku. Obraz sa do určitej miery mení, keď sa uvažuje len o zmene objemov dlhu nových hypoték, **t. j. bez vplyvu splátok (graf 27).** Vzťah medzi cenami obytných nehnuteľností a novými hypotekárnymi tokmi sa v cezhraničnom kontexte javí ako slabý a nenasvedčuje tomu, že by v krajinách s početnejšími novými hypotékami rástli ceny rýchlejšie. To naznačuje, že úvery zatiaľ pri zrýchľovaní cien obytných nehnuteľností nezohrávali kľúčovú úlohu[42]. V mnohých krajinách sa však silný rast cien obytných nehnuteľností spája so silným rastom objemu hypoték, a to najmä na Slovensku, v Luxembursku, Nemecku a Holandsku.

---

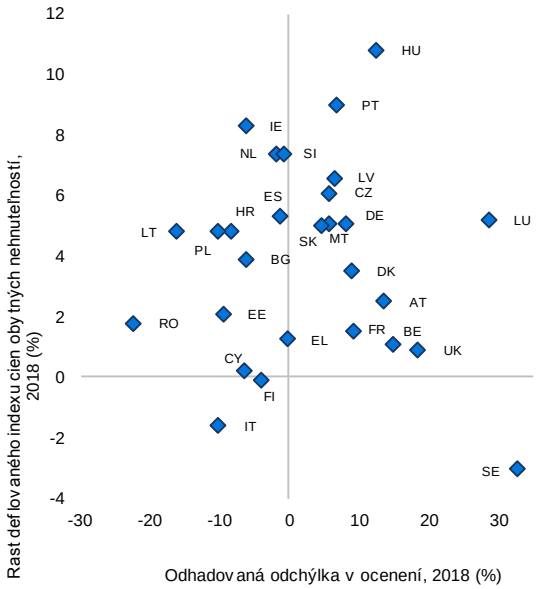
39 Odhady cenovej úrovne sa získavajú na základe údajov z národných účtov a zo sčítania obyvateľstva, a ak tie nie sú k dispozícii, na základe informácií zverejnených na internetových stránkach realitných agentov. Pozri J. C. Bricongne et al. (2019), „Assessing House Prices: Insights from „Houselev", a Dataset of Price Level Estimates", European Economy, diskusný dokument č. 101, júl 2019.

40 Európska komisia (2019), Vývoj v oblasti zamestnanosti a sociálnej situácie v Európe, výročná správa 2019, kapitola 4.

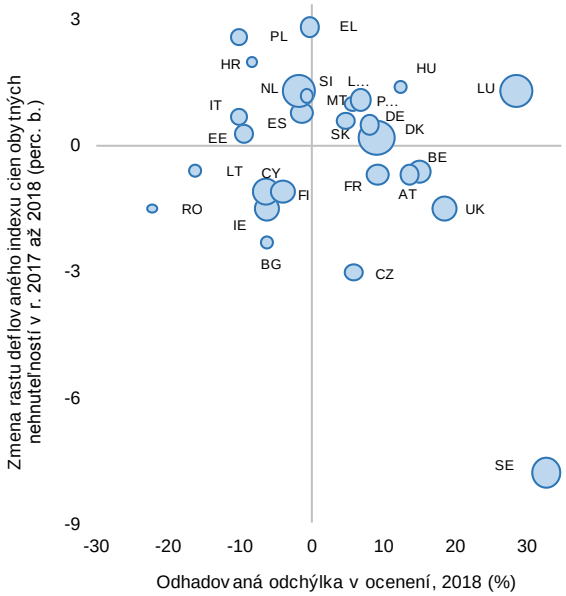
41 V celej EÚ sa od roku 2015 zrýchlil rast investícií do výstavby, pričom najvyššie miery rastu boli zaznamenané v krajinách so silnejším rastom cien obytných nehnuteľností. Vo väčšine krajín EÚ sa zároveň udeľuje čoraz viac stavebných povolení. Na rýchlosť rastu cien obytných nehnuteľností mohlo mať vplyv niekoľko makroprudenciálnych politík, ktoré sa nedávno zaviedli v celej EÚ. Ide najmä o hraničné pomery výšky úveru k hodnote nehnuteľnosti a pomery dlhovej služby k výške príjmu. Vo viacerých členských štátoch EÚ boli v posledných rokoch uskutočnené reformy zdaňovania nehnuteľností, a to najmä s cieľom obmedziť rozsah úľav na hypotekárnych daniach.

42 Vo väčšine krajín eurozóny došlo k zrýchleniu rastu cien obytných nehnuteľností v pokrízovom období až so zrýchlením rastu hypoték. Pozri napr. Európska komisia, „Euro-area housing markets: Ongoing trends, challenges, and policy responses", správa predložená Výboru pre hospodársku politiku – eurozóna, Ares(2019)922432, február 2019; a Európska komisia: „Euro-area housing markets: Ongoing trends, challenges, and policy responses", technická poznámka pre Euroskupinu, február 2019: https://www.consilium.europa.eu/media/38387/housing-note-eg-26-02-2019-technical-note.pdf

Graf 24: Zmeny cien obytných nehnuteľností a odchýlky v ocenení v roku 2018



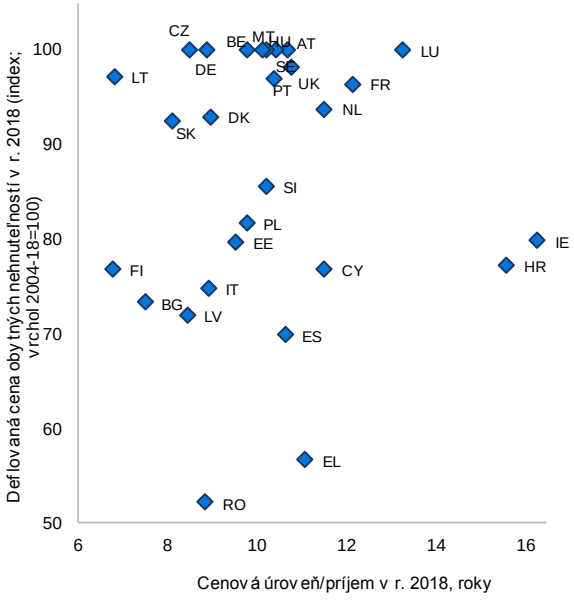
Graf 25: Odchýlky v ocenení, zmeny rastu cien v rokoch 2017 – 2018 a dlh domácností (v % príjmov domácností)



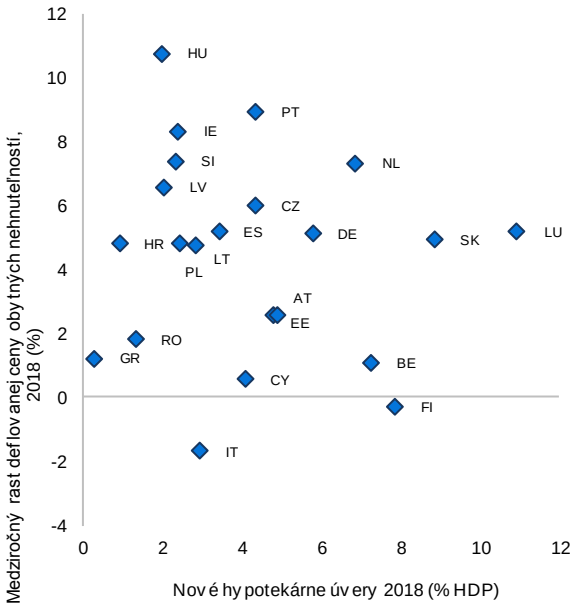
Zdroj: Eurostat a výpočty útvarov Komisie.

Poznámka: miera nadhodnotenia sa odhaduje ako priemer troch veličín: odchýlky v pomere medzi cenami a príjmami, ako aj medzi cenami a výškou nájomného, od ich dlhodobých priemerných hodnôt, ako aj výsledkov základného modelu odchýlok v ocenení, pozri poznámku pod čiarou 39. Veľkosť bublín v grafe 25 zodpovedá pomeru dlhu domácností k hrubému disponibilného príjmu domácností (HDPD). V prípade Chorvátska nie sú údaje o HDPD po roku 2012 dostupné a sú extrapolované na základe rastu HDP v hospodárstve; chýbajúce údaje o HDPD za Maltu zastupuje 56 % hrubého národného dôchodku.

Graf 26: Úrovne cien obytných nehnuteľností v porovnaní s príjmami a reálne indexy cien nehnuteľností na bývanie v porovnaní s ich vrcholmi, 2018



Graf 27: Rast cien obytných nehnuteľností a nové hypotekárne úvery v roku 2018



Zdroj: Eurostat a výpočty útvarov Komisie.

Poznámka: Údaje o nových hypotekárnych úveroch pre šesť krajín chýbajú (Bulharsko, Dánsko, Francúzsko, Malta, Švédsko a Spojené kráľovstvo). Úrovne cien v pomere k príjmom sa merajú ako pomer medzi cenou

obydlia veľkosti 100 metrov štvorcových a priemerným disponibilným príjmom domácností. Pre Chorvátsko nie sú dostupné údaje o HDPD na obyvateľa po roku 2012 a sú extrapolované na základe rastu HDP v hospodárstve; údaje o HDPD za Maltu chýbajú a zastupuje ich 56 % hrubého národného dôchodku.

Pomer verejného dlhu sa vo väčšine EÚ ďalej znižoval, nie však v niekoľkých členských štátoch, v ktorých dosahujú najvyššie úrovne. Miera zadlženosti prekročila v roku 2018 prahovú hodnotu hodnotiacej tabuľky v 14 členských štátoch, v roku 2017 ich bolo 15. Belgicko, Cyprus, Grécko, Taliansko a Portugalsko vykazujú dlh na úrovni, ktorá sa rovná alebo presahuje 100 % HDP, a Francúzsko a Španielsko sú tesne pod ňou. V siedmich prípadoch (Belgicko, Cyprus, Francúzsko, Írsko, Portugalsko, Španielsko a Spojené kráľovstvo) sa verejný dlh nad 60 % HDP spája so zadlženosťou súkromného sektora prekračujúcou príslušnú prahovú hodnotu v hodnotiacej tabuľke. V roku 2018 sa pomer verejného dlhu verejnej správy ďalej znižoval, ale často o niečo menej ako v predchádzajúcom roku, a to v dôsledku určitého uvoľnenia rozpočtových pozícií a už aj určitého spomalenia nominálneho rastu HDP. V roku 2018 sa však niektoré z najvyšších pomerov verejného dlhu nezlepšili alebo sa dokonca ešte zvýšili: vo Francúzsku sa verejný dlh nezmenil, na Cypre, v Grécku a Taliansku sa zvýšil. Hoci v niektorých prípadoch k tomu došlo k zvýšeniu dlhu z dôvodu mimoriadne vysokého zosúladenia dlhu a deficitu, v iných sa na ňom prejavila nedostatočná fiškálna konsolidácia. Výnosy štátnych dlhopisov sa napriek tomu znížili a v tomto trende pokračovali v priebehu roka 2019, dokonca aj v prípade najviac zadlžených štátov, a naďalej dosahovali historické minimá. Očakáva sa, že pomer dlhu bude v priebehu rokov 2019 až 2021 rásť najmä v Rumunsku, ale aj v Taliansku a v menšom rozsahu vo Fínsku a vo Francúzsku, zatiaľ čo vo väčšine ostatných krajín EÚ bude klesať, hoci o niečo pomalšie ako v poslednom období.

Rámček 1: Vývoj v oblasti zamestnanosti a sociálnej situácie

V roku 2018 došlo na trhoch práce v EÚ k ďalším zlepšeniam aj napriek spomaleniu hospodárskej činnosti v druhej polovici roka. Zamestnanosť v EÚ ďalej rástla a dosiahla nový rekord v počte zamestnaných osôb. Nezamestnanosť vo všetkých členských štátoch EÚ klesá, a to najmä tam, kde je vysoká, čo prispieva k zmenšovaniu rozdielov medzi jednotlivými krajinami, hoci vo viacerých z nich zostáva nezamestnanosť vysoká. V prvej polovici roka 2019 sa spomalilo zlepšovanie, čo mohlo byť spôsobené zmenšením zostávajúcich rezerv pracovnej sily. Oživenie prispelo aj k zlepšeniu väčšiny ukazovateľov chudoby, ale v niektorých členských štátoch je sociálna situácia naďalej problémom. Od roku 2008 sa vo väčšine krajín EÚ znížilo riziko chudoby a sociálneho vylúčenia (o 7 miliónov ľudí menej v porovnaní s rokom 2008; o približne 13 miliónov ľudí menej v porovnaní s rokom 2012), ako aj závažná materiálna deprivácia, a to najmä v krajinách strednej a východnej Európy s jej vysokou počiatočnou úrovňou. Relatívne riziko chudoby je však v mnohých členských štátoch stále nad predkrízovou úrovňou. Odstraňovanie vážnych makroekonomických slabín malo negatívny dosah na zamestnanosť a sociálnu situáciu príslušných krajín. Členské štáty, ktoré čelia nadmerným nerovnováham, sú naďalej v horšej situácii v oblasti zamestnanosti a sociálneho vývoja; situácia krajín, v ktorých existujú nerovnováhy, je o niečo rozmanitejšia a prejavuje sa na nej aj odlišná povaha a závažnosť nerovnováh.

V roku 2018 sa *miera nezamestnanosti* vo všetkých členských štátoch ďalej znižovala, v niektorých z nich však zostáva vysoká. Najvýraznejšie zlepšenia dosiahli krajiny s vysokou mierou nezamestnanosti (v Chorvátsku, na Cypre a v Grécku sa znížila o viac ako 2 percentuálne body). Päť členských štátov (Grécko, Španielsko, Chorvátsko, Cyprus a Taliansko) však v roku 2018 opäť prekročilo prahovú hodnotu ukazovateľov hodnotiacej tabuľky PMN na úrovni priemeru 10 % za posledné tri roky. V roku 2018 boli miery nezamestnanosti výrazne nižšie v porovnaní s vrcholnými úrovňami z roku 2013, a to približne o 4 percentuálne body, ale v približne polovici členských štátov boli stále vyššie ako v roku 2008. V prvom polroku 2019 miera nezamestnanosti naďalej klesala, pričom v treťom štvrťroku 2019 klesla na 6,3 % v EÚ a 7,5 % v eurozóne.

***Miera zamestnanosti sa vo všetkých členských štátoch ďalej zlepšuje*.** Miera zamestnanosti v EÚ (obyvateľstvo vo veku 20 – 64 rokov) zaznamenala v roku 2018 najvyššiu úroveň 73,2 % (72,0 % v eurozóne) a v druhom štvrťroku 2019 sa ďalej zvýšila na rekordnú úroveň 73,9 %, čím výrazne prekročila maximálnu predkrízovú úroveň 70,2 % zaznamenanú v roku 2008. Najvyšší nárast počtu zamestnancov v roku 2017 bol zaznamenaný na Malte (5,4 %), za ňou nasledoval Cyprus (4,1 %), Luxembursko (3,7 %) a Írsko (3,2 %), zatiaľ čo najnižší nárast bol zaznamenaný v Poľsku (0,3 %), Rumunsku (0,2 %) a Taliansku (0,9 %).

***Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva* sa naďalej zvyšovala takmer všade v EÚ.** Iba dve krajiny zaznamenali v posledných troch rokoch klesajúcu mieru ekonomickej aktivity obyvateľstva (vo veku 15 – 64 rokov): Chorvátsko a Španielsko, pričom obe krajiny prekročili prahovú hodnotu hodnotiacej tabuľky na úrovni -0.2 (v oboch prípadoch o -0.6 percentuálneho bodu). Celkovo sa v roku 2018 dosiahla v EÚ rekordne vysoká miera zamestnanosti na úrovni 73,7 % a v eurozóne na úrovni 73,4 %, čo predstavuje približne o 3,5 a 2,5 percentuálneho bodu viac ako pred krízou, na čom sa podpísala najmä zvýšená účasť starších pracovníkov a žien na trhu práce.

***Dlhodobá nezamestnanosť* a *nezamestnanosť mladých ľudí* sa v porovnaní so zvyškom trhu práce výrazne zlepšili, ale vo viacerých krajinách EÚ sú aj naďalej na vysokých úrovniach.** *Dlhodobá nezamestnanosť* sa v roku 2018 vo všetkých členských štátoch znížila a všetky krajiny zaznamenali nižšiu mieru ako pred tromi rokmi. Najvyššiu mieru dlhodobej nezamestnanosti zaznamenali v Grécku (13,6 %), Španielsku (6,4 %), Taliansku (6,2 %) a na Slovensku (4 %), ale všetky tieto krajiny s výnimkou Talianska zaznamenali v porovnaní s rokom 2015 výrazný pokles (približne o 5 percentuálnych bodov v Španielsku, 4,6 percentuálneho bodu v Grécku a 3,6 percentuálneho bodu na

Slovensku). Za obdobie troch rokov do roku 2018 klesla vo všetkých krajinách EÚ *miera nezamestnanosti mladých ľudí*. Za uvedené obdobie sa v Chorvátsku, na Cypre, v Portugalsku, na Slovensku a v Španielsku zaznamenal pokles o 10 a viac percentuálnych bodov. Miera nezamestnanosti mladých ľudí je však v Grécku, Taliansku a Španielsku stále vyššia ako 30 %. Zároveň 9,6 % mladých ľudí (vo veku 15 – 24 rokov) v EÚ nebolo v roku 2018 v zamestnaní, ani v procese vzdelávania či odbornej prípravy (NEET). Navyše niekoľko členských štátov (Bulharsko, Chorvátsko, Cyprus, Grécko, Taliansko, Rumunsko a Španielsko) ich zaznamenalo viac ako 12 %.

Chudoba a sociálne vylúčenie sa ďalej znižovali ale v mnohých členských štátoch sú naďalej vysoké. V roku 2018 sa podiel ľudí ohrozených chudobou alebo sociálnym vylúčením (AROPE) v EÚ ďalej znížil na 21,9 %. Ide približne o 3 percentuálne body menej ako roku 2012, keď ich podiel dosiahol vrchol[43]. Hoci väčšina krajín zaznamenala v období troch rokov do roku 2018 pokles, Estónsko, Luxembursko, Spojené kráľovstvo a Holandsko zaznamenali zvýšenie, hoci v niektorých prípadoch (Holandsko a Luxembursko) z pomerne nízkych úrovní. Bulharsko napriek výraznému poklesu miery rizika chudoby alebo sociálneho vylúčenia z takmer 39 % na 32,8 % aj naďalej vykazuje najvyššiu úroveň v EÚ, po ňom nasledujú Rumunsko a Grécko s viac ako 30 % a Lotyšsko a Litva tesne pod touto úrovňou. Najnižšie miery rizika chudoby alebo sociálneho vylúčenia zaznamenali v Česku (12,2 %), za ním nasleduje Slovinsko (16,2 %), Slovensko (16,3 %), Fínsko (16,5 %) a Holandsko (16,8 %). Napriek tomu, že v oblasti chudoby a sociálneho vylúčenia došlo k takémuto celkovému pozitívnemu vývoju, niektoré aspekty vývoja sú v niektorých krajinách EÚ odlišné a vyvolávajú obavy. Ide najmä o tieto aspekty:

- Podiel ľudí ohrozených chudobou (AROP) sa v posledných rokoch v jednej tretine členských štátov zvýšil: najväčší nárast za obdobie troch rokov sa zaznamenal v Luxembursku (3 percentuálne body), Spojenom kráľovstve (2.3 percentuálneho bodu), Holandsku (1.7 percentuálneho bodu) a Belgicku (1.5 percentuálneho bodu), zatiaľ čo v Grécku, Maďarsku, Poľsku a Portugalsku sa zaznamenal výrazný pokles, a to vždy v rozmedzí 2 – 3 percentuálnych bodov.
- Naopak, závažná materiálna deprivácia sa za obdobie troch rokov (a aj v roku 2018) vo väčšine členských štátov EÚ znížila; počas trojročného obdobia klesla o viac ako 13 percentuálnych bodov v Bulharsku, zatiaľ čo Chorvátsko, Cyprus, Grécko, Maďarsko, Lotyšsko, Malta a Rumunsko zaznamenali pokles o 5 a viac percentuálnych bodov.
- A napokon, oživenie prinieslo za obdobie troch rokov do roku 2018 pokles podielu ľudí (mladších ako 60 rokov), ktorí žijú v domácnostiach s veľmi nízkou intenzitou práce, v takmer všetkých krajinách EÚ okrem Luxemburska a Švédska, kde sa tento podiel zvýšil, a Fínska, kde ostal nezmenený. Zároveň sa v roku 2018 mierne zvýšila chudoba zamestnaných osôb na 9,5 % v EÚ ako celku a ostáva v blízkosti vrcholnej úrovni 9,6 %, ktorú dosiahla v roku 2016.

[43] Ukazovateľ *rizika chudoby alebo sociálneho vylúčenia (AROPE)* zodpovedá podielu osôb, ktoré sú zraniteľné na základe aspoň jedného z troch sociálnych ukazovateľov: 1. *miera rizika chudoby (AROP)*, ktorou sa meria peňažná chudoba vo vzťahu k distribúcii národného dôchodku a ktorá sa vypočítava ako podiel osôb s disponibilným príjmom (upraveným vzhľadom na zloženie domácnosti) pod 60 % národného mediánu, 2. *závažná materiálna deprivácia*, ktorá zahŕňa ukazovatele súvisiace s nedostatkom zdrojov a predstavuje podiel osôb trpiacich minimálne štyrmi z deviatich položiek deprivácie, na základe neschopnosti dovoliť si niektoré konkrétne druhy výdavkov, 3. *osoby žijúce v domácnostiach s veľmi nízkou intenzitou práce* sú osoby vo veku 0 až 59 rokov, ktoré žijú v domácnostiach, v ktorých dospelé osoby (vo veku 18 až 59 rokov) v uplynulom roku odpracovali menej ako 20 % svojho celkového pracovného potenciálu. Príjmové referenčné obdobie pre údaje, z ktorých vychádzajú tieto opatrenia, je pevné 12-mesačné obdobie, ako napríklad predchádzajúci kalendárny alebo daňový rok, na ktorý sa údaje vzťahujú, a to za všetky krajiny okrem Spojeného kráľovstva, ktorého príjmovým referenčným obdobím je súčasný rok, a Írska, v prípade ktorého je prieskum priebežný a údaje o príjme sa zozbierajú za posledných dvanásť mesiacov.

4. ZHRNUTIE HLAVNÝCH VÝZIEV A DÔSLEDKOV V OBLASTI DOHĽADU

Obnovenie rovnováhy v eurozóne je stále neúplné, zatiaľ čo obnovenie rovnováhy deficitov aj prebytkov bežného účtu je v súčasnom hospodárskom kontexte naliehavé a bolo by prínosné pre všetky členské štáty. Aj keď väčšinu veľkých deficitov bežného účtu sa podarilo napraviť, vo viacerých krajinách eurozóny pretrvávajú vysoké prebytky. Pozícia eurozóny sa postupne presunula do prebytku, ktorý sa začal mierne zmenšovať najmä v dôsledku zníženého dopytu v oblasti zahraničného vývozu. Nerovnováhy súvisiace so stavmi sa začali upravovať, neprestávajú však byť značné, pričom niektoré krajiny eurozóny majú stále vysoké záporné čisté medzinárodné investičné pozície, zatiaľ čo iné zaznamenávajú prevažne pozitívne a rastúce čisté medzinárodné investičné pozície. Jednotkové náklady práce stúpali rýchlejšie v krajinách, ktoré sú čistými veriteľmi, než v krajinách, ktoré sú čistými dlžníkmi, čím sa zvrátili modely pozorované pred finančnou krízou. Tento trend pretrváva, ale v porovnaní s predchádzajúcimi rokmi po kríze sa oslabil, keďže napätejšie trhy práce v krajinách, ktoré sú čistými dlžníkmi, viedli k vyššiemu rastu miezd v kontexte stagnujúcej produktivity, zatiaľ čo mzdové výkyvy v krajinách, ktoré sú čistými veriteľmi, sú obmedzené dokonca aj po rokoch nízkej nezamestnanosti. Symetrické obnovenie rovnováhy pozícií na bežnom účte by prispelo k prekonaniu súčasnej nízkej inflácie a nízkych úrokových sadzieb, a to pri súbežnom podporení nominálneho rastu, čo by podporilo znižovanie pákového efektu a obnovu rovnováhy pozícií čistých dlžníkov.

Celkovo sa vo viacerých členských štátoch vyskytujú výzvy z rôznych dôvodov a v rôznej miere. Stupeň závažnosti výziev pre makroekonomickú stabilitu sa v jednotlivých členských štátoch výrazne líši v závislosti od povahy a rozsahu slabých miest a neudržateľných trendov, ako aj od spôsobu ich vzájomnej interakcie. Hlavné zdroje potenciálnych nerovnováh sa kombinujú podľa viacerých typológií zhrnutých takto:

- Viaceré členské štáty sú zasiahnuté najmä *viacerými a navzájom prepojenými slabými miestami súvisiacimi so stavmi*. Zvyčajne je to prípad krajín, ktoré zasiahli úverové cykly rozmachu a prepadu v spojení s obratmi stavu bežného účtu, ktoré takisto ovplyvnili príslušný bankový sektor a verejný dlh.

  - V prípade Cypru a Grécka sú zvýšené objemy zadlženosti a veľké záporné čisté medzinárodné investičné pozície spojené so zostávajúcimi výzvami pre finančný sektor, hoci na Cypre možno pozorovať zlepšenia v oblasti nesplácaných úverov a ziskovosti a v Grécku sa od roka 2018 urýchlilo znižovanie množstva nesplácaných úverov, stále je však na veľmi vysokej úrovni. V prípade Grécka je rast potenciálnej produkcie nízky, a to v kontexte vysokej, hoci klesajúcej, nezamestnanosti.

  - V Chorvátsku, Írsku, Portugalsku a Španielsku sú slabé miesta vyplývajúce z problémov týkajúcich sa stavov, ktoré sú dedičstvom minulosti, takisto významné, viacnásobné a vzájomne prepojené. V Bulharsku je zadlženosť podnikov spojená s dedičstvom problémov finančného sektora z minulosti, čo sa rieši uplatňovanou politikou. V uvedených krajinách nerovnováhy súvisiace so stavmi ustupujú v dôsledku obnoveného nominálneho rastu súvisiaceho v niektorých prípadoch s opätovne sa objavujúcim značným rastom cien obytných nehnuteľností (v Írsku a nedávno v Portugalsku), ako aj v dôsledku obnoveného rastu jednotkových nákladov práce a spomalenia rastu konkurencieschopnosti v Portugalsku a Španielsku a výrazného zvýšenia jednotkových nákladov práce v Bulharsku.

- V niekoľkých členských štátoch súvisia slabé miesta najmä s *veľkým objemom verejného dlhu* a s obavami súvisiacimi s *rastom potenciálnej produkcie* a *konkurencieschopnosťou*. Platí to najmä v prípade Talianska, kde sú slabé miesta spojené aj s bankovým sektorom a veľkým, ale rýchlym poklesom objemu nesplácaných úverov a v kontexte slabej výkonnosti trhu práce. Belgicko a Francúzsko čelia najmä vysokému dlhu verejnej správy a potenciálnym problémom v oblasti rastu, a to aj v dôsledku zníženej konkurencieschopnosti. Pomerne veľký objem súkromných dlhov vo

Francúzsku ďalej stúpa. V Belgicku je relatívne vysoký a rastúci objem dlhu domácností spojený s potenciálne nadhodnotenými cenami obytných nehnuteľností; vonkajšia pozícia zostáva pevná, v ostatnom čase sa však mierne oslabila.

- Niektoré členské štáty sa vyznačujú *veľkými a pretrvávajúcimi prebytkami bežného účtu*, ktoré v rôznej miere odrážajú utlmenie súkromnej spotreby a investícií a presahujú úroveň, ktorá by sa dala odôvodniť na základe ekonomických fundamentov. Týka sa to najmä Nemecka a Holandska. V Holandsku je veľký prebytok spojený s vysokým objemom dlhu domácností a silným rastom cien obytných nehnuteľností; tlaky na ceny obytných nehnuteľností boli nedávno zaznamenané aj v Nemecku, úrovne dlhu v tejto krajine sú však pomerne nízke. Veľké a pretrvávajúce prebytky môžu znamenať nevyužité príležitosti pre rast a vnútroštátne investície, ktoré prinášajú dôsledky pre zvyšok eurozóny v kontexte inflácie, ktorá stále nedosahuje cieľovú hodnotu, a slabnúceho zahraničného dopytu.

- V niektorých členských štátoch *vykazuje vývoj v cenových alebo nákladových premenných potenciálne známky prehriatia, najmä pokiaľ ide o trh s obytnými nehnuteľnosťami alebo trh práce*.

  - Vo Švédsku a v menšej miere aj v Rakúsku, Dánsku, Luxembursku a v Spojenom kráľovstve bol v posledných rokoch zaznamenaný trvalý rast cien obytných nehnuteľností v kontexte možných nadhodnotení a značných úrovní dlhu domácností. Nedávne dôkazy poukazujú na určitú úpravu smerom nadol, pokiaľ ide o ceny a nadhodnotenia vo Švédsku, a na spomalenie rastu cien v ostatných prípadoch (okrem Luxemburska). Silnejší, avšak pomerne novší rast cien obytných nehnuteľností spolu s obmedzenejšími dôkazmi o nadhodnotení možno konštatovať v Česku, Maďarsku, Lotyšsku, na Slovensku a v Slovinsku, čo bolo v prípade Česka a Slovenska pozorované spolu s kontinuálnym využívaním hypotekárnych úverov a zvyšujúcimi sa dlhmi domácností. Zdá sa, že Fínsko nie je poznačené výrazným rastom cien nehnuteľností, resp. možným nadhodnotením, ale vysokým a rastúcim dlhom domácností.

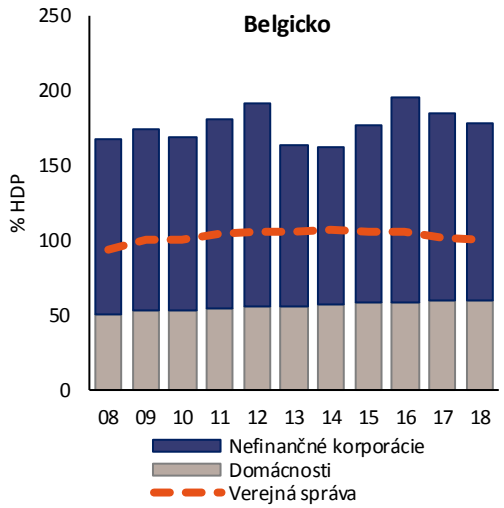
  - V Česku, Estónsku, Maďarsku, Lotyšsku, Litve, na Slovensku a v Rumunsku naďalej rastú jednotkové náklady práce pomerne výrazným tempom, zatiaľ čo cenová konkurencieschopnosť klesá. V posledných rokoch bol silný rast jednotkových nákladov práce spojený s výrazným znížením prebytku bežného účtu v Maďarsku a obmedzeným, ale pretrvávajúcim deficitom bežného účtu na Slovensku. V prípade Rumunska sa dlhotrvajúci veľmi silný rast jednotkových nákladov práce zaznamenáva v kontexte ďalšieho zhoršovania deficitu salda bežného účtu a expanzívnej fiškálnej politiky.

Celkovo je hĺbkové preskúmanie opodstatnené v prípade 13 členských štátov: Bulharsko, Cyprus, Holandsko, Chorvátsko, Francúzsko, Grécko, Írsko, Nemecko, Portugalsko, Rumunsko, Španielsko, Švédsko a Taliansko. Všetky tieto členské štáty boli v predchádzajúcom ročnom cykle dohľadu v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe podrobené hĺbkovému preskúmaniu a považovali sa za prípady nerovnováhy alebo nadmernej nerovnováhy. Nové hĺbkové preskúmania pomôžu hlbšie analyzovať tieto výzvy a posúdiť potreby, pokiaľ ide o politiky. Budúce hĺbkové preskúmania budú pripravené tak, aby sa v rámci nich s cieľom aktualizovať existujúce hodnotenia posúdilo, či tieto nerovnováhy rastú alebo sa zmierňujú. Táto správa o mechanizme varovania (SMV) poukazuje aj na možné zvyšovanie rizík v mnohých ďalších členských štátoch, v prípade ktorých nie je na základe súčasných informácií v tejto fáze nutné hĺbkové preskúmanie, avšak ktoré si napriek tomu stále vyžadujú dôkladné monitorovanie, najmä v nadchádzajúcich správach o jednotlivých krajinách. Tieto riziká sa týkajú najmä vývoja súvisiaceho s konkurencieschopnosťou (Česko, Estónsko, Litva, Lotyšsko, Maďarsko a Slovensko) a vývoja cien obytných nehnuteľností a trhov s obytnými nehnuteľnosťami a vývoja dlhu domácností (Belgicko, Česko, Dánsko, Fínsko, Luxembursko, Maďarsko, Rakúsko, Slovensko, Slovinsko a Spojené kráľovstvo).

5. NEROVNOVÁHY, RIZIKÁ A ÚPRAVY: PRIPOMIENKY PRE JEDNOTLIVÉ ČLENSKÉ ŠTÁTY

Belgicko: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli v Belgicku zistené *žiadne makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne zmena reálneho efektívneho výmenného kurzu, súkromný dlh a verejný dlh.

Graf A1: ***Dlh v jednotlivých hospodárskych odvetviach***

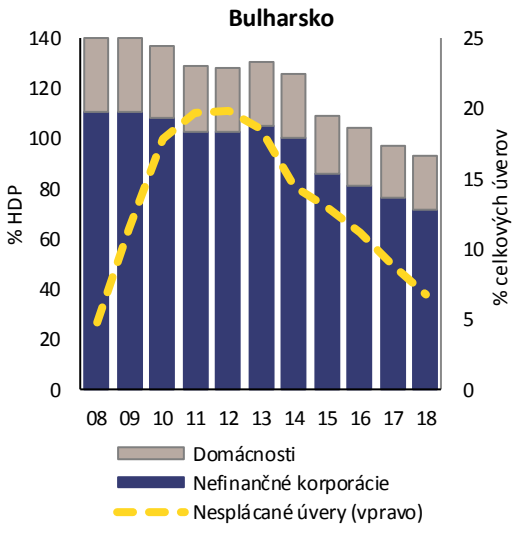


Zdroj: Eurostat

Bežný účet vykazoval v roku 2018 obmedzený deficit, zatiaľ čo kladná čistá medzinárodná investičná pozícia sa zlepšila. Hoci je rast produktivity nízky, nárast jednotkových nákladov práce zostal obmedzený, keďže zvyšovanie miezd bolo mierne. Trojročná zmena reálneho efektívneho výmenného kurzu sa ďalej posilnila a prekročila prahovú hodnotu, hoci jednoročná zmena vykazovala iba mierne zrýchlenie. Rast podielov na vývoznom trhu bol vo všeobecnosti stabilný. Vysoký pomer podnikových dlhov k HDP, aj keď čísla zvyšujú veľmi rozšírené vnútroskupinové medzištátne pôžičky, sa znižuje. Dlh domácností, väčšinou súvisiaci s hypotekárnymi úvermi, je relatívne vysoký a rastie, zatiaľ čo v posledných rokoch rástli reálne ceny obytných nehnuteľností miernym tempom a existujú známky možného nadhodnotenia. Verejný dlh je vysoký a klesá len pomaly. Tvorba pracovných miest bola naďalej pozitívna a miera nezamestnanosti klesla na nízku úroveň. Miera ekonomickej neaktivity obyvateľstva je vysoká.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa verejného, ale aj súkromného zadlženia, hoci riziká zostávajú pod kontrolou. Komisia preto v tejto fáze nebude v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe vykonávať ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Graf A2: ***Súkromný dlh a nesplácané úvery***



Zdroj: Eurostat a ECB

Bulharsko: Komisia dospela vo februári 2019 k záveru, že v Bulharsku existujú *nerovnováhy*, najmä pokiaľ ide o slabé miesta vo finančnom sektore spojené s vysokou zadlženosťou a nesplácanými úvermi v podnikovom sektore. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačnú prahovú hodnotu niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia a nominálne jednotkové náklady práce.

Vonkajšia pozícia hospodárstva sa ďalej posilnila s rozširujúcim sa prebytkom bežného účtu a rýchlo sa zlepšujúcou zápornou čistou medzinárodnou investičnou pozíciou, ktorá sa blíži k prahovej hodnote. Hoci boli zaznamenané kumulatívne nárasty podielov na vývoznom trhu, napätá situácia na trhu práce a nedostatok kvalifikovanej pracovnej sily spôsobili rast miezd. V dôsledku toho rast jednotkových nákladov práce výrazne prekračuje prahovú hodnotu, čo si vyžaduje

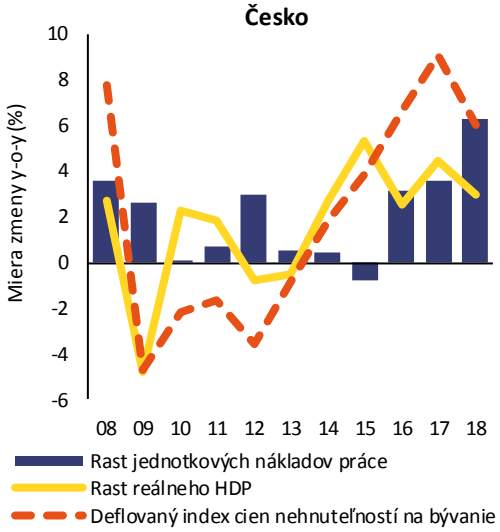
pozornosť. V kontexte priaznivých hospodárskych a finančných podmienok došlo k posilneniu celkového podielu kapitálu aj ukazovateľa likvidity bankového sektora. Úverový rast je silný a je plne financovaný rozšírením vkladovej základne. Nesplácané úvery naďalej klesajú, avšak zostávajú pomerne vysoké v prípade nefinančných podnikov a v domácich bankách. Na posilnenie bankového a nebankového dohľadu sa zaviedlo viacero opatrení. Niektoré výzvy a slabé miesta však pretrvávajú v súvislosti s nedostatkom kapitálu v niektorých bankových inštitúciách, ako aj s nevyriešenými obavami v sektore poisťovníctva. Podnikový dlh je stále pomerne vysoký, hoci sa výrazne znížil. Dlh verejnej správy je nízky a klesá. Ceny obytných nehnuteľností naďalej rástli, aj keď pomalšie a v súlade so základnými zásadami. Výrazne narástlo množstvo hypotekárnych úverov a stavebných povolení, a pokiaľ ide o ďalší vývoj, bude si vyžadovať osobitnú pozornosť. Nezamestnanosť klesla na veľmi nízku úroveň a miera ekonomickej aktivity obyvateľstva, aj keď pomerne nízka, sa naďalej zvyšuje.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa zostávajúcich slabých miest finančného sektora. Komisia preto aj vzhľadom na zistenie nerovnováh vo februári považuje za vhodné ďalej skúmať pretrvávanie nerovnováh alebo ich odstraňovanie.

Česko: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli v Česku zistené *žiadne makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, konkrétne reálny efektívny výmenný kurz, rast nominálnych jednotkových nákladov práce a rast reálnych cien obytných nehnuteľností.

Saldo bežného účtu vykazuje malý, ale klesajúci prebytok, zatiaľ čo záporná čistá medzinárodná investičná pozícia sa naďalej zužovala. Ukončenie záväzku týkajúceho sa výmenného kurzu v apríli 2017 viedlo k posilneniu reálneho efektívneho výmenného kurzu, najmä v roku 2018. Nominálne jednotkové náklady práce sa výrazne zvýšili v dôsledku silného rastu miezd a akútneho nedostatku pracovných síl na trhu práce, hoci sa očakáva spomalenie. Podiely na vývoznom trhu doposiaľ rástli. Krajina je súčasne vystavená rizikám súvisiacim s prostredím obchodnej politiky a možným narušením globálnych hodnotových reťazcov. Rast reálnych cien obytných nehnuteľností je naďalej vysoký, ale v roku 2018 má pomalšie tempo než v roku 2017. Dlh súkromného sektora vrátane dlhu domácností je relatívne nízky. Bankový sektor je veľmi silný s veľmi nízkou mierou nesplácaných úverov. Dlh verejnej správy sa aj naďalej znižuje, keďže rozpočet verejnej správy od roku 2016 vykazuje prebytok. Miera nezamestnanosti sa ďalej znižovala, keďže trh práce je naďalej veľmi napätý.

Graf A3: ***HDP, jednotkové náklady práce a ceny obytných nehnuteľností***



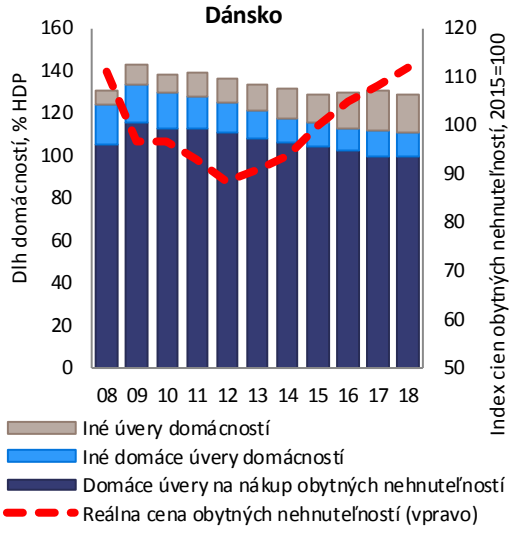
Zdroj: Eurostat

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa konkurencieschopnosti a tlakov na trhu s obytnými nehnuteľnosťami, hoci riziká sa zdajú do značnej miery zvládnuté. Komisia preto v tejto fáze nevykoná v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Dánsko: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli v Dánsku zistené *žiadne makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne saldo bežného účtu a dlh súkromného sektora.

Saldo bežného účtu naďalej vykazuje veľké, aj keď znižujúce sa prebytky. Prebytok bežného účtu sa nedávno znížil, keďže podniky ušetrili menej a viac investovali na domácom trhu. Po sebe nasledujúce prebytky viedli k silnej kladnej čistej medzinárodnej investičnej pozícii, čím sa vytvoril kladný čistý prvotný dôchodok, ktorý zase posilňuje kladné saldo bežného účtu. Rast produktivity bol utlmený, čo nepriaznivo vplýva na ukazovatele nákladovej konkurencieschopnosti, pričom došlo k určitým obmedzeným stratám podielov na vývoznom trhu. Úspory domácností sa zvýšili, čo odráža potrebu znižovania pákového efektu a opatrenia makroprudenciálnej politiky s cieľom obmedziť využívanie rizikových úverov. Zároveň rast zadlženosti vychádza z nízkych nákladov na financovanie a priaznivého daňového režimu. Celkovo zostáva dlh domácností vyjadrený ako percentuálny podiel HDP najvyšší v EÚ, a to aj napriek určitému trendu pomalého znižovania pákového efektu. Zadlženosť podnikov je naopak mierna. Reálne ceny obytných nehnuteľností sa zvyšujú nepretržite, aj keď miernym tempom, kým ukazovatele oceňovania naznačujú určité nadhodnotenie. Trh práce sa naďalej zlepšuje a rast zamestnanosti zostáva stabilný. Prevláda široký nedostatok pracovnej sily, nedávno sa však situácia zlepšila, čo zmiernilo tlak na zvyšovanie miezd.

Graf A4: ***Dlh domácností a index cien obytných nehnuteľností***



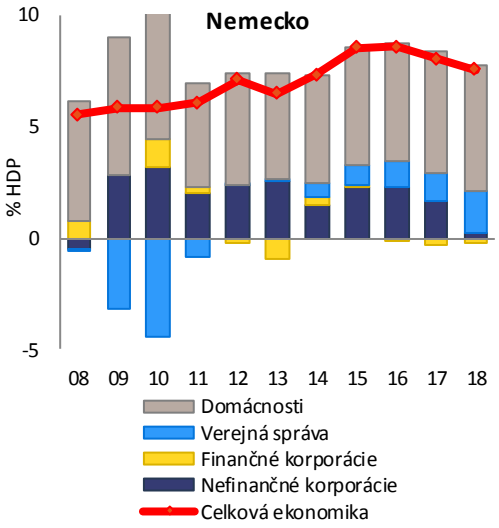
Zdroj: Eurostat a ECB

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy spojené s vonkajším prebytkom a vysokým dlhom domácností vrátane sektora bývania, ale riziká sa zdajú pod kontrolou. Komisia preto v tejto fáze nevykoná v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Nemecko: Komisia dospela vo februári 2019 k záveru, že v Nemecku existujú *makroekonomické nerovnováhy* týkajúce sa najmä jeho vysokého prebytku bežného účtu, ktorý odráža utlmené investície v porovnaní s úsporami v súkromnom aj verejnom sektore. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne saldo bežného účtu, reálny efektívny výmenný kurz a verejný dlh.

Bežný účet naďalej vykazuje veľmi vysoký prebytok, hoci sa v roku 2018 mierne znížil. Keďže zahraničný obchod sa oslabil, dochádza k posunu smerom k rastu založenému na domácom dopyte. Na základe toho sa očakáva, že sa prebytok bežného účtu bude naďalej zmenšovať, ale zostane na vysokej úrovni a spôsobí ďalšie zvýšenie už beztak vysokej čistej

Graf A5: ***Čisté poskytnuté/prijaté pôžičky podľa sektora***



Zdroj: Eurostat

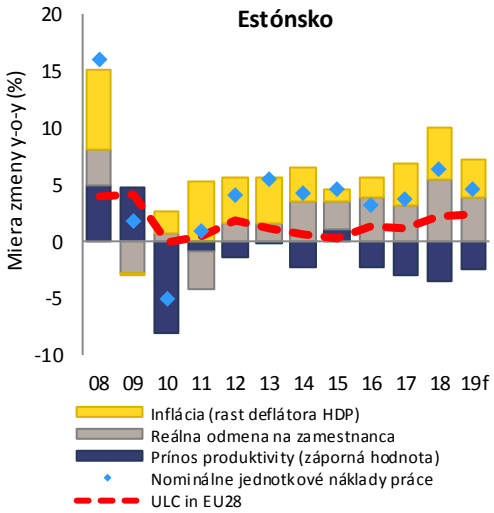
medzinárodnej investičnej pozície. Nedostatky v raste produktivity prispeli k zvýšeniu jednotkových nákladov práce a reálny efektívny výmenný kurz sa naďalej posilňoval. Rast nominálnych miezd sa urýchlil, a to aj z dôvodu účinkov jednorazových politických opatrení v kontexte napätého trhu práce, pričom sa očakáva jeho zmiernenie v krátkodobom horizonte. Rast vývozu sa v roku 2018 výrazne spomalil, čo sprevádzali obmedzené zníženia podielov na vývoznom trhu na ročnom základe. Pozornosť si zasluhuje rast reálnych cien obytných nehnuteľností a stavebných nákladov, a to aj pokiaľ ide o regionálne rozdiely v cenách a dostupnosti obytných nehnuteľností. Investície do obytných nehnuteľností naďalej rastú, ale stále zaostávajú za potrebami v oblasti bývania v metropolitných oblastiach. Úverový rast sa postupne posilňuje. Verejný dlh sa naďalej znižoval a očakáva sa, že do roku 2019 klesne pod prahovú hodnotu 60 % HDP. Súčasne ďalej trvá značné oneskorenie verejných investícií, aj keď počas niekoľkých rokov už došlo k ich zvýšeniu. Celková nezamestnanosť, ako aj nezamestnanosť mladých ľudí a dlhodobá nezamestnanosť sú historicky veľmi nízke, aj keď sa zlepšovanie situácie na trhu práce zastavilo.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa pretrvávajúceho prebytku úspor nad investíciami, ktorý sa odráža vo vysokom, ale postupne sa znižujúcom, prebytku bežného účtu, čo zdôrazňuje potrebu pokračovať v obnove rovnováhy. Komisia preto aj vzhľadom na zistenie nerovnováh vo februári považuje za užitočné ďalej skúmať pretrvávanie nerovnováh alebo ich odstraňovanie.

Estónsko: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli v Estónsku zistené *žiadne makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne reálny efektívny výmenný kurz a nominálny rast jednotkových nákladov práce.

Saldo bežného účtu vykazuje stabilný prebytok, zatiaľ čo záporná čistá medzinárodná investičná pozícia sa zlepšila. Reálny efektívny nárast výmenného kurzu v roku 2018 posunul tento ukazovateľ nad prahovú hodnotu. Rast jednotkových nákladov práce sa ďalej zrýchlil vďaka domácim cenovým a mzdovým tlakom, najmä vo verejnom sektore, v čom sa odzrkadlil aj napätý trh práce. Došlo k miernemu kumulatívnemu nárastu podielov na vývoznom trhu. Úvery verejného a súkromného sektora a úrovne dlhu sú pomerne nízke. Okrem toho dlh súkromného sektora naďalej klesá, čo je odzrkadlením zostávajúcej dynamiky znižovania pákového efektu. Rast reálnych cien obytných nehnuteľností sa spomalil a dosiahol miernejšie úrovne. Napätá situácia na trhu práce sa odráža v pomerne nízkej miere nezamestnanosti a veľmi vysokej miere ekonomickej aktivity obyvateľstva z pohľadu EÚ.

Graf A6: ***Rozdelenie jednotkových nákladov práce***

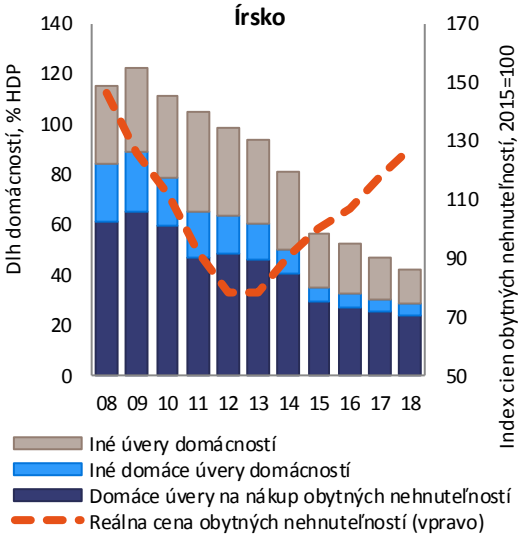


Zdroj: útvary Komisie

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa nominálnych jednotkových nákladov práce a reálneho efektívneho výmenného kurzu, riziká sa však zdajú pod kontrolou. Komisia preto v tejto fáze nevykoná v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Írsko: Komisia dospela vo februári 2019 k záveru, že v Írsku existujú *makroekonomické nerovnováhy* zahŕňajúce najmä slabé miesta spôsobené veľkými objemami verejného a súkromného dlhu a čistých zahraničných záväzkov. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia, súkromný dlh, verejný dlh, ako aj rast reálnych cien obytných nehnuteľností.

Graf A7: ***Dlh domácností a index cien obytných nehnuteľností***



Zdroj: Eurostat a ECB

Bežný účet sa v roku 2017 vyvíjal tak, že z zhruba vyrovnanej pozície v roku 2017 sa v roku 2018 dosiahol značný prebytok. Tento veľký výkyv je najmä odzrkadlením činnosti nadnárodných firiem. Upravené opatrenie salda bežného účtu, ktoré lepšie odráža domácu hospodársku činnosť, naznačuje v roku 2018 nižší prebytok. Čistá medzinárodná investičná pozícia zostáva naďalej veľmi záporná, a to aj v dôsledku činností nadnárodných spoločností a veľkého finančného daňového raja s obmedzenými prepojeniami na domáce hospodárstvo. V dôsledku silného hospodárskeho rastu pomer verejného dlhu k HDP klesá, ale úroveň dlhu zostáva vysoká. Súkromný dlh je stále veľmi vysoký, hoci naďalej klesá. Domácnosti pokračovali v znižovaní svojho dlhu a írske banky znížili svoje expozície voči domácim spoločnostiam, čo naznačuje pokračujúce znižovanie pákového efektu podnikov. Hoci rast reálnych cien obytných nehnuteľností pokračoval aj v roku 2018, počas roka sa výrazne spomalil. Cenová dostupnosť obytných nehnuteľností však zostáva problémom. Pomer nesplácaných úverov v posledných rokoch stabilne klesá a banky sú dobre kapitalizované, ale úrovne tvorby rezerv sú pomerne nízke. Ziskovosť bánk, hoci je stále nevýrazná, sa postupne zlepšuje. Nezamestnanosť sa znižuje a blíži sa k úrovniam pred krízou.

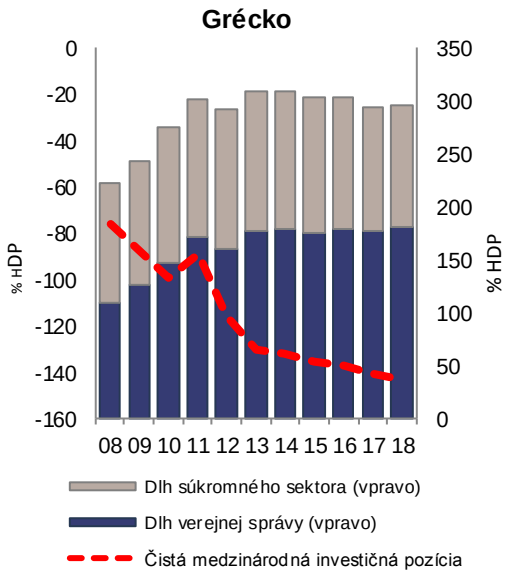
Celkovo ekonomické závery hodnotiacej tabuľky poukazujú na problémy súvisiace s volatilitou zahraničnej pozície a so stavom súkromného a verejného dlhu, ako aj s trhom s obytnými nehnuteľnosťami. Komisia preto aj vzhľadom na zistenie nerovnováh vo februári považuje za vhodné ďalej skúmať pretrvávanie nerovnováh alebo ich odstraňovanie.

Grécko: Komisia dospela vo februári 2019 k záveru, že v Grécku existujú *nadmerné makroekonomické nerovnováhy* zahŕňajúce najmä vysokú zadlženosť verejnej správy, negatívnu zahraničnú pozíciu a vysoký podiel nesplácaných úverov v kontexte vysokej, hoci klesajúcej, nezamestnanosti a nízkeho potenciálneho rastu. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia, hrubý verejný dlh, ako aj miera nezamestnanosti.

Hlboko negatívna pozícia Grécka v oblasti vonkajších aktív vo veľkej miere pozostáva z čistých dlhov, najmä z vonkajšieho verejného dlhu, kde sú veriteľmi väčšinou subjekty oficiálneho sektora a kde platia veľmi výhodné podmienky. Mierny rast nominálneho HDP a negatívny zostatok bežného účtu, ktorý sa v roku 2018 zväčšil, bránia veľkému objemu čistých vonkajších záväzkov prispôsobiť sa rýchlejším tempom. Nominálne jednotkové náklady práce zaznamenali v roku 2018 v kontexte plošného rastu produktivity práce pozitívny rast. Nárast miezd viedol k ďalšiemu zvýšeniu reálneho efektívneho

výmenného kurzu, zatiaľ čo v roku 2018 došlo druhý rok po sebe k ďalšiemu nárastu podielov na vývoznom trhu. Verejný dlh je veľmi vysoký, hoci sa v nasledujúcich rokoch očakáva jeho postupné zníženie, pričom jeho udržateľnosť sa opiera o opatrenia na odpustenie dlhu, na ktorých sa európski partneri dohodli v roku 2018. Reálne ceny obytných nehnuteľností v roku 2018 začali po desaťročí poklesu cien stúpať. Úverový rast v súkromnom sektore je negatívny, keďže znižovanie pákového efektu pokračuje, pričom sa odstraňuje vysoký objem nesplácaných úverov. Nezamestnanosť klesá, ale zostáva veľmi vysoká, a to najmä dlhodobá nezamestnanosť a nezamestnanosť mladých ľudí.

Graf A8: ***Čistá medzinárodná investičná pozícia, súkromný dlh a verejný dlh***

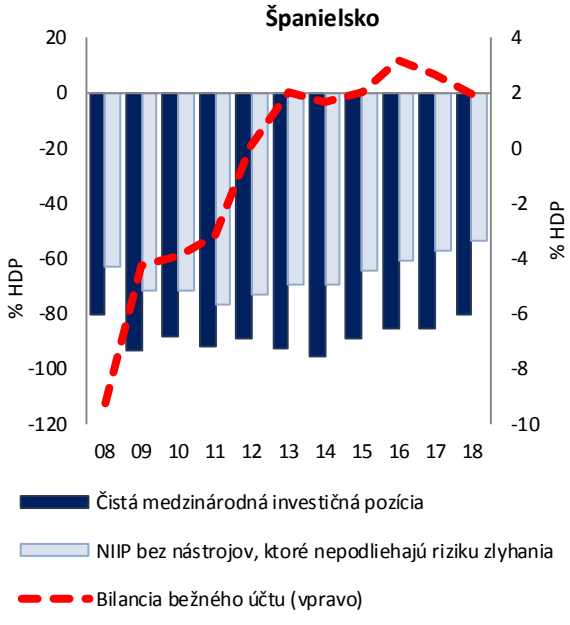


Zdroj: Eurostat

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy spojené s vysokým verejným dlhom, negatívnou medzinárodnou investičnou pozíciou a vysokým objemom nesplácaných úverov v kontexte vysokej nezamestnanosti, nízkeho rastu produktivity a nízkej investičnej činnosti. Komisia preto aj vzhľadom na zistenie nadmerných nerovnováh vo februári považuje za užitočné ďalej skúmať pretrvávanie makroekonomických rizík a sledovať napredovanie v odstraňovaní nadmerných nerovnováh.

Španielsko: Vo februári 2019 Komisia dospela k záveru, že v Španielsku existujú *makroekonomické nerovnováhy*, pokiaľ ide o riziká týkajúce sa vysokej úrovne zahraničného a vnútorného dlhu, a to súkromného aj verejného, v kontexte vysokej nezamestnanosti. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia, pomer verejného dlhu, súkromný dlh, miera nezamestnanosti, ako aj pokles miery ekonomickej aktivity obyvateľstva.

Graf A9: ***Čistá medzinárodná investičná pozícia a bilancia bežného účtu***



Zdroj: útvary Komisie

Na bežnom účte bol priebežne prebytok, aj keď v roku 2018 sa tento prebytok zúžil. Záporná čistá medzinárodná investičná pozícia sa naďalej zlepšuje, ale zostáva veľmi vysoká. Nominálne jednotkové náklady práce sa nepatrne zvýšili v kontexte takmer nulového rastu produktivity. Relatívne zvýšenie nákladovej konkurencieschopnosti je od krízy hlavným zdrojom nárastu konkurencieschopnosti. Napriek tomu, že v roku 2018 došlo k určitému oslabeniu, čiastočne v dôsledku prechodných faktorov, vývozy sa mierne zvýšili a podiely na vývoznom trhu zostali vo všeobecnosti stabilné. Počas roka 2018 dlh súkromného sektora naďalej klesal, no potreby v oblasti znižovania pákového efektu pretrvávajú. Pokles pomeru dlhu podnikov k HDP pokračoval, no v dôsledku mierne

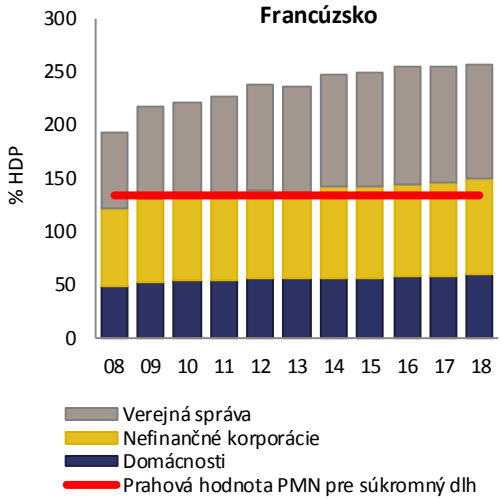
pozitívneho rastu nových úverov sa spomalil. Pokiaľ ide o domácnosti, dlh voči HDP sa naďalej znižoval, hoci v roku 2018 bol úverový rast pozitívny. Reálne ceny obytných nehnuteľností sa naďalej zvyšovali a zdá sa, že podhodnotenie sa blíži ku koncu. V posledných rokoch bol hlavnou hnacou silou znižovania deficitu verejných financií silný hospodársky rast, ale pretrvávajúce deficity naznačujú, že stále vysoký pomer verejného dlhu k HDP klesá len pomaly. Nezamestnanosť rýchlo klesá, je však veľmi vysoká a vyššia ako pred krízou, najmä medzi mladými ľuďmi a pracovníkmi bez kvalifikácie.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa vonkajšej udržateľnosti, súkromného a verejného dlhu v kontexte vysokej nezamestnanosti a slabého rastu produktivity. Komisia preto aj vzhľadom na zistenie nerovnováh vo februári považuje za vhodné ďalej skúmať pretrvávanie nerovnováh alebo ich odstraňovanie.

Francúzsko: Komisia dospela vo februári 2019 k záveru, že vo Francúzsku existujú *makroekonomické nerovnováhy* zahŕňajúce najmä vysoký verejný dlh a slabú dynamiku konkurencieschopnosti v kontexte nízkeho rastu produktivity. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne dlh verejnej správy a súkromného sektora.

Bežný účet vykazuje kontrolovaný a stabilný deficit, zatiaľ čo čistá medzinárodná investičná pozícia je mierne záporná. Podiely na vývoznom trhu zostali v roku 2018 stabilné na ročnom základe aj na základe päťročného ukazovateľa. Rast jednotkových nákladov práce bol obmedzený a pod priemerom eurozóny, hoci rast produktivity práce je nízky. Verejný dlh sa v roku 2018 stabilizoval na rekordne vysokej úrovni, čo potvrdilo, že fiškálny priestor na reagovanie na budúce otrasy je obmedzený. Súkromné úverové toky zostali pomerne dynamické, takže vysoký pomer dlhu súkromného sektora k HDP sa mierne zvýšil. Dlh nefinančných spoločností bol nad úrovňou navrhnutou podľa fundamentov, zatiaľ čo zadlženosť domácností bola viac pod kontrolou. Reálne ceny obytných nehnuteľností vzrástli v posledných rokoch miernym, ale stabilným tempom, a pretrvávajú známky potenciálneho nadhodnotenia. Zdá sa, že bankový sektor je odolný, ale kombinácia vysokého pomeru verejného a súkromného dlhu môže vyvolať riziká. Okrem toho prevládajúce nízke úrokové sadzby môžu mať vplyv na ziskovosť bánk. Miera nezamestnanosti sa ďalej znížila a v súčasnosti je pod prahovou hodnotou. Dlhodobá nezamestnanosť a nezamestnanosť mladých ľudí sa naďalej zlepšujú.

Graf A10: ***Dlh v jednotlivých hospodárskych sektoroch***



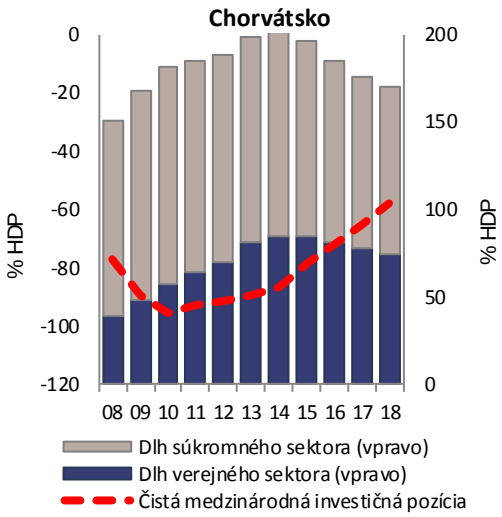
Zdroj: Eurostat

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa vysokej zadlženosti a slabej, hoci stabilizovanej, konkurencieschopnosti, a to v kontexte slabého rastu produktivity. Komisia preto aj vzhľadom na zistenie nerovnováh vo februári považuje za vhodné ďalej skúmať pretrvávanie nerovnováh alebo ich odstraňovanie.

Chorvátsko: Komisia dospela vo februári 2019 k záveru, že v Chorvátsku existujú *makroekonomické nerovnováhy* súvisiace s vysokými úrovňami verejného, súkromného a zahraničného dlhu v kontexte nízkeho potenciálneho rastu. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia, verejný dlh, miera nezamestnanosti a pokles miery ekonomickej aktivity obyvateľstva.

Záporná čistá medzinárodná investičná pozícia sa výrazne zúžila v súlade s pretrvávajúcimi prebytkami bežného účtu, zostáva však naďalej veľká. Rast jednotkových nákladov práce bol v roku 2018 pozitívny, pretože rast produktivity práce bol veľmi nízky. Od roku 2013 dochádza k neustálemu rastu, avšak čoraz menšiemu, podielov na vývoznom trhu. Verejný dlh je vysoký, ale má klesajúci trend podporovaný malými rozpočtovými prebytkami. Dlh domácností a podnikov naďalej klesá, avšak zostáva pomerne vysoký. Vo všeobecnosti je podstatná časť dlhu denominovaná v cudzej mene, čo predstavuje riziko výmenného kurzu. Zatiaľ čo tlmený úverový rast prispieva k zníženiu úrovne súkromného dlhu, zvýšené využívanie univerzálnych hotovostných úverov zo strany domácností vyvoláva obavy. Zároveň je finančný sektor zaťažený vysokými, hoci klesajúcimi, úrovňami nesplácaných úverov a určitou expozíciou v cudzej mene. Miera nezamestnanosti rýchlo klesá, ale zostáva pomerne vysoká. Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva je stále nízka, zatiaľ čo počet obyvateľov v produktívnom veku sa znižuje. Tento trend spolu s nízkym rastom produktivity, najmä pokiaľ ide o hospodárstvo, ktoré sa snaží dostihnúť ostatné krajiny, bráni potenciálnemu rastu.

Graf A11: ***NIIP, súkromný dlh a verejný dlh***



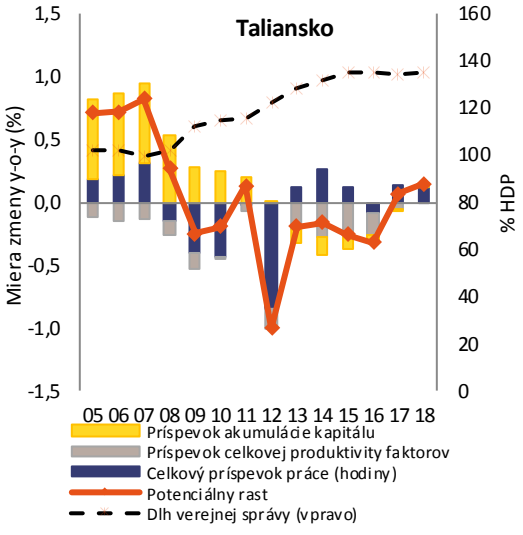
Zdroj: Eurostat

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa objemu vonkajších záväzkov, verejného a súkromného dlhu a vysokých nesplácaných úverov v kontexte pretrvávajúcej vysokej nezamestnanosti a nízkeho rastu produktivity. Komisia preto aj vzhľadom na zistenie nerovnováh vo februári považuje za vhodné ďalej skúmať pretrvávanie nerovnováh alebo ich odstraňovanie.

Taliansko: Komisia dospela vo februári 2019 k záveru, že v Taliansku existujú *nadmerné makroekonomické nerovnováhy* zahŕňajúce najmä riziká vyplývajúce z veľmi vysokého verejného dlhu a dlhotrvajúceho slabého rastu produktivity v kontexte pretrvávajúcej vysokej miery nesplácaných úverov a vysokej nezamestnanosti. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke stále prekračujú orientačnú prahovú hodnotu verejný dlh a miera nezamestnanosti.

Zahraničná pozícia je stabilná, pretože čistá medzinárodná investičná pozícia je takmer vyrovnaná a bežný účet vykazuje prebytok. Časť prebytku bežného účtu súvisí s tlmeným domácim dopytom

Graf A.12: ***Potenciálny rast a verejný dlh***



Zdroj: útvary Komisie

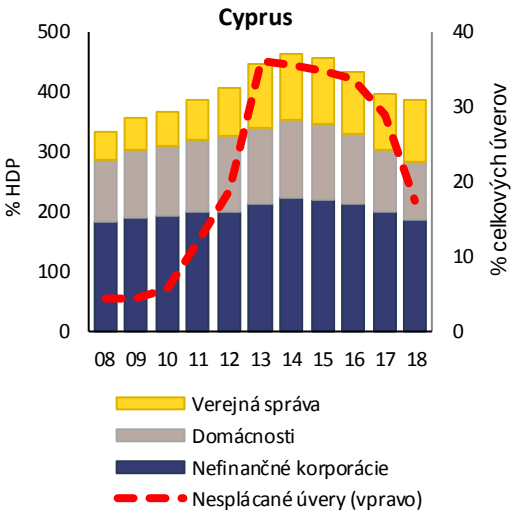
a nízkym rastom miezd. Stagnujúci rast produktivity vplýva na necenovú konkurencieschopnosť a potenciálny rast HDP, čo zase brzdí znižovanie pákového efektu v rámci verejného dlhu. Nízky rast produktivity je spôsobený nízkou mierou investícií a inovácií, málo priaznivým podnikateľským prostredím, finančnými obmedzeniami, nedostatkom vysokokvalifikovaných ľudí, ako aj sektorovými zmenami. Rast jednotkových nákladov práce je obmedzený a podiely na vývoznom trhu sú vo všeobecnosti stabilné. Pomer verejného dlhu k HDP sa v roku 2018 zvýšil a v dôsledku slabého hospodárskeho výhľadu a zhoršujúceho sa primárneho salda sa v roku 2019 zvýšilo riziko jeho ďalšieho rastu. Pozitívom je, že výnosy zo štátnych dlhopisov sa výrazne znížili. Ozdravenie súvah bánk značne pokročilo, keďže objem nesplácaných úverov sa znížil, ale poskytovanie úverov nefinančným spoločnostiam je aj naďalej slabé. Slabé miesta však pretrvávajú, a to najmä v prípade stredných a malých bánk, ktoré majú stále veľké objemy nesplácaných úverov, ktoré sú dedičstvom minulosti, a sú viac vystavené riziku štátneho dlhu než veľké banky. Nezamestnanosť a úrovne zamestnanosti sa vyvíjali priaznivo. Miera nezamestnanosti, najmä u mladých ľudí a dlhodobo nezamestnaných, však zostáva vysoká, zatiaľ čo účasť na trhu práce, najmä žien, je naďalej nízka, pričom existuje riziko pre budúcu zamestnateľnosť a rast.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa vysokej úrovne verejného dlhu, slabého rastu produktivity a výkonnosti trhu práce a zraniteľnosti bankového sektora, čo prispieva k nízkemu potenciálnemu rastu, ktorý následne brzdí znižovanie pákového efektu v rámci verejného dlhu. Komisia preto aj vzhľadom na zistenie nadmerných nerovnováh vo februári považuje za vhodné ďalej skúmať pretrvávanie makroekonomických rizík a sledovať napredovanie v odstraňovaní nadmerných nerovnováh.

Cyprus: Komisia dospela vo februári 2019 k záveru, že na Cypre existujú *nadmerné makroekonomické nerovnováhy* zahŕňajúce najmä veľmi vysoký podiel nesplácaných úverov, veľké objemy súkromných, verejných a zahraničných dlhov v kontexte stále pomerne vysokej nezamestnanosti a slabého potenciálneho rastu. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne saldo bežného účtu, čistá medzinárodná investičná pozícia, dlh súkromného sektora, dlh verejnej správy a miera nezamestnanosti.

Deficit bežného účtu zostal v roku 2018 výrazne negatívny, čo odráža silný domáci dopyt a negatívne úspory v domácnostiach. Dynamika bežného účtu nie je vhodná na zabezpečenie obozretnej čistej medzinárodnej investičnej pozície, a to aj keď sa zohľadní prítomnosť účelovo vytvorených subjektov. Rast jednotkových nákladov práce je pod kontrolou, zatiaľ čo podiely na vývoznom trhu sú v roku 2018 stabilné. Súkromný dlh patrí medzi najvyššie v EÚ tak v prípade domácností, ako aj v prípade podnikov, a úverové toky sú naďalej pozitívne. Pomer nesplácaných úverov v bankovom sektore v roku 2018 výrazne klesol, ale zostáva veľmi vysoký. Vplyv štátnej podpory pri predaji banky Cyprus Cooperative Bank v roku 2018 sa prejavil ako jednorazové zvýšenie verejného dlhu. Očakáva sa, že verejný dlh opäť začne klesať v dôsledku pokračujúcej podpornej fiškálnej výkonnosti. Nezamestnanosť klesá a očakáva sa, že tento pokles bude pokračovať v kontexte silného hospodárskeho rastu.

Graf A13: ***Dlh a nesplácané úvery***

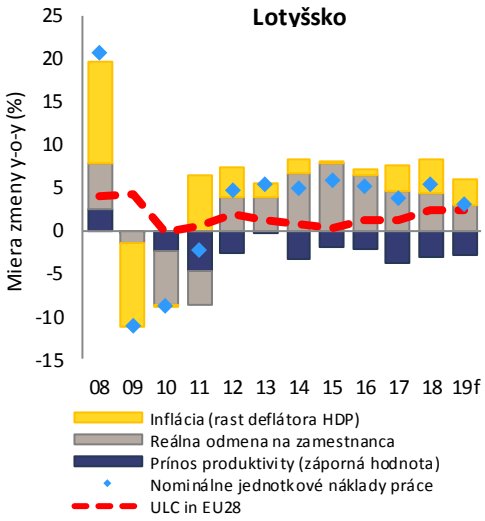


Zdroj: Eurostat a ECB

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa udržateľnosti zahraničného dlhu, verejného a súkromného dlhu a slabých miest vo finančnom sektore. Komisia preto aj vzhľadom na zistenie nadmerných nerovnováh vo februári považuje za užitočné ďalej skúmať pretrvávanie makroekonomických rizík a sledovať napredovanie v odstraňovaní nadmerných nerovnováh.

Lotyšsko: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli v Lotyšsku zistené *žiadne makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia, rast jednotkových nákladov práce a rast reálnych cien obytných nehnuteľností.

Graf A14: ***Rozdelenie jednotkových nákladov práce***



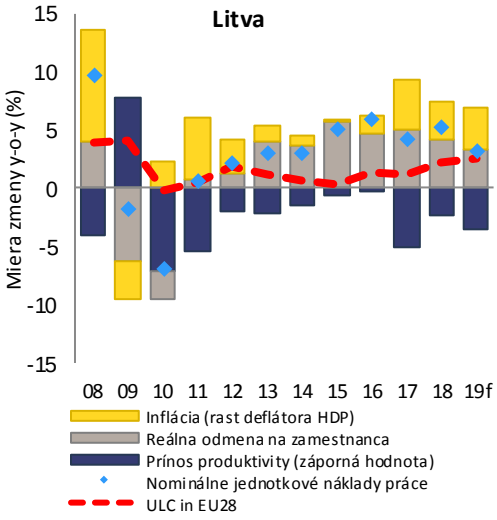
Zdroj: útvary Komisie

Bežný účet sa v roku 2018 opäť dostal späť do malého deficitu, ale záporná čistá medzinárodná investičná pozícia, v ktorej sa predovšetkým odzrkadľuje dlh verejných financií a priame zahraničné investície, sa naďalej pomerne rýchlo zlepšuje. Zdá sa, že ukazovatele nákladovej konkurencieschopnosti sa oslabujú, keďže reálny efektívny výmenný kurz a jednotkové náklady práce sa naďalej relatívne výrazne zvyšovali v dôsledku stabilného rastu miezd. Očakáva sa, že tlak na mzdy bude pretrvávať v dôsledku zmenšujúcej sa pracovnej sily. Rast podielu na vývoznom trhu sa medzičasom spomalil, ale kumulované zisky zostávajú pozitívne. Rast reálnych cien obytných nehnuteľností je dynamický a v roku 2018 sa do istej miery zrýchlil, čo si vyžaduje, aby sa pozornosť venovala tlakom na trhu s obytnými nehnuteľnosťami, aj keď ešte neexistujú žiadne jasné známky nadhodnotenia na domácom trhu. Znižovanie pákového efektu v rámci súkromného dlhu pokračuje, keďže úverový rast zostáva utlmený, zatiaľ čo verejný dlh je nízky a mierny. Na strane trhu práce sa nezamestnanosť naďalej pohybuje smerom nadol a miera ekonomickej aktivity obyvateľstva sa stále zvyšuje.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa tlakov na ponuku pracovnej sily a nákladovej konkurencieschopnosti, riziká sa však zdajú pod kontrolou. Komisia v tejto fáze nebude v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe vykonávať ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Litva: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli v Litve zistené *žiadne makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne reálny výmenný kurz a rast nominálnych jednotkových nákladov práce.

Graf A15: ***Rozdelenie jednotkových nákladov práce***



Zdroj: útvary Komisie

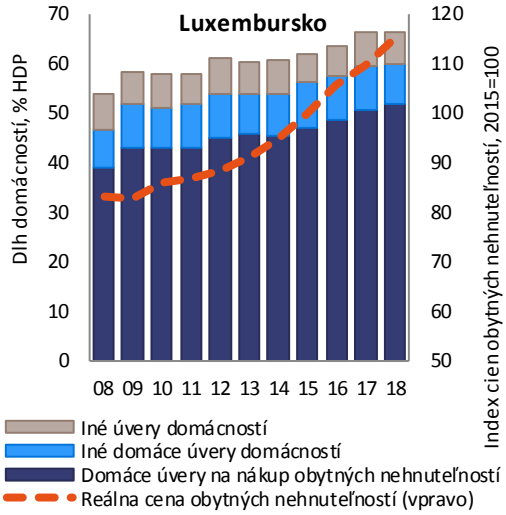
Bežný účet je vo všeobecnosti v rovnováhe, zatiaľ čo čistá medzinárodná investičná pozícia, v ktorej sa odráža najmä dlh verejných financií a PZI, sa naďalej zlepšuje a v súčasnosti je v rámci prahovej hodnoty. Jednotkové náklady práce sa naďalej zvyšovali v pomerne vysokej miere, čo je dôsledkom vysokého

rastu miezd, ktorý odráža napätý trh práce, a niektorých regulačných zmien vrátane relatívne rýchleho zvýšenia minimálnych miezd od roku 2016. Popri tom sa reálny efektívny výmenný kurz v roku 2018 pohyboval nad prahovou hodnotou. Riziká sa však zdajú zmiernené, pretože rast nominálnych miezd sa zmierňuje, zatiaľ čo rast produktivity zostáva zdravý. Nárasty podielov na vývoznom trhu pokračujú dobrým tempom. Úrovne verejného a súkromného dlhu sú aj naďalej pomerne nízke a stabilné, pri pozitívnom úverovom raste. Rast reálnych cien obytných nehnuteľností bol výrazný, ale zostáva v rámci prahovej hodnoty hodnotiacej tabuľky. Nezamestnanosť je naďalej nízka.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa nákladovej konkurencieschopnosti, ale riziká sa v tejto fáze zdajú pod kontrolou. Komisia v tejto fáze nebude v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe vykonávať ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Luxembursko: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli v Luxembursku zistené *žiadne makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačnú prahovú hodnotu dlh súkromného sektora.

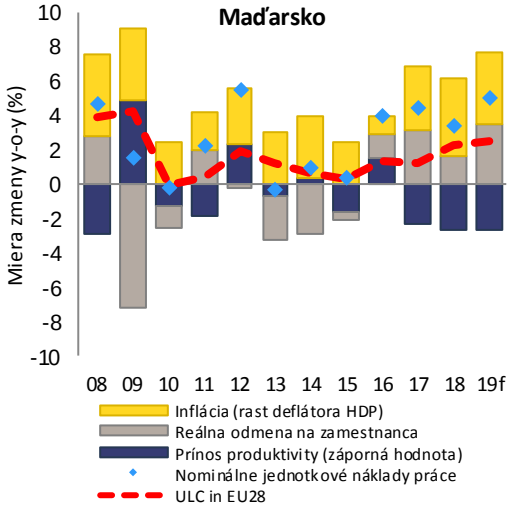
Graf A16: ***Dlh domácností a index cien obytných nehnuteľností***



Zdroj: Eurostat a ECB

Vonkajšia pozícia je charakterizovaná celkovo stabilnými prebytkami bežného účtu a kladnou čistou medzinárodnou investičnou pozíciou. Kumulované zisky podielov na vývoznom trhu sa zúžili, zatiaľ čo rast jednotkových nákladov práce bol pomerne silný. Reálne ceny obytných nehnuteľností počas mnohých posledných rokov pomerne rýchlo rástli a zasluhujú si zvýšenú pozornosť. Rast cien obytných nehnuteľností je podporovaný dynamickým trhom práce v spojení so značnými čistými migračnými tokmi a priaznivými podmienkami financovania, zatiaľ čo ponuka zostala relatívne obmedzená. Vysoká zadlženosť podnikov väčšinou súvisí s cezhraničnými vnútropodnikovými úvermi. Dlh domácností, ktorým je väčšinou hypotekárny dlh, dosiahol relatívne vysoké úrovne odzrkadľujúce zvýšenie cien obytných nehnuteľností. Riziká pre finančnú stabilitu zmierňuje spoľahlivosť bankového sektora. Okrem toho je trh práce robustný a vytvára silné pracovné miesta, s nezamestnanosťou stabilizovanou na pomerne nízkej úrovni. Verejný dlh zostáva aj naďalej veľmi nízky.

Graf A17: ***Rozdelenie jednotkových nákladov práce***



Zdroj: útvary Komisie

Celkovo ekonomické závery poukazujú najmä na problémy týkajúce sa zvyšovania cien obytných nehnuteľností a dlhu domácností, hoci riziká sa v tejto fáze zdajú pod kontrolou. Komisia preto v tejto fáze nebude v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe vykonávať ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Maďarsko: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli v Maďarsku identifikované *žiadne makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačnú prahovú niekoľko ukazovateľov, a to čistá

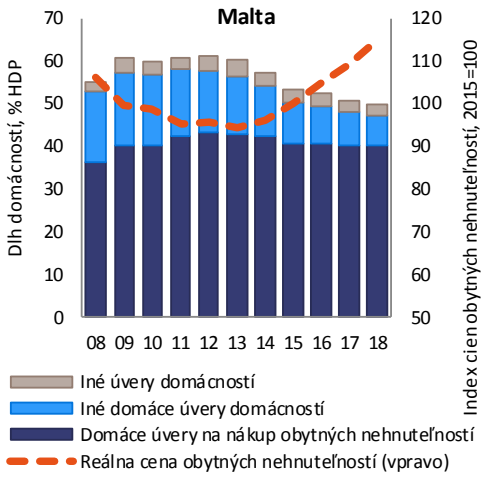
medzinárodná investičná pozícia, rast nominálnych jednotkových nákladov práce, rast reálnych cien obytných nehnuteľností a dlh verejnej správy.

Záporná čistá medzinárodná investičná pozícia vykazuje trvalé zlepšenie, ale prebytok bežného účtu sa znižuje v dôsledku silného rastu dovozu. Pozornosť si vyžadujú riziká vyplývajúce z tlakov v súvislosti s domácim dopytom. Rast jednotkových nákladov práce bol veľmi dynamický, pričom rast produktivity zaostáva za výrazným nárastom miezd spôsobeným napätým trhom práce a administratívnymi opatreniami. Zhodnotenie reálneho efektívneho výmenného kurzu sa doteraz zmiernilo postupným nominálnym znehodnotením meny. Dočasné narušenia v automobilovom priemysle a jeho hodnotovom reťazci však v posledných rokoch spomalili rast podielu na vývoznom trhu a značný význam tohto sektora môže v dlhodobom horizonte predstavovať riziko. Reálne ceny obytných nehnuteľností naďalej rýchlo rástli. Objemy nových úverov sa zvyšujú, ale súkromný dlh ako percento HDP sa aj naďalej znižuje vďaka postupnej amortizácii v minulosti akumulovaných objemov. Dlh verejných financií klesá len pomaly v dôsledku procyklickej fiškálnej pozície v ostatných rokoch. Nezamestnanosť sa v roku 2018 ďalej znižovala, keďže trh práce zostáva napätý.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa jednotkových nákladov práce, trhu s obytnými nehnuteľnosťami a možných rizík v súvislosti s expozíciou v prípade automobilového priemyslu. Krátkodobé riziká sa však zdajú pod kontrolou. Komisia bude ďalej monitorovať situáciu, avšak v tejto fáze nepovažuje za potrebné vykonávať v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Malta: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli na Malte zistené *žiadne makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty ukazovateľ prebytku bežného účtu.

Graf A18: ***Dlh domácností a index cien obytných nehnuteľností***



Zdroj: Eurostat a ECB

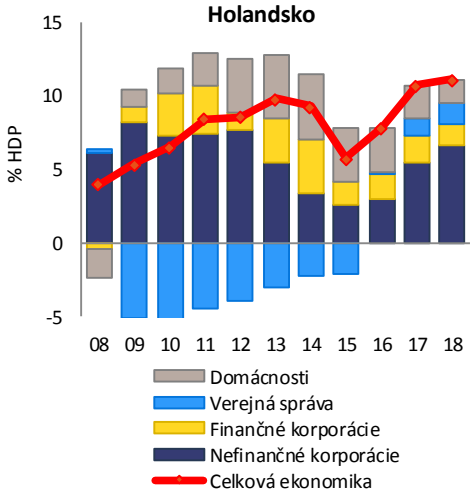
Prebytok bežného účtu zostal v roku 2018 veľmi zvýšený, podobne ako v roku 2017. Čistá medzinárodná investičná pozícia nepatrne klesla, ale stále je veľmi pozitívna, čo odráža prítomnosť medzinárodne orientovaného finančného sektora a činnosti v oblasti online hier. Hlavným faktorom pokračujúceho utlmeného nominálneho rastu jednotkových nákladov práce je mierny vývoj miezd. Reálny efektívny výmenný kurz sa mierne posilnil. Dlh súkromného sektora sa v roku 2018 naďalej znižoval, najmä vďaka silnému rastu nominálneho HDP. Zatiaľ čo úverový tok do nefinančného sektora sa rozširuje, úvery pre domácnosti boli do roku 2018 vo všeobecnosti stabilné. Pomer verejného dlhu k HDP naďalej klesal. Stabilný nárast cien obytných nehnuteľností sa v roku 2018 mierne zrýchlil, zatiaľ však neexistujú pretrvávajúce známky nadhodnotenia. Záväzky finančného sektora sa v roku 2018 znížili a vzhľadom na existujúce kapitálové rezervy sa nevyskytli žiadne zjavné znaky nestability v bankovom sektore. Trh práce naďalej funguje dobre, pričom nezamestnanosť vrátane dlhodobej nezamestnanosti sa znižuje a miera ekonomickej aktivity obyvateľstva sa zvyšuje.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na veľmi zvýšený zostatok bežného účtu a relatívne dynamický rast cien obytných nehnuteľností, hoci riziká sa v tejto fáze zdajú pod kontrolou. Celkovo Komisia v tejto fáze nepovažuje za potrebné vykonávať v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Holandsko: Komisia dospela vo februári 2019 k záveru, že v Holandsku existujú *makroekonomické nerovnováhy* zahŕňajúce najmä vysoký objem súkromného dlhu a vysoký prebytok bežného účtu. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne saldo bežného účtu, dlh súkromného sektora a rast reálnych cien obytných nehnuteľností.

Prebytok bežného účtu je veľmi vysoký a zostáva výrazne nad prahovou hodnotou hodnotiacej tabuľky. Všetky hospodárske odvetvia – domácnosti, verejná správa a podnikateľské subjekty – prispievajú k prebytku. K zvýšeniu v ostatných rokoch došlo najmä v dôsledku nefinančných korporácií, s prebytkom úspor súvisiacim s relatívne vysokou ziskovosťou podnikov a pomerne nízkou mierou domácich investícií. Rast jednotkových nákladov práce je pod kontrolou, keďže sa zrýchlil rast miezd, ktorý ale zostáva mierny, a to pri zastavenom raste produktivity. Súkromný dlh ako podiel na HDP sa naďalej postupne znižuje, ale zostáva výrazne nad prahovou hodnotou hodnotiacej tabuľky. Vysoká úroveň podnikového dlhu je zásadne ovplyvnená vnútroskupinovými dlhmi nadnárodných spoločností. Najmä dlh domácností je veľmi vysoký a súvisí najmä s výhodnými daňovým režimom v súvislosti s hypotékami na obytné nehnuteľnosti obývané vlastníkmi a neoptimálne fungujúcim trhom s nájomným bývaním. Zatiaľ čo dlh domácností ako podiel na HDP má klesajúcu tendenciu, v roku 2018 naďalej rástol nominálny dlh, keďže silné oživenie trhu s obytnými nehnuteľnosťami sa ďalej zrýchľovalo. V dôsledku toho sa rast reálnych cien obytných nehnuteľností v roku 2018 zvýšil a dosiahol úroveň, ktorá presahuje prahovú hodnotu hodnotiacej tabuľky. Pomer dlhu verejnej správy k HDP je relatívne nízky a klesá. Nezamestnanosť sa znížila aj vďaka výraznému rastu zamestnanosti.

Graf A19: ***Čisté pôžičky poskytnuté/prijaté podľa sektora***



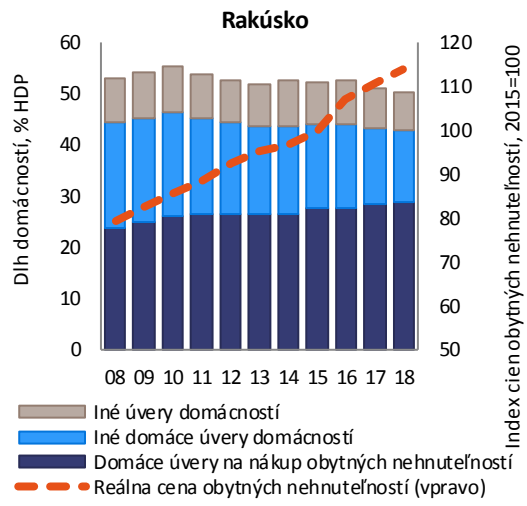
Zdroj: Eurostat

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa vysokého dlhu domácností, ktorý zase súvisí s trhom s obytnými nehnuteľnosťami a veľkým prebytkom domácich úspor. Komisia preto aj vzhľadom na zistenie nerovnováh vo februári považuje za vhodné ďalej skúmať pretrvávanie nerovnováh alebo ich odstraňovanie.

Rakúsko: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli v Rakúsku zistené *žiadne makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačnú prahovú hodnotu ukazovateľ verejného dlhu.

Prebytok bežného účtu zostal v roku 2018 mierny a vo všeobecnosti stabilný a čistá medzinárodná investičná pozícia bola nepatrne pozitívna. Došlo k určitému nárastu podielov na vývoznom trhu. Jednotkové náklady práce sa zvýšili, keďže mzdy rástli výraznejšie než produktivita práce, ale zostali celkovo relatívne pod kontrolou. Reálne ceny obytných nehnuteľností ďalej rástli, ale tento rast sa ďalej spomalil. Hoci si to

Graf A20: ***Dlh domácností a index cien obytných nehnuteľností***



Zdroj: Eurostat a ECB

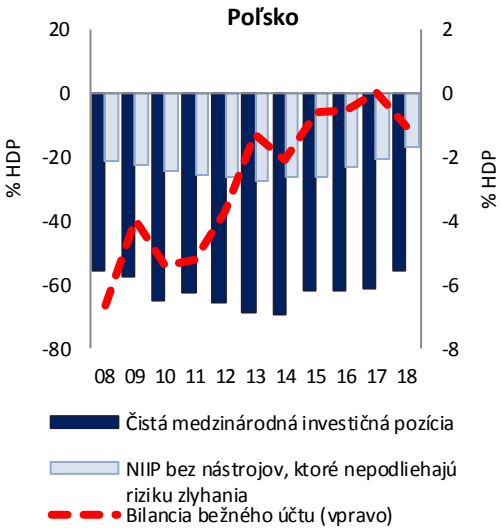
vyžaduje monitorovanie, zvýšenie cien sa nezdá ovplyvnené úvermi. Medzičasom sa ďalej znižuje miera zadlženosti podnikov aj domácností. Aj verejný dlh sa v dôsledku silného hospodárskeho rastu a prebiehajúcej likvidácie aktív znárodnených finančných inštitúcií naďalej znižoval. Situácia v bankovom sektore sa ďalej zlepšovala aj v súvislosti s oživením v susedných krajinách. V týchto priaznivých hospodárskych podmienkach a vzhľadom na silný rast zamestnanosti sa miera nezamestnanosti výrazne znížila.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa sektora obytných nehnuteľností, riziká sa však zdajú pod kontrolou. Komisia preto v tejto fáze nepovažuje za potrebné vykonávať v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Poľsko: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli v Poľsku zistené *žiadne makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke je čistá medzinárodná investičná pozícia vyššia ako orientačná prahová hodnota.

Saldo bežného účtu sa v roku 2017 zmenilo z malého prebytku na mierny deficit v roku 2018, zatiaľ čo záporná čistá medzinárodná investičná pozícia sa viditeľne zúžila, zostáva však nad prahovou hodnotou. Slabé miesta vo vzťahu k zahraničiu sú aj naďalej obmedzené, keďže veľkú časť zahraničných záväzkov predstavujú priame zahraničné investície. V roku 2018 sa zaznamenalo ďalšie zvýšenie podielov na vývoznom trhu. Nominálne jednotkové náklady práce sa zvýšili miernym tempom, keďže výrazné zvýšenie miezd bolo vyvážené výrazným rastom produktivity. Rast cien obytných nehnuteľností sa v roku 2018 posilnil a zostal tesne pod prahovou hodnotou. Pomer dlhu súkromného sektora k HDP je v roku 2018 vo všeobecnosti stabilný. Dlh verejnej správy meraný ako percento HDP ďalej klesal z už relatívne nízkych úrovní v dôsledku rýchleho rastu nominálneho HDP a nízkeho celkového deficitu. Bankový sektor je pomerne dobre kapitalizovaný, likvidný a ziskový, hoci slabé miesto v podobe síce klesajúceho, ale stále značného objemu úverov denominovaných v cudzej mene, pretrváva. Priaznivá situácia na trhu práce pokračovala, čo viedlo k ďalšiemu poklesu miery nezamestnanosti na veľmi nízku úroveň.

Graf A21: ***Čistá medzinárodná investičná pozícia a bilancia bežného účtu***



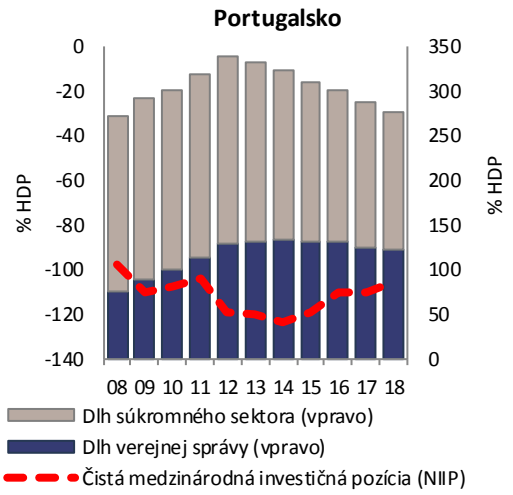
Zdroj: útvary Komisie

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa čistej medzinárodnej investičnej pozície, riziká sú však obmedzené. Komisia preto v tejto fáze nepovažuje za potrebné vykonávať v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Portugalsko: Komisia dospela vo februári 2019 k záveru, že v Portugalsku existujú *makroekonomické nerovnováhy* zahŕňajúce najmä vysoký objem zahraničných záväzkov, verejný a súkromný dlh a vysoký podiel nesplácaných úverov v kontexte slabého rastu produktivity. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia, verejný dlh, súkromný dlh a rast reálnych cien obytných nehnuteľností.

Zahraničná pozícia je zraniteľná, keďže čistá medzinárodná investičná pozícia je výrazne záporná a tempo úprav je veľmi pomalé, zatiaľ čo saldo bežného účtu sa zhoršilo. Cenová konkurencieschopnosť sa v posledných rokoch mierne zhoršila v dôsledku zvýšenia jednotkových nákladov práce, zatiaľ čo vývozcovia naďalej získavajú podiely na trhu, hoci pomalším tempom. Produktivita práce je aj naďalej nízka a predpokladá sa, že v nadchádzajúcich rokoch sa zlepší len nepatrne, čo bráni dobiehaniu hospodárstiev vyspelejších krajín eurozóny. Znižovanie zadlženosti súkromného sektora pokračuje, aj keď úrovne dlhu sú relatívne vysoké v prípade podnikov aj domácností. Napriek tomu, že verejný dlh je stále veľmi vysoký, predpokladá sa, že si ponechá postupne klesajúcu tendenciu. Bankový sektor sa stáva odolnejším, hoci objem nesplácaných úverov zostáva problémom bez ohľadu na jeho značný pokles v rokoch 2017 a 2018. Ceny obytných nehnuteľností naďalej výrazne rastú a zvyšujú sa, najmä v segmentoch trhu ovplyvnených činnosťami súvisiacimi s cestovným ruchom. Objem hypoték je však vo všeobecnosti stabilný a stavebná činnosť postupne dobieha úroveň dopytu. Trh práce sa naďalej zlepšoval a miera nezamestnanosti sa v súčasnosti nachádza pod prahovou hodnotou.

Graf A22: ***NIIP, Súkromný dlh a verejný dlh***



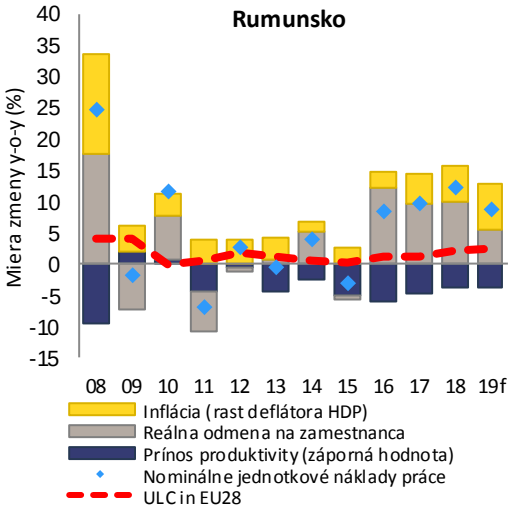
Zdroj: Eurostat

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa nerovnováh v objemových premenných, najmä pokiaľ ide o zahraničný, verejný a súkromný dlh, slabé miesta v bankovom sektore a nízky rast produktivity. Komisia preto aj vzhľadom na zistenie nerovnováh vo februári považuje za vhodné ďalej skúmať pretrvávanie nerovnováh alebo ich odstraňovanie.

Rumunsko: Komisia dospela vo februári 2019 k záveru, že v Rumunsku existujú *makroekonomické nerovnováhy* zahŕňajúce najmä riziko strát nákladovej konkurencieschopnosti, pokračujúce zhoršovanie zahraničnej pozície a riziká pre finančnú stabilitu. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračujú prahovú hodnotu dva ukazovatele, a to konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia a rast nominálnych jednotkových nákladov práce.

Veľký deficit bežného účtu sa v roku 2018 naďalej rozširoval, poháňaný vysokým dovozom a spomaľujúcim sa rastom vývozu. Záporná čistá medzinárodná investičná pozícia, ktorá pozostáva prevažne z priamych zahraničných investícií, sa v roku 2018 zlepšila v dôsledku silného rastu

Graf A23: ***Rozdelenie jednotkových nákladov práce***



Zdroj: útvary Komisie

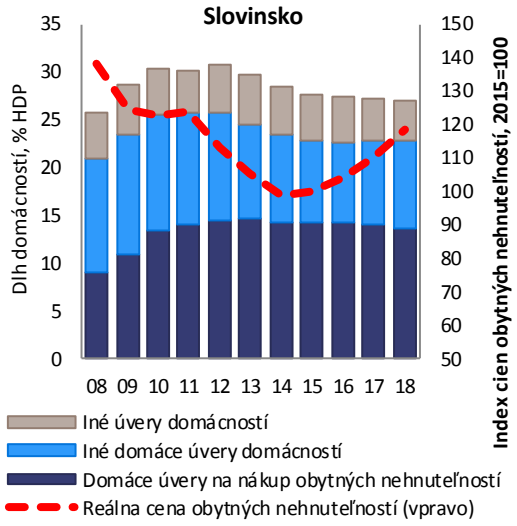
nominálneho HDP. Vývoz pokračoval v roku 2018 dobre, s ďalším nárastom podielov na vývoznom trhu. Rast jednotkových nákladov práce v roku 2018 prudko akceleroval v dôsledku silného rastu miezd, najmä vo verejnom sektore. Z predchádzajúcich dôkazov vyplýva, že rast miezd vo verejnom sektore sa pravdepodobne rozšíri aj do súkromného sektora, čo by mohlo vyvolať stratu nákladovej konkurencieschopnosti. Súkromný dlh je nízky a naďalej klesá, zatiaľ čo rast úverov pre súkromný sektor je utlmený. Podnikateľské prostredie je ovplyvnené častými a nepredvídateľnými legislatívnymi zmenami, ktoré sa často prijímajú bez posúdenia vplyvu alebo konzultácií so zainteresovanými stranami. Verejný dlh ako percento HDP je relatívne nízky, ale už sa neznižuje. Na trhu s nehnuteľnosťami sa rast reálnych cien obytných nehnuteľností v roku 2018 naďalej spomaľoval a zostáva mierny. Banky sú dobre kapitalizované a likvidné. Zdá sa, že riziká pre finančnú stabilitu vyplývajúce z minulých právnych predpisov zoslabili, hoci politika a legislatívna nestabilita naďalej vyvoláva znepokojenie. Klesajúca miera nezamestnanosti v roku 2018 odráža pokračujúce prehrievanie na trhu práce, zatiaľ čo miera ekonomickej aktivity obyvateľstva, hoci na veľmi nízkych úrovniach, sa naďalej zlepšovala.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa výrazne rastúcich jednotkových nákladov práce a zhoršujúcej sa zahraničnej pozície. Komisia preto aj vzhľadom na zistenie nerovnováh vo februári považuje za vhodné ďalej skúmať pretrvávanie nerovnováh alebo ich odstraňovanie.

Slovinsko: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej rovnováhe neboli v Slovinsku zistené *žiadne makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne dlh verejného sektora a rast cien obytných nehnuteľností.

Bežný účet naďalej vykazuje silný prebytok, ktorý prispieva k ďalšiemu zúženiu zápornej čistej medzinárodnej investičnej pozície. Zvyšovanie miezd bolo pomerne nízke a produktivita práce sa zlepšila, čo viedlo k zníženiu rastu jednotkových nákladov práce, zatiaľ čo rast podielov na vývoznom trhu pokračoval. Dlh súkromného sektora je relatívne nízky a klesá. Rast úverov v súkromnom sektore v roku 2017 dosiahol pozitívne hodnoty, ale zostáva nevýrazný. Investície sú pod priemerom EÚ, najmä pokiaľ ide o výstavbu obytných domov. Rast cien obytných nehnuteľností je naďalej vysoký v kontexte nedostatku ponuky, čo si zasluhuje pozornosť. Hoci pomer verejného dlhu k HDP je vysoký, má jednoznačne klesajúcu tendenciu. Predpokladané náklady súvisiace so starnutím obyvateľstva vytvárajú tlak na fiškálnu udržateľnosť v strednodobom a dlhodobom horizonte. Bankový sektor je stabilný a podiel nesplácaných úverov naďalej klesá. Pokiaľ ide o trh práce, nezamestnanosť naďalej klesá, pričom miera ekonomickej aktivity obyvateľstva historicky najvyššiu úroveň.

Graf A24: ***Dlh domácností a index cien obytných nehnuteľností***

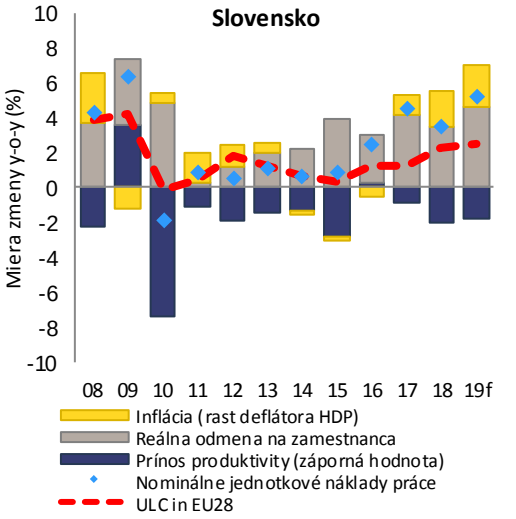


Zdroj: Eurostat a ECB

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa najmä fiškálnej udržateľnosti a rastu cien obytných nehnuteľností, hoci riziká sa v tejto fáze zdajú pod kontrolou. Komisia preto v tejto fáze nepovažuje za potrebné vykonávať v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Slovensko: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej rovnováhe neboli na Slovensku zistené *žiadne makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačnú prahovú hodnotu niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia a nominálne jednotkové náklady práce.

Graf A25: ***Rozdelenie jednotkových nákladov práce***



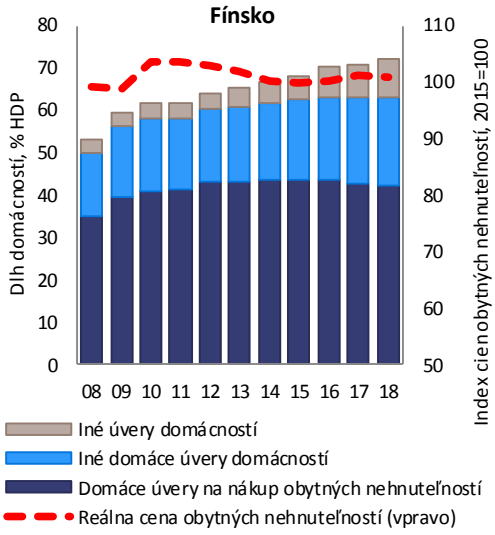
Zdroj: útvary Komisie

Deficit bežného účtu sa v roku 2018 mierne zvýšil, ale zostáva mierny. Čistá medzinárodná investičná pozícia je výrazne záporná, ale stabilná, zatiaľ čo riziká sú obmedzené vzhľadom na vysoký stav priamych zahraničných investícií v tuzemsku, ktorý vyplýva z rozširujúceho sa automobilového priemyslu a finančného sektora. Dočasné narušenia v automobilovom priemysle a veľká úloha tohto sektora však môžu v dlhodobom horizonte predstavovať riziko. Podiely na vývoznom trhu vykázali určité nárasty a reálny efektívny výmenný kurz sa po rokoch umiernenosti trochu posilnil. Rast nominálnych jednotkových nákladov práce sa výrazne zrýchlil v dôsledku silného rastu miezd v kontexte veľmi napätého trhu práce a výrazného nedostatku pracovných síl, takže v súčasnosti prekračuje prahovú hodnotu. Ceny obytných nehnuteľností sa v roku 2018 výrazne zvýšili, hoci nadhodnotenie ešte nie je zjavné. Stabilný trh s obytnými nehnuteľnosťami prispel k neustálemu zvyšovaniu dlhu domácností, aj keď z pomerne nízkych úrovní. Bankový sektor, ktorý je do značnej miery v zahraničnom vlastníctve, je dobre kapitalizovaný. Ďalšie zníženie celkovej miery nezamestnanosti a miery dlhodobej nezamestnanosti sprevádzalo zvýšenie miery účasti na trhu práce.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na potenciálne problémy týkajúce sa vonkajšej udržateľnosti, domáceho mzdového tlaku a možných rizík v súvislosti v prípade automobilového priemyslu. Krátkodobé riziká sa však zdajú pod kontrolou. Komisia preto v tejto fáze nebude v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe vykonávať ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Fínsko: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli vo Fínsku zistené *žiadne makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne dlh súkromného sektora a zmena celkových záväzkov finančného sektora.

Graf A26: ***Dlh domácností a index cien obytných nehnuteľností***



Zdroj: Eurostat a ECB

Deficit bežného účtu sa v roku 2018 zvýšil, keďže obchodná bilancia sa vrátila k záporným hodnotám, pričom čistá medzinárodná investičná pozícia je vyvážená. Podiely na vývoznom trhu sa obnovili tretí rok za sebou, v dôsledku čoho sa znížili kumulované straty. Jednotkové náklady práce zaznamenali v roku 2018 pozitívny rast a reálny efektívny výmenný kurz sa mierne zhodnotil, ale vývoj je celkovo pod kontrolou. Dlh verejných financií sa ďalej znižoval, keďže rast HDP prevýšil rast dlhu, a teraz sa nachádza pod prahovou hodnotou. Súkromný dlh zostáva vysoký, ale pomaly klesá.

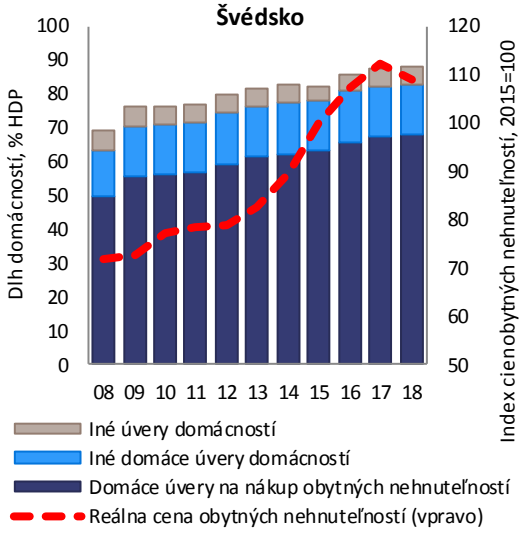
Priaznivé úverové podmienky a nízke úrokové sadzby naďalej podporujú súkromný úverový rast, hoci v roku 2018 rast úverov klesol. Pomer dlhu domácností k HDP je relatívne vysoký a zostáva na miernej vzostupnej trase. Reálne ceny obytných nehnuteľností boli v roku 2018 stabilné, Útlm rastu hypoték a klesajúci počet nových stavebných povolení znižujú riziká pre udržateľnosť dlhu domácností. Finančný sektor je dobre kapitalizovaný, čo obmedzuje riziká pre finančnú stabilitu. Veľké zvýšenie celkových aktív a pasív bankového sektora na konci roka 2018 je odrazom toho, že sa jedna z bánk presťahovala svoju centrálu zo Švédska do Fínska. Hoci zamestnanosť aj nezamestnanosť sa v roku 2018 výrazne zlepšili, ďalšie zlepšenie bude pravdepodobne pomalšie. Miera dlhodobej nezamestnanosti a nezamestnanosti mladých ľudí sa v roku 2018 znížila.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na pretrvávajúce problémy týkajúce sa dlhu súkromného sektora, riziká však zostávajú pod kontrolou. Celkovo Komisia v tejto fáze nepovažuje za potrebné vykonávať v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Švédsko: Komisia dospela vo februári 2019 k záveru, že vo Švédsku existujú *makroekonomické nerovnováhy* zahŕňajúce najmä nadhodnotenú úroveň cien obytných nehnuteľností spojenú s pokračujúcim nárastom dlhu domácností. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne dlh súkromného sektora a podiely na vývoznom trhu.

Trend znižovania prebytku bežného účtu pokračoval aj v roku 2018, zatiaľ čo čistá medzinárodná investičná pozícia sa zvýšila a v súčasnosti je jednoznačne na pozitívnom území. Straty podielu na vývoznom trhu v roku 2018 vzrástli a ukazovateľ je v súčasnosti nad prahovou hodnotou. Rast nominálnych jednotkových nákladov práce sa zrýchlil, zatiaľ čo reálny efektívny výmenný kurz sa v dôsledku oslabenia švédskej koruny oslabil. Dlh súkromného sektora je vysoký, s tým, že hlavnou hnacou silou je dlh domácností súvisiaci s hypotékami. V roku 2018 sa dlh domácností mierne zvýšil. Ceny obytných nehnuteľností na konci roka 2017 klesli, ale ich úroveň sa v roku 2018 nezmenila, čo predstavuje celkový negatívny rast v roku 2018 na ročnom základe, pričom ceny sú celkovo veľmi vysoké, so známkami nadhodnotenia. Ceny obytných nehnuteľností a zadlženosť domácností naznačujú riziká v oblasti makroekonomickej stability, pričom ich rast podporuje priaznivé daňové zaobchádzanie v prípade kúpy obytnej nehnuteľnosti, veľmi nízke úrokové sadzby hypotekárnych úverov a osobitné vlastnosti trhu s hypotekárnymi úvermi, ako aj obmedzenia na strane ponuky, ktoré predstavujú riziká pre makroekonomickú stabilitu. Zdá sa, že riziká v bankovom systéme sú pod kontrolou, keďže kvalita aktív a ziskovosť zostávajú vysoké a financie domácností sú vo všeobecnosti silné, a to pri sprísnení makroprudenciálnej politiky. V roku 2018 sa trh práce ďalej zlepšil a nezamestnanosť klesla, najnovší vývoj však naznačuje oslabenie.

Graf A27: ***Dlh domácností a index cien obytných nehnuteľností***



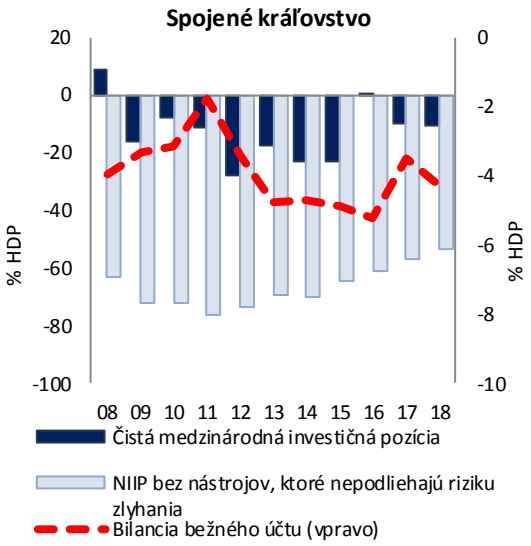
Zdroj: Eurostat a ECB

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa vysokého súkromného dlhu a sektora obytných nehnuteľností. Komisia preto aj vzhľadom na zistenie nerovnováh vo februári považuje za vhodné ďalej skúmať pretrvávanie nerovnováh alebo ich odstraňovanie.

Spojené kráľovstvo: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli v Spojenom kráľovstve zistené *žiadne makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne deficit bežného účtu, reálny efektívny výmenný kurz, dlh súkromného sektora a verejný dlh.

V roku 2018 došlo k zvýšeniu už vysokého deficitu bežného účtu, čo vedie k rozsiahlym potrebám vonkajšieho financovania. Vysoký deficit v obchode s tovarom a menšie deficity v oblasti transferov a investičných príjmov boli len čiastočne kompenzované prebytkom v obchode so službami. Napriek pretrvávajúcim vonkajším deficitom je čistá medzinárodná investičná pozícia takmer vyrovnaná, čomu tiež pomohlo oslabenie libry v roku 2016. Čistá obchodná reakcia na oslabovanie reálneho efektívneho výmenného kurzu a súvisiaca zlepšená cenová konkurencieschopnosť však bola neuspokojivá a nedávno došlo k stratám podielov na vývoznom trhu. Pomer dlhu súkromného sektora k HDP po období mierneho znižovania pákového efektu po kríze stúpol na vysokú úroveň. Najmä dlh domácností zostáva vysoký a naďalej si zasluhuje dôkladné monitorovanie. Reálne ceny obytných nehnuteľností sa stabilizovali, hoci na vysokej úrovni. Verejný dlh je vysoký a vo všeobecnosti stabilný. Silný rast zamestnanosti bol naďalej sprevádzaný nízkou nezamestnanosťou, ale investície a produktivita práce sú slabé.

Graf A28: ***Čistá medzinárodná investičná pozícia a bilancia bežného účtu***



Zdroj: útvary Komisie

Celkovo ekonomické závery poukazujú na niektoré problémy týkajúce sa zahraničnej pozície hospodárstva a súkromného dlhu. Zdá sa, že tieto problémy predstavujú v krátkodobom horizonte len obmedzené riziká pre stabilitu. Celkovo Komisia v tejto fáze nepovažuje za potrebné vykonávať v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Tabuľka 1.1: Hodnotiaca tabuľka PMN 2018

	Vonkajšie nerovnováhy a konkurencieschopnosť					Vnútorné nerovnováhy						Ukazovatele zamestnanosti¹		
Rok 2018	**Saldo bežného účtu – % HDP** (3-ročný priemer)	**Čistá medzinárodná investičná pozícia** (% HDP)	**Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP** (3-ročná % zmena)	**Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu** (5-ročná % zmena)	**Index nominálnych jednotkových nákladov práce (2010=100)** (3-ročná % zmena)	**Index cien obytných nehnuteľností (2015=100), deflovaný** (1-ročná % zmena)	**Tok úverov v súkromnom sektore, konsolidovaný** (% HDP)	**Dlh súkromného sektora, konsolidovaný** (% HDP)	**Hrubý dlh verejnej správy** (% HDP)	**Miera nezamestnanosti** (3-ročný priemer)	**Celkové záväzky finančného sektora, nekonsolidované** (1-ročná % zmena)	**Miera aktivity – % celkovej populácie vo veku 15 – 64 rokov** (3-ročná zmena v perc. b.)	**Miera dlhodobej nezamestnanosti – % aktívnej populácie vo veku 15 – 74 rokov** (3-ročná zmena v perc. b.)	**Miera nezamestnanosti mladých – % aktívneh populácie vo veku 16 –24 rokov** (3-ročná zmena v perc. b.)
Prahy	-4/6 %	-35 %	±5 % (EZ) ±11 % (Mimo EZ)	-6 %	9 % (EZ) 12 % (Mimo EZ)	6 %	14 %	133 %	60 %	10 %	16.5 %	-0.2 pp	0.5 pp	2 pp
BE	0.3	41,3	6.9	-1.5	3.7	1.0	0.8	178.5	100.0	7.0b	-2.9	1.0	-1.5	-6.3
BG	4.0	-35.2	3.9	13.4	18.3p	4.5	3.9	95.0	22.3	6.3	6.8	2.2	-2.6	-8.9
CZ	1.2	-23.5	11.0	11.9	13.5	6.1p	5.3	70.7	32.6	3.0	7.4	2.6	-1.7	-5.9
DK	7.5	48.5	2.6	-1.5	4.0	3.5	2.4	199.4	34.2	5.6	-4.7	0.9	-0.6	-1.6
DE	8.0	62.0	5.3	3.1	5.6	5.1	6.6	102.4	61.9	3.8	2.0	1.0	-0.6	-1.0
EE	2.1	-27.7	7.7	0.8	14.3	2.1	3.7	101.5	8.4	6.0	6.9	2.4	-1.1	-1.2
IE	2.3	-165.0	2.3	77.4	-2.8	8.3	-7.8	223.2	63.6	7.0	5.1	0.8	-3.2	-6.4
EL	-2.2	-143.3	3.6	6.9	1.4p	1.3e	-1.1p	115.3p	181.2	21.5	-5.0	0.4	-4.6	-9.9
ES	2.6	-80.4	4.1	4.6	0.7p	5.3	0.4p	133.5p	97.6	17.4	-2.2	-0.6	-5.0	-14.0
FR	-0.6	-16.4	4.5	-0.2	2.4p	1.5	7.9p	148.9p	98.4	9.5	1.6	0.6	-0.8	-4.0
HR	2.4	-57.9	4.2	22.9	-2.4d	4.6	2.3p	94.0p	74.8	10.9	4.6	-0.6	-6.8	-18.9
IT	2.6	-4.7	3.3	0.3	2.7	-1.6	1.6	107.0	134.8	11.2	-0.1	1.6	-0.7	-8.1
CY	-4.6	-120.8	1.8	16.6	-0.4p	0.2	8.4p	282.6p	100.6	10.8	0.3	1.1	-4.1	-12.6
LV	0.6	-49.0	4.9	8.6	14.7	6.6	-0.2	70.3	36.4	8.6	-3.0	2.0	-1.4	-4.1
LT	-0.1	-31.0	6.4	3.5	16.5	4.6	4.3	56.4	34.1	7.1	8.2	3.2	-1.9	-5.2
LU	4.9	59.8	3.3	10.7	7.9	4.9	-0.5	306.5	21.0	5.8	-2.0	0.2b	-0.5	-2.5
HU	2.1	-52.0	2.0	8.4	12.4	10.9	4.3	69.3	70.2	4.3	-9.2	3.3	-1.7	-7.1
MT	8.9	62.7	4.9	24.0	3.2	5.1p	7.5	129.8	45.8	4.1	2.3	5.9	-1.3	-2.5
NL	9.9	70.7	3.2	1.7	3.0p	7.4	4.5p	241.6p	52.4	4.9	-3.3p	0.7	-1.6	-4.1
AT	2.2	3.7	4.8	3.9	4.7	2.5	3.9	121.0	74.0	5.5	1.7	1.3	-0.3	-1.2
PL	-0.5	-55.8	0.1	25.8	8.1p	4.9	3.4	76.1	48.9	5.0	3.0	2.0	-2.0	-9.1
PT	0.9	-105.6	3.1	9.4	5.3p	8.9	-0.1p	154.3p	122.2	9.1	0.7	1.7	-4.1	-11.7
RO	-3.3	-44.1	-0.7	23.7	33.6p	1.8	1.9p	47.8p	35.0	5.0	3.3	1.7	-1.2	-5.5
SI	5.5	-18.9	2.0	20.4	6.1	7.4	1.3	72.8	70.4	6.6	4.1	3.2	-2.5	-7.5
SK	-2.4	-68.1	2.5	3.2	10.9	5.0	2.0	90.9	49.4	8.1	8.9e	1.5	-3.6	-11.6
FI	-1.4	-2.0	3.0	-3.0	-2.6	-0.2	1.6	142.1	59.0	8.3	19.9	2.1	-0.7	-5.4
SE	2.8	10.3	-4.0	-6.3	7.4	-3.0	9.0	200.0	38.8	6.6	-2.9	1.2	-0.3	-3.6
UK	-4.3	-10.5	-13.0	-3.8	7.8	0.7	5.3	169.1	85.9	4.4	-0.6	1.0	-0.5	-3.3

Zvýraznené čísla dosahujú prahovú hodnotu alebo ju prekračujú. Údaje:b:prerušenie radu. d:definícia sa odlišuje. e:odhady. p:dočasné.

1) Ukazovatele zamestnanosti – pozri stranu 2 správy mechanizmu varovania 2016. 2) Index cien obytných nehnuteľností = odhad národnej centrálnej banky pre EL. 3) Nominálné jednotkové náklady práce HR, d: údaje o zamestnanosti používajú národnú a nie domácu koncepciu. 4) Miera nezamestnanosti BE: revízia v metodike prieskumu. 5) celkové záväzky finančného sektora SK, deriváty sú založené na odhadoch.

Zdroj: Európska komisia, Eurostat a Generálne riaditeľstvo pre hospodárske a finančné záležitosti (reálny efektívny výmenný kurz) a údaje MMF, globálny ekonomický výhľad (celosvetové objemy vývozu tovaru a služieb)

Tabuľka 2.1: Pomocné ukazovatele, 2018

Rok 2018	Reálny HDP (1-ročná % zmena)	Tvorba hrubého fixného kapitálu (% HDP)	Hrubé domáce náklady na výskum a vývoj (% HDP)	Bežný účet plus kapitálový účet (Čisté prijaté a poskytnuté pôžičky)	Čistá medzinárodná investičná pozícia okrem nástrojov bez rizika zlyhania (% HDP)	Priame zahraničné investície vo vykazujúcom hospodárstve – toky	Priame zahraničné investície vo vykazujúcom hospodárstve – objemy	Čistá obchodná bilancia energetických produktov (% HDP)	Reálny efektívny výmenný kurz – obchodní partneri v eurozóne (3-ročná % zmena)	Výkonnosť vývozu vo vzťahu k vyspelým ekonomikám (5-ročná % zmena)	Podmienky obchodu (5-ročná % zmena)	Podiel na svetovom vývoze v objemoch (1-ročná % zmena)	Produktivita práce (1-ročná % zmena)	Hrubé nesplácané úvery domácich a zahraničných subjektov (% hrubých úverov)	Vývoj jednotkových nákladov práce voči eurozóne (10-ročná % zmena)	Index cien obytných nehnuteľností (2015=100) – nominálny (3-ročná % zmena)	Bytová výstavba (% HDP)	Dlh domácností, konsolidovaný (vrátane nezisk. org. ktoré slúžia domácnostiam, % HDP	Konsolidovaná zadlženosť bánk, domácich a zahraničných subjektov (celkové aktíva/celkový vlastný kapitál)
BE	1.5	23.8	na	-1.0	36.6	-11.8	170.1	-3.5	2.8	-3.4	0.3	-2.2	0.1	2.3p	0.7	9.4p	5.8	60.9	13.1p
BG	3.1	18.8	0.8p	6.4	35.4	1.9	82.3	-3.4	-1.1	11.1	7.5	-1.7	3.2p	7.7p	43.3	24.0	2.7	23.4	7.5p
CZ	3.0	25.5	1.9p	0.6	28.3	3.5	77.5	-2.9	7.6	9.7	1.9	1.0	1.6	2.1p	5.0	30.0p	4.0	32.3	12.5p
DK	1.5	22.4	3.1p	7.1	11.0	0.3	55.5	-0.2	-1.8	-3.5	1.6	-3.0	-0.3	2.3p	-2.2	14.8	4.8	126.4	16.4p
DE	1.5	21.2	3.1e	7.4	44.7	2.7	44.7	-2.0	0.4	1.1	3.5	-1.3	0.2	1.4p	11.4	21.7	6.3	53.6	13.9p
EE	4.8	23.9	1.4p	3.4	25.7	3.8	92.7	-1.0	4.1	-1.3	4.3	0.9	3.5	1.3p	16.2	17.1	4.6	38.9	6.9p
IE	8.2	23.4	1.2	-5.8	-251.7	16.8	466.2	-1.4	-3.0	73.8	-0.5	7.0	4.8	5.5p	-42.0	31.4	2.4	41.7	6.7p
EL	1.9p	11.1p	1.2p	-2.6	-130.6	1.8	18.5	-2.4p	-1.5	4.7	3.6p	5.3p	0.2p	41.6p	-15.1	-1.9e	0.7p	56.5	11.5p
ES	2.4p	19.4p	na	2.4	-53.6	3.4	65.4	-2.1p	-0.2	2.5	-2.3p	-1.2p	0.1p	3.7p	-14.5	18.6	5.3p	59.0	13.6p
FR	1.7p	22.9p	na	-0.6	-33.0	2.2	45.8	-1.9p	-0.1	-2.2	2.8p	0.1p	0.7p	2.7p	-0.3	7.2	6.4p	60.0	15.3p
HR	2.6p	20.1p	na	3.3	-13.7	1.9	48.1	-3.2p	1.2	20.5	1.8p	4.0p	0.8d	7.3p	-15.5	11.1	na	34.2	7.5p
IT	0.8	17.7	na	2.6	-6.2	1.9	27.3	-2.3	-1.3	-1.7	6.0	-1.6	-0.1	8.4p	-1.2	-1.4	4.2	41.0	13.1p
CY	4.1p	19.1p	na	-3.8	-175.0	22.2	1890.1	-4.2p	-3.2	14.2	1.4p	1.2p	0.0p	20.2p	-9.7	4.4	5.8p	97.0	14.1p
LV	4.6	22.5	0.6p	1.1	-2.4	1.3	55.5	-3.4	1.3	6.5	5.0	0.6	3.0	5.3p	-4.4	29.3	2.2	20.8	7.8p
LT	3.6	20.5	0.9p	1.8	-2.7	2.7	43.4	-4.0	3.0	1.4	4.5	2.9	2.2	2.6p	7.9	23.2	2.7	22.9	10.4p
LU	3.1	16.8	na	6.1	-3523.8	-722.2	7466.2	-3.3	0.4	8.5	-0.2	-2.9	-0.6	0.8p	13.4	19.9	3.8	66.3	14.6p
HU	5.1	25.2	1.5	2.1	-4.2	-43.8	163.1	-3.8	-1.0	6.3	0.3	0.9	2.7	5.3p	9.1	45.5	3.0	18.0	9.4p
MT	6.8	19.0	0.6	12.3	248.0	32.2	1568.6	-8.5	0.3	21.5	2.0	-0.8	1.3	3.1p	4.5	17.5p	5.2	49.4	12.1p
NL	2.6p	20.3p	na	10.8	-14.0	-27.3	581.8	-1.5p	-0.8	-0.4	1.1p	0.3p	0.1p	1.9p	-1.8	23.6	4.8p	102.4p	16.1p
AT	2.4	23.9	3.2p	2.3	-5.0	0.9	67.4	-2.5	1.7	1.8	1.5	2.5	0.7	2.6p	4.7	19.6	4.5	49.6	11.4p
PL	5.1	18.2	1.2p	1.1	-16.9	2.8	47.8	-2.8	-3.0	23.2	3.8	3.6	4.8p	6.2p	-0.1	12.7	2.0	35.1	9.3p
PT	2.4p	17.6p	1.4p	1.4	-57.1	2.7	79.0	-2.5p	-0.3	7.2	4.8p	0.4p	0.1p	9.4p	-6.6	29.0	3.0p	66.9	11.0p
RO	4.0p	21.2p	na	-3.4	-3.9	3.1	44.0	-1.6p	-4.1	21.2	5.3p	2.0p	3.7p	5.3p	25.9	18.6	3.5p	16.0	9.3p
SI	4.1	19.2	2.0p	5.2	-1.9	2.8	39.1	-2.9	-0.4	18.0	2.6	3.2	0.9	6.0p	-0.3	22.5	2.1	27.0	8.2p
SK	4.0	21.2	0.8	-1.3	-16.5	2.4	69.2	-4.1	-0.4	1.1	-1.7	2.0	2.0	3.2p	3.9	21.3	3.4	42.1	9.5p
FI	1.7	23.7	2.8	-1.3	3.9	-1.9	48.9	-2.0	-1.4	-5.0	3.4	-1.2	-0.9	1.5p	1.9	2.9	7.3	65.4	16.1p
SE	2.3	25.9	3.3	1.7	-11.4	1.6	81.1	-1.3	-7.6	-8.2	-1.1	-0.3	0.4	1.0p	6.2	14.4	5.4	87.9	18.8p
UK	1.4	17.0	na	-4.5	4.9	1.3	83.9	-0.7	-16.2	-5.7	3.3	-4.3	0.2	1.2p	7.8	15.4	3.8	87.2	15.3p

Údaje: d:definícia sa odlišuje. e:odhady. p:dočasné.

1) Úradná lehota na odovzdanie údajov za rok 2018 týkajúcich sa hrubých domácich nákladov na výskum a vývoj bola 31. október 2019, avšak údaje boli získané 25. októbra 2019. 2) Index cien obytných nehnuteľností e = odhady národnej centrálnej banky pre EL. 3) Produktivita práce HR d: údaje o zamestnanosti používajú národnú a nie domácu koncepciu.

Zdroj: Európska komisia, Eurostat a Generálne riaditeľstvo pre hospodárske a finančné záležitosti (reálny efektívny výmenný kurz), Európska centrálna banka (konsolidovaná zadlženosť bánk a hrubé nesplácané úvery domácich a zahraničných subjektov) a údaje MMF, globálny ekonomický výhľad (celosvetové objemy vývozu tovaru a služieb)

Tabuľka 2.1 (pokračovanie): Pomocné ukazovatele, 2018

Rok 2018	Miera zamestnanosti (1-ročná % zmena)	Miera ekonomickej aktivity – % celkovej populácie vo veku 15 – 64 rokov (%)	Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívnej populácie vo veku 15 – 74 rokov (%)	Miera nezamestnanosti mladých – % ekonomicky aktívnej populácie vo veku 15 – 24 rokov	Mladí ľudia, ktorí nie sú zamestnaní ani sa nezúčastňujú na vzdelávaní alebo odbornej príprave – %		Ľudia ohrození chudobou alebo sociálnym vylúčením – % celkovej populácie		Ľudia ochrození chudobou po sociálnych transferoch – % celkovej populácie		Osoby trpiace silnou materiálnou depriváciou – % celkovej populácie		Osoby žijúce v domácnostiach s veľmi nízkou intenzitou práce – % celkovej populácie	
					%	3-ročná zmena v perc. b.	%	3-ročná zmena v perc. b.	%	3-ročná zmena v perc. b.	%	3-ročná zmena v perc. b.	%	3-ročná zmena v perc. b.
BE	1.4	68.6	2.9	15.8	9.2	-3.0	19.8	-1.3	16.4	1.5	4.9	-0.9	12.1	-2.8
BG	-0.1p	71.5	3.0	12.7	15.0	-4.3	32.8	-8.5	22.0	0.0	20.9	-13.3	9.0	-2.6
CZ	1.3	76.6	0.7	6.7	5.6	-1.9	12.2	-1.8	9.6	-0.1	2.8	-2.8	4.5	-2.3
DK	1.8	79.4	1.1	10.5	6.8	0.6	17.4	-0.3	12.7	0.5	3.4	-0.3	11.1	-0.5
DE	1.4	78.6	1.4	6.2	5.9	-0.3	18.7	-1.3	16.0	-0.7	3.1	-1.3	8.1	-1.7
EE	1.2	79.1	1.3	11.9	9.8	-1.0	24.4	0.2	21.9	0.3	3.8	-0.7	5.2	-1.4
IE	3.2	72.9	2.1	13.8	10.1	-4.2	na	na	na	na	na	na	na	na
EL	1.7p	68.2	13.6	39.9	14.1	-3.1	31.8	-3.9	18.5	-2.9	16.7	-5.5	14.6	-2.2
ES	2.2p	73.7	6.4	34.3	12.4	-3.2	26.1	-2.5	21.5	-0.6	5.4	-1.0	10.7	-4.7
FR	1.0p	71.9	3.8	20.7	11.1	-0.9	17.4	-0.3	13.4	-0.2	4.7	0.2	8.0	-0.6
HR	1.8d	66.3	3.4	23.4	13.6	-4.5	24.8	-4.3	19.3	-0.7	8.6	-5.1	11.2	-3.2
IT	0.9	65.6	6.2	32.2	19.2	-2.2	27.3	-1.4	20.3	0.4	8.5	-3.0	11.3	-0.4
CY	4.1p	75.0	2.7	20.2	13.2	-2.1	23.9	-5.0	15.4	-0.8	10.2	-5.2	8.6	-2.3
LV	1.6	77.7	3.1	12.2	7.8	-2.7	28.4	-2.5	23.3	0.8	9.5	-6.9	7.6	-0.2
LT	1.4	77.3	2.0	11.1	8.0	-1.2	28.3	-1.0	22.9	0.7	11.1	-2.8	9.0	-0.2
LU	3.7	71.1	1.4	14.1	5.3	-0.9b	21.9	3.4	18.3	3.0	1.3	-0.7	8.3	2.6
HU	2.4	71.9	1.4	10.2	10.7	-0.9b	19.6	-8.6	12.8	-2.1	10.1	-9.3	5.7	-3.7
MT	5.4	74.7	1.1	9.1	7.3	-3.2	19.0	-4.0	16.8	0.2	3.0	-5.5	5.5	-3.7
NL	2.5p	80.3	1.4	7.2	4.2	-0.5	16.7	0.3	13.3	1.7	2.4	-0.2	8.6	-1.6
AT	1.7	76.8	1.4	9.4	6.8	-0.7	17.5	-0.8	14.3	0.4	2.8	-0.8	7.3	-0.9
PL	0.3p	70.1	1.0	11.7	8.7b	-2.3b	18.9	-4.5	14.8	-2.8	4.7	-3.4	5.6	-1.3
PT	2.3p	75.1	3.1	20.3	8.4	-2.9	21.6	-5.0	17.3	-2.2	6.0	-3.6	7.2	-3.7
RO	0.2p	67.8	1.8	16.2	14.5	-3.6	32.5	-4.9	23.5	-1.9	16.8	-5.9	7.4	-0.5
SI	3.2	75.0	2.2	8.8	6.6	-2.9	16.2	-3.0	13.3	-1.0	3.7	-2.1	5.4	-2.0
SK	2.0	72.4	4.0	14.9	10.2	-3.5	na	na	na	na	na	na	na	na
FI	2.6	77.9	1.6	17.0	8.5	-2.1	16.5	-0.3	12.0	-0.4	2.8	0.6	10.8	0.0
SE	1.9	82.9	1.2	16.8	6.1	-0.6	18.0	-0.6	16.4	0.1	1.6	0.5	9.1	0.4
UK	1.2	77.9	1.1	11.3	10.4	-0.7	na	na	na	na	4.6p	-1.5p	na	na

Údaje: d:definícia sa odlišuje. e:odhady. p:dočasné.

1) Miera zamestnanosti HR, d: údaje o zamestnanosti používajú národnú a nie domácu koncepciu. 2) Mladí ľudia, ktorí nie sú zamestnaní ani sa nezúčastňujú na vzdelávaní alebo odbornej príprave PL: zmeny postupu váženia. 3) Úradná lehota na odovzdanie údajov za rok 2018 týkajúcich sa ukazovateľov príjmov a pracovných podmienok (EU-SILC) bola 30. októbra 2019, avšak údaje boli získané 25. októbra 2019.

Zdroj: Európska komisia, Eurostat