EVROPSKÁ
KOMISE

Ve Štrasburku dne 17.12.2019
COM(2019) 651 final

ZPRÁVA KOMISE

EVROPSKÉMU PARLAMENTU, RADĚ, EVROPSKÉ CENTRÁLNÍ BANCE A EVROPSKÉMU HOSPODÁŘSKÉMU A SOCIÁLNÍMU VÝBORU

Zpráva mechanismu varování 2020

(vypracovaná v souhladu s článkem 3 a 4 nařízení (EU) č. 1176/2011 o prevenci a nápravě makroekonomické nerovnováhy)

{SWD(2019) 630 final}

Zprávou mechanismu varování se zahajuje roční cyklus postupu při makroekonomické nerovnováze, který se zaměřuje na zjištění a řešení nerovnováhy, jež může „nepříznivě ovlivnit řádné fungování hospodářství členského státu nebo hospodářské a měnové unie nebo Unie jako celku“. (čl. 2 odst. 1 nařízení (EU) č. 1176/2011).[1]

Analýza zprávy mechanismu varování vychází z hospodářské analýzy srovnávacího přehledu vybraných ukazatelů, která je doplněna širším souborem pomocných ukazatelů, nástroji posouzení a dalšími relevantními informacemi, pomocí nichž se prověřuje, zda členské státy nevykazují potenciální ekonomické nerovnováhy vyžadující přijetí politických opatření. Ve zprávě mechanismu varování jsou uvedeny členské státy, u nichž je třeba provést analýzu a hloubkový přezkum, v jejichž rámci se posoudí, jak se makroekonomická rizika v těchto členských státech akumulují či zmenšují, a vyvodí se závěry ohledně existence nerovnováhy či nadměrné nerovnováhy. Komise vypracuje se zohledněním jednání o zprávě mechanismu varování s Evropským parlamentem, v Radě a v Euroskupině hloubkové přezkumy pro dotčené členské státy. V případě členských států, u nichž byly zjištěny nerovnováhy v předchozím kole hloubkových přezkumů, bude v souladu se zavedenou praxí každopádně vypracován nový hloubkový přezkum. Hloubkové přezkumy budou začleněny do zpráv o jednotlivých zemích. Následná zjištění se promítnou do doporučení pro jednotlivé země v rámci evropského semestru pro koordinaci hospodářských politik.

1. SHRNUTÍ

Tato zpráva zahajuje deváté roční kolo provádění postupu při makroekonomické nerovnováze.[2] Cílem tohoto postupu je identifikovat nerovnováhy, které brání hladkému fungování ekonomik členských států, hospodářské a měnové unie nebo Unie jako celku a dát podnět k nalezení vhodných politických řešení. Provádění postupu při makroekonomické nerovnováze je zakotveno v evropském semestru pro koordinaci hospodářských politik, aby byl zajištěn soulad s analýzami a doporučeními v rámci ostatních nástrojů ekonomického dohledu. Roční strategie pro udržitelný růst, přijímaná souběžně s touto zprávou, shrnuje hospodářskou a sociální situaci v Evropě a stanoví pro EU obecné politické priority.

Tato zpráva určuje, u kterých členských států by měl být proveden hloubkový přezkum, aby se posoudilo, zda jsou postiženy nerovnováhami, jež vyžadují přijetí politických opatření.[3] Zpráva mechanismu varování je tedy nástrojem pro kontrolu ekonomické nerovnováhy a zveřejňuje se na začátku každého ročního cyklu koordinace hospodářských politik. Analýza ve zprávě mechanismu varování se zakládá zejména na ekonomické interpretaci srovnávacího přehledu ukazatelů s orientačními hodnotami a doplňujícího souboru pomocných ukazatelů. Obsahuje v oddíle 2 rovněž analýzu důsledků nerovnováhy v členských státech pro celou eurozónu a dále zkoumá, do jaké míry si tyto důsledky s ohledem na vzájemnou provázanost eurozóny žádají koordinovaný přístup k přijímání

[1][V případě, že Spojené království opustí Unii na základě Dohody o vystoupení Spojeného království Velké Británie a Severního Irska z Evropské unie a Evropského společenství pro atomovou energii (dále jen „dohoda o vystoupení“, Úř. věst. C 384 I, 12.11.2019, s. 1), bude právo Unie na Spojené království a ve Spojeném království i nadále platit po dobu trvání přechodného období stanoveného dohodou o vystoupení.]

[2]Zprávu mechanismu varování doprovází *statistická příloha* s velkým množstvím statistických údajů, z nichž se při vypracovávání zprávy mimo jiné vycházelo.

[3]Viz článek 5 nařízení (EU) č. 1176/2011.

politických opatření.[4] V tomto konkrétním ohledu analýza obsažená v této zprávě doprovází posouzení uvedené v pracovním dokumentu útvarů Evropské komise „Analýza hospodářství eurozóny“, který je připojen k doporučení Komise pro doporučení Rady týkající se hospodářské politiky v eurozóně.

Analýza zprávy mechanismu varování je prováděna na pozadí měnícího se hospodářského výhledu, kdy dochází k oslabení hospodářského růstu a inflační očekávání byla revidována směrem dolů. Hospodářská prognóza Evropské komise z podzimu 2019 odhaduje růst reálného HDP v roce 2019 v EU ve výši 1,4 % a v eurozóně ve výši 1,1 %, což v porovnání s rokem 2018 znamená 2% zpomalení v EU a 1,9% zpomalení v eurozóně. Očekává se, že v roce 2020 vzroste HDP v EU o 1,4 % a v eurozóně o 1,2 %. Údaje od konce roku 2018 poukazují na ztrátu dynamiky, zejména pokud jde o čistý vývoz a výrobu. Zpomalení bylo obzvláště patrné ve velkých členských státech eurozóny, které jsou na obchodu závislé ve větší míře, což souvisí se zvýšenou nejistotou, pokud jde o prostředí obchodní politiky.[5] Inflační očekávání výrazně poklesla, což vedlo ve druhé polovině roku 2019 k opatřením měnových orgánů k potlačení počátečního zpomalení růstu hospodářské výkonnosti a cen. Výnosy z dluhopisů se snížily, zejména u dluhopisů s delší dobou splatnosti. I přes nedávné snížení celkové inflace a růstu produktivity od roku 2018 mírně posílil růst mezd v důsledku napjatější situace na trzích práce.

Stávající makroekonomická nerovnováha byla díky příznivým hospodářským podmínkám postupně napravována. V návaznosti na rozsáhlý proces snižování zadluženosti po skončení krize byla napravena řada případů nerovnováhy „toků“ a neudržitelných trendů (zejména velké schodky běžného účtu, nadměrný nárůst úvěrů způsobený cenami nemovitostí, vysoké jednotkové náklady práce, které znamenají ztrátu nákladové konkurenceschopnosti). Náprava slabých míst spojených s nerovnováhou stavu (vysoká úroveň soukromého, veřejného a zahraničního dluhu) začala později a pokročila pomaleji, ale poměr dluhu k HDP začal výrazněji klesat, došlo k hospodářskému růstu a v posledních letech opět začal růst cen. Nárůst hospodářské činnosti byl v nedávné době v řadě členských států provázen silným růstem jednotkových nákladů práce a cen bytových nemovitostí.

Měnící se výhled může znamenat pomalejší korekci stávající nerovnováhy nebo naplnění nových rizik, a to v situaci, kdy se prostor pro politická opatření k vyrovnání se s otřesy zmenšuje. Rizika nepříznivého hospodářského výhledu souvisejí zejména s napětím v oblasti obchodu a narušením globálních hodnotových řetězců, zpomalením na rozvíjejících se trzích větším než se očekávalo a zvýšením geopolitického napětí.[6] Očekává se, že nominální růst oslabí, což znamená méně příznivé prostředí pro snižování dluhu. Značné snížení úrokových sazeb snižuje náklady na dluh, ale rovněž přináší problémy spojené mimo jiné s oslabenými pobídkami ke snižování pákového efektu, případným podstupováním nadměrného rizika ve snaze o výnosy a sníženou rentabilitou finančních institucí v souvislosti s výnosovými křivkami[7]. Prostor pro měnovou politiku umožňující vyrovnání se s

[4] Ve zprávě „Dokončení hospodářské a měnové unie“ ze dne 22. června 2015 Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi a Martin Schulz navrhli, aby byla věnována větší pozornost nerovnováze v dimenzi eurozóny. Úloha vzájemné provázanosti a systémových důsledků nerovnováhy je uznána v nařízení (EU) č. 1176/2011, kde je nerovnováha vymezena odkazem k „makroekonomickému vývoji, který nepříznivě ovlivňuje, nebo má potenciál nepříznivě ovlivnit řádné fungování hospodářství členského státu nebo hospodářské a měnové unie nebo Unie jako celku“.

[5] Světový index nejistoty v oblasti obchodu ve velkých evropských ekonomikách i v jiných velkých hospodářských oblastech významně vzrostl. https://www.policyuncertainty.com/wui_quarterly.html

[6] Viz rovněž Mezinárodní měnový fond, světový ekonomický výhled, říjen 2019. Evropská komise (2019), Evropská hospodářská prognóza, podzim 2019, Institutional Paper 115, listopad 2019.

[7] Viz též Banka pro mezinárodní platby, výroční hospodářská zpráva, červen 2019 a Mezinárodní měnový fond, zpráva o globální finanční stabilitě, duben 2019.

politickými otřesy se zmenšuje a možnosti zmírnění otřesů pomocí soukromých a veřejných úspor se v rámci EU značně liší a u významného počtu členských států jsou omezeny vysokou mírou zadlužení.

Z horizontální analýzy obsažené ve zprávě mechanismu varování lze vyvodit několik závěrů:

- **Salda běžného účtu v roce 2018 v celé EU mírně klesla, zatímco schodky jsou i nadále výjimkou, velké přebytky přetrvávají.** Až na několik výjimek vykazují v současnosti země, které dříve zaznamenaly vysoké přebytky, víceméně vyrovnané běžné účty, zatímco některé členské státy měly i nadále velké přetrvávající přebytky nad úroveň, která by byla odůvodněna základními ukazateli. Zpomalení obchodu, odolná domácí poptávka a rostoucí ceny ropy snížily salda běžného účtu ve všech oblastech.

- **Čisté investiční pozice vůči zahraničí se zlepšují rychlejším tempem, ale v řadě členských států přetrvává vysoká úroveň vnějších závazků.** Obezřetné saldo běžného účtu a pokračující nominální růst v posledních letech podpořily snížení poměru vnějších finančních závazků k HDP. Čisté investiční pozice vůči zahraničí u čistých dlužníků se zlepšily rychleji než dříve, a to rovněž z důvodu pozitivních účinků oceňování, které však nemusí přetrvávat. V řadě zemí EU zůstávají čisté investiční pozice vůči zahraničí z velké části záporné a existuje riziko, že některé z posledních výsledků běžného účtu nebudou k zajištění odpovídajícího tempa obnovování vnější rovnováhy postačující. Velcí čistí věřitelé zároveň v důsledku vysokých přebytků běžného účtu zaznamenávají stále pozitivnější čisté investiční pozice vůči zahraničí.

- **Jednotkové náklady práce rostou v mnoha členských státech rychleji jak v důsledku zrychlení růstu mezd, tak z důvodu snížení růstu produktivity.** V kontextu napjaté situace na trzích práce byl v celé EU zaznamenán silnější růst mezd. Zrychlení růstu jednotkových nákladů práce také ve stále větší míře souvisí s umírněným růstem produktivity. V několika případech, zejména ve střední a východní Evropě a v pobaltských zemích, je výrazný růst jednotkových nákladů práce pokračováním trendu, který začal před několika lety a který je spojen s rostoucí poptávkou po pracovních silách ve spojení s nedostatkem kvalifikovaných pracovníků a nedostatečnou nabídkou pracovních sil v ekonomikách s podprůměrnými mzdovými úrovněmi. V menším rozsahu se růst jednotkových nákladů práce v poslední době zvýšil i v zemích eurozóny. I když byl růst jednotkových nákladů práce v zemích, které jsou čistými věřiteli, vyšší než v zemích, které jsou čistými dlužníky, rozdíl se snižuje a v důsledku toho je vývoj nákladové konkurenceschopnosti méně příznivý pro symetričtější obnovování rovnováhy.

- **Reálné efektivní směnné kurzy posilují.** Vzhledem k rostoucím jednotkovým nákladům práce a nominálnímu zhodnocení od roku 2016 v řadě zemí reálné efektivní směnné kurzy posilují. Děje se tak po letech, kdy se relativní náklady a ceny v mnoha členských státech EU snížily díky depreciaci nominálních směnných kursů a potlačené inflaci nákladů a cen ve srovnání s konkurenty. Trend přechodu od neobchodovatelných na obchodovatelné činnosti v různých odvětvích, který byl po dobu několika let po krizi zaznamenán v zemích, které jsou čistými dlužníky, zpomaluje, téměř se zastavuje nebo nabírá zcela opačný směr.

- **Snižování zadluženosti soukromého sektoru je z velké části dáno růstem nominálního HDP a v případě zadlužení domácností se tempo snižování míry zadluženosti snížilo.** Čisté úspory v soukromém sektoru se snížily a klesající poměr dluhu k HDP je ve stále větší míře výsledkem růstu nominálního HDP. Tempo snižování zadluženosti se zpomalilo, což odráží jak snížení úspor, tak zpomalení růstu HDP. Zejména domácnosti si v rostoucí míře půjčují ve stále větším počtu členských států. Zatímco ve většině zemí s vysokým zadlužením došlo ke snižování páky, v několika vysoce zadlužených zemích se míra soukromého zadlužení přesto zvýšila. Veřejný dluh ve většině členských států stále klesá, avšak v několika zemích s vysokou mírou zadlužení ke

snížení nedošlo nebo pouze ve velmi omezené míře. Výnos státních dluhopisů však v roce 2019 výrazně poklesl, a to i pro nejzadluženější státy.

- **Odolnost bankovního sektoru EU se zlepšila, některé problémy však přetrvávají.** Míry kapitalizace, které již přesahovaly regulační normy, přestaly dále růst. Po zlepšení v posledních letech se rovněž stabilizovala návratnost vlastního kapitálu. V posledních letech došlo k výraznému poklesu podílu úvěrů se selháním, k zásadním poklesům špatných úvěrů dochází v současné době pouze v zemích s vysokým podílem úvěrů se selháním. Problémy však přetrvávají v řadě zemí EU, v nichž je stále relativně nízká kapitalizace a ziskovost a vysoký podíl úvěrů se selháním. Tyto výzvy umocňuje měnící se výhled, který se vyznačuje dlouhodobě nízkými úrokovými sazbami a oslabováním hospodářského růstu.

- **Ceny bytových nemovitostí v průběhu roku 2018 rychle rostly, avšak tam, kde existuje jasný důkaz o jejich nadhodnocení, se dynamika cen zpomalila.** Ceny bytových nemovitostí v roce 2018 nadále rostly a v rostoucím počtu zemí převyšují nejvyšší úroveň, jíž bylo dosaženo v polovině prvního desetiletí 21. století, a pravděpodobně jsou nadhodnocené. Nejsilnější růst cen bytových nemovitostí byl však zaznamenán v některých zemích EU, v jejichž případě dosud existují pouze omezené důkazy o nadhodnocení cen nemovitostí. Naopak v těch zemích, kde panovaly silnější obavy z nadhodnocení a v nichž je zadlužení domácností vysoké, se růst cen v mnoha případech zpomalil. Zdá se, že v některých zemích jsou na vzestupu nové hypoteční úvěry, což by mohlo vést k dalšímu růstu cen bytových nemovitostí.

- **Ve všech členských státech EU se dále zlepšovala situace na trzích práce a klesla nezaměstnanost.** Nezaměstnanost dále poklesla v celé EU, zejména u mladých lidí a dlouhodobě nezaměstnaných. Omezená nabídka pracovních sil se do určité míry odrazila v silnějším růstu mezd, a to i v zemích eurozóny. Avšak od počátku oživení byl růst reálných mezd až do roku 2017 nižší než růst produktivity práce a ke zvratu došlo až od roku 2018. Zatímco rostoucí příjmy z práce díky růstu zaměstnanosti a růstu mezd přispěly k expanzi domácí poptávky, existuje jen málo důkazů o tom, že by zvýšení mezd vedlo k cenové inflaci[8].

V současné hospodářské situaci je obnovení rovnováhy schodků i přebytků běžných účtů v eurozóně naléhavě nutné a bylo by přínosné pro všechny členské státy. Přebytek běžného účtu eurozóny se podle prognózy sníží v důsledku zpomalení poptávky po vývozu, přičemž zůstane blízko vrcholu a nad úrovní, která je v souladu se základními ekonomickými veličinami. Přebytek běžného účtu eurozóny vzrostl s ohledem na silnou výkonnost vývozu a významné procesy snižování páky zahrnující různá hospodářská odvětví, a to i v zemích, kde snižování páky není třeba nebo pouze v omezené míře. Poslední zmírnění odráží zejména oslabení celosvětového obchodu a vyšší schodek energetických bilancí. Za současné hospodářské situace je o to důležitější pokročit v obnovování rovnováhy schodků i přebytků běžných účtů na úrovni eurozóny, což pomůže vypořádat se s nízkou inflací, nízkými úrokovými sazbami a snížit závislost na zahraniční poptávce. Vzhledem k tomu je zapotřebí vhodná kombinace politik všech členů eurozóny, aby byla zohledněna vzájemná závislost a provázanost působení mezi jednotlivými zeměmi. Zatímco vysoké schodky běžného účtu v mnoha zemích, které jsou čistými dlužníky, byly v minulosti napraveny, jejich salda běžného účtu oslabují a velké objemy zahraničního a domácího dluhu vyžadují zachování obezřetného salda běžného účtu a zajištění vhodného tempa snižování dluhu při současném provádění reforem, které zvyšují růstový potenciál HDP. V zemích, které jsou čistými věřiteli, by se měla využít příležitost financování s nízkými úrokovými sazbami, aby bylo dosaženo trvalého růstu veřejných a soukromých investic. Využití příznivé fiskální pozice na podporu investic a dalších produktivních výdajů v těchto zemích by rovněž

[8] Viz přehled hlavního nejnovějšího vývoje zaměstnanosti a sociální situace v EU v rámečku č. 1.

pomohlo snížit závislost vyhlídek na růst na zahraniční poptávce a podpořilo by obnovení rovnováhy v eurozóně.

Celkově lze říci, že zdroje potenciální nerovnováhy jsou zhruba stejné jako ty, které byly identifikovány ve zprávě mechanismu varování na rok 2019, ale zdá se, že vyhlídky se v řadě ohledů zhoršují. Vnější nerovnováha se díky příznivým hospodářským podmínkám zmírňuje rychleji, ale další zlepšení komplikuje zhoršení salda běžných účtů a nižší růst nominálního HDP. Vysoké přebytky běžných účtů přetrvávají, zatímco vývoj v oblasti konkurenceschopnosti je pro obnovení rovnováhy méně příznivý a ve stále větším měřítku dochází k reálné efektivní apreciaci. Snižování zadluženosti soukromého sektoru probíhá pomalejším tempem, a to i v některých případech, kdy je dluh již vysoký, a stále více se opírá o růst nominálního HDP. Zhoršení vyhlídek na nominální růst vyvolává otázku, zda může snižování zadlužení v zemích s vysokou zadlužeností pokračovat, aniž by došlo ke zvýšení soukromých nebo státních úspor nebo zvýšení růstového potenciálu HDP. Po letech významných zlepšení se situace finančního sektoru stabilizovala, ale mohou vznikat nové výzvy související s prostředím s nízkými úrokovými sazbami. Růst cen bytových nemovitostí je i nadále silný, v důsledku čehož ceny nemovitostí ve stále větším počtu zemí EU dosahují vrcholných hodnot. V nadhodnocených trzích se růst zpomaluje, avšak obnovení hypotečních úvěrů v některých zemích může postačovat k tomu, aby se růst cen nemovitostí nadále držel ve stejném tempu.

Potenciální zdroje nerovnováhy jsou kombinované podle několika typologií. Řada členských států je postižena vícenásobnou a vzájemně provázanou dluhovou zranitelností, která do určité míry odráží situaci finančního sektoru. V několika členských státech jsou slabá místa spojena především s vysokým a trvalým veřejným zadlužením a omezenou produktivitou a konkurenceschopností, což má dopad na růstový potenciál. Pro některé členské státy je typický velký a trvalý přebytek běžného účtu. V případě některých členských států souvisejí obavy s vývojem nákladové konkurenceschopnosti, který pravděpodobně souvisí se zhoršujícím se stavem vnějších bilancí. A v několika členských státech jsou hlavní problémy dány vývojem cen bytových nemovitostí, který je v některých případech spojen s velkým zadlužením domácností.

Nadcházející výzvy si žádají, aby byl dohled v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze orientován na budoucnost. Vzhledem k nápravě většiny nerovnováh, které mají tokový charakter, a postupnému snižování stavových nerovnováh se dohled v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze postupně více zaměřuje na sledování možných neudržitelných trendů, které by se mohly ve střednědobém horizontu projevit. Z důvodu měnící se hospodářské situace, včetně rizik, která vyplývají zejména z hospodářského prostředí mimo eurozónu a EU, je rovněž důležité posuzovat nerovnováhy z pohledu eurozóny a EU.

U některých členských států uvedených ve zprávě mechanismu varování budou součástí hloubkového přezkumu podrobnější a obsáhlejší analýzy. Hloubkové přezkumy budou jako v nedávných ročních cyklech začleněny do zpráv o jednotlivých zemích. Při přípravě hloubkových přezkumů bude Komise svoji analýzu zakládat na širokém souboru dat a relevantních informací a hodnotících rámcích vytvořených Komisí ve spolupráci s výbory Rady a pracovními skupinami. Analýza obsažená v hloubkových přezkumech poskytne základ pro zjištění nerovnováh či nadměrných nerovnováh v členských státech a pro možné aktualizace doporučení pro jednotlivé země[9]. Země, u nichž byla zjištěna nerovnováha nebo nadměrná nerovnováha, jsou a nadále budou předmětem zvláštního monitorování s cílem zajistit soustavný dohled nad opatřeními přijímanými v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze.

[9] Článek 6 nařízení (EU) č. 1176/2011.

Hloubkové přezkumy budou vypracovány pro členské státy, u nichž již byla zjištěna nerovnováha nebo nadměrná nerovnováha. V souladu se zavedenou praxí obezřetnosti budou hloubkové přezkumy provedeny za účelem posouzení, zda jsou stávající nerovnováhy odstraňovány, zda přetrvávají nebo se zhoršují, a za účelem ověření nápravných opatření, která byla přijata. Příprava hloubkového přezkumu se proto předpokládá pro 13 členských států, u nichž byly na základě zjištění hloubkových přezkumů v únoru 2019 identifikovány nerovnováhy a nadměrné nerovnováhy.[10] Nerovnováha byla v současnosti zjištěna u deseti členských států (**Bulharska, Chorvatska, Francie, Německa, Irska, Nizozemska, Portugalska, Rumunska, Španělska** a **Švédska**), v případě **Kypru, Řecka** a **Itálie** byla zjištěna nadměrná nerovnováha.

U jiných členských států Komise na základě analýzy provedené v této zprávě mechanismu varování nepovažuje vypracování hloubkových přezkumů za nutné. Posouzení zprávy mechanismu varování nepoukazuje na významná další rizika, která by ospravedlňovala nový hloubkový přezkum pro kterýkoli z členských států, u něhož v posledním ročním cyklu provádění postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla zjištěna nerovnováha nebo nadměrná nerovnováha. Tato zpráva mechanismu varování však poukazuje na to, že je třeba **v nadcházejících zprávách o jednotlivých zemích podrobně sledovat** řadu vývojových tendencí, které by v případě dlouhého trvání mohly vést k makroekonomickým rizikům. Tento vývoj se týká jednotkových nákladů práce a dopadů na vnější konkurenceschopnost v řadě členských států (Česku, Estonsku, Maďarsku, Lotyšsku, Litvě a na Slovensku) a trhů s bydlením a zadlužením domácností (v Rakousku, Belgii, Česku, Dánsku, Finsku, Maďarsku, Lucembursku, Slovensku, Slovinsku a Spojeném království)[11].

2. VLIV MAKROEKONOMICKÉ NEROVNOVÁHY NA EUROZÓNU

Saldo běžného účtu eurozóny dosáhlo vrcholu, stále však zaznamenává velmi vysoké úrovně. Saldo běžného účtu eurozóny po obecně velmi vyrovnaném stavu v období před krizí dosáhlo v roce 2016 nejvyšší hodnoty ve výši 3,2 % HDP. Od té doby se jeho hodnota mírně snížila a v roce 2018 dosáhla 3,1 % HDP (graf č. 1).[12] Přebytek běžného účtu eurozóny zůstává největší na světě a podle odhadů překračuje hodnotu, kterou by bylo možné očekávat podle základních ekonomických veličin

[10] Viz „Evropský semestr 2019: Posouzení pokroku ve strukturálních reformách a v předcházení a nápravě makroekonomické nerovnováhy a výsledky hloubkových přezkumů strukturálních reforem podle nařízení (EU) č. 1176/2011“, COM(2019) 150 final, 27.2.2019.

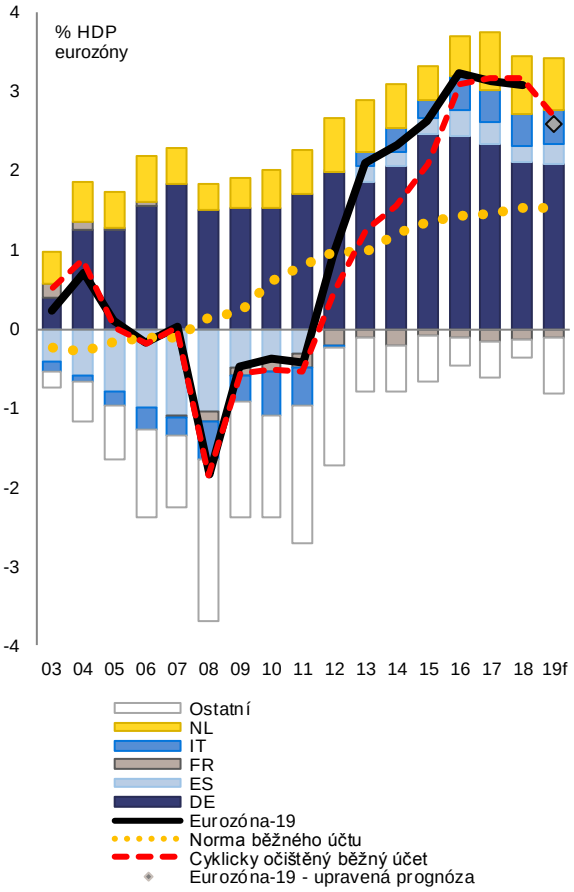
[11] V září 2019 vydala Evropská rada pro systémová rizika (ESRB) varování pro jednotlivé země týkající se zranitelných míst v odvětví obytných nemovitostí ve střednědobém horizontu určená devíti členským státům: doporučení Belgii, Dánsku, Finsku, Lucembursku, Nizozemsku a Švédsku a varování Česku, Francii a Německu. Ze zmiňované skupiny zemí již všechny obdržely varování ESRB v listopadu 2016 a totéž platí pro Rakousko a Spojené království. Nařízení o postupu při makroekonomické nerovnováze (nařízení (EU) č. 1176/2011) vyzývá Komisi, aby zohlednila veškerá varování či doporučení, která ESRB adresovala členským státům, na něž se vztahuje hloubkový přezkum.

[12] Použité údaje týkající se běžného účtu eurozóny odkazují na „očištěné“ saldo běžného účtu eurozóny ve vztahu ke zbytku světa (ze statistiky platební bilance eurozóny), která pro rok 2018 vykazuje celkový zůstatek běžného účtu eurozóny ve výši 3,1 % HDP, a je v souladu se zprávou členských států o běžných účtech (v rámci tzv. „režimu Společenství“). Celkové saldo běžného účtu členských států však dosahuje až 4 % HDP eurozóny (údaje o platební bilanci) a 3,8 % HDP (statistiky národních účtů), a to z důvodu asymetrií zůstatků členských států v eurozóně vykazovaných jednotlivými národními statistickými úřady. Údaje vyplývající z platební bilance týkající se eurozóny i údaje ze statistik národních účtů byly revidovány v říjnu 2019, což nemělo téměř žádný dopad na výsledek pro rok 2018, ale vedlo celkově k úpravě salda běžného účtu eurozóny na období 2009–2015 směrem dolů.

(přibližně 1,7 % HDP eurozóny v roce 2018).[13] Odráží zejména velké přebytky zaznamenané v Německu a Nizozemsku, jejichž kombinované vnější zůstatky v roce 2018 představovaly 2,8 % HDP eurozóny. Při nezměněné politice se podle prognózy Evropské komise z podzimu 2019 očekává, že očištěný přebytek běžného účtu eurozóny v roce 2019 klesne na 2,7 % HDP a do roku 2020 dále klesne na 2,5 % HDP.

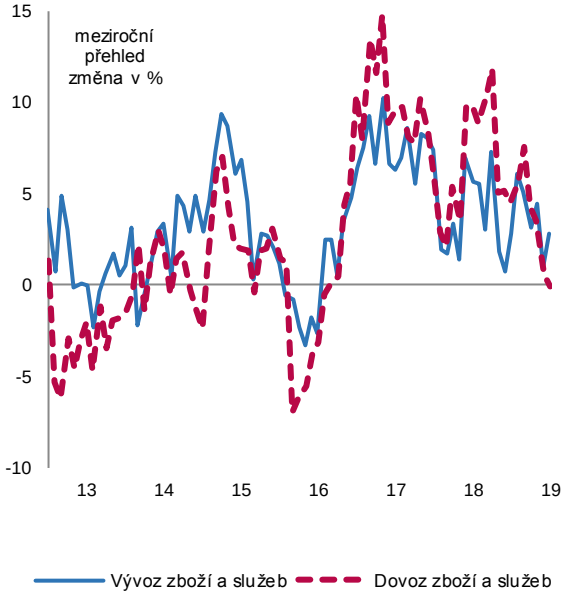
Pokračující snižování přebytku eurozóny je především výsledkem zhoršení obchodní bilance. Ke snížení salda běžného účtu mezi roky 2016 a 2018 přispěla zejména energetická bilance, a to v důsledku rostoucích cen ropy. Energetická bilance zaznamenala v roce 2017 schodek ve výši –1,7 % HDP, který se v roce 2018 zvýšil na –2,1 % HDP, zatímco podíl obchodu se zbývajícím zbožím zůstal zhruba stabilní jako podíl HDP na úrovni 4,6 %. Zpomalení celosvětového růstu a obchodu od poloviny roku 2018, přetrvávající zvýšená nejistota v prostředí obchodní politiky a apreciace efektivního kurzu eura v roce 2018 jsou důvodem snížení růstu dovozu i vývozu v eurozóně. Měsíční údaje ukazují, že další snižování vývozu zboží z eurozóny do zbytku světa a dovozu zboží do eurozóny v průběhu roku 2019 pokračuje (graf č. 2). K dalšímu zhoršení běžného účtu eurozóny by mohla přispět řada faktorů, patří k nim relativní oslabení cyklických podmínek v jiných oblastech světového hospodářství, rozvoj dopadů omezujících obchodních politik nebo vyšší ceny ropy v důsledku geopolitického napětí.

Graf č. 1: Vývoj běžného účtu eurozóny: členění podle zemí



Zdroj: Eurostat – platební bilance, hospodářská prognóza Evropské komise z podzimu 2019.

Graf č. 2: Vývoj obchodu v eurozóně se zbytkem světa



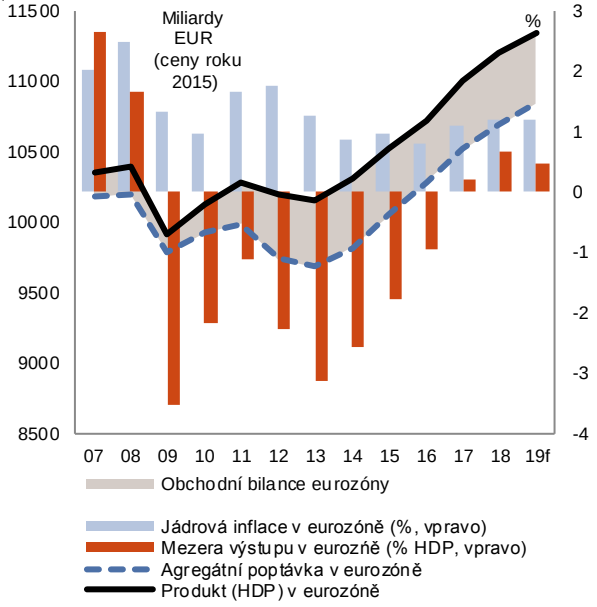
Zdroj: Statistiky Eurostatu týkající se zahraničního obchodu

[13] Ve zprávě MMF (External Sector Report 2019) se rovněž navrhuje, že by běžný účet eurozóny měl standardně odpovídat přibližně 1,6 % HDP.

Poznámka: Údaje očištěné od sezónních vlivů, v běžných cenách.

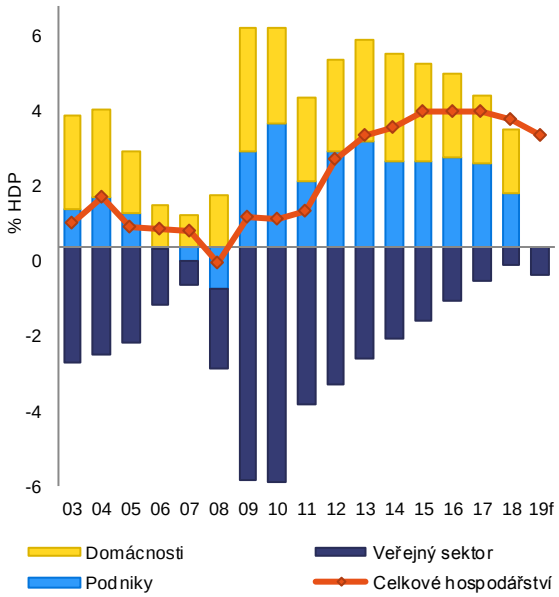
Faktory, které vedly k nedávnému mírnému snížení přebytku běžného účtu eurozóny, se liší od faktorů, které způsobily jeho dřívější zvýšení. Běžný účet eurozóny začal po finanční krizi v roce 2008 vykazovat přebytek z důvodu výrazné korekce vysokých schodků v důsledku zvratu přeshraničních finančních toků, který dále vzrostl v souvislosti s rozšířením dluhové krize do Španělska a Itálie, což vedlo k poklesu domácí poptávky v těchto zemích. Současně došlo také k postupnému zvýšení velkého přebytku běžného účtu v Německu, přičemž domácí poptávka rostla pomalejším tempem než produkce a následovalo snižování zadlužení ve všech odvětvích hospodářství. Zvýšení přebytku eurozóny mezi finanční krizí a rokem 2016 celkově odráží zejména rozsáhlý proces snižování zadluženosti, který zahrnoval soukromý sektor, k němuž se po zhoršení dluhové krize v roce 2011 připojil sektor vládních institucí. Snižování přebytku eurozóny od roku 2017 je způsobeno především klesajícím přebytkem v Německu a v menší míře v Itálii a Španělsku, což jsou relativně velcí vývozci výrobků zpracovatelského průmyslu, kteří jsou závislí na dovážené uhlovodíkové energii. Zdá se, že nedávná dynamika běžného účtu eurozóny není spojena s opětovným značným zvyšováním zadlužení, ale spíše se snižováním čistého vývozu na pozadí zpomalení celosvětového obchodu a vyšších nákladů na energii. Snížení přebytku eurozóny mezi roky 2017 a 2018 se odráží především v klesající čisté úvěrové pozici nefinančních podniků, která od roku 2013 zaznamenávala kladné hodnoty. Nedávné snížení podnikových čistých úspor kompenzované zlepšením čisté úvěrové pozice sektoru vládních institucí za stejné období (graf č. 4).

Graf č. 3: Produkce eurozóny, domácí poptávka, čistý vývoz a jádrová inflace



Zdroj: AMECO[14]

Graf č. 4: Čisté půjčky / výpůjčky eurozóny podle odvětví



Zdroj: Eurostat

[14] Je třeba poznamenat, že rozdíl mezi HDP a domácí poptávkou by sice měl z definice odpovídat obchodní bilanci, údaje nejsou plně sladěny v důsledku nesrovnalostí při podávání zpráv v rámci eurozóny (viz poznámka pod čarou**Error! Bookmark not defined.**).

Nízká inflace a prostředí s nízkými úrokovými sazbami představuje řadu výzev. Měnové orgány v eurozóně i v jiných hlavních světových regionech přijaly v rozporu s dříve sděleným postupem zpřísnění podmínek opatření k boji proti začínajícímu zpomalování dynamiky produkce a sestupné tendenci inflačních očekávání v roce 2019. Výnosy z dluhopisů začaly vykazovat záporné hodnoty, přičemž návratnost se snížila zejména na dlouhodobém konci výnosových křivek, a snížilo se úrokové rozpětí u rizikovějších dluhopisů. Jádrová inflace zůstává pod úrovní cíle měnových orgánů. Odhaduje se, že produkční mezera v eurozóně se po pozitivním obratu v roce 2017, který následoval po dlouhém období utlumené poptávky a záporných produkčních mezerách, sníží (graf č. 3). Ačkoli výhledově snížení nominálního růstu znesnadní snižování páky, prostředí nízkých úrokových sazeb by snížilo náklady na dluh. Dlouhodobé úrokové sazby na historicky velmi nízké úrovni však rovněž přinášejí řadu potenciálních problémů: pobídky k obcházení regulačních omezení a rizikové investice ve snaze o výnosy, podceňování úvěrového rizika a slabší motivace ke snížení vysokého zadlužení způsobeného snížením rozpětí úrokových sazeb a nižší ziskovost v regulovaných finančních institucích, zejména bankovnictví a pojišťovnictví, vzhledem ke stagnujícím výnosovým křivkám[15].

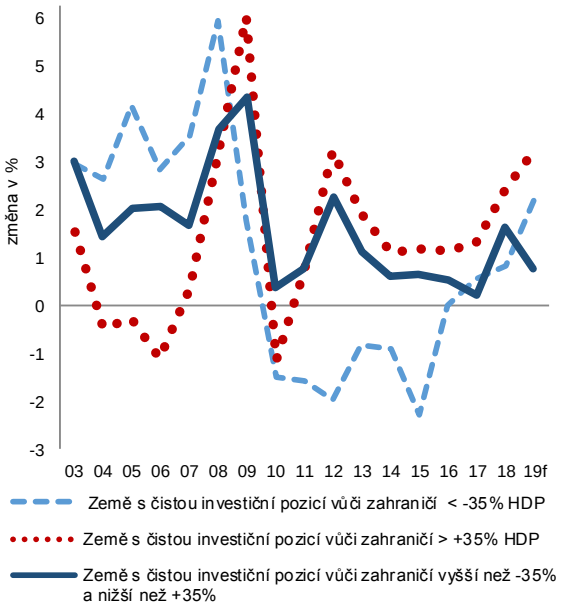
Proces obnovení rovnováhy v eurozóně není dosud dokončen a vývoj konkurenceschopnosti k tomuto obnovení přispívá stále méně. I když došlo k odstranění většiny velkých schodků běžného účtu, v řadě zemí eurozóny přetrvávají velké přebytky. Země, které měly v minulosti velké schodky, se stále vyznačují vysokými zápornými čistými investičními pozicemi vůči zahraničí, které jsou celkově spojeny s vysokými objemy soukromého nebo veřejného dluhu, což jsou zranitelná místa. Po finanční krizi měl proces korekce relativních nákladů a cen pozitivní vliv na obnovení rovnováhy. Jednotkové náklady práce rostou rychleji v zemích, které jsou čistými věřiteli, ve srovnání se zeměmi, které jsou čistými dlužníky, čímž dochází ke zvrácení trendu, který nastal v době před finanční krizí. Tento trend přetrvává, ale rozdíly mezi příslušnými skupinami zemí, se zdají být méně výrazné (graf č. 5)[16]. Napjatější situace na trzích práce rovněž v zemích, které jsou čistými dlužníky, předpokládá zrychlení růstu mezd a nákladová konkurenceschopnost je dále tlumena sníženým růstem produktivity v souvislosti se zpomalením růstu nebo poklesem poměru mezi kapitálem a prací. Úrovně konkurenceschopnosti měřené deflátory HDP vyjádřené jako parita kupní síly ve vztahu ke konkurentům (graf č. 6) částečně souvisejí s vnější rovnováhou a potřebou obnovení rovnováhy.[17] Podíl obchodovatelného zboží na celkové přidané hodnotě odpovídal úpravě relativních cen: tento podíl po krizi rostl v zemích, které dříve vykazovaly velké schodky, tento vývoj se však zmírňuje nebo nabral opačný směr.[18]

V současné hospodářské situaci je obnovení rovnováhy schodků i přebytků běžných účtů v eurozóně naléhavě nutné a bylo by přínosné pro všechny členské státy. V zemích, které jsou čistými dlužníky, vyžaduje snižování velkého objemu zahraničního a domácího dluhu zachování obezřetného salda běžného účtu a zajištění přiměřeného tempa snižování dluhu, přičemž je třeba sledovat cíl, jímž je zvýšení potenciálu růstu. Zlepšování vyhlídek na produktivitu, zejména prostřednictvím cílených investic a reforem na podporu souhrnné produktivity výrobních faktorů, je zapotřebí na úrovni celé eurozóny, ale zejména v zemích, které jsou čistými dlužníky, neboť to má klíčový význam jak pro

[15] Např. ECB, Financial Stability Review, květen 2018, květen 2019.
[16] V roce 2019 byl francouzský režim daňové úlevy pro zaměstnanost a konkurenceschopnost (CICE) nahrazen v prvním čtvrtletí trvalým snížením příspěvků zaměstnavatelů na sociální zabezpečení, což znamená značný pokles nákladů na francouzské pracovní síly, který byl zaznamenán při změně jednotkových nákladů práce u skupiny zemí s přechodnou čistou investiční pozicí vůči zahraničí v grafu č. 5.
[17] Graf č. 6 uvádí pořadí zemí podle běžného účtu.
[18] Důkazy jsou založeny na podílu zemědělství, výroby a obchodu, dopravy a komunikačních služeb na celkové přidané hodnotě. Ukazatel nezohledňuje to, že služby jsou ve stále větší míře obchodovatelné a představují rostoucí podíl celkové přidané hodnoty.

udržitelnost výše zadlužení, tak pro zlepšení relativního vývoje konkurenceschopnosti, který by byl příznivější pro obnovení rovnováhy. Naproti tomu v zemích, které jsou čistými věřiteli, by další zvýšení veřejných a soukromých investic posílilo potenciální růst, snížilo závislost vyhlídek na růst na zahraniční poptávce a podpořilo domácí poptávku, čímž by se podpořilo obnovení rovnováhy v eurozóně. V současné hospodářské situaci by fiskální impulsy v zemích s velkými přebytky a dobrou fiskální pozicí rovněž přispěly k překonání nízké inflace, nízkých úrokových sazeb a podpořily by nominální růst, čímž by přispěly ke snižování pákového efektu a k opětovnému vyvážení pozic čistých dlužníků.

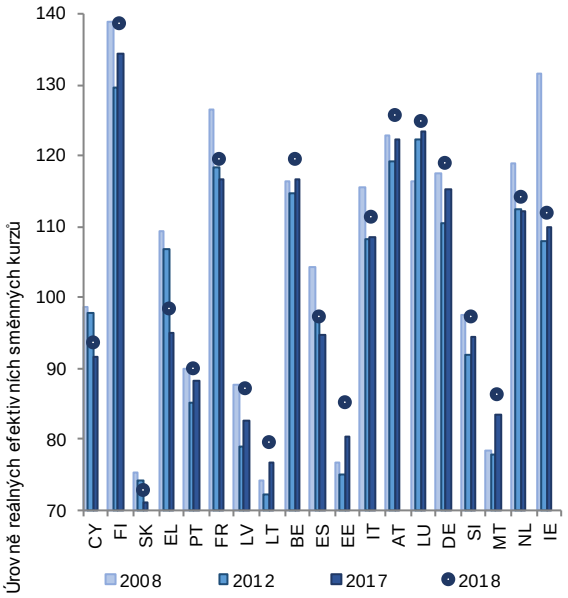
Graf č. 5: Růst jednotkových nákladů práce v celé eurozóně



Zdroj: AMECO

Poznámka: Zeměmi s čistou investiční pozicí vůči zahraničí > +35 % HDP jsou DE, LU, NL, BE, MT. Zeměmi s čistou investiční pozicí vůči zahraničí mezi 35 % a –35 % HDP jsou FI, EE, IT, LT, FR, SI, AT. Zbývající skupinu tvoří země, které se nacházejí v čisté investiční pozici vůči zahraničí < – 35 % HDP. Rozdělení zemí je založeno na průměrných hodnotách čisté investiční pozice vůči zahraničí v období 2016–2018. Země, které jsou čistými věřiteli, zaznamenaly ve stejném období průměrný přebytek běžného účtu. Údaje vycházejí z váženého průměru HDP pro všechny tři skupiny zemí.

Graf č. 6: Úrovně reálných efektivních směnných kurzů na základě deflátoru HDP



Zdroj: Výpočty útvarů Komise na základě údajů Eurostatu a MMF.

Poznámka: Úrovně reálného efektivního směnného kurzu se vypočítávají na základě poměru deflátoru HDP k deflátoru HDP konkurentů vyjádřeného paritou kupní síly (a za předpokladu US = 100). Váha jednotlivých zemí je stejná jako váha používaná k výpočtu indexů reálného efektivního směnného kurzu (skupina 42 konkurentů).

3. NEROVNOVÁHA, RIZIKA A KOREKCE: HLAVNÍ VÝVOJOVÉ TENDENCE VE VŠECH ZEMÍCH

Zpráva mechanismu varování vychází z ekonomické interpretace srovnávacího přehledu ukazatelů postupu při makroekonomické nerovnováze, který představuje filtrovací nástroj na odhalení zjevných důkazů o možných rizicích a zranitelných místech. Srovnávací přehled obsahuje 14 ukazatelů s orientačními prahovými hodnotami v těchto oblastech: vnější pozice, konkurenceschopnost, soukromý dluh, trhy s bydlením, bankovní sektor a zaměstnanost. Aby bylo možné zajistit stabilitu údajů a konzistentnost mezi jednotlivými zeměmi, vychází srovnávací přehled z

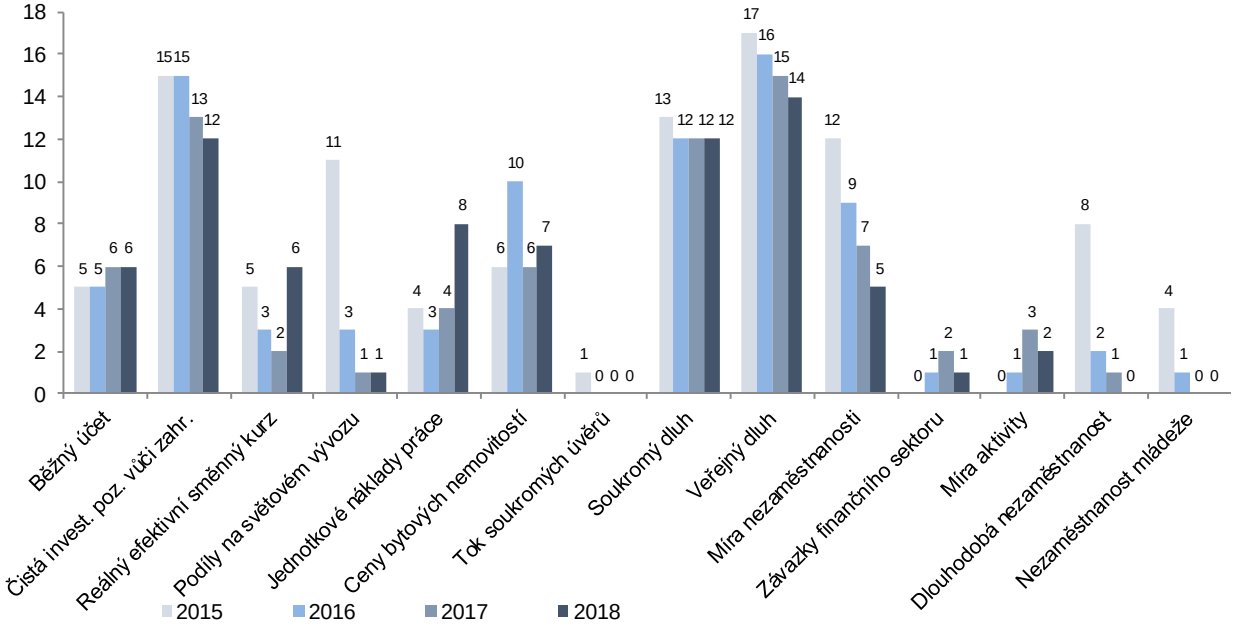
aktuálních statisticky kvalitních údajů. Z toho důvodu odráží srovnávací přehled použitý pro tuto zprávu údaje do roku 2018. V souladu s nařízením o makroekonomické nerovnováze (nařízení (EU) č. 1176/2011) nejsou hodnoty srovnávacího přehledu v posouzeních obsažených ve zprávě mechanismu varování vykládány mechanicky, nýbrž jsou předmětem ekonomické interpretace, která umožňuje hlouběji porozumět celkovému ekonomickému kontextu a zohlednit specifika jednotlivých zemí.[19] Závěry srovnávacího přehledu doplňuje soubor pomocných ukazatelů. V posouzení obsaženém ve zprávě mechanismu varování byly zohledněny také novější údaje a další informace, poznatky z hodnotících rámců, jakož i závěry ze stávajících hloubkových přezkumů a příslušných analýz a prognóza Komise z podzimu 2019.

Kromě přetrvávající vysoké míry zadlužení, která se upravuje pouze postupně, údaje srovnávacího přehledu poukazují na vznik možných problémů týkajících se nákladové konkurenceschopnosti a dynamiky cen bytových nemovitostí. Nejčastěji je překročení prahových hodnot srovnávacího přehledu zprávy mechanismu varování stále zaznamenáváno u ukazatelů veřejného zadlužení, čisté investiční pozice vůči zahraničí a soukromého dluhu (graf č. 7).[20] Hospodářský růst, zlepšení salda běžného účtu a fiskálního salda však přispěly ke snížení čistých zahraničních závazků a dluhu veřejného sektoru v poměru k HDP, což znamená, že se snížil počet členských států, které příslušné prahové hodnoty srovnávacího přehledu překročily. Pokud jde o soukromý dluh, počet států překračujících prahovou hodnotu naopak zůstává stejný, a to vzhledem k tomu, že oslabující pozice čistých úspor vyvažují dopad růstu na poměr dluhu k HDP. Hospodářský rozvoj v některých zemích se projevuje také rychle rostoucími náklady na pracovní sílu a cenami bytových nemovitostí. Počet členských států s růstem jednotkových nákladů práce nad prahovou hodnotou se ve srovnání s předchozími ročníky srovnávacího přehledu více než zdvojnásobil a více zemí překračuje prahové hodnoty reálného efektivního směnného kurzu v důsledku výrazné apreciace. Dynamika cen bytových nemovitostí v posledních letech se odráží v nepatrném zvýšení počtu zemí, které v poslední době překročily příslušnou prahovou hodnotu. Případy sald běžných účtů nad prahovými hodnotami jsou i nadále většinou způsobeny přebytky. Díky pokračující hospodářské expanzi provázené intenzivním růstem pracovních míst se menší počet zemí EU potýká s vysokou nezaměstnaností a méně zemí má problém s nezaměstnaností mládeže, dlouhodobou nezaměstnaností a mírou ekonomické aktivity.

[19] Další informace o základním principu vypracování srovnávacího přehledu zprávy mechanismu varování a jeho interpretaci viz Evropská komise (2016) „Postup při makroekonomické nerovnováze. Důvody, proces, aplikace: přehled“, European Economy, Institutional Paper 039, listopad 2016.

[20] Podrobné ukazatele srovnávacího přehledu spolu s příslušnými referenčními prahovými hodnotami jsou uvedeny v tabulce 1.1 přílohy, pomocné ukazatele jsou uvedeny v tabulce 2.1. Jak je vysvětleno v poznámce ke grafu č. 9, závěry o vývoji údajů srovnávacího přehledu vycházejí z údajů, jež byly k dispozici v okamžiku jednotlivých zpráv mechanismu varování. Konečným termínem pro údaje pro zprávu mechanismu varování byl 25. říjen 2019.

Graf č. 7: Počet zemí, u nichž proměnné srovnávacího přehledu překračují prahové hodnoty



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Počet zemí, u nichž proměnné srovnávacího přehledu překračují prahové hodnoty, se zakládá na srovnávacím přehledu zveřejněném v příslušné roční zprávě mechanismu varování. Je možné, že po případné revizi údajů ex post se bude počet hodnot překračujících prahové hodnoty vypočtený za použití nejnovějších údajů pro proměnné srovnávacího přehledu lišit od počtu hodnot ve výše uvedeném grafu.

Saldo běžného účtu ve většině členských států EU se v roce 2018 mírně snížilo. Zpomalení obchodu, odolná domácí poptávka a rostoucí ceny ropy snížily salda běžného účtu většiny členských států. Ve většině případů zůstávají salda běžného účtu nad úrovněmi, které lze očekávat na základě základních ekonomických veličin jednotlivých zemí („normy běžného účtu“), a nad úrovněmi, které jsou zapotřebí k nápravě velkých pozic zahraničních závazků (graf č. 8).[21] Zatímco zhoršení salda běžného účtu, k němuž došlo mezi roky 2017 a 2018, často předcházelo předpokládaný vývoj, očekávaný pouze na základě cyklických faktorů (graf č. 9), běžné účty očištěné od cyklických vlivů celkově naznačují, že vnější pozice jsou silnější než souhrnné údaje, neboť produkční mezery jsou téměř všude pozitivní[22].

- **Pouze dva členské státy zaznamenávají schodky běžného účtu přesahující nižší prahovou hodnotu srovnávacího přehledu v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze.** Kypr zaznamenává největší schodek běžného účtu v EU podle průměru údajů srovnávacího přehledu za období 3 let, který se v roce 2018 zlepšil, ačkoli nikoli na úroveň, která by zajistila odpovídající

[21] Běžné účty v souladu s fundamentálními veličinami (normy běžného účtu) jsou odvozeny z redukovaných regresních modelů zachycujících hlavní parametry bilance úspor a investic, včetně základních parametrů, politických faktorů a globálních finančních podmínek. Popis metodiky pro výpočet běžného účtu vycházející z fundamentálních veličin, která byla použita v této zprávě mechanismu varování, viz L. Coutinho et al. (2018), „Methodologies for the assessment of current account benchmarks“ (Metodiky pro posouzení referenčních hodnot běžného účtu), European Economy, Diskussion Paper 86, 2018. Tato metodika se podobá metodice posuzování vnější bilance (metodice EBA - The External Balance Assessment (EBA) Methodology) Mezinárodního měnového fondu (S. Phillips et al., (2013), IFM Working paper, 13/272).

[22] Cyklicky očištěná salda běžného účtu zohledňují dopad cyklu prostřednictvím zohlednění domácí produkční mezery a mezery obchodních partnerů, viz M. Salto a A. Turrini (2010), „Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment“ (Srovnání alternativních metodik pro posuzování reálných směnných kurzů), European Economy, Diskussion Papers, 427/2010.

tempo zlepšování čisté investiční pozice vůči zahraničí[23]. Schodek běžného účtu Spojeného království je rovněž nad prahovou hodnotou srovnávacího přehledu. Rumunsko zaznamenalo pouze v roce 2018 viditelný schodek běžného účtu, a to ve výši –4,6 % HDP, což je oproti předchozím letům výrazné zhoršení; takový stav není standardní a velká část zhoršení není odůvodněna hospodářským cyklem.

- **Salda běžného účtu se zhoršují v řadě zemí, které jsou velkými čistými dlužníky.** Výsledky běžných účtů se v roce 2018 snížily v Řecku, Portugalsku a Španělsku. Deficit běžného účtu Řecka přesahuje úroveň, kterou lze vysvětlit základními veličinami, a výsledek není dostatečný k nápravě velmi záporné čisté investiční pozice vůči zahraničí směrem k obezřetným úrovním v horizontu 10 let[24]. V Portugalsku jsou nejnovější hodnoty pod úrovní, která by zajistila odpovídající tempo úpravy záporné čisté investiční pozice vůči zahraničí. Naopak vývoj salda běžného účtu ve Španělsku je stále konzistentní se zlepšováním čisté investiční pozice vůči zahraničí odpovídajícím tempem. Saldo běžného účtu Irska se v roce 2018 výrazně zlepšilo, což z velké části odráží přeshraniční transakce prováděné nadnárodními společnostmi.

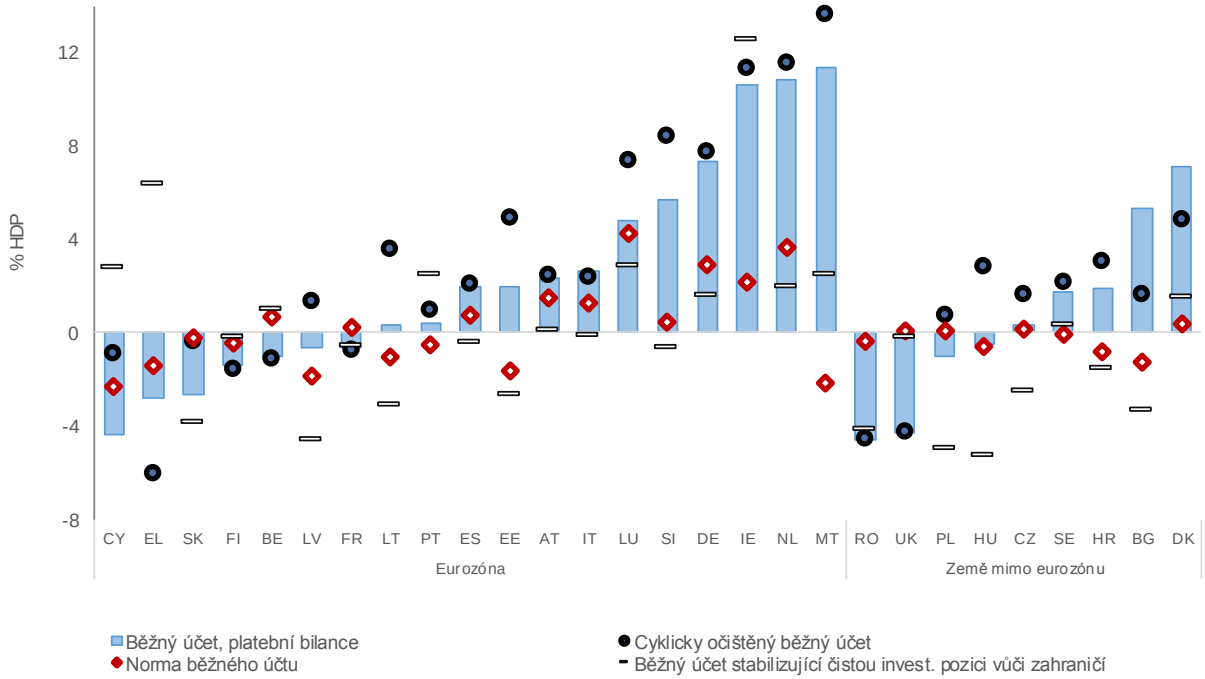
- **Čtyři země EU nadále zaznamenávaly přebytky běžného účtu, které překročily horní prahovou hodnotu srovnávacího přehledu v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze**. Tak tomu bylo v případě Dánska, Německa, Nizozemska od počátku tohoto desetiletí a nedávno i Malty. V roce 2018 přebytky poklesly v Německu o 0,7 procentního bodu HDP a v Dánsku nepatrně méně, zatímco na Maltě a v Nizozemsku se z velké části nezměnily. Dynamika salda běžného účtu v Nizozemsku a na Maltě je výrazně ovlivňována přeshraničními transakcemi spojenými s činnostmi nadnárodních korporací a mezinárodně orientovaným sektorem služeb, které ovlivňují jak obchodní bilanci, tak i bilanci výnosů.

- **Velké přebytky průběžně přispívají k výrazně kladným investičním pozicím vůči zahraničí.** Kromě případu Malty přesahují přebytky běžného účtu jak práh srovnávacího přehledu tak i úrovně, které jsou odůvodněny základními hodnotami (graf č. 8). Ve všech případech jsou přebytky nad prahovou hodnotou srovnávacího přehledu rovněž nad úrovněmi, které by umožnily stabilizaci již tak vysoké čisté investiční pozice vůči zahraničí na stávající úrovni v horizontu 10 let.

[23] Údaje o saldu běžného účtu Kypru byly od loňské zprávy mechanismu varování revidovány a nyní vykazují schodek běžného účtu v rámci nižší prahové hodnoty za tři roky do roku 2017, což se v minulém roce nestalo.

[24] Metodika pro obezřetnostní prahové hodnoty čisté investiční pozice vůči zahraničí pro jednotlivé země viz poznámka pod čarou **Error! Bookmark not defined.**. Mezera mezi současnými saldy běžných účtů a stavem, který je nutný ke stabilizaci čisté investiční pozice vůči zahraničí, ve velké míře závisí na zvažovaném časovém rámci. Například běžný účet ke stabilizaci čisté investiční pozice vůči zahraničí Řecka přesahující úroveň prahové hodnoty srovnávacího přehledu (–35 %) v horizontu 20 let by znamenal přebytek okolo 1 % HDP. viz Evropská komise (2019), „Zpráva o posíleném dohledu: Řecko, listopad 2019“, European Economy, Institutional Paper č. 116, listopad 2019.

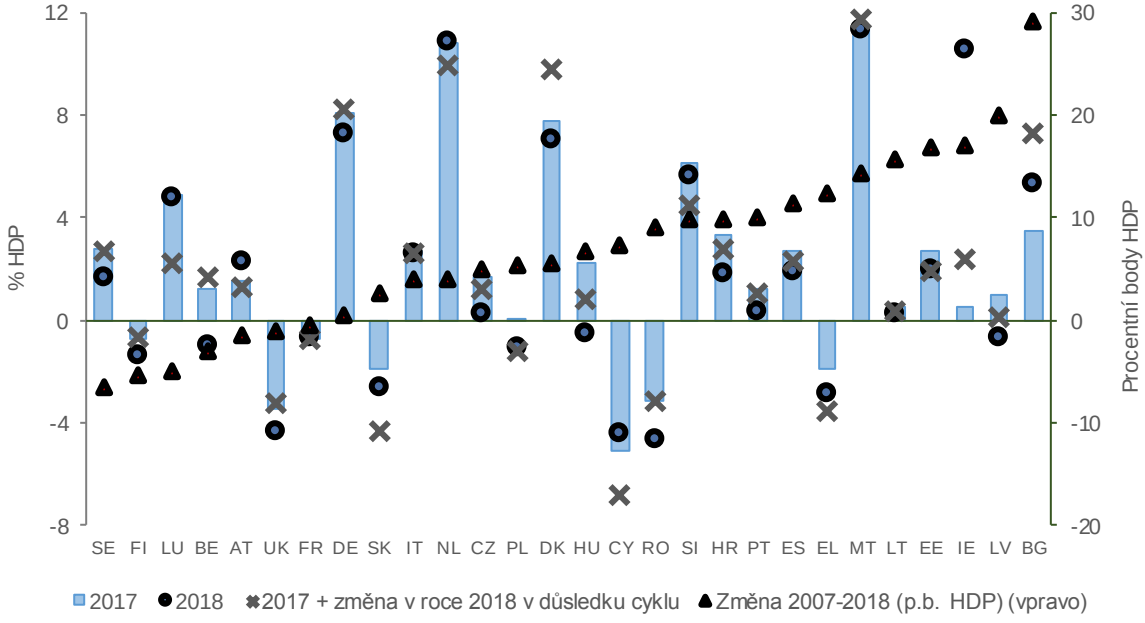
Graf č. 8: Salda běžného účtu a referenční hodnoty v roce 2018



Zdroj: Eurostat (údaje BPM6) a výpočty útvarů Komise.

Poznámka: Země jsou seřazeny podle salda běžného účtu v roce 2018. *Cyklicky očištěná salda běžného účtu*: Viz poznámka pod čarou 22. *Normy běžného účtu*: Viz poznámka pod čarou 21. Referenční *hodnota běžného účtu stabilizujícího čistou investiční pozici vůči zahraničí* je definována jako běžný účet, který je potřebný k tomu, aby se čistá investiční pozice vůči zahraničí v dalších deseti letech stabilizovala na současné úrovni, nebo pokud se stávající čistá investiční pozice vůči zahraničí nachází pod obezřetnostní prahovou hodnotou pro jednotlivé země, běžný účet, který je potřebný k tomu, aby v dalších deseti letech bylo dosaženo obezřetnostní prahové hodnoty čisté investiční pozice vůči zahraničí (viz poznámka pod čarou 26).

Graf č. 9: Vývoj salda běžného účtu



Zdroj: Eurostat a výpočty útvarů Komise.

Poznámka: Země jsou seřazeny vzestupně podle změny běžného účtu v relaci k HDP v letech 2007 až 2018. *Změna v důsledku cyklu* je vypočtena jako změna běžného účtu, která není způsobena změnou cyklicky očištěného salda běžného účtu.

V roce 2018 se čisté investiční pozice vůči zahraničí ve většině členských států zlepšily rychlejším tempem, ale v řadě z nich přetrvávají velké objemy záporných vnějších závazků. V roce 2018 pokračovalo zlepšení čisté investiční pozice vůči zahraničí díky obezřetným pozicím běžného účtu, růstu HDP a velkým kladným účinkům oceňování v řadě zemí (grafy č. 10 a 11). V řadě zemí EU však čisté investiční pozice vůči zahraničí zůstávají z velké části záporné. V roce 2018 zaznamenalo 12 členských států horší čisté investiční pozice vůči zahraničí než je prahová hodnota srovnávacího přehledu ve výši –35 % HDP, je to o jeden stát méně než v roce 2017. V zemích s převážně zápornými čistými investičními pozicemi vůči zahraničí jsou hodnoty nižší, než jaké by se daly odůvodnit základními ekonomickými veličinami („normy čisté investiční pozice vůči zahraničí"), a v některých případech pod obezřetnostními prahovými hodnotami[25]. Některé země mají vysoké zahraniční závazky, i když se vypočítávají bez přímých zahraničních investic a jiných nástrojů bez rizika selhání[26].

- Některé země eurozóny mají i nadále **výrazně záporné čisté investiční pozice vůči zahraničí** nižší než –100 % HDP, jako např. Kypr, Řecko, Irsko a Portugalsko. V těchto zemích jsou čisté investiční pozice vůči zahraničí značně pod referenčními hodnotami norem i pod obezřetnostními prahy. Na Kypru a v Irsku odráží úroveň čisté investiční pozice vůči zahraničí rovněž význam rozvahy nadnárodních společností a přeshraničních podnikových finančních vztahů. Tyto čtyři země spolu se Španělskem vykazují značné dluhové závazky ve své čisté investiční pozici vůči zahraničí, jak naznačuje velmi záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání. V Řecku tvoří čistou investiční pozici vůči zahraničí převážně velký zahraniční veřejný dluh, často za velmi výhodných podmínek[27]. Velká část čisté investiční pozice Kypru je vázána na rozvahové pozice nefinančních, zvláštních účelových jednotek majitelů lodí.
- V zemích s **méně zápornými čistými investičními pozicemi vůči zahraničí**, které jsou však stále horší než –35 % HDP, jsou čisté investiční pozice vůči zahraničí obvykle nižší, než se očekává na

[25] Čisté investiční pozice vůči zahraničí v souladu se základními veličinami (normami čisté investiční pozice vůči zahraničí) jsou získány kumulací norem běžného účtu v průběhu času (viz rovněž poznámka pod čarou**Error! Bookmark not defined.**). Obezřetnostní prahové hodnoty čisté investiční pozice vůči zahraničí se určí z maximalizace síly signálu při předvídání krize platební bilance, přičemž se zohlední informace týkající se jednotlivých zemí, které jsou shrnuty ve formě důchodu na hlavu. Metodika pro výpočet objemu čisté investiční pozice vůči zahraničí v souladu se základními ekonomickými veličinami viz A. Turrini a S. Zeugner (2019), „Benchmarks for Net International Investment Positions" (Referenční hodnoty pro čisté investiční pozice vůči zahraničí), European Economy, Discussion Paper, 097/2019.

[26] Čistá investiční pozice vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání je podmnožinou čisté investiční pozice vůči zahraničí, která nezahrnuje složky čistého vlastního kapitálu, a to kapitál a kapitálové účasti v souvislosti s přímými zahraničními investicemi a přeshraniční dluh v důsledku přímých zahraničních investic v rámci společnosti a představuje čistou investiční pozici vůči zahraničí bez nástrojů bez rizika selhání. Viz též Evropská komise „Plánovaná revize vybraných pomocných ukazatelů srovnávacího přehledu v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze"), 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.

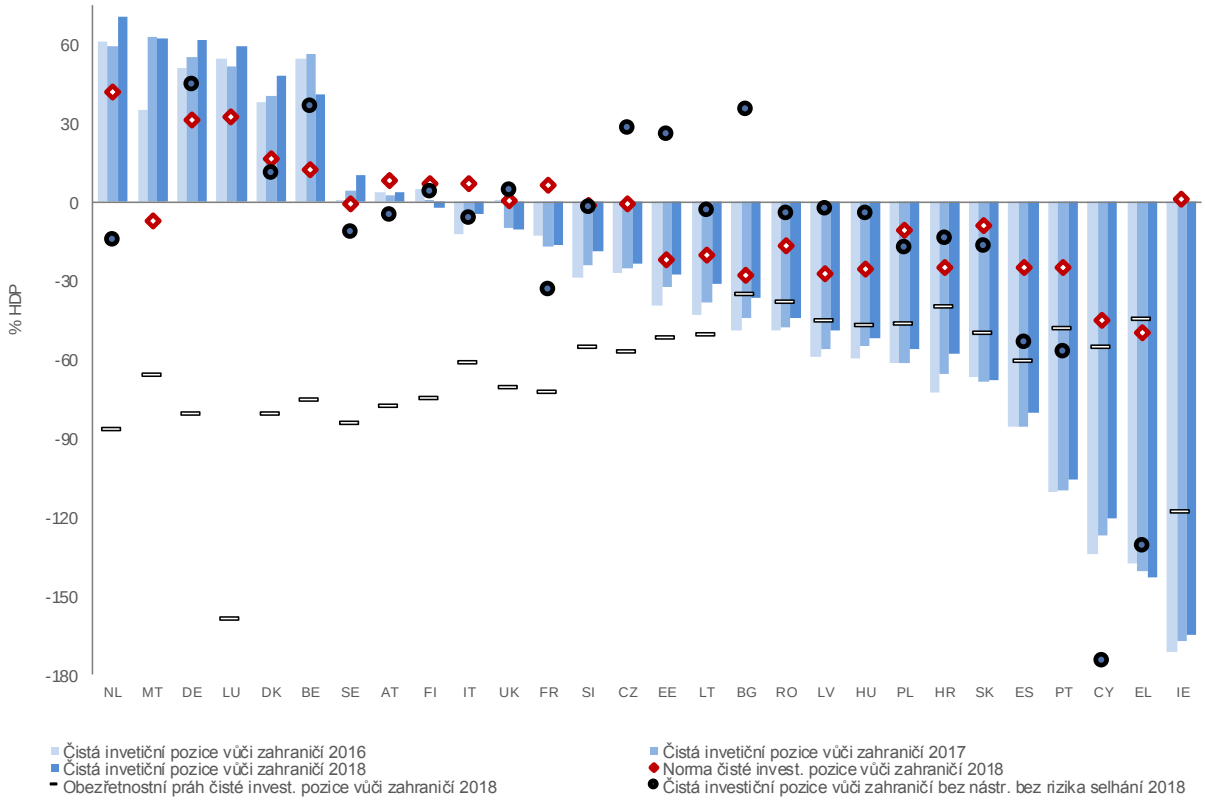
[27] Při pohledu na údaje poskytnuté institucionálními sektory vedou veřejné čisté investiční pozice vůči zahraničí k celkově velmi záporné čisté investiční pozici vůči zahraničí v Řecku – jelikož veřejný dluh je ve velké míře vlastněn cizinci, a to včetně oficiálních věřitelů – zatímco zbytek ekonomiky, tj. domácnosti, nefinanční podniky a finanční instituce, včetně měnových finančních institucí, zaznamenávají kladnou čistou investiční pozici vůči zahraničí. Na Kypru, v Portugalsku a ve Španělsku se čistá investiční pozice veřejného sektoru vůči zahraničí podílela na vysoké úrovni čisté investiční pozice hospodářství vůči zahraničí, ale zbytek ekonomiky stále vykazuje jasně zápornou čistou investiční pozici vůči zahraničí.

základě základních veličin specifických pro jednotlivé země. Tak tomu bylo v případě Bulharska, Chorvatska, Maďarska, Lotyšska, Polska, Rumunska a Slovenska. V několika případech jsou rovněž horší než obezřetnostní prahové hodnoty. Avšak vzhledem k tomu, že mnohé z těchto zemí střední a východní Evropy a pobaltských zemí jsou velkými příjemci přímých zahraničních investic, čistá investiční pozice vůči zahraničí se výrazně zlepšuje, pokud se vypočítává bez nástrojů bez rizika selhání[28]. Jiné země EU zaznamenaly záporné čisté investiční pozice vůči zahraničí nad –35 % HDP, ale pod úrovněmi příslušných norem (Česko, Estonsko, Litva a Slovinsko), a to i v tomto případě z velké části v souvislosti se stavy přímých zahraničních investic. V této skupině vyčnívá Francie z důvodu velkého podílu nástrojů s rizikem selhání na její záporné čisté investiční pozici vůči zahraničí.

- V roce 2018 se většina **velkých kladných čistých investičních pozic vůči zahraničí** dále navýšila. Německo, Lucembursko, Malta a Nizozemsko vykázaly kladné čisté investiční pozice vůči zahraničí převyšující úroveň 60 % HDP a Dánsko na úrovni téměř 50 % HDP[29]. To odráží přetrvávající velké přebytky běžného účtu po řadu let, což vedlo ke kumulaci velké čisté pozice aktiv vůči zbytku světa. Naproti tomu Belgie zaznamenala pokles své velmi kladné čisté investiční pozice vůči zahraničí v důsledku nepříznivých účinků ocenění. Ve všech těchto případech jsou údaje čisté investiční pozice vůči zahraničí viditelně nad příslušnými normami, tj. výrazně nad rámec úrovně, která by mohla být odůvodněna základními veličinami specifickými pro jednotlivé země nebo se na základě těchto veličin dala očekávat.

[28] Vývoj běžného účtu je v souladu se stabilitou vnější pozice těchto zemí s výjimkou Rumunska, kde očekávané další zhoršení běžného účtu pravděpodobně povede rovněž ke zhoršení čisté investiční pozice vůči zahraničí.
[29] Význam čisté investiční pozice vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání se v rámci této skupiny zemí značně liší, jelikož odráží rovněž význam jejich finančních center, jako v případě Lucemburska a Malty, nebo vnější dluhové závazky bank a ústředí nadnárodních korporací jako v případě Nizozemska.

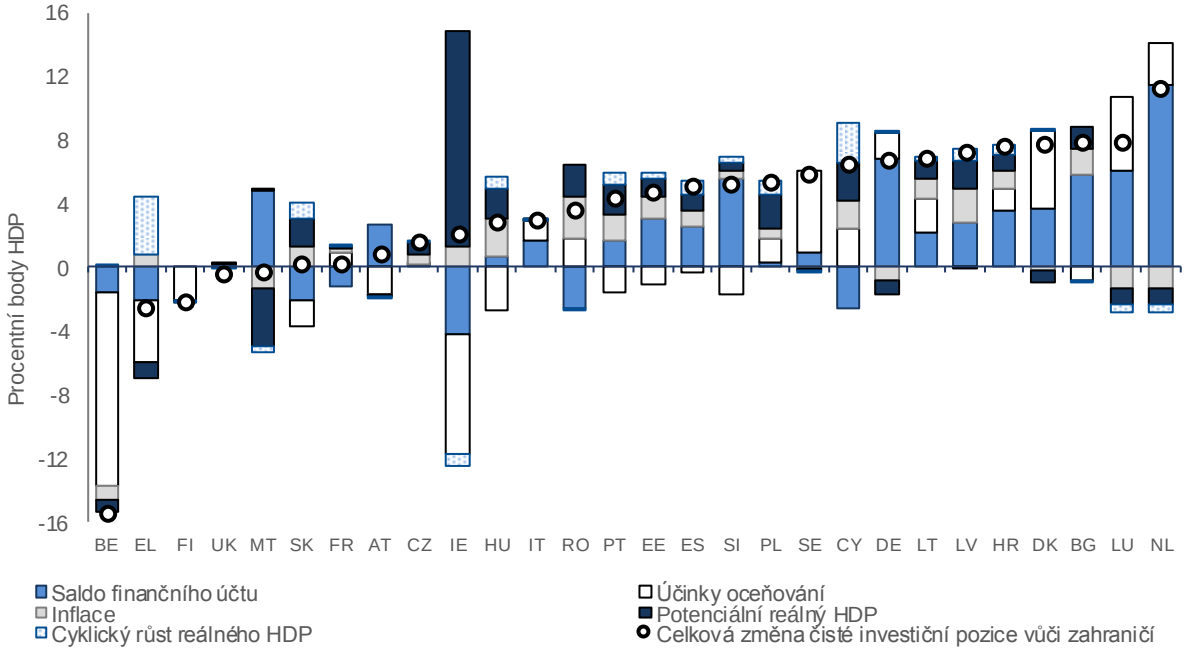
Graf č. 10: Čisté investiční pozice vůči zahraničí a referenční hodnoty v roce 2018



Zdroj: Eurostat (BPM6, ESA10), výpočty útvarů Komise.

Poznámka: Hodnoty čisté investiční pozice vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání pro Irsko, Lucembursko a Maltu jsou mimo rozsah grafu. Země jsou řazeny sestupně v závislosti na poměru čisté investiční pozice vůči zahraničí k HDP v roce 2018. NENDI je čistá investiční pozice vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání. Koncepty normy čisté investiční pozice vůči zahraničí a obezřetnostní prahové hodnoty čisté investiční pozice vůči zahraničí viz poznámka pod čarou 26.

Graf č. 11: Dynamika čisté investiční pozice vůči zahraničí v roce 2018



Zdroj: Eurostat, výpočty útvarů Komise.

Poznámka: Země jsou řazeny vzestupně v závislosti na změně poměru čisté investiční pozice vůči zahraničí k HDP v roce 2018. Grafy znázorňují meziroční vývoj poměru čisté investiční pozice vůči zahraničí k HDP v rozdělení do pěti komponent, kterými jsou: zůstatek finančního účtu, který by měl odpovídat součtu salda běžného a kapitálového účtu, potenciální a cyklický růst reálného HDP, inflace a změny ocenění. Cyklická složka růstu HDP se vypočítá jako rozdíl mezi skutečným a potenciálním růstem.

Jednotkové náklady práce rostou v řadě členských států EU rychlejším tempem. V roce 2018 ukazuje srovnávací přehled růst jednotkových nákladů práce nad prahovou hodnotou v osmi zemích, což je dvakrát více než v předchozích letech. Růst jednotkových nákladů práce začal kolem roku 2013, nejprve v pobaltských ekonomikách, o něco později v řadě zemí střední a východní Evropy, přičemž určité známky zrychlení se projevily v celé eurozóně. Prognózy pro rok 2019 naznačují, že došlo ke zmírnění růstu jednotkových nákladů práce v zemích, u nichž nastalo v posledních letech podstatnější snížení nákladové konkurenceschopnosti, ale v některých případech růst jednotkových nákladů práce dále pokračuje (graf č. 12).

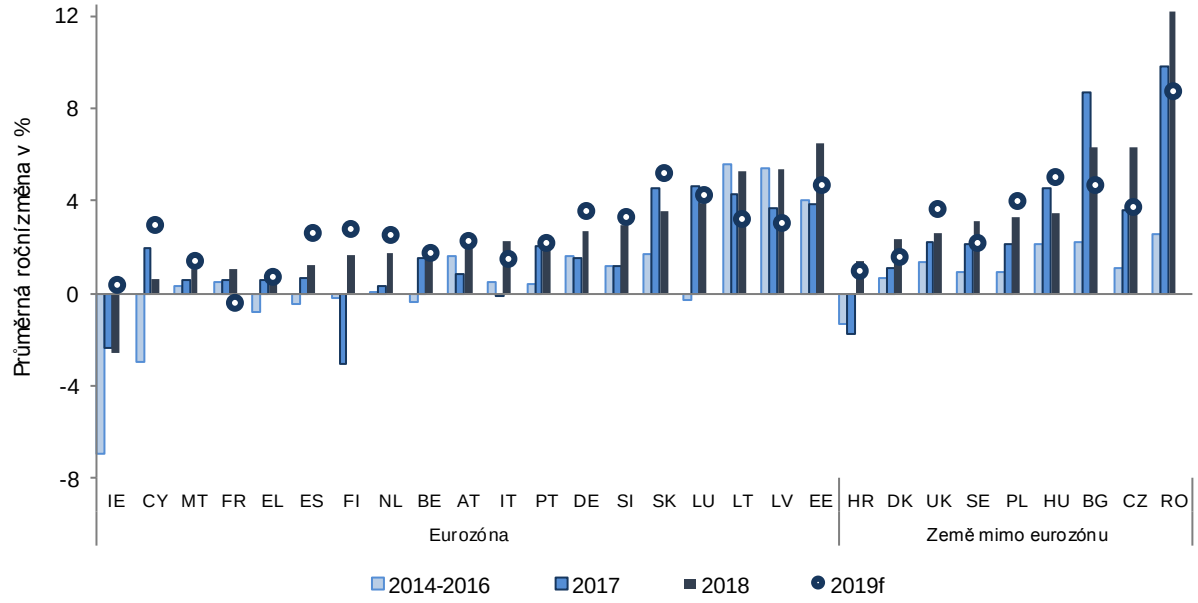
- **V rostoucím počtu členských států bylo zaznamenáno zrychlení růstu jednotkových nákladů práce.** Růst jednotkových nákladů práce byl obzvláště silný v některých zemích střední a východní Evropy a v pobaltských zemích, zejména v Rumunsku a také v Bulharsku, Česku, Estonsku, Maďarsku, Lotyšsku, Litvě a na Slovensku. Ve všech těchto zemích ukazuje srovnávací přehled růst jednotkových nákladů práce nad prahovou hodnotou. Zatímco u většiny z nich se v roce 2019 očekává určité zpomalení růstu jednotkových nákladů práce, v Maďarsku a na Slovensku se v letošním roce očekává další zrychlení. V zemích eurozóny, které jsou čistými dlužníky, zejména na Kypru, v Řecku a ve Španělsku zůstal růst jednotkových nákladů práce relativně mírný, i když je vyšší než v předchozích letech. Portugalsko zaznamenalo růst jednotkových nákladů práce nad průměrem eurozóny. Jednotkové náklady práce nakonec mírně vzrostly i v zemích, které jsou ve velkém rozsahu čistými věřiteli. Z velkých ekonomik eurozóny zaznamenalo nejvyšší zrychlení růstu jednotkových nákladů práce Německo.
- **Silný růst jednotkových nákladů práce je do značné míry výsledkem obnovení růstu mezd v souvislosti s nedostatkem pracovních sil na trhu práce**. V roce 2018 je nejdůležitějším faktorem pro růst jednotkových nákladů práce nominální růst mezd (graf č. 13). Po hospodářské obnově, růstu zaměstnanosti a poklesu míry nezaměstnanosti došlo k urychlení růstu mezd, což bylo odrazem dynamiky Phillipsovy křivky. Avšak od počátku oživení byl růst reálných mezd až do roku 2017 nižší než růst produktivity práce a ke zvratu došlo až od roku 2018. Růst jednotkových nákladů práce ve všech zemích má tendenci být silnější tam, kde je nejnižší nezaměstnanost, nedostatek kvalifikovaných pracovních sil, překážky na straně nabídky pracovních sil, přičemž dynamika „dohánění“ hraje zejména ve střední a východní Evropě také svou roli[30]. Ke zrychlení růstu jednotkových nákladů práce dochází současně se zlepšováním situace na trhu práce, přičemž země, které byly méně postiženy recesí související s dluhovou krizí eurozóny v roce 2011 a v nichž nezaměstnanost začala dříve klesat, zaznamenaly růst jednotkových nákladů práce dříve.
- **Nízká produktivita práce hraje stále větší roli pro růst jednotkových nákladů práce.** Zvýšení jednotkových nákladů práce mezi lety 2017 a 2018 je do velké míry způsobeno poklesem produktivity práce. Růst produktivity práce pokračoval ve většině zemí EU s hospodářským

[30] Např. G. Brunello a P. Wruuck, „Skill Notice in Europe: A survey of the literature“, IZA Discussion Paper Series 12346, 2019, A. Kiss and A. Vandeplas, „Measuring skills mismatch“. DG EMPL Analytical Webnote 7/2015, Evropská komise, 2015, Evropská komise (2018), Labour Market and Wage Developments in Europe (Vývoj na trzích práce a vývoj mezd v Evropě), roční přezkumy 2018 a 2019.

oživením po výrazném zpomalení v letech kolem hluboké finanční krize (graf č. 14). Oživení produktivity práce bylo spojeno především s růstem souhrnné produktivity výrobních faktorů, přičemž v porovnání s obdobím před krizí přispělo prohlubování kapitálu ke zvýšení produktivity práce méně. Prohlubování kapitálu odráží situaci, kdy průměrný kapitál na pracovníka roste nízkým tempem nebo klesá z důvodu silného růstu zaměstnanosti a nízkých investic. V posledních letech rostla produktivita práce nižším tempem, než bylo zaznamenáno v období před krizí, a to v důsledku pomalejšího růstu souhrnné produktivity výrobních faktorů a slabšího prohlubování kapitálu.

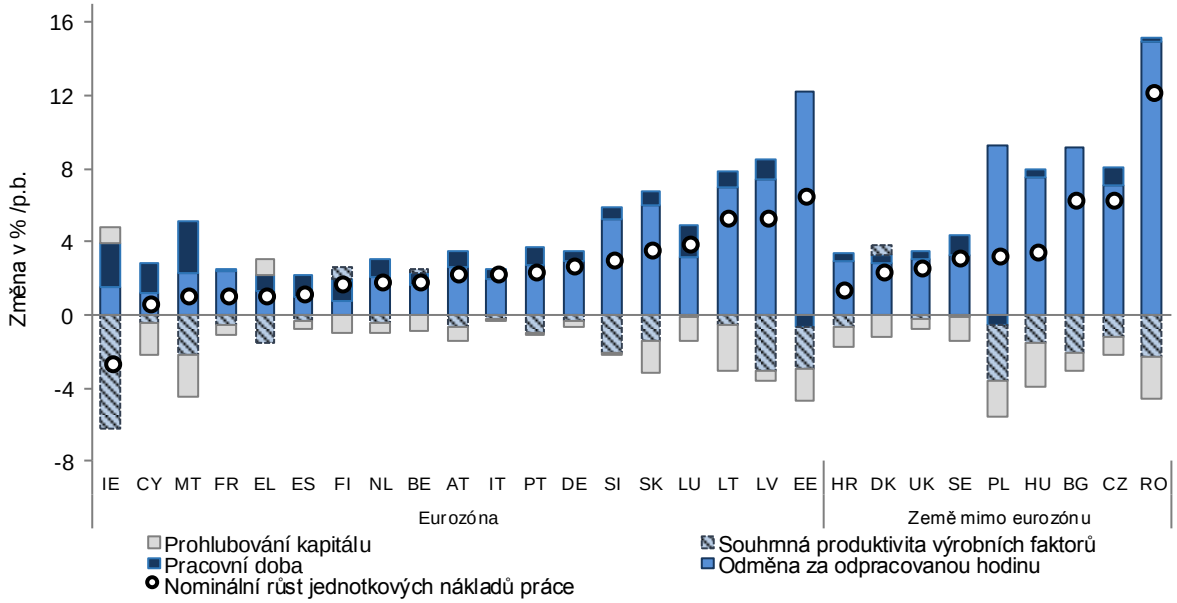
- **Trendy růstu jednotkových nákladů práce jsou stále méně propojeny s potřebami obnovení rovnováhy.** V roce 2018 se jednotkové náklady práce v zemích eurozóny zvýšily a existuje pouze malá diferenciace mezi zeměmi, které jsou čistými věřiteli, a zeměmi, které jsou čistými dlužníky. Naproti tomu v letech po krizi jednotkové náklady práce mnohem výrazněji rostly v zemích, které jsou čistými věřiteli. Vzhledem k tomu, že situace na trhu práce začala být postupně napjatější i v zemích, které zaznamenaly zhoršení běžných účtů, začaly růst náklady na pracovní sílu i v těchto zemích a rozdíl ve vztahu k zemím, které jsou čistými věřiteli, začal klesat (viz také oddíl 2). Stejně jako v zemích, které jsou čistými dlužníky a kde je prostor pro další přehřívání situace na trhu práce větší, by dynamika konkurenceschopnosti mohla být stále méně příznivá pro obnovení rovnováhy, a to jak z důvodu relativně silnějšího růstu mezd, tak růstu produktivity v důsledku zmírnění tempa prohlubování kapitálu.

Graf č. 12: Růst jednotkových nákladů práce v posledních letech



Zdroj: AMECO, údaje za rok 2019 pocházejí z hospodářské prognózy Evropské komise z podzimu 2019.
Poznámka: Země jsou řazeny vzestupně v závislosti na růstu jednotkových nákladů práce v roce 2018.

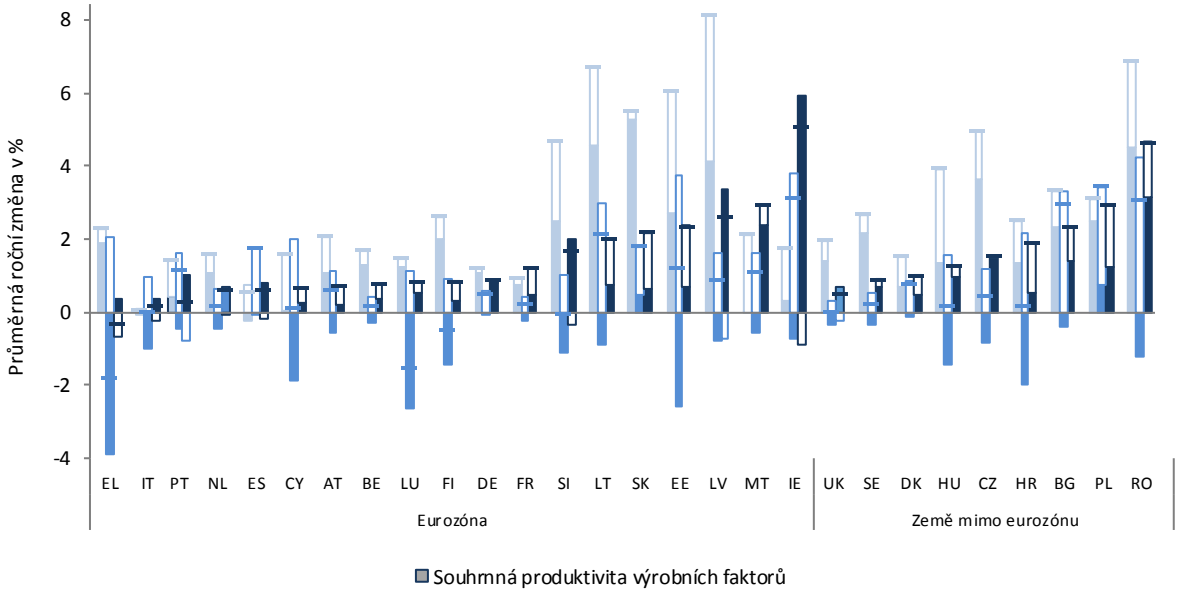
Graf č. 13: Růst jednotkových nákladů práce (přehled), 2018



Zdroj: Výpočty databáze AMECO a útvarů Komise

Poznámka: Země jsou řazeny vzestupně v závislosti na růstu jednotkových nákladů práce v roce 2018. Přehled vychází ze standardního rozčlenění růstu jednotkových nákladů práce na nominální hodinové odměny a produktivitu práce, přičemž produktivita práce je dále rozčleněna na vliv odpracovaných hodin, souhrnné produktivity výrobních faktorů a akumulace kapitálu. Použit byl standardní rámec růstového účetnictví.

Graf č. 14: Přehled růstu produktivity, 2002–2018



Zdroj: AMECO

Poznámka: Produktivita práce měřená na základě HDP na zaměstnanou osobu. Údaje týkající se produktivity a jejích dílčích složek (souhrnná produktivita výrobních faktorů a prohloubení kapitálu) se týkají tří období takto zleva: 2002–2007 (světle modré sloupce a značky), 2007–2012 (středně modrá) a 2012–2018 (tmavě modrá).

Ztráty nákladové konkurenceschopnosti se začaly promítat také do opatření reálného efektivního směnného kurzu (REER), která částečně odrážejí nominální apreciaci. Až do nedávna se růst jednotkových nákladů práce odrazil pouze okrajově v apreciaci reálného efektivního směnného kurzu na

základě jednotkových nákladů práce, přičemž hlavním důvodem byl relativně silný růst nákladů a cen v partnerských zemích mimo EU a depreciace eura, k níž došlo na přelomu desetiletí a v roce 2015. V nedávné době došlo ke zhoršení reálných efektivních směnných kurzů založených na jednotkových nákladech práce, což částečně zachycují také ukazatele reálného efektivního směnného kurzu složené z různých deflátorů (HDP nebo spotřeby) v důsledku trvalého růstu jednotkových nákladů práce a zhodnocování eura mezi roky 2016 a 2018. To v roce 2018 vedlo ke zvýšení počtu členských států, u nichž srovnávací přehled ukazuje růst reálného efektivního směnného kurzu nad prahovou hodnotu. V současné době je kurz pod úrovní nižší prahové hodnoty z důvodu depreciace pouze v jednom členském státě (Spojené království), zatímco 5 jiných členských států překročilo práh apreciace (Belgie, Česko, Estonsko, Německo a Litva).

- **Reálný efektivní směnný kurz založený na jednotkových nákladech práce ve většině členských států zaznamenává růst, který se ve srovnání se situací v posledních letech zrychluje.** Řada zemí střední a východní Evropy zaznamenává od roku 2016 nejsilnější růst, zejména země mimo eurozónu, značný růst lze ale pozorovat také v řadě zemí eurozóny, zejména v Pobaltí a také v Německu, Lucembursku, Portugalsku a na Slovensku (graf č. 15).

- **Nominální apreciace, zejména eura, byla jedním z důvodů reálné apreciace zaznamenané v letech 2016 až 2018.** Tato tendence se však zastavila a v roce 2019 se trend mírně obrátil. Mimo eurozónu zaznamenalo největší apreciaci nominálních efektivních směnných kurzů mezi lety 2016 a 2018 Bulharsko a Česko, zatímco k depreciaci měny došlo ve Švédsku a ve Spojeném království.

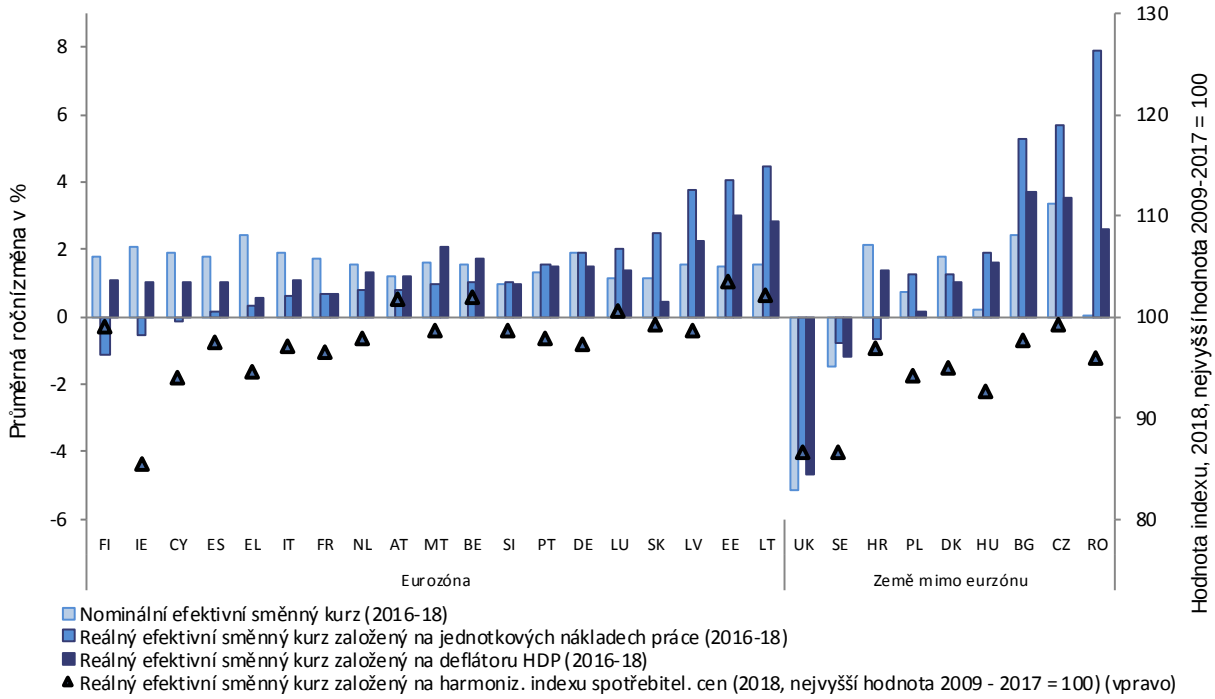
- Jelikož u reálných efektivních směnných kurzů založených na jednotkových nákladech práce došlo k obecně většímu zhodnocení než u reálných efektivních směnných kurzů založených na deflátoru HDP nebo HICP, **mohlo dojít k jistému stlačování rozpětí cen a nákladů**. Výrazné rozdíly mezi reálnými efektivními směnnými kurzy založenými na jednotkových nákladech práce a reálnými efektivními směnnými kurzy založenými na deflátoru HDP byly pozorovány zejména v Bulharsku, Česku, Lotyšsku, Litvě, Rumunsku a na Slovensku[31]. Navzdory nízké dynamice inflace vyplývající z nominální apreciace **zaznamenala většina zemí EU ztráty konkurenceschopnosti měřené reálným efektivním směnným kurzem založeným na harmonizovaném indexu spotřebitelských cen**.

- Přes nedávné ztráty **je ve většině zemí EU současná pozice konkurenceschopnosti nadále příznivější, než tomu bylo před krizí**, neboť úroveň reálného efektivního směnného kurzu založeného na harmonizovaném indexu spotřebitelských cen se často nachází pod úrovní zaznamenanou v předchozím období vrcholných hodnot. V některých zemích, zejména v Rakousku, Belgii, Estonsku a Litvě, se však stávající údaje reálného efektivního směnného kurzu založeného na harmonizovaném indexu spotřebitelských cen nacházejí nad nedávnými vrcholy, což je odrazem dlouhotrvající apreciace.

- Reálná depreciace se ve většině případů časově shodovala se snížením relativních cen neobchodovatelných statků a se **zvýšeným podílem obchodovatelných statků v hospodářství**, čímž se zlepšila potenciální dynamika růstu založeného na vývozu. Údaje často potvrzují tento trend, který se však, jak se zdá, v řadě zemí EU, zejména v Pobaltí, zpomaluje nebo dokonce nabírá opačný směr (graf č. 16).

[31] Zatímco stlačování rozpětí brání tomu, aby nákladová konkurenceschopnost ovlivňovala směnné relace, čímž omezuje dopad na obchodní toky v odvětvích, která se vyznačují diferenciací výrobků a přizpůsobováním cen převládajícím cenám na vývozních trzích, přetrvávající snížená ziskovost by časem znamenala zmenšení obchodovatelného sektoru.

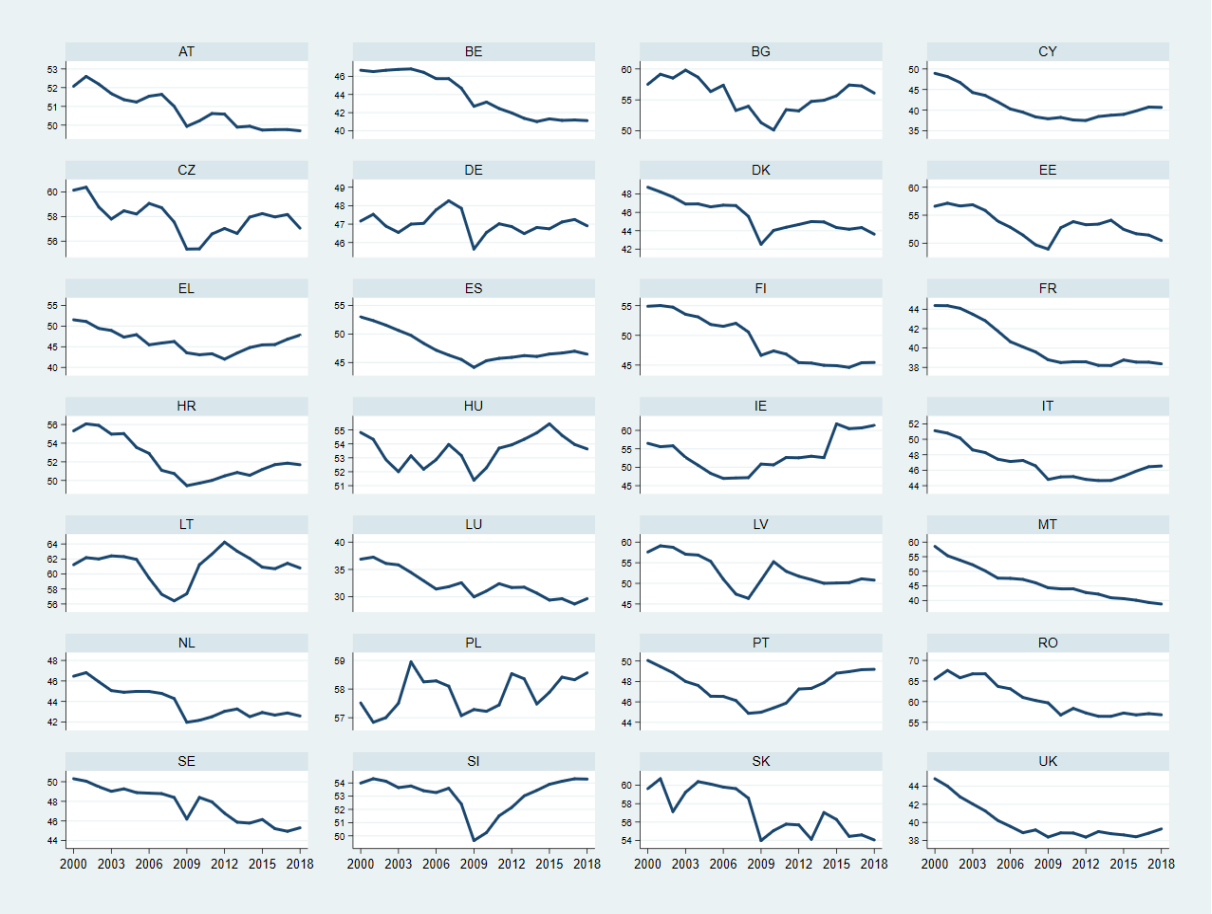
Graf č. 15: Dynamika nominálních a reálných efektivních směnných kurzů (NEER a REER)



Zdroj: AMECO

Poznámka: Země jsou řazeny vzestupně na základě průměrné roční změny reálného efektivního směnného kurzu (REER) založeného na růstu jednotkových nákladů práce v letech 2016–2018. Reálné efektivní směnné kurzy založené na jednotkových nákladech práce a deflátoru HDP a nominální efektivní směnný kurz se vypočítávají vůči 37 obchodním partnerům, přičemž jeden z nich na základě harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HISC) se vypočítá ve vztahu k 42 obchodním partnerům.

Graf č. 16: Podíl obchodovatelných statků v hospodářství



Zdroj: AMECO

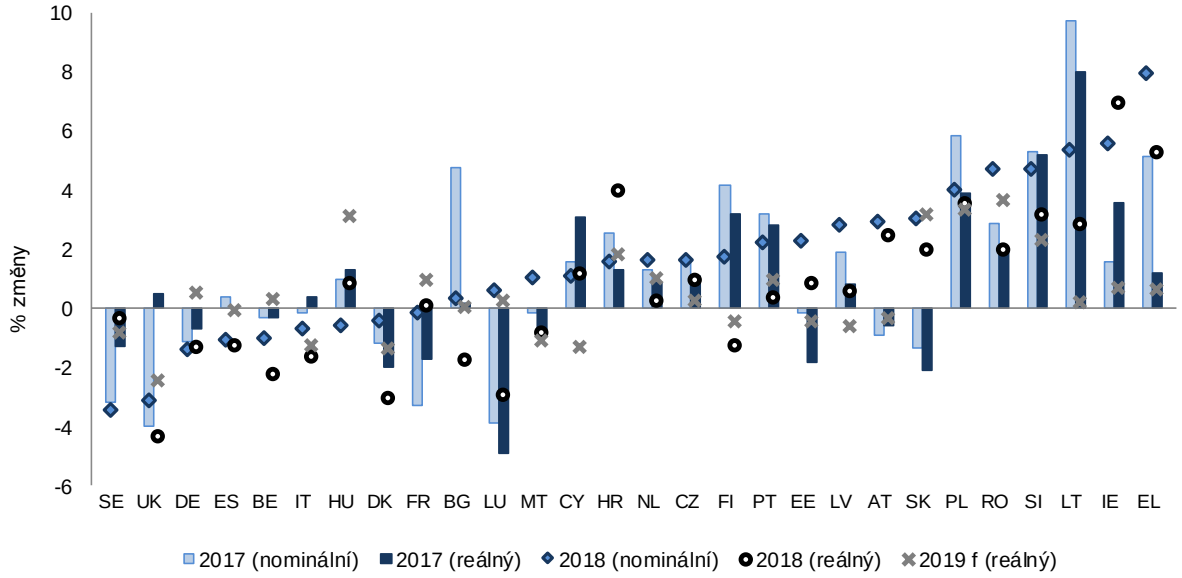
Poznámka: podíl obchodovatelných statků v hospodářství (zemědělství, výroba a obchod, doprava a komunikační služby) se vypočítává jako podíl přidané hodnoty u obchodovatelných statků na celkové přidané hodnotě v ekonomice (%).

Podíl na světovém vývozu v roce 2018 ve většině členských států rostl. Změny kumulovaného podílu na světovém vývozu za pět let uvedené ve srovnávacím přehledu vykazují ve většině zemí EU pozitivní hodnoty. Pouze v jednom členském státě (Švédsko) byly zaznamenány ztráty nad prahovou hodnotou srovnávacího přehledu. Nedávné údaje na ročním základě dokládají obecně pozitivní míry růstu podílů na světovém vývozu (graf č. 17).

- Zisky podílů na trhu ve prospěch členských států EU z poslední doby jsou stále částečně spojeny s relativně silnou poptávkou po vývozu z oblastí s úzkými obchodními vztahy se zeměmi EU. Svou roli mohla rovněž sehrát i nedávná depreciace reálného efektivního směnného kurzu (REER). Podíly zemí EU na trhu v období po krizi klesaly, a zvyšovat se začaly až s oživením poptávky po vývozu v rámci EU. V posledních letech k růstu podílu zemí EU na světovém vývozu pravděpodobně přispělo **zpomalení obchodu v řadě rozvíjejících se ekonomik** ve srovnání s obchodem v rámci EU. Potvrzuje to i omezenější nárůst podílu na světovém vývozu v porovnání se zeměmi OECD (tabulka 2.1 v příloze). Z důvodu apreciace reálného efektivního směnného kurzu se nárůst podílu na světovém vývozu zdá být mírnější, pokud se měří v reálných hodnotách.
- **V roce 2018 zaznamenaly nejsilnější nárůst podílu na světovém vývozu členské státy střední a východní Evropy, ale často se značným zpomalením.** Mezi zeměmi, jež zaznamenaly ztráty, jsou i některé země, které jsou čistými věřiteli, včetně Německa. Ze zemí, které jsou čistými dlužníky, se podíl na světovém vývozu snížil ve Španělsku a Bulharsku, a zpomaluje se v Portugalsku,

zatímco ke zlepšení došlo v Řecku (přičemž největší přírůstek byl zaznamenán v roce 2018), v Rumunsku a na Kypru.

Graf č. 17: Změny v podílech na světovém vývozu



Zdroj: Eurostat, výpočty útvarů Komise.
Poznámka: Země jsou řazeny vzestupně v závislosti na ročních změnách nominálních podílů na světovém vývozu v roce 2018. Nominální podíly na světovém vývozu se vypočtou tak, že se vývoz dané země v běžných cenách vydělí světovým vývozem rovněž v běžných cenách. Reálné podíly na světovém vývozu se vypočtou tak, že se tempo růstu světového vývozu v objemovém vyjádření odečte od tempa růstu v objemovém vyjádření dané země.

Míry zadlužení soukromého sektoru zůstávají podle dostupných referenčních hodnot **v některých členských státech vysoké**.

- **Prahovou hodnotu soukromého dluhu uvedenou ve srovnávacím přehledu překročilo v roce 2018 dvanáct členských států, což je stejný počet jako v letech 2016 a 2017.** Míra zadlužení soukromého sektoru v Lucembursku, na Kypru, v Nizozemsku a v Irsku přesáhla 200 % HDP. Velikost dluhu v těchto zemích je ovlivněna vnitropodnikovými přeshraničními transakcemi spojenými především s činností nadnárodních korporací a jednotkami pro speciální účel. Poměr soukromého dluhu k HDP v Dánsku a ve Švédsku činí přibližně 200 % HDP v Belgii, Francii, Portugalsku a ve Spojeném království se blíží 150 % HDP, nebo tuto hodnotu překračuje.

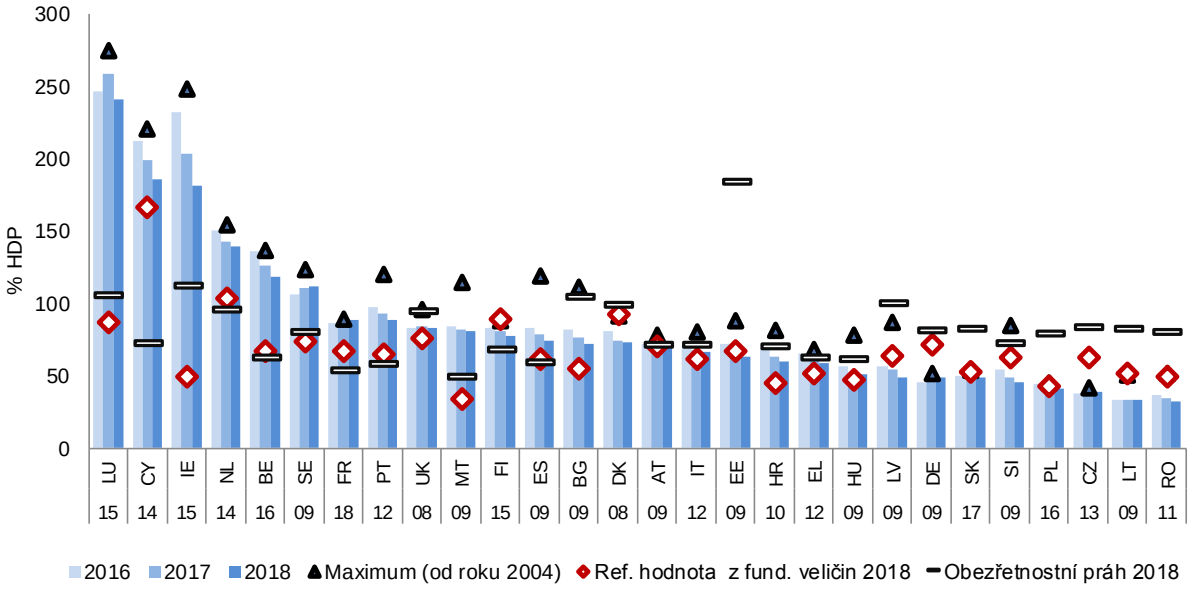
- Na Kypru, ve Francii, v Nizozemsku, Portugalsku, Španělsku a ve Švédsku se na velké míře zadlužení soukromého sektoru podílejí **jak domácnosti, tak nefinanční podniky (NFP)** (grafy č. 18 a 19). V Irsku a Lucembursku je vysoký soukromý dluh způsoben vysokým zadlužením **korporací**; v Dánsku, Finsku a Spojeném království je dán spíše zadlužením **domácností**.

- **Rozdíly ve výši soukromého dluhu mezi zeměmi** lze do značné míry objasnit rozdíly v základních faktorech odůvodňujících akumulaci dluhu, včetně vyhlídek na růst a investice a finančního vývoje. Posouzení úrovně dluhu by proto mělo zohlednit uvedené faktory, jakož i ostatní prvky, jež mají výhledově vliv na rizika vyplývající z vysokého zadlužení.[32] Z údajů z roku

[32] Tyto faktory jsou zohledněny v referenčních hodnotách pro jednotlivé země, které vypracovala Evropská komise ve spolupráci s pracovní skupinou EPC LIME (Evropská komise, „*Benchmarks for the assessment of private debt*“ (Referenční hodnoty pro posouzení soukromého dluhu), zpráva pro Výbor pro hospodářskou

2018 vyplývá, že všechny země, jejichž soukromý dluh je nad prahovou hodnotou srovnávacího přehledu, zároveň překračují obezřetnostní a z fundamentálních veličin vycházející referenční hodnoty pro tyto země.

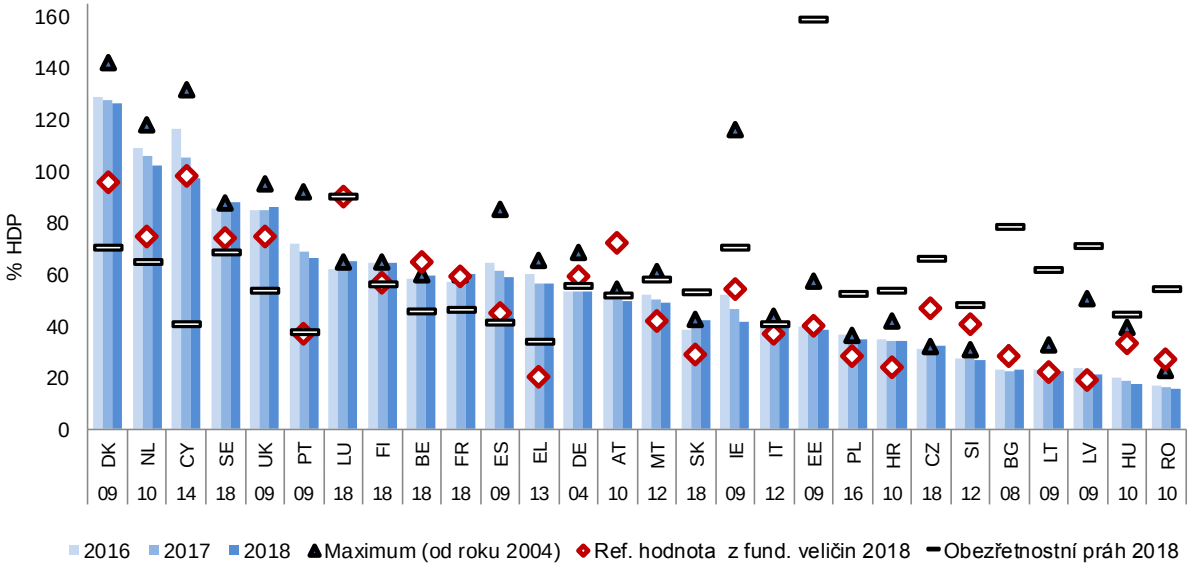
Graf č. 18: Dluh nefinančních podniků



Zdroje: Nekonsolidované čtvrtletní odvětvové účty Eurostatu, výpočty útvarů Komise.
Poznámky: Země jsou řazeny sestupně v závislosti na poměru dluhu NFP vůči HDP v roce 2018. Číslo uvedené pod kódem země znamená rok, ve kterém uvedená míra zadlužení dosáhla nejvyšší hodnoty.

politiku, ARES (2017) 4970814) a následné aktualizace. *Referenční hodnoty vycházející z fundamentálních veličin* umožňují posoudit soukromý dluh vzhledem k hodnotám, jež lze vysvětlit pomocí základních ekonomických veličin, přičemž jsou odvozeny z regresních modelů zachycujících hlavní faktory růstu úvěrů a zohledňujících danou původní výši dluhu. *Obezřetnostní prahové hodnoty* představují míru zadlužení, nad níž je pravděpodobnost bankovní krize relativně vysoká; uvedené úrovně jsou založeny na maximalizaci síly signálu při předvídání bankovních krizí prostřednictvím minimalizace pravděpodobnosti nezachycení krize a falešných poplachů a pomocí zahrnutí informací o kapitalizaci bank, veřejném dluhu a úrovni hospodářského rozvoje v jednotlivých zemích.

Graf č. 19: Dluh domácností



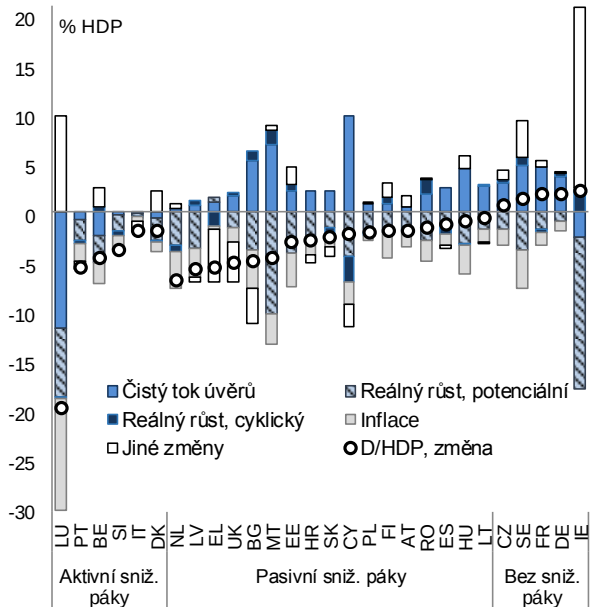
Zdroje: Nekonsolidované čtvrtletní odvětvové účty Eurostatu, výpočty útvarů Komise.
Poznámky: Země jsou řazeny sestupně v závislosti na poměru dluhu domácností vůči HDP v roce 2018. Číslo uvedené pod kódem země znamená rok, ve kterém uvedená míra zadlužení dosáhla nejvyšší hodnoty.

Snižování páky v soukromém sektoru se uskutečňuje hlavně v důsledku růstu nominálního HDP, probíhá pomalejším tempem, a v některých případech se vysoký dluh opět zvyšuje, místo aby klesal. V uplynulých letech dluhy NFP a domácností v zemích s vysokým zadlužením, jako je Kypr, Irsko, Portugalsko a Španělsko poklesly oproti svým maximům nejméně o 25 procentních bodů HDP (grafy č.18 a 19). Pokles byl zaznamenán rovněž v Estonsku, Maďarsku, Lotyšsku a na Slovinsku, a to zejména pokud jde o míru zadlužení podniků. V posledních letech se však tempo poklesu míry zadlužení zpomalilo. To lze dobře vidět zejména na dluhu domácností. Přestože většina ekonomik EU vykazovala i nadále pokles míry zadlužení, docházelo i k opětovnému zadlužování, zejména u domácností.

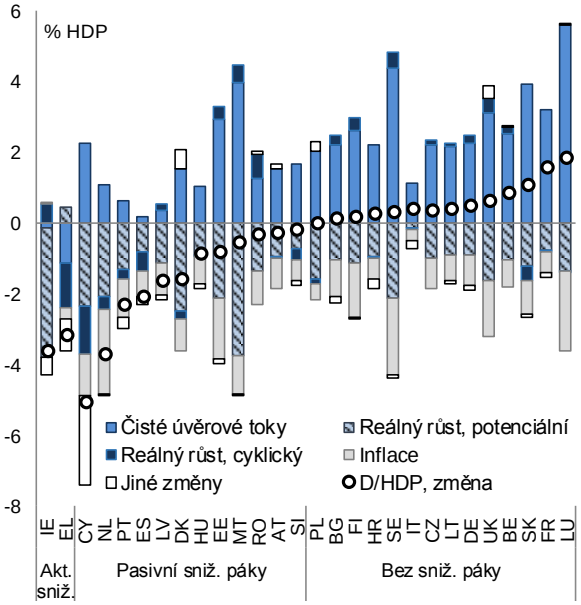
- **Snižování páky je stále více závislé na růstu nominálního HDP.** Úvěrové toky v soukromém sektoru zůstávají umírněné a žádný členský stát v roce 2018 nepřekročil prahovou hodnotu srovnávacího přehledu pro tuto proměnnou. Růst nominálního HDP v uplynulých letech umožnil několika zemím začít vstupovat do režimu „pasivního snižování páky“, tj. klesajícího poměru dluhu k HDP i přes pozitivní úvěrové toky. Pokračující růst HDP zmírnil tlak na „aktivní“ snižování páky, tj. díky poklesu úrovní nominálního dluhu. Ve skutečnosti došlo ve srovnání s rokem 2017 ke snížení počtu zemí, které vykazují záporné úvěrové toky vůči podnikům nebo domácnostem (grafy č. 20 a 21). Avšak, vzhledem k tomu, že hospodářský cyklus dosáhl vrcholu, je příspěvek cyklického růstu HDP stále omezenější, nebo dokonce negativní, z čehož vyplývá, že v budoucnu budou vyhlídky na další pasivní snižování páky rozhodujícím způsobem záviset především na potenciálním růstu HDP.
- Pokud jde o **podnikový dluh**, snižování páky pokračovalo ve většině zemí EU, přičemž stále více závisí na růstu HDP. Mezi prvním čtvrtletím roku 2018 a prvním čtvrtletím roku 2019 došlo k aktivnímu snižování páky u NFP pouze v Belgii, Dánsku, Itálii, Lucembursku, Portugalsku a ve Slovinsku (graf č. 20, který vychází z nekonsolidovaných údajů). Na Kypru, Maltě a v Bulharsku i přes již vysoké zadlužení NFP převyšovaly čisté úvěrové toky do podnikového sektoru 5 % HDP. Do jisté míry dynamické úvěrové toky byly základem pro zvýšení dluhu NFP ve Francii, Německu a Švédsku. Skutečnost je taková, že Francie a Švédsko navzdory zaznamenanému dluhu NFP nad referenčními hodnotami ještě více využívají pákového efektu[33].
- Pokud jde o **dluh domácností**, snižování páky se zpomalilo ještě výrazněji. Ve Spojeném království, Švédsku, Belgii a Francii vzrostl dluh domácností jako podíl HDP v roce 2018 i přesto, že byl již na relativně vysoké úrovni (blížící se referenčním hodnotám nebo vyšší). Pouze v několika málo členských státech (Řecko a Irsko) lze pozorovat aktivní snižování páky (graf č. 21). Tam, kde ke snížení páky došlo, proběhlo pomalejším tempem, zejména na Kypru, v Portugalsku a ve Španělsku.

[33] V Irsku byly čisté úvěrové toky záporné a růst nominálního HDP příznivý, ale pozitivní změny v ocenění převážily nad těmito účinky a v důsledku toho bylo snižování páky (v nekonsolidovaném vyjádření) v období 1. čtvrtletí 2018–1. čtvrtletí 2019 neúspěšné, což možná odráželo činnost nadnárodních podniků.

Graf č. 20: Rozčlenění změny v poměru dluhu NFP k HDP (1. čtvrtletí 2018–1. čtvrtletí 2019)



Graf č. 21: Rozčlenění změny v poměru dluhu domácností k HDP (1. čtvrtletí 2018–1. čtvrtletí 2019)



Zdroje: Nekonsolidované čtvrtletní odvětvové účty Eurostatu, výpočty útvarů Komise.

Poznámky: Grafy znázorňují meziroční vývoj poměru nekonsolidovaného dluhu k HDP v rozdělení do pěti komponent, kterými jsou: úvěrové toky, potenciální a cyklický růst reálného HDP, inflace a další změny. Cyklická složka růstu HDP se vypočítá jako rozdíl mezi skutečným a potenciálním růstem. „Aktivní snižování páky" spočívá v čistém splácení dluhu (v záporných čistých úvěrových tocích) a v dotčeném odvětví obvykle vede k nominálnímu poklesu rozvahy. Na druhé straně při „pasivním snižování páky" jsou pozitivní čisté úvěrové toky převáženy vyšším růstem nominálního HDP, což vede ke snižování poměru dluhu k HDP.

Podmínky v bankovním sektoru EU se v posledních letech značně zlepšily a v podstatě se stabilizovaly. Bankovní sektor se v několika členských státech nadále potýká zejména s nízkou ziskovostí a velkým počtem úvěrů se selháním (NPL). Růst kapitálových poměrů tier 1 se zastavil poté, co dosáhl úrovní nad regulatorními požadavky ve všech členských státech, přičemž mezi jednotlivými zeměmi existují značné rozdíly. Návratnost vlastního kapitálu se v bankovním sektoru v posledních letech významně zlepšila, ale v poslední době došlo k oslabení tohoto zlepšení. Několik zemí, zejména Řecko, Itálie a Portugalsko (grafy č. 22 a 23) se potýká s kombinací poměrně nízké míry ziskovosti, nižší než průměrné míry kapitalizace a relativně vysokého podílu úvěrů se selháním.

- **Růst závazků finančního sektoru zůstává omezený**, a s výjimkou Finska **je výrazně pod prahovou hodnotu srovnávacího přehledu**. Růst závazků finančního sektoru v roce 2018 ve srovnání s rokem 2017 ve většině členských států mírně zpomalil.[34] Úvěrové toky bank v roce 2018 však rostly o něco rychleji než v roce 2017, zejména u úvěrů poskytovaných domácnostem, přičemž v prvních měsících roku 2019 se v době počínajícího zpřísňování úvěrových podmínek stabilizovaly[35].

- **Míry kapitalizace se ve většině členských států stabilizovaly, zatímco návratnost vlastního kapitálu se v roce 2018 v několika případech poněkud zhoršila.** Návratnost vlastního kapitálu v

[34] Toto navýšení ve Finsku v roce 2018 se časově shodovalo s přestěhováním ústředí jedné banky ze Švédska do Finska.

[35] Podle údajů z průzkumu bankovních úvěrů v eurozóně, viz ECB, Ekonomický bulletin, srpen 2019.

Řecku a Portugalsku v roce 2018 zůstala negativní, zatímco na Kypru byla pozitivní. Ocenění vlastního kapitálu bank se v roce 2017 zvyšovalo, zatímco v průběhu roku 2018 a větší části roku 2019 se snižovalo, a to i přes pozitivní výsledky celkových indexů evropského akciového trhu, což kromě jiných faktorů odráží i revidované tržní pohledy na vyhlídky ziskovosti v tomto odvětví.

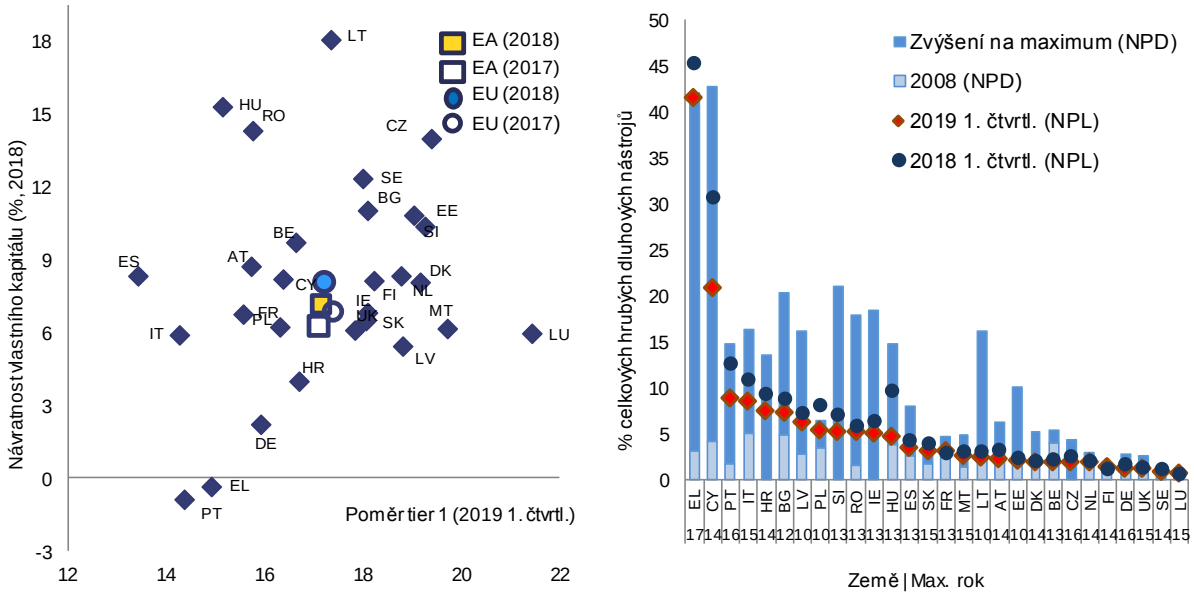
- **U některých členských států EU je patrná kombinace poměrně nízké míry ziskovosti a míry kapitalizace a relativně vysokého podílu úvěrů se selháním**.[36] Podíl úvěrů se selháním v Řecku je stále vyšší než 40 %. Kypr zaznamenal značné zlepšení, pokud jde o podíl úvěrů se selháním, a to hlavně díky prodeji úvěrů a ukončení činnosti jedné velké banky v roce 2018, a vykázal pozitivní ziskovost. V Portugalsku a Itálii podíl úvěrů se selháním od roku 2016 výrazně poklesl a nejnovější údaje naznačují další, i když mírnější, snížení v roce 2018. Podíl úvěrů se selháním v obou zemích poklesl pod 10 %. Bulharsko, Chorvatsko, Maďarsko, Irsko, Rumunsko a Slovinsko v roce 2018 zaznamenaly pokles svých podílů úvěrů se selháním převyšujících průměr EU.
- **Současný hospodářský výhled charakterizovaný dlouhodobě nízkými úrokovými sazbami představuje další problémy.** Snížení úrokových sazeb se projevuje zejména u delších splatností, což vede ke zplošťování výnosových křivek a dalšímu stlačování rozpětí úrokových sazeb. Toto zplošťování omezuje transformaci splatnosti ze strany bank s případným dopadem na jejich ziskovost. Vzhledem k tomu, že prostředí s nízkými výnosy se týká zejména nízkorizikových finančních aktiv, mohlo by to zejména zatížit ziskovost a rozvahu nebankovních finančních institucí s portfoliem do značné míry investovaným do nízkorizikových aktiv, jako jsou pojišťovny, především v oblasti životního pojištění, a penzijní fondy[37].

Graf č. 22:
Ziskovost a kapitál bankovního sektoru

Graf č. 23: Úvěry se selháním

[36]Úvěry se selháním (NPL) jsou v souboru pomocných ukazatelů srovnávacího přehledu definovány jako procentuální podíl celkových hrubých úvěrů se selháním a záloh na celkových hrubých úvěrech a zálohách (hrubá účetní hodnota) pro sektor vykazování „domácí bankovní skupiny a samostatné banky, dceřiné společnosti nebo pobočky pod zahraniční kontrolou, veškeré instituce“. Hodnoty jsou uvedeny v tabulce 2.1 v příloze. Harmonizované údaje o podílech úvěrů se selháním jsou k dispozici pouze od roku 2014. Pro údaje týkající se roku 2008 a „nárůstu na maximální hodnotu“ tudíž graf č. 23 znázorňuje podíl hrubých dluhových nástrojů se selháním (NPD) na celkových hrubých dluhových nástrojích, protože tyto údaje jsou dostupné za delší období a kromě úvěrů se týkají rovněž ostatních dluhových nástrojů v držbě bankovního sektoru. Hodnota NPD je obvykle o něco nižší než hodnota NPL, zejména protože jmenovatel je větší, tj. hodnota celkových hrubých dluhových nástrojů je větší než celkové úvěry. Maximální rozdíl mezi těmito dvěma podíly v současné době činí čtyři procentní body (v případě Řecka), zatímco pro většinu ostatních členských států je nižší než jeden procentní bod.

[37] ECB, Zpráva o finanční stabilitě, květen 2019.



Zdroj: Údaje o hrubých dluhových nástrojích se selháním (NPD) za rok 2008 nejsou k dispozici pro Chorvatsko, Česko, Irsko, Slovinsko a Švédsko.

Poznámka: V grafu č. 23 údaje týkající se roku 2008 a „nárůstu na maximální hodnotu" odkazují na podíl hrubých dluhových nástrojů se selháním (NPD) na celkových hrubých dluhových nástrojích; podíly NPL jsou vykázány za 1. čtvrtletí 2018 a 1. čtvrtletí 2019; číslo uvedené pod kódem země znamená rok, ve kterém podíl NPD dosáhl maximální hodnoty.

Ceny bytových nemovitostí v roce 2018 nadále rostly vysokým tempem, ale v případech, kdy jsou známky nadhodnocení výraznější, nárůst cen ztratil dynamiku. Zrychlení růstu cen bytových nemovitostí způsobuje, že rostoucí počet trhů s bydlením se dostává blízko ke svým předkrizovým maximům, nebo je překračuje (graf č. 26). V roce 2018 vykázalo sedm členských států růst reálných cen bytových nemovitostí nad prahovou hodnotou srovnávacího přehledu (Česko, Maďarsko, Irsko, Lotyšsko, Nizozemsko, Portugalsko a Slovinsko), což je o jeden více než v roce 2017. Růst cen bytových nemovitostí byl obzvláště silný v zemích EU, jež doposud vykazovaly pouze omezené nebo žádné známky nadhodnocených cen bytových nemovitostí, zatímco v zemích s výraznějšími známkami nadhodnocení lze pozorovat zpomalení. Údaje, jež jsou k dispozici do druhého čtvrtletí roku 2019, naznačují, že prahová hodnota srovnávacího přehledu může být letos překročena v Chorvatsku, Česku, Maďarsku, Polsku a Portugalsku, jestliže vývoj ve druhé polovině roku bude obdobný. V první polovině tohoto roku růst cen bytových nemovitostí ve srovnání s rokem 2018 zaznamenal zrychlení v Chorvatsku, na Kypru a ve Švédsku, a zpomalení v Dánsku, Irsku, Lotyšsku, Rumunsku a ve Slovinsku.

- **Část zrychlení růstu cen bytových nemovitostí souvisí se základními ekonomickými veličinami.** Růst cen bytových nemovitostí se znovu začal projevovat v důsledku hospodářského oživení zahájeného v roce 2013 a snížení úrokových sazeb. V tomto ohledu to lze přičítat vývoji základních ekonomických veličin.[38] Přes zrychlení nemá růst nových hypotečních úvěrů místo toho

[38] Referenční hodnoty cen bytových nemovitostí umožňují posoudit rozsah nadhodnocení nebo podhodnocení cen bytových nemovitostí na základě charakteristik jednotlivých zemí. Syntetické odchylky ocenění jsou založeny na odchylce získané z různých referenčních hodnot: i) odchylka poměru cena-příjem od dlouhodobých průměrných hodnot; ii) odchylka poměru cena-výše nájemného od dlouhodobých průměrných hodnot; iii) odchylka od referenčních hodnot založených na regresi s ohledem na poptávku a základní ekonomické veličiny (viz N. Philiponnet a A. Turrini (2017), „*Assessing House Price Developments in the EU*", (Posuzování vývoje cen bytových nemovitostí v EU), diskusní dokument Evropské komise 048, květen 2017). Při výpočtu referenčních

dosud na rozdíl od doby před krizí žádnou významnou autonomní roli při ovlivňování cen. Mohl by však přispět k přetrvávajícímu zrychlení růstu cen bytových nemovitostí.

- **Výrazný nárůst cen bytových nemovitostí má dopad na úrovně oceňování.** V Maďarsku, Irsku, Lotyšsku, Nizozemsku, Portugalsku a ve Slovinsku byl reálný růst cen bytových nemovitostí vysoký již v roce 2017 a v roce 2018 se ještě dále zrychlil (graf č. 24 a graf č. 25, pravý horní kvadrant). Dlouhodobě vysoký růst v několika zemích postupně zvyšuje rizika nadhodnocení: počet zemí EU, jež jsou na základě posouzení charakterizovány jako země s nadhodnocenými cenami bytových nemovitostí, se v uplynulých letech zvyšoval. Známky nadhodnocení (měřené pomocí rostoucí odchylky v ocenění) jsou v poslední době v zemích, jako je Německo nebo Portugalsko, výraznější. Ceny bytových nemovitostí v několika zemích (Rakousko, Belgie, Česko, Německo, Lucembursko, Malta, Portugalsko) jsou stejné nebo vyšší než maximální úrovně od poloviny prvního desetiletí 21. století (graf č. 26). Úrovně cen bytových nemovitostí v několika zemích narážejí na omezení týkající se finanční dostupnosti, jak vyplývá z poměru mezi úrovněmi cen bytových nemovitostí a disponibilním příjmem na obyvatele. Podle odhadů je přibližně v polovině zemí EU pro nákup bytu o ploše 100 metrů čtverečních potřebný příjem za více než deset let[39]. Obdobně jeden z deseti Evropanů žije v domácnosti, která v roce 2017 vynaložila 40 % nebo více svých příjmů na bydlení[40].
- **V několika zemích se známkami nadhodnocení a vysokým dluhem domácností ceny bytových nemovitostí mírně zpomalily a na švédském trhu s bydlením začala korekce směrem dolů.** Poslední míry růstu cen bytových nemovitostí měly tendenci být tím nižší, čím vyšší byl rozsah nadhodnocení. Tento vývoj, který nebyl v předchozích letech viditelný, je v roce 2018 jasně patrný v zemích, u nichž jsou podle odhadů ceny bytových nemovitostí nadhodnocené. V roce 2018 se Rakousko, Belgie, Francie a Spojené království vyznačovaly kombinací různých úrovní nadhodnocených cen bytových nemovitostí a vysokým dluhem domácností, ale také cenami bytových nemovitostí, jež v roce 2018 rostly méně než v roce 2017 (graf č. 25). Toto zpomalení mohlo odrážet omezení týkající se finanční dostupnosti, oživení nabídky bydlení a zavedení politik na úrovni jednotlivých zemí, včetně makroobezřetnostních politik[41]. Kromě toho ve Švédsku klesly ceny nemovitostí v roce 2018 vztažené k ročnímu základu jak v nominálním, tak v reálném vyjádření, ale údaje za první dvě čtvrtletí roku 2019 naznačují určitou stabilizaci. Oproti tomu v Lucembursku, kde zranitelnost a rizika nadhodnocení nadále rostly, nedošlo k žádné korekci.
- **V několika členských státech jsou nadhodnocené ceny bytových nemovitostí spojeny s vysokými úrovněmi dluhu domácností.** To je zejména případ Dánska, Lucemburska, Švédska a Spojeného království. Nizozemsko se vyznačuje velmi vysokým dluhem domácností a vysokou

hodnot založených na regresi jsou cyklické vysvětlující proměnné zpracovány pomocí Hodrick-Prescottova filtru, aby se omezila jejich volatilita.

[39] Odhady úrovně cen se získávají na základě údajů z národního účtu a údajů ze sčítání lidu, domů a bytů, nebo pokud nejsou k dispozici, na základě informací zveřejněných na internetových stránkách realitních makléřů. Viz J. C. Bricongne et al. (2019),"*Assessing House Prices: Insights from „Houselev"* (Posouzení cen bytových nemovitostí: Poznatky získané z databáze „Houselev"), datový soubor odhadů cenové úrovně", European Economy, diskusní dokument č. 101, červenec 2019.

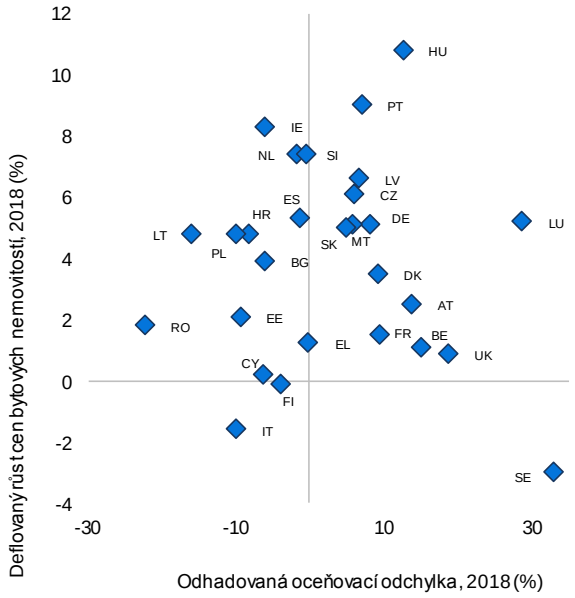
[40] Evropská komise (2019), *Employment and Social Developments in Europe* (Vývoj zaměstnanosti a sociální situace v Evropě), roční přehled z roku 2019, kapitola 4.

[41] Investice ve stavebnictví rostou v celé EU rychleji než v roce 2015, přičemž nejvyšší míra růstu byla zaznamenána tam, kde je vyšší růst cen bytových nemovitostí. Ve většině zemí EU rovněž roste počet stavebních povolení. Rychlost růstu cen bytových nemovitostí mohlo ovlivnit několik makroobezřetnostních politik, jež byly nedávno zavedeny v celé EU. . To platí zejména v případě limitů poměru úvěru k hodnotě nemovitosti a poměru nákladů na obsluhu dluhu k příjmům. Zdanění bydlení bylo v posledních letech v několika členských státech EU reformováno, především za účelem omezení rozsahu daňových úlev u hypoték.

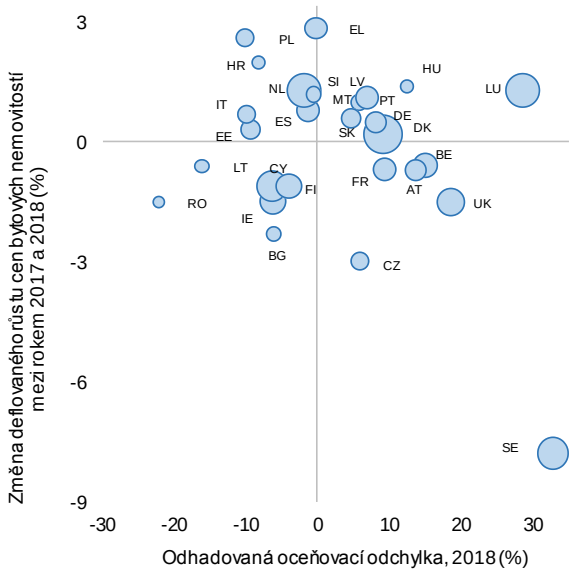
úrovní cen vzhledem k příjmům. Nárůst objemu hypoték v roce 2018 byl obzvláště rychlý v Bulharsku, Rumunsku a na Slovensku (přesahoval o 10 % úroveň předchozího roku) a v Rakousku, Belgii, Česku, Estonsku, ve Francii, v Maďarsku, Litvě, Lucembursku a na Maltě (přesahoval o 5 % úroveň předchozího roku). V některých případech, například v Belgii nebo ve Francii, došlo k silnému růstu z relativně vysokých úrovní. Poněkud jiný obraz dostaneme, pokud se posuzuje pouze změna dluhu spojeného s novými hypotékami, tj. bez dopadu splátek (graf č. 27). Vztah mezi cenou bytových nemovitostí a novými hypotékami mezi jednotlivými zeměmi je nevýrazný, bez jasné indikace, že ceny rostou rychleji tam, kde je více nových hypoték. To naznačuje, že úvěry při zrychlování cen bytových nemovitostí zatím nehrály klíčovou úlohu[42]. Nicméně v několika zemích byl silný růst cen bytových nemovitostí spojen se silným nárůstem hypoték, zejména na Slovensku, v Lucembursku, Německu a Nizozemsku.

[42] Ve většině zemí eurozóny dochází ke zrychlení růstu cen bytových nemovitostí po krizi, jež předcházela zrychlení nárůstu hypoték. Viz např. Evropská komise, „*Euro-area housing markets: Ongoing trends, challenges, and policy responses*“ (Trhy s bydlením v eurozóně: pokračující trendy, problémy a reakce politik), zpráva pro Výbor pro hospodářskou politiku – eurozóna, Ares(2019)922432, únor 2019; a Evropská komise, „*Euro-area housing markets: Ongoing trends, challenges, and policy responses*“ (Trhy s bydlením v eurozóně: pokračující trendy, problémy a reakce politik), technická zpráva pro Euroskupinu, únor 2019: https://www.consilium.europa.eu/media/38387/housing-note-eg-26-02-2019-technical-note.pdf

Graf č. 24: Změny cen bytových nemovitostí a oceňovací odchylky v roce 2018



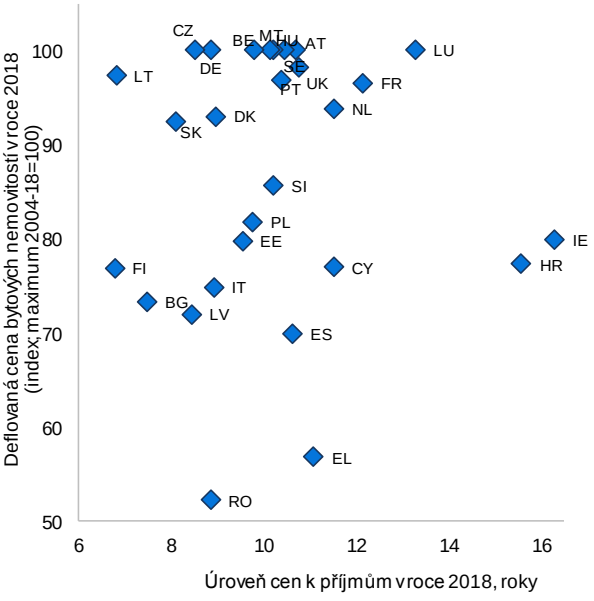
Graf č. 25: Oceňovací odchylky, změny v růstu cen mezi lety 2017 a 2018 a dluh domácností (v % příjmu domácností)



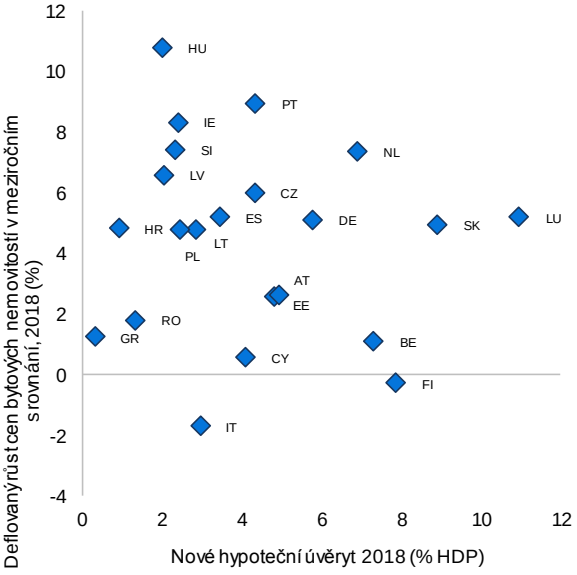
Zdroj: Eurostat a výpočty útvarů Komise.

Poznámka: míra nadhodnocení je odhadována jako průměr ze tří hodnot: odchylek poměrů cena-příjem a cena-nájem od jejich dlouhodobého průměru a výsledků fundamentálního modelu oceňovacích odchylek; viz poznámka pod čarou č. 39. Velikost kružnic v grafu č. 25 odpovídá poměru dluhu domácností vyjádřenému pomocí hrubého disponibilního příjmu domácností. Pro Chorvatsko nejsou údaje týkající se hrubého disponibilního příjmu domácností po roce 2012 k dispozici, a jsou proto extrapolovány na základě růstu disponibilního příjmu domácností v ekonomice; údaje týkající se hrubého disponibilního příjmu domácností pro Maltu chybí a jsou nahrazeny 56 % hrubého národního důchodu.

Graf č. 26: Úrovně cen bytových nemovitostí ve srovnání s příjmy a reálnými indexy cen bytových nemovitostí ve srovnání s maximálními hodnotami, 2018



Graf č. 27: Růst cen bytových nemovitostí a nové hypoteční úvěry v roce 2018



Zdroj: Eurostat a výpočty útvarů Komise.

Poznámka: Údaje o nových hypotečních úvěrech pro šest zemí (Bulharsko, Dánsko, Francie, Malta, Švédsko a Spojené království) chybí. Úrovně cen vůči úrovním příjmů se měří jako poměr mezi cenou za byt o velikosti

100 m² a průměrným disponibilním příjmem domácnosti. Pro Chorvatsko nejsou údaje týkající se hrubého disponibilního příjmu domácností na osobu po roce 2012 k dispozici, a jsou proto extrapolovány na základě růstu disponibilního příjmu domácností v ekonomice; údaje týkající se hrubého disponibilního příjmu domácností pro Maltu chybí a jsou nahrazeny 56 % hrubého národního důchodu.

Poměry dluhu k HDP se ve většině EU dále snížily, avšak nikoli v několika málo členských státech, v nichž jsou tyto poměry nejvyšší. Prahovou hodnotu míry zadlužení uvedenou ve srovnávacím přehledu překročilo v roce 2018 čtrnáct členských států oproti patnácti v roce 2017. Belgie, Kypr, Řecko, Itálie a Portugalsko vykazují dluh ve výši 100 % HDP nebo vyšší a Francie a Španělsko jsou těsně pod touto hranicí. V sedmi případech (Belgie, Kypr, Francie, Irsko, Portugalsko, Španělsko a Spojené království) je veřejný dluh převyšující 60 % HDP spojen se zadlužeností soukromého sektoru nad příslušnou prahovou hodnotou srovnávacího přehledu. V roce 2018 poměry veřejného dluhu k HDP dále klesaly, ale často o něco méně než v předchozím roce, což bylo odrazem určitého uvolnění rozpočtových pozic a již určitého ochlazení růstu nominálního HDP. Přesto se některé z nejvyšších poměrů veřejného dluhu k HDP v roce 2018 nezlepšily, nebo se dokonce ještě zvýšily: veřejný dluh se nezměnil ve Francii a zvýšil se na Kypru, v Řecku a v Itálii. Zatímco v některých případech tomu tak bylo z důvodu mimořádně vysoké vnitřní dynamiky dluhu, která vedla k jeho zvýšení, v jiných případech je to důsledek chybějící fiskální konsolidace. Výnosy státních dluhopisů nicméně poklesly a v průběhu roku 2019 se ještě více snížily, dokonce i u nejvíce zadlužených států, a neustále bylo dosahováno nových historicky rekordně nejnižších hodnot. Výhledově se očekává, že míra zadlužení během let 2019 až 2021 zejména v Rumunsku, ale i v Itálii a v menší míře ve Finsku a ve Francii poroste, zatímco ve většině ostatních zemí EU o něco poklesne, ale o něco méně než v poslední době.

Rámeček 1: Vývoj zaměstnanosti a sociální situace

V roce 2018 se i přes zpomalení ekonomické aktivity ve druhé polovině roku situace na trzích práce v EU nadále zlepšovala. Zaměstnanost v EU dále rostla a dosáhla nového rekordu, pokud jde o počet zaměstnaných osob. Nezaměstnanost ve všech členských státech EU klesá, zejména tam, kde je vysoká, což přispívá k omezení rozdílů mezi jednotlivými zeměmi, i když počet nezaměstnaných v číselném vyjádření zůstává v některých z nich vysoký. V první polovině roku 2019 došlo ke zpomalení příznivého vývoje, což mohlo být odrazem menších zbývajících pracovních rezerv. Oživení také přispělo ke zlepšení většiny ukazatelů chudoby, avšak v některých členských státech přetrvávají obavy, pokud jde o sociální situaci. Od roku 2008 se riziko chudoby a sociálního vyloučení ve větší části EU snížilo (o 7 milionů osob méně oproti roku 2008; přibližně o 13 milionů ve srovnání s rokem 2012), což se týká i silné materiální deprivace, zejména v zemích střední a východní Evropy s vysokou počáteční úrovní. Riziko relativní chudoby je však v mnoha členských státech stále vyšší než v době před krizí. Celkově si překonání závažné makroekonomické nerovnováhy vyžádalo daň, pokud jde o zaměstnanost a sociální situaci v dotčených zemích. Zejména členské státy, které se potýkaly s nadměrnou makroekonomickou nerovnováhou, byly nadále postiženy zhoršenou situací v oblasti zaměstnanosti a sociálního vývoje. Situace v zemích s nerovnováhou je poněkud různorodější, a je rovněž do značné míry odrazem rozdílného charakteru nerovnováhy a její závažnosti.

Míra nezaměstnanosti **se v roce 2018 ve všech členských státech dále snížila, v některých z nich však zůstává vysoká.** Nejvýraznější zlepšení byla zaznamenána v zemích s nejvyšší mírou nezaměstnanosti (pokles o více než dva procentní body v Chorvatsku, na Kypru a v Řecku). Přesto však v roce 2018 pět členských států (Řecko, Španělsko, Chorvatsko, Kypr a Itálie) stále překračovalo prahovou hodnotu srovnávacího přehledu v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze v průměru o 10 % za poslední tři roky. Míra nezaměstnanosti byla v roce 2018 významně pod maximálními hodnotami z roku 2013, a to přibližně o čtyři procentní body, ale přibližně v polovině členských států byla stále vyšší než v roce 2008. V první polovině roku 2019 míra nezaměstnanosti nadále klesala a ve třetím čtvrtletí roku 2019 činila v EU 6,3 % a v eurozóně 7,5 %.

Míra zaměstnanosti **se ve všech členských státech dále *zlepšila*.** Míra zaměstnanosti v EU (ve věkové skupině 20–64 let) zaznamenala v roce 2018 svou nejvyšší hodnotu na úrovni 73,2 % (72,0 % v eurozóně) a ve druhém čtvrtletí roku 2019 nadále rostla až na rekordní hodnotou 73,9 %, a značně tak překročila maximální předkrizovou hodnotu 70,2 % z roku 2008. Největší nárůst počtu zaměstnaných osob oproti roku 2017 byl zaznamenán na Maltě (5,4 %), následoval Kypr (4,1 %), dále Lucembursko (3,7 %) a Irsko (3,2 %), zatímco nejnižší nárůst byl zaznamenán v Polsku (0,3 %), Rumunsku (0,2 %) a Itálii (0,9 %).

Míra ekonomické aktivity **v EU téměř všude nadále stoupala.** Klesající míru ekonomické aktivity (ve věkové skupině 15–64 let) zaznamenaly v posledních třech letech pouze dvě země: Chorvatsko a Španělsko, přičemž byla překročena prahová hodnota srovnávacího přehledu o –0,2 (–0,6 procentního bodu v obou případech). Celkově činila míra ekonomické aktivity v roce 2018 v EU 73,7 % a v eurozóně 73,4 %, což je o 3,5, resp. o 2,5 procentního bodu nad úrovněmi před krizí, a to převážně díky zvýšení účasti starších pracovníků a žen na trhu práce.

U *dlouhodobé nezaměstnanosti* a *nezaměstnanosti mladých lidí* došlo k výraznějšímu zlepšení než u zbytku trhu práce, ale v několika zemích EU zůstávají tyto míry vysoké. *Dlouhodobá nezaměstnanost* se v roce 2018 ve všech členských státech snížila a ve všech zemích byla zaznamenána nižší míra nezaměstnanosti než před třemi roky. Nejvyšší míru dlouhodobé nezaměstnanosti vykázalo Řecko (13,6 %), Španělsko (6,4 %), Itálie (6,2 %) a Slovensko (4 %), ale

všechny tyto země s výjimkou Itálie zaznamenaly významný pokles oproti roku 2015 (přibližně o 5 procentních bodů ve Španělsku, 4,6 procentního bodu v Řecku a 3,6 procentního bodu na Slovensku). *Míra nezaměstnanosti mladých lidí* v období tří let do roku 2018 ve všech zemích EU klesla. Pokles o deset nebo více procentních bodů v uvedeném období byl zaznamenán v Chorvatsku, na Kypru, v Portugalsku, na Slovensku a ve Španělsku. Přesto je míra nezaměstnanosti mladých lidí v Řecku, Itálii, a ve Španělsku stále vyšší než 30 %. Současně v roce 2018 nebylo 9,6 % mladých lidí (ve věkové skupině 15–24 let) v EU ani zaměstnaných ani se neúčastnilo vzdělávání nebo odborné přípravy (NEET). Kromě toho několik členských států (Bulharsko, Chorvatsko, Kypr, Řecko, Itálie, Rumunsko a Španělsko) zaznamenává míru nad 12 %.

Chudoba a sociální vyloučení dále poklesly, ale v několika členských státech zůstávají na zvýšené úrovni. Podíl osob ohrožených chudobou nebo sociálním vyloučením (AROPE) v EU v roce 2018 dále poklesl na 21,9 %. To je přibližně o tři procentní body pod maximální hodnotou zaznamenanou v roce 2012[43]. Přestože většina zemí zaznamenala v posledních třech letech do roku 2018 pokles, Estonsko, Lucembursko, Spojené království a Nizozemsko zaznamenaly zvýšení, byť v některých případech (Nizozemsko a Lucembursko) z relativně nízkých úrovní. Přes významný pokles míry ohrožení chudobou a sociálním vyloučením z téměř 39 % na 32,8 % zaznamenává Bulharsko nejvyšší úroveň v EU, následuje Rumunsko a Řecko, v obou případech přes 30 % a Lotyšsko a Litva, které jsou těsně pod uvedenou hodnotou. Nejnižší míru ohrožení chudobou nebo sociálním vyloučením vykazuje Česko (12,2 %) před Slovinskem (16,2 %), Slovenskem (16,3 %), Finskem (16,5 %) a Nizozemskem (16,8 %). Přes tento celkově pozitivní vývoj v oblasti chudoby a sociálního vyloučení se některé její složky vyvíjejí odlišně, což v některých zemích EU vyvolává znepokojení, konkrétně:

- Podíl osob ohrožených chudobou (AROP) v posledních letech ve třetině členských států vzrostl: největší nárůst za tříleté období byl zaznamenán v Lucembursku (3 procentní body), ve Spojeném království (2,3 procentního bodu), v Nizozemsku (1,7 procentního bodu) a Belgii (1,5 procentního bodu), zatímco významný pokles byl zaznamenán v Řecku, Maďarsku, Polsku a Portugalsku, ve všech případech mezi 2 a 3 procentními body.
- Naopak silná materiální deprivace (SMD) v posledních třech letech (a rovněž v roce 2018) ve většině členských států EU klesla; za tříleté období klesla v Bulharsku o více než 13 procentních bodů, zatímco v Chorvatsku, na Kypru, v Řecku, Maďarsku, Lotyšsku, na Maltě a v Rumunsku to bylo o 5 procentních bodů nebo více.
- Díky oživení došlo téměř ve všech zemích EU k poklesu podílu osob (mladších 60 let) žijících v domácnostech s velmi nízkou intenzitou práce, výjimkou jsou Lucembursko a Švédsko, kde tento podíl vzrostl, a Finsko, kde během tří let do roku 2018 zůstal na stejné úrovni. Současně se v roce 2018 mírně zvýšila chudoba pracujících na hodnotu 9,5 % v EU jako celku a zůstává blízko maximální hodnoty 9,6 % z roku 2016.

[43] Ukazatel *míry ohrožení chudobou nebo sociálním vyloučením (AROPE)* odpovídá podílu osob, které jsou zranitelné na základě alespoň jednoho ze tří sociálních ukazatelů: 1) *míra ohrožení chudobou (AROP)*, s jejíž pomocí se měří příjmová chudoba ve vztahu k distribuci národního důchodu a jež se vypočítá jako podíl osob s disponibilním příjmem (upraveným podle složení domácnosti) nižším než 60 % národního mediánu; 2) *silná materiální deprivace (SMD)*, která zahrnuje ukazatele související s nedostatkem zdrojů a představuje podíl osob trpících minimálně čtyřmi z devíti položek deprivace, v závislosti na neschopnosti dovolit si některé konkrétní typy výdajů; 3) *osoby žijící v domácnostech s velmi nízkou intenzitou práce* jsou osoby ve věku 0–59 let, které žijí v domácnosti, kde dospělé osoby (ve věku 18–59 let) v uplynulém roce pracovaly méně než 20 % svého celkového pracovního potenciálu. Referenčním obdobím pro údaje o příjmech, z nichž se vypočítávají tyto ukazatele, je pevně stanovené dvanáctiměsíční období, např. předchozí kalendářní nebo daňový rok, k němuž se údaje vztahují, pro všechny země kromě Spojeného království, kde je referenčním obdobím pro příjmy běžný rok, a Irska, kde je šetření průběžné a příjem se zjišťuje za období posledních dvanácti měsíců.

4. SHRNUTÍ HLAVNÍCH PROBLÉMŮ A DŮSLEDKY DOHLEDU

Obnovení rovnováhy v eurozóně není stále dokončeno, i když obnovení rovnováhy jak schodků, tak přebytků běžného účtu je v současném hospodářském kontextu naléhavé a bylo by přínosné pro všechny členské státy. Zatímco většina velkých schodků běžného účtu byla napravena, v několika zemích eurozóny přetrvávají velké přebytky. Pozice eurozóny se postupně dostala do přebytku, jenž se začal mírně snižovat s ohledem na sníženou poptávku po zahraničním vývozu. Stavové nerovnováhy se začaly korigovat, ale zůstávají významné, přičemž některé země eurozóny stále vykazují převážně negativní čisté investiční pozice vůči zahraničí, zatímco jiné zaznamenávají převážně pozitivní a rostoucí čisté investiční pozice vůči zahraničí. Jednotkové náklady práce rostou rychleji v zemích, jež jsou čistými věřiteli, než v zemích, jež jsou čistými dlužníky, což je opak trendu pozorovaného před finanční krizí. Uvedený trend přetrvává, ale ve srovnání s dřívějšími pokrizovými lety oslabil, protože napjatější trhy práce v zemích, jež jsou čistými dlužníky, vedly k vyššímu růstu mezd při stagnující produktivitě, zatímco nárůsty mezd u čistých věřitelů jsou omezeny dokonce i po letech nízké nezaměstnanosti. Symetrické obnovení rovnováhy salda běžného účtu by přispělo k překonání současné nízké inflace, prostředí s nízkými úrokovými sazbami, a podpořilo nominální růst, čímž by se podpořilo snižování páky a vyvážení pozic čistých dlužníků.

Celkově se problémy vyskytují v několika členských státech, a to z různých důvodů a v různé míře. Stupeň závažnosti problémů v oblasti makroekonomické stability se v jednotlivých členských státech značně liší, a to v závislosti na povaze a rozsahu zranitelných míst a neudržitelných trendů a způsobu, jak se vzájemně ovlivňují. Hlavní zdroje potenciální nerovnováhy se kombinují podle několika typologií, jež lze shrnout takto:

- Několik členských států se nadále potýká zejména s *řadou vzájemně propojených zranitelných míst spojených se stavovými ukazateli*. Je to obvykle případ těch zemí, které byly zasaženy konjunkturálními úvěrovými cykly spojenými se zhoršením salda běžného účtu, které měly rovněž dopad na bankovní sektor a veřejný dluh.

  - V případě Kypru a Řecka jsou vysoké objemy dluhu a vysoce negativní čisté investiční pozice vůči zahraničí spojené s přetrvávajícími problémy ve finančním sektoru, i když na Kypru lze pozorovat zlepšení v oblasti úvěrů se selháním a ziskovosti a v Řecku od roku 2018 zrychlení poklesu úvěrů se selháním, jejich úroveň však zůstává velmi vysoká. V případě Řecka je růst potenciálního produktu v kontextu vysoké (i když klesající) nezaměstnanosti nízký.

  - V Chorvatsku, Irsku, Portugalsku a Španělsku jsou rovněž významná, početná a vzájemně provázaná zranitelná místa zapříčiněná staršími problémy se stavovými ukazateli. V Bulharsku je zadluženost podniků spojena s dlouho přetrvávajícími problémy ve finančním sektoru, které politika řeší. V uvedených zemích nerovnováhy stavů ustupují v důsledku obnoveného nominálního růstu, který je v některých případech spojen s opětovným silným růstem cen bytových nemovitostí (v Irsku a v poslední době rovněž v Portugalsku), jakož i obnovením růstu jednotkových nákladů práce a zastavením zlepšování konkurenceschopnosti v Portugalsku a ve Španělsku a výrazným zvýšením jednotkových nákladů práce v Bulharsku.

- V několika členských státech je příčinou zranitelnosti zejména *velký objem veřejného dluhu* a obavy související s *růstem potenciálního produktu* a *konkurenceschopností*. To je zejména případ Itálie, kde zranitelnost rovněž souvisí s bankovním sektorem a velkým, i když rychle klesajícím, objemem úvěrů se selháním, a to v kontextu slabé výkonnosti trhu práce. S vysokým veřejným dluhem a potenciálními problémy růstu se v situaci snížené konkurenceschopnosti potýkají Belgie

a Francie. Ve Francii poměrně vysoký soukromý dluh dále roste. V Belgii jsou relativně vysoká výše a rostoucí objem dluhu domácností spojeny s možným nadhodnocením cen bytových nemovitostí; vnější pozice zůstává solidní, ale v poslední době se poněkud oslabila.

- Pro některé členské státy jsou typické *velké a přetrvávající přebytky běžného účtu*, které rovněž v různé míře odrážejí utlumenou soukromou spotřebu a investice a přesahují úroveň, která by se dala odůvodnit základními ekonomickými veličinami. To je případ zejména Německa a Nizozemska. V Nizozemsku je vysoký přebytek spojen s vysokým objemem dluhu domácností a silným nárůstem cen bytových nemovitostí; tlak na ceny bytových nemovitost byl v poslední době zaznamenán i v Německu, avšak související úrovně dluhů jsou relativně nízké. Vysoké a přetrvávající přebytky mohou odrážet uniklé příležitosti pro růst a domácí investice, což má důsledky pro zbytek eurozóny v kontextu inflace, která je dlouhodobě pod cílovou hodnotou, a slábnoucí zahraniční poptávky.

- V některých členských státech *vykazuje vývoj v proměnných v oblasti cen a nákladů potenciální známky přehřátí, zejména pokud jde o trh s bydlením nebo trh práce*.

  - Ve Švédsku a v menší míře rovněž v Rakouskou, Dánsku, Lucembursku a ve Spojeném království byl v posledních letech pozorován trvalý růst cen bytových nemovitostí v kontextu možného nadhodnocení a výrazných úrovní dluhu domácností. V poslední době byly zaznamenány signály naznačující určitou korekci směrem dolů, pokud jde o ceny a nadhodnocení ve Švédsku, a zpomalení růstu cen bytových nemovitostí v ostatních případech (s výjimkou Lucemburska). Silnější, ale novější růst cen bytových nemovitostí je spojen s omezenějšími známkami nadhodnocení v Česku, Maďarsku, Lotyšsku, na Slovensku a ve Slovinsku, jenž byl v případě Česka a Slovenska doprovázen pokračujícím využíváním hypotečních úvěrů a zvyšováním dluhů domácností. Ve Finsku nedochází k silnému růstu cen bytových nemovitostí ani případnému nadhodnocení, ale je tam vysoký a dále rostoucí dluh domácností.

  - V Česku, Estonsku, Maďarsku, Lotyšsku, Litvě, na Slovensku a v Rumunsku rostou nadále relativně výrazným tempem náklady práce, zatímco cenová konkurenceschopnost se snižuje. V posledních letech byl silný růst jednotkových nákladů práce spojen s výrazným snížením přebytku běžného účtu v Maďarsku a omezeným, avšak přetrvávajícím schodkem běžného účtu na Slovensku. V případě Rumunska jsou dlouhodobě zaznamenávány velmi rychle rostoucí jednotkové náklady práce v kontextu dále se zhoršujícího schodku běžného účtu a expanzivních fiskálních politik.

Celkově lze konstatovat, že hloubkové přezkumy jsou opodstatněné u třinácti členských států: Bulharska, Chorvatska, Kypru, Francie, Německa, Řecka, Irska, Itálie, Nizozemska, Portugalska, Rumunska, Španělska a **Švédska.** Všechny uvedené členské státy byly předmětem hloubkového přezkumu v předchozím ročním cyklu provádění postupu při makroekonomické nerovnováze, a mělo se za to, že se potýkají s nerovnováhou nebo nadměrnou nerovnováhou. Nové hloubkové přezkumy umožní hlubší analýzu uvedených problémů a posouzení politických potřeb. Plánované hloubkové přezkumy budou připraveny s cílem posoudit, zda se tato nerovnováha prohlubuje nebo napravuje, aby stávající posouzení bylo aktualizováno. Tato zpráva mechanismu varování upozorňuje rovněž na možné vytváření rizik v několika členských státech, jež na základě současných informací zřejmě nevyžadují hloubkový přezkum v této fázi, ale přesto zavdávají důvod k podrobnému sledování, zejména v nadcházejících zprávách o jednotlivých zemích. Uvedená rizika se týkají zejména vývoje v oblasti konkurenceschopnosti (Česko, Estonsko, Maďarsko, Lotyšsko, Litva a Slovensko) a cen bydlení a trhů s

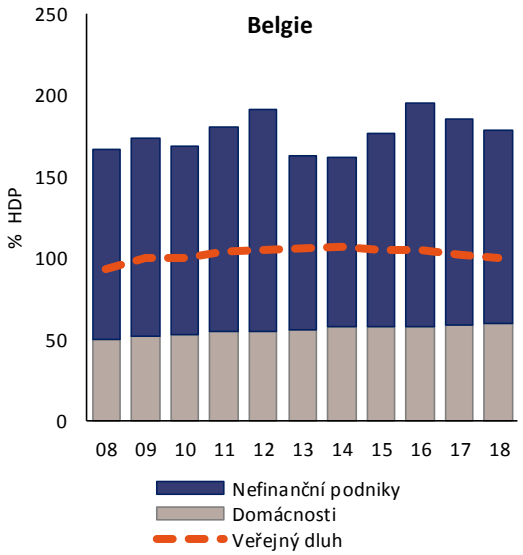
bydlením a vývoje dluhu domácností (Rakousko, Belgie, Česko, Dánsko, Finsko, Maďarsko, Lucembursko, Slovensko, Slovinsko a Spojené království).

5. NEROVNOVÁHA, RIZIKA A KOREKCE: KOMENTÁŘE K JEDNOTLIVÝM ČLENSKÝM STÁTŮM

Belgie: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Belgii zjištěna *žádná makroekonomická nerovnováha*. V aktualizovaném srovnávacím přehledu překračuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně schodek běžného účtu, reálný efektivní směnný kurz, soukromý dluh a veřejný dluh.

Běžný účet v roce 2018 vykázal omezený schodek, zatímco pozitivní čistá investiční pozice vůči zahraničí je zvýšená. Ačkoli růst produktivity je nízký, růst jednotkových nákladů práce zůstal omezený, protože růst mezd byl umírněný. Změna reálného efektivního směnného kurzu za tři roky znamenala jeho další zhodnocení a překročila prahovou hodnotu, i když změna za jeden rok vykázala pouze mírné zrychlení. Podíl na světovém vývozu byl víceméně stabilní. Vysoký poměr podnikového dluhu k HDP klesá, i když jsou číselné údaje navýšeny kvůli velmi rozšířeným přeshraničním vnitroskupinovým půjčkám. Dluh domácností, většinou spojený s hypotékami, je relativně vysoký a roste, i když reálné ceny bytových nemovitostí v posledních letech rostly mírným tempem a existují známky možného nadhodnocení. Veřejný dluh je vysoký a klesá jen pomalu. Vytváření pracovních míst pokračovalo pozitivně a míra nezaměstnanosti poklesla na rekordně nízkou úroveň. Míra neaktivity je vysoká.

Graf A1: ***Dluh v různých sektorech hospodářství***



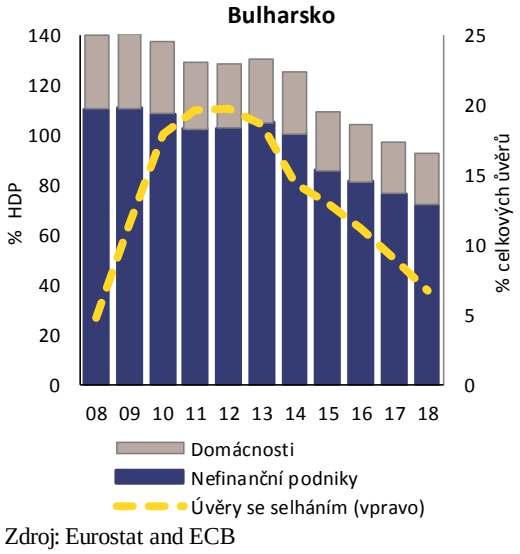
Zdroj: Eurostat

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené se zadlužeností veřejného, ale také soukromého sektoru, ačkoli rizika zůstávají omezená. Komise proto v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další podrobnou analýzu.

Bulharsko: V únoru 2019 dospěla Komise k závěru, že Bulharsko je vystaveno *nerovnováze*, zejména pokud jde o zranitelnost ve finančním sektoru v kombinaci s vysokou zadlužeností a úvěry se selháním v podnikovém sektoru. V aktualizovaném srovnávacím přehledu překračuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí a růst jednotkových nákladů práce.

Vnější pozice hospodářství se dále zlepšila díky zvětšujícímu se přebytku běžného účtu a rychle se

Graf A2: Soukromý dluh a úvěry se selháním



Zdroj: Eurostat and ECB

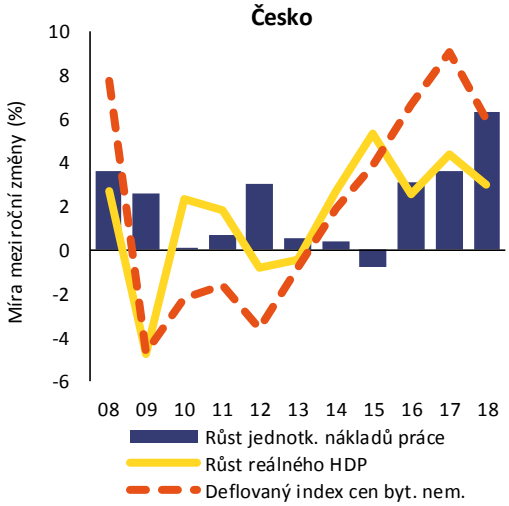
zlepšující negativní čisté investiční pozici vůči zahraničí, jež se blíží prahové hodnotě. Zatímco u podílu na světovém vývozu došlo ke kumulovanému zvýšení, napjatý trh práce a nedostatek kvalifikovaných pracovních sil vedly ke zvýšení růstu mezd. V důsledku toho růst jednotkových nákladů práce výrazně přesahuje prahovou hodnotu, což vyžaduje pozornost. Díky příznivým hospodářským a finančním podmínkám bankovní sektor celkově posílil svůj kapitál a ukazatele likvidity. Růst úvěrů je silný a je plně financován rozšiřováním vkladové základny. Úvěry se selháním nadále klesají, ale u nefinančních podniků a bank vlastněných domácími subjekty zůstávají poměrně vysoké. Bylo zavedeno několik opatření na posílení bankovního i nebankovního dohledu a zavádějí se další. Některé problémy a slabá místa jsou však i nadále spojeny s nedostatkem kapitálu v některých bankách a nevyřešenými problémy v oblasti pojišťovnictví. Podnikový dluh je stále relativně vysoký, i když výrazně klesl. Veřejný dluh je nízký a klesá. Ceny bytových nemovitostí nadále rostly, byť pomaleji a v souladu se základními veličinami. Počet hypotečních úvěrů a stavebních povolení se výrazně zvýšil, takže budoucímu vývoji by měla být věnována velká pozornost. Nezaměstnanost poklesla na velmi nízkou úroveň a míra ekonomické aktivity, i když je relativně nízká, nadále roste.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s přetrvávající zranitelností ve finančním sektoru. Komise má proto i s ohledem na únorové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

Česko: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Česku zjištěna *žádná makroekonomická nerovnováha*. V aktualizovaném srovnávacím přehledu překračuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně reálný efektivní směnný kurz, růst nominálních jednotkových nákladů práce a růst reálných cen bytových nemovitostí.

Saldo běžného účtu vykazuje malý, ale snižující se přebytek, zatímco negativní čistá investiční pozice vůči zahraničí se i nadále snižovala. Ukončení kurzového závazku v dubnu 2017 vedlo ke zhodnocení reálného efektivního směnného kurzu, zejména v roce 2018. Z důvodu velkého zvýšení mezd a akutního nedostatku pracovních sil významně vzrostly nominální jednotkové náklady práce, i když se výhledově očekává zpomalení. Doposud docházelo ke zvyšování podílu na světovém vývozu. Současně je Česko vystaveno rizikům souvisejícím s prostředím obchodní politiky a možným narušením globálních hodnotových řetězců. Růst reálných cen bytových nemovitostí zůstal vysoký, avšak v roce 2018 se oproti roku 2017 zpomalil. Kromě toho je dluh soukromého sektoru včetně domácností relativně nízký. Bankovní sektor je velmi silný s velmi nízkou mírou úvěrů se selháním. Vzhledem k tomu, že státní rozpočet byl od roku 2016 v přebytku, veřejný dluh nadále klesá. Míra nezaměstnanosti v důsledku velmi napjaté situaci na trhu práce dále klesala.

Graf A3: ***HDP, jednotkové náklady práce a ceny bytových nemovitostí***



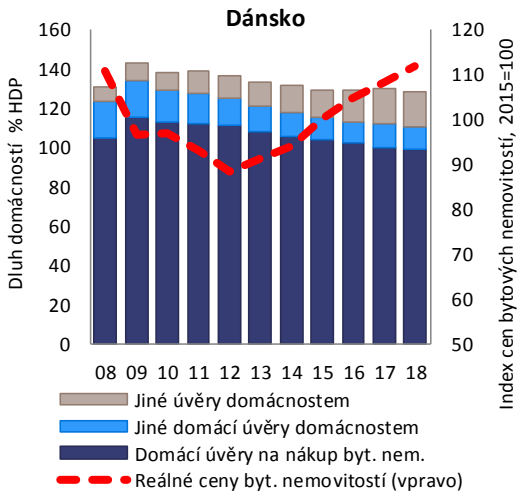
Zdroj: Eurostat

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s konkurenceschopností a tlaky na trhu s bydlením, rizika se však jeví do značné míry omezená. Komise proto v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další podrobnou analýzu.

Dánsko: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Dánsku zjištěna *žádná makroekonomická nerovnováha*. V aktualizovaném srovnávacím přehledu překračuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně saldo běžného účtu a dluh soukromého sektoru.

Saldo běžného účtu nadále vykazuje vysoké, byť snižující se přebytky. Přebytek běžného účtu se v poslední době snížil, protože podniky ušetřily méně a investovaly více na domácím trhu. Po sobě jdoucí přebytky přispěly k silně pozitivní čisté investiční pozici vůči zahraničí, která tak vytváří kladný čistý primární příjem, který zase posiluje kladné saldo běžného účtu. Růst produktivity byl slabý, což se odrazilo na ukazatelích nákladové konkurenceschopnosti a došlo k určitým omezeným ztrátám podílu na světovém vývozu. Úspory domácností se zvýšily v důsledku potřeby snižování páky a makroobezřetnostních opatření politiky zaměřených na omezení rizikových úvěrů. Nízké náklady financování a příznivé daňové zacházení současně podporují vytváření dluhu. Celkově i přes určité pomalé snižování páky zůstává dluh domácností vyjádřený jako procento HDP nejvyšší v EU. Zadluženost podniků je oproti tomu mírná. Reálné ceny bytových nemovitostí rostou nepřetržitým, i když mírným tempem, zatímco ukazatele ocenění naznačují určité nadhodnocení. Trh práce se stále zlepšuje a růst zaměstnanosti zůstává solidní. Nedostatek pracovních sil je velmi rozšířený, ale v nedávné době se zmírnil, takže se zmírnil i tlak na zvyšování mezd.

Graf A4: ***Dluh domácností a index cen bytových nemovitostí***

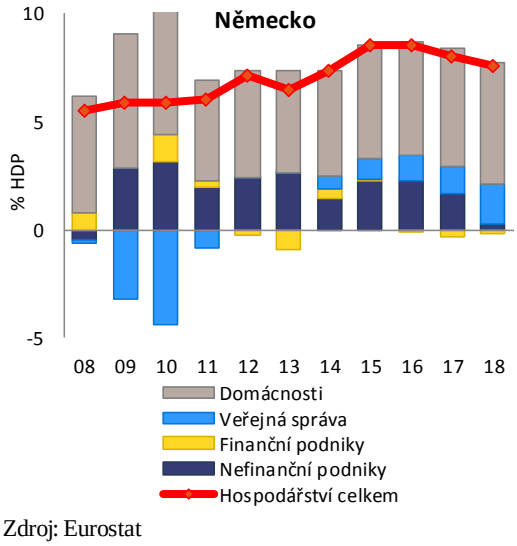


Zdroj: Eurostat a ECB

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s přebytkem zahraničního obchodu a vysokým dluhem domácností, včetně problémů v odvětví bydlení, rizika se však jeví omezená. Komise proto v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další podrobnou analýzu.

Německo: V únoru 2019 dospěla Komise k závěru, že Německo je vystaveno *makroekonomické nerovnováze*, jež se týká zejména velkého přebytku běžného účtu, který odráží omezené investice v porovnání s úsporami v soukromém i ve veřejném sektoru. V aktualizovaném srovnávacím přehledu překračuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně saldo běžného účtu, reálný efektivní směnný kurz a veřejný dluh.

Graf A5: ***Čisté úvěry / půjčky podle sektorů***



Zdroj: Eurostat

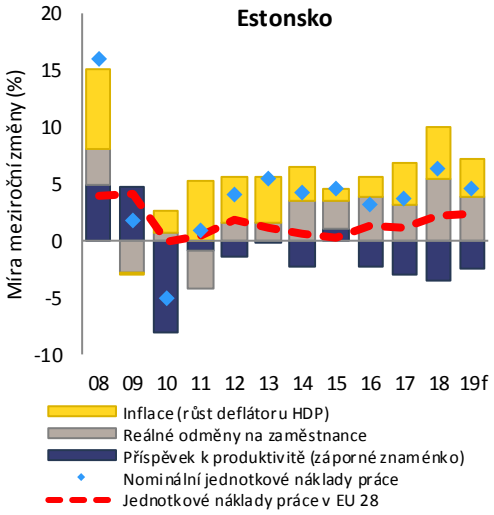
Běžný účet nadále vykazuje velmi vysoký přebytek, i když v roce 2018 došlo k mírnému snížení. Vzhledem k tomu, že zahraniční obchod oslabil, růst je více založen na domácí poptávce. V souladu s tím se očekává, že současný přebytek běžného účtu se bude nadále snižovat, ale zůstane na vysoké úrovni a povede k dalšímu zvyšování již tak vysoké čisté investiční pozice vůči zahraničí. V důsledku nízkého růstu produktivity se zvýšily jednotkové náklady práce a reálný efektivní směnný kurz se dále zhodnocoval. Nominální růst odměn se zvýšil, mimo jiné kvůli jednorázovým účinkům politiky a v kontextu napjatého trhu práce, přičemž se očekává, že se v nejbližší době zmírní. V roce 2018 došlo k výraznému zpomalení růstu vývozu, což bylo doprovázeno omezenými ztrátami podílu na světovém vývozu vztaženému k ročnímu základu. Reálné ceny bytových nemovitostí a stavební náklady se zvyšovaly, a vyžadují pozornost, a to rovněž ve vztahu k regionálním rozdílům v cenách a dostupnosti bydlení. Investice do bytových nemovitostí dále rostou, avšak stále zaostávají za potřebami v oblasti bydlení v metropolitních oblastech. Růst úvěrů postupně sílí. Veřejný dluh dále klesal a očekává se, že do roku 2019 klesne pod prahovou hodnotu ve výši 60 % HDP. Zároveň zůstává velký počet nerealizovaných veřejných investic, i když investice již několik let rostou. Celková nezaměstnanost, jakož i nezaměstnanost mladých lidí a dlouhodobá nezaměstnanost jsou historicky na velmi nízké úrovni, i když další zlepšování situace na trhu práce se zastavilo.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s přetrvávajícím přebytkem úspor nad investicemi, což se odráží ve vysokém, i když postupně se snižujícím přebytku běžného účtu, což podtrhuje nutnost trvalého úsilí o větší rovnováhu. Komise má proto i s ohledem na únorové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

Estonsko: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Estonsku zjištěna *žádná makroekonomická nerovnováha*. V aktualizovaném srovnávacím přehledu překračuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně reálný efektivní směnný kurz a růst nominálních jednotkových nákladů práce.

Saldo běžného účtu vykazuje stabilní přebytek, zatímco negativní čistá investiční pozice vůči zahraničí se zlepšila. Zhodnocování reálného efektivního směnného kurzu v roce 2018 zrychlilo, což vedlo k tomu, že se ukazatel dostal nad prahovou hodnotu. Růst jednotkových nákladů práce rovněž dále zrychlil kvůli domácí ceně a mzdovými tlakům, zejména ve veřejném sektoru, což bylo odrazem napjatého trhu práce. U podílu na světovém vývozu došlo k malému kumulovanému zvýšení. Úrovně výpůjček a dluhu veřejného a soukromého sektoru jsou relativně nízké. Dluh soukromého sektoru navíc nadále klesal, což bylo odrazem zbývající dynamiky snižování páky. Růst reálných cen bytových nemovitostí se zpomalil na mírnou úroveň. Napjatý trh práce se odráží v relativně nízké míře nezaměstnanosti a velmi vysoké míře ekonomické aktivity z pohledu EU.

Graf A6: Rozčlenění jednotkových nákladů práce



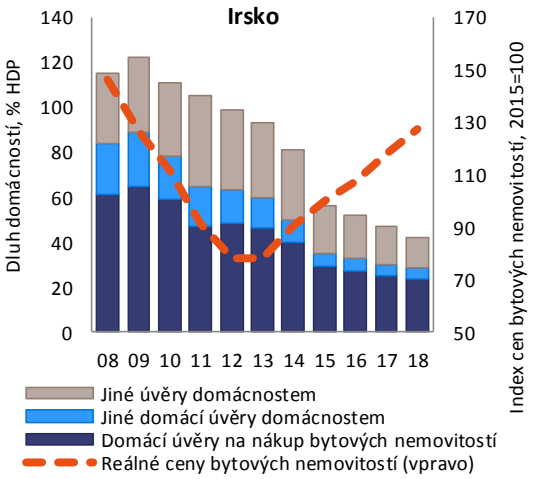
Zdroj: útvary Komise

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s nominálními jednotkovými náklady práce a reálným efektivním směnným kurzem, rizika se však jeví omezená. Komise proto v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další podrobnou analýzu.

Irsko: V únoru 2019 dospěla Komise k závěru, že Irsko je vystaveno *makroekonomické nerovnováze* spojené zejména se zranitelností způsobenou vysokým objemem veřejného a soukromého dluhu a čistých závazků nerezidentů. V aktualizovaném srovnávacím přehledu překračuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí, soukromý dluh, veřejný dluh a růst reálných cen bytových nemovitostí.

Běžný účet prošel vývojem z víceméně vyrovnaného stavu v roce 2017 k velkému přebytku v roce 2018. Tato velká změna je odrazem činnosti nadnárodních společností. Upravené měřítko salda běžného účtu, jež lépe odráží domácí hospodářskou činnost, indikuje v roce 2018 menší přebytek. Čistá investiční pozice vůči zahraničí zůstává vysoce negativní, mimo jiné v důsledku činnosti nadnárodních společností a velkého offshorového finančního centra s omezeným spojením s domácí ekonomikou. Na pozadí silného hospodářského růstu se poměr soukromého dluhu k HDP snižuje, úroveň dluhu však zůstává vysoká. Soukromý dluh je stále velmi vysoký, i když nadále klesá. Domácnosti nadále snižovaly svůj dluh a irské banky snížily své expozice vůči domácím společnostem, což naznačuje pokračující snižování páky u podniků. Zatímco v roce 2018 růst reálných cen bytových nemovitostí pokračoval, během roku významně zpomalil. Dostupnost bydlení však zůstává problémem. Podíl úvěrů se selháním v posledních letech vytrvale klesal a banky jsou dobře kapitalizovány, ale objem tvorby opravných položek a rezerv je poměrně nízký. Ziskovost bank, i když stále nízká, se postupně zlepšuje. Nezaměstnanost stále klesala, a blíží se předkrizové úrovni.

Graf A7: ***Dluh domácností a index cen bytových nemovitostí***



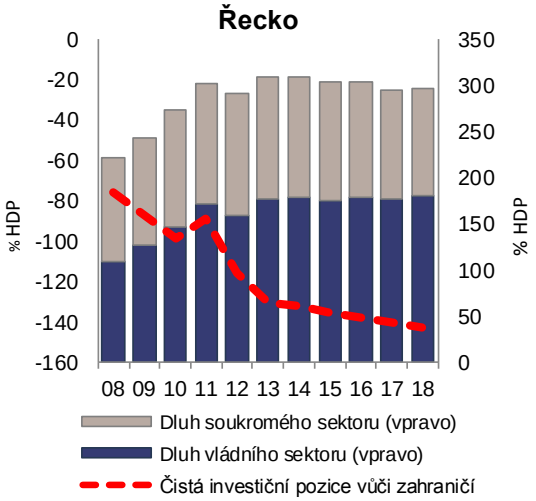
Zdroj: Eurostat a ECB

Celkově ekonomické závěry srovnávacího přehledu poukazují na problémy spojené s volatilitou vnější pozice a objemem soukromého a veřejného dluhu, jakož i problémy trhu s bydlením. Komise má proto i s ohledem na únorové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

Řecko: V únoru 2019 dospěla Komise k závěru, že Řecko je vystaveno *nadměrné makroekonomické nerovnováze*, jež zahrnuje zejména vysoké veřejné zadlužení, negativní vnější pozici a vysoký podíl úvěrů se selháním v kontextu vysoké, i když klesající nezaměstnanosti a nízkého potenciálního růstu. V aktualizovaném srovnávacím přehledu překračuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí, hrubý veřejný dluh a míra nezaměstnanosti.

Silně negativní pozice vnějších aktiv Řecka se z velké části skládá z čistých dluhových závazků, zejména z vnějšího veřejného dluhu, který ve většině případů drží věřitelé z oficiálního sektoru za velmi zvýhodněných podmínek. Nevýrazný růst nominálního HDP a negativní saldo běžného účtu, jež v roce 2018 vzrostlo, brání rychlejší korekci vysokého objemu čistých vnějších závazků. Nominální jednotkové náklady práce vykázaly v roce 2018 v souvislosti se stagnujícím růstem produktivity práce pozitivní růst. Zvýšení mezd vedlo k dalšímu zvýšení reálného efektivního směnného kurzu, zatímco v roce 2018 došlo ke zvýšení podílu na světovém vývozu ve druhém roce po sobě. Veřejný dluh je velmi vysoký, i když se předpokládá, že se v příštích letech sníží, ačkoli jeho udržitelnost se opírá o opatření na zmírnění dluhového břemene, jež byla v roce 2018 odsouhlasena evropskými partnery. Reálné ceny bytových nemovitostí se v roce 2018 po deseti letech poklesu začaly zvyšovat. Růst úvěrů v soukromém sektoru je negativní, protože pokračuje snižování páky, zatímco vysoký objem úvěrů se selháním pomalu odeznívá. Nezaměstnanost klesá, ale zůstává velmi vysoká, především dlouhodobá nezaměstnanost a nezaměstnanost mladých lidí.

Graf A8: ***Čistá investiční pozice vůči zahraničí, soukromý dluh a veřejný dluh***

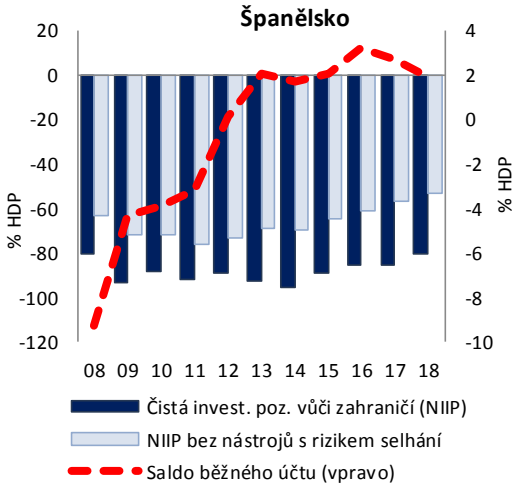


Zdroj: Eurostat

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vysokým veřejným dluhem, negativní investiční pozicí vůči zahraničí a vysokým objemem úvěrů se selháním, *a to v situaci vysoké nezaměstnanosti, nízkého růstu produktivity a zaostávající investiční činnosti. Komise má proto i s ohledem na únorové zjištění nadměrné nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda makroekonomická rizika trvají, a sledovat pokrok při snižování nadměrné nerovnováhy.*

Španělsko: V únoru 2019 dospěla Komise k závěru, že Španělsko je vystaveno *makroekonomické nerovnováze* související s vysokým vnějším i vnitřním dluhem soukromého i veřejného sektoru v situaci, kdy panuje vysoká nezaměstnanost. V aktualizovaném srovnávacím přehledu překračuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí, poměr dluhu k HDP, soukromý

Graf A9: ***Čistá investiční pozice vůči zahraničí a saldo běžného účtu***



Zdroj: útvary Komise

dluh, míra nezaměstnanosti a pokles hospodářské činnosti.

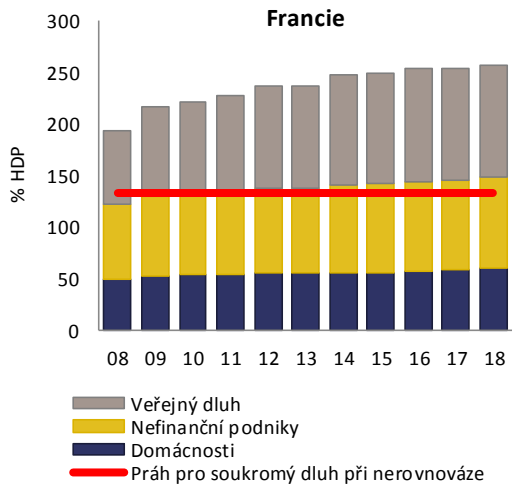
Saldo běžného účtu nadále vykazuje přebytek, i když v roce 2018 došlo ke snížení. Negativní čistá investiční pozice vůči zahraničí se vytrvale zlepšovala, ale zůstává velmi vysoká. Nominální jednotkové náklady práce se nepatrně zvýšily v kontextu téměř nulového růstu produktivity. Relativní nárůst nákladové konkurenceschopnosti byl hlavním zdrojem zvýšení konkurenceschopnosti od krize. Přes určité oslabení v roce 2018, částečně v důsledku přechodných faktorů, se vývoz mírně zvýšil a podíl na světovém vývozu zůstal víceméně stabilní. Dluh soukromého sektoru v průběhu roku 2018 dále klesal, avšak potřeba snižování páky nadále trvá. Pokles poměru podnikového dluhu k HDP pokračoval, ale v důsledku mírně kladného růstu nových úvěrů zpomalil. Poměr dluhu domácností k HDP nadále klesal, ačkoli růst úvěrů byl v roce 2018 pozitivní. Reálné ceny bytových nemovitostí nadále rostly, a zdá se, že podhodnocení se blíží ke konci. V posledních letech byl hlavní hnací silou snižování schodku veřejných financí silný hospodářský růst, ale přetrvávající schodky naznačují, že poměr dluhu k HDP klesá pouze pomalu. Nezaměstnanost rychle klesá, ale je velmi vysoká a nad úrovněmi před krizí, především u mladých lidí a pomocných dělníků.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vnější udržitelností, soukromým a veřejným dluhem, v kontextu vysoké nezaměstnanosti a slabého růstu produktivity. Komise má proto i s ohledem na únorové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

Francie: V únoru 2019 dospěla Komise k závěru, že Francie je vystavena *makroekonomické nerovnováze* zahrnující zejména vysoký veřejný dluh a slabou dynamiku konkurenceschopnosti v kontextu nízkého růstu produktivity. V aktualizovaném srovnávacím přehledu překračuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně veřejný dluh a dluh soukromého sektoru.

Běžný účet vykazuje omezený a stabilní schodek, zatímco čistá investiční pozice vůči zahraničí je mírně negativní. Podíl na světovém vývozu zůstal v roce 2018 stabilní, a to jak na ročním základě, tak na základě pětiletého ukazatele. Růst jednotkových nákladů práce byl omezený a pod průměrem eurozóny, ačkoli růst produktivity práce je nízký. Veřejný dluh se v roce 2018 stabilizoval na rekordní úrovni, což potvrzuje, že fiskální prostor pro reakci na budoucí otřesy je omezený. Úvěrové toky v soukromém sektoru zůstaly relativně dynamické, takže vysoký poměr dluhu soukromého sektoru k HDP se mírně zvýšil. Dluh nefinančních podniků byl nad úrovní, jež by vyplývala ze základních ekonomických veličin, zatímco zadluženost domácností byla omezenější. Reálné ceny bytových nemovitostí v posledních letech rostly mírným, ale stabilním tempem, a přetrvávají známky možného nadhodnocení. Bankovní sektor je odolný, ale kombinace vysokých poměrů veřejného a soukromého dluhu může přivodit rizika. Převládající nízké úrokové sazby navíc mohou zatěžovat ziskovost bank. Míra nezaměstnanosti dále poklesla a je nyní pod prahovou hodnotou. Dlouhodobá nezaměstnanost a nezaměstnanost mladých lidí se nadále zlepšovala.

Graf A10: ***Dluh v různých sektorech hospodářství***

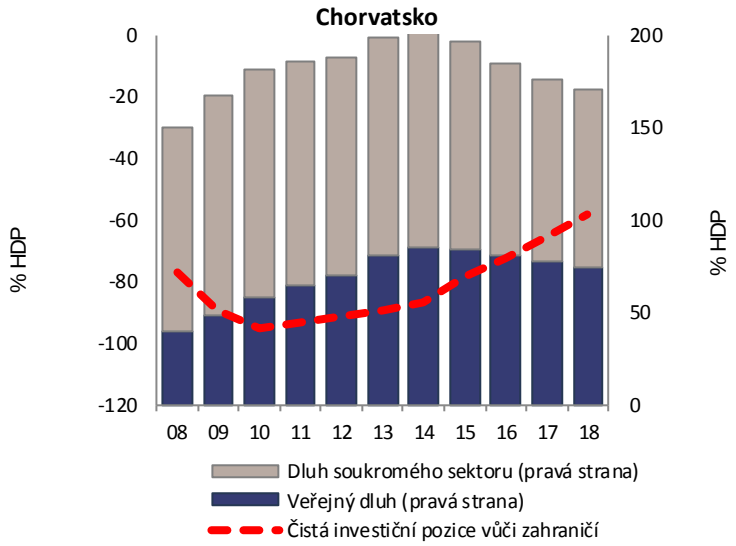


Zdroj: Eurostat

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vysokou zadlužeností a nízkou, i když stabilizovanou, konkurenceschopností v podmínkách slabého růstu produktivity. Komise má proto i s ohledem na únorové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

Chorvatsko: V únoru 2019 dospěla Komise k závěru, že Chorvatsko je vystaveno *makroekonomické nerovnováze* spojené s vysokými úrovněmi veřejného, soukromého a vnějšího dluhu v podmínkách nízkého potenciálního růstu. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí, veřejný dluh, míra nezaměstnanosti a pokles míry ekonomické aktivity.

Graf A11: **Čistá investiční pozice vůči zahraničí, soukromý dluh a veřejný dluh**

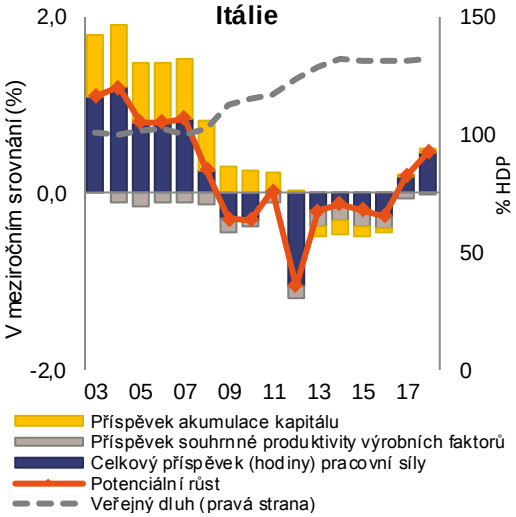


Zdroj: Eurostat

Negativní čistá investiční pozice vůči zahraničí se značně snížila v souladu se stálými přebytky běžného účtu, avšak zůstává vysoká. Růst jednotkových nákladů práce dosáhl v roce 2018 kladných hodnot, neboť růst produktivity práce byl velmi nízký. Od roku 2013 dochází k soustavnému zvyšování podílů na světovém vývozu, avšak nyní tyto podíly klesají. Veřejný dluh je vysoký, ale vykazuje klesající trend, k němuž přispívají malé fiskální přebytky. Zadlužení domácností a podniků dále klesá, avšak zůstává relativně vysoké. Obecně je značný podíl dluhu denominován v zahraniční měně, což vytváří rizika spojená se směnným kurzem. Zatímco nevýrazný růst úvěrů přispívá ke snižování úrovní soukromého dluhu, zvýšené využívání neúčelových hotovostních půjček domácnostmi vyvolává obavy. Současně je finanční sektor zatížen vysokými, i když klesajícími, úrovněmi úvěrů se selháním a určitou expozicí vůči měnovému riziku. Míra nezaměstnanosti rychle klesá, ale zůstává relativně vysoká. Míra ekonomické aktivity je trvale nízká, zatímco velikost populace v produktivním věku se zmenšuje. To spolu s nízkým potenciálním růstem, zejména v případě zemí dohánějících vyspělé ekonomiky, ohrožuje potenciální růst.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s objemem vnějších závazků, zadlužením veřejného a soukromého sektoru a vysokými úvěry se selháním v situaci vysoké nezaměstnanosti a nízkého růstu produktivity. Komise má proto i s ohledem na únorové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

Graf A12: ***Potenciální růst a veřejný dluh***



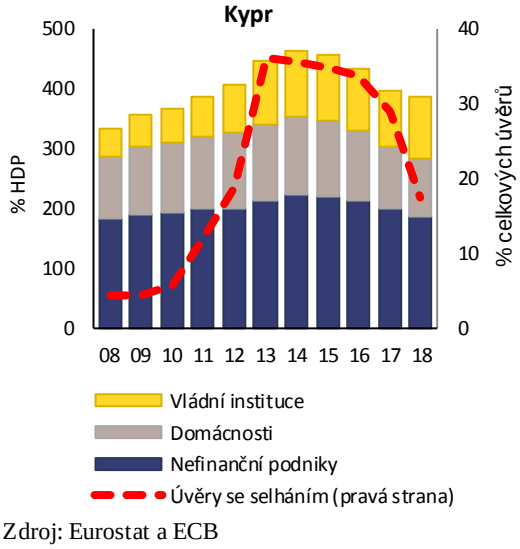
Zdroj: Útvary Komise

Itálie: V únoru 2019 dospěla Komise k závěru, že Itálie je vystavena *nadměrné makroekonomické nerovnováze* zahrnující zejména rizika vycházející z velmi vysokého veřejného zadlužení a dlouhodobě nízkého růstu produktivity v situaci, kdy stále existuje velký objem úvěrů se selháním a vysoká nezaměstnanost. V aktualizovaném srovnávacím přehledu veřejný dluh a míra nezaměstnanosti stále překračovaly orientační prahovou hodnotu.

Vnější pozice je stabilní, protože čistá investiční pozice vůči zahraničí je téměř vyrovnaná a běžný účet vykazuje přebytek. Část přebytku běžného účtu souvisí s omezenou domácí poptávkou a nízkým růstem mezd. Stagnující růst produktivity má negativní dopad na nenákladovou konkurenceschopnost a potenciální růst HDP, což následně brzdí snižování veřejného dluhu. Nízký růst produktivity je dán nízkou úrovní investic a inovací, nepříznivým podnikatelským prostředím, finančními omezeními, nedostatkem vysoce kvalifikovaných lidí, jakož i změnami v jednotlivých hospodářských odvětvích. Růst jednotkových nákladů práce je omezený a podíl na světovém vývozu je víceméně stabilní. Poměr dluhu k HDP se v roce 2018 zvýšil a existuje riziko, že se v roce 2019 v důsledku slabého hospodářského výhledu a zhoršení primárního salda dále zvýší. Pozitivní skutečností je, že výnosy státních dluhopisů výrazně poklesly. V oblasti ozdravování rozvah bank bylo dosaženo značného pokroku, neboť se snížil objem úvěrů se selháním, avšak poskytování úvěrů nefinančním podnikům zůstává slabé. Zranitelnost finančního sektoru přetrvává, zejména pro malé a střední banky, které drží stále velké objemy starších úvěrů se selháním a jsou více vystaveny riziku vlády než velké banky. Míry nezaměstnanosti a zaměstnanosti se vyvíjely příznivě. Míra nezaměstnanosti, zejména u mladých lidí a dlouhodobě nezaměstnaných, však zůstává vysoká, přičemž účast na trhu práce, především, v případě žen, zůstává nízká, což s sebou nese rizika pro budoucí zaměstnatelnost a růst.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vysokým veřejným zadlužením, slabým růstem produktivity a výkonností trhu práce a zranitelností bankovního sektoru, což přispívá k nízkému potenciálnímu růstu, který zase brzdí snižování veřejného zadlužení. Komise považuje proto za užitečné, a to i s ohledem na únorové zjištění nadměrných nerovnovah, aby se dále zkoumalo přetrvávání makroekonomických rizik a sledoval pokrok při snižování nadměrných nerovnovah.

Graf A13: ***Dluh a úvěry se selháním***



Zdroj: Eurostat a ECB

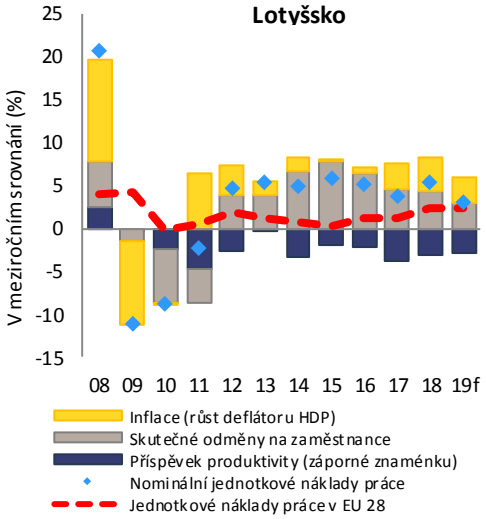
Kypr: V únoru 2019 dospěla Komise k závěru, že Kypr je vystaven *nadměrné makroekonomické nerovnováze* zahrnující zejména velmi vysoký podíl úvěrů se selháním, velké objemy soukromého, veřejného a vnějšího dluhu v situaci stále relativně vysoké nezaměstnanosti a slabého potenciálního růstu. V aktualizovaném srovnávacím přehledu zůstává několik ukazatelů nad orientačními prahovými hodnotami, konkrétně saldo běžného účtu, čistá investiční pozice vůči zahraničí, soukromé a veřejné zadlužení a míra nezaměstnanosti.

Schodek běžného účtu zůstal v roce 2018 výrazně záporný, což odráží silnou domácí poptávku a negativní úspory domácností. Dynamika salda běžného účtu nepřispívá k zajištění obezřetné čisté investiční pozice vůči zahraničí, a to i po zohlednění jednotek pro speciální účel. Růst jednotkových nákladů práce je omezený, přičemž podíly na vývozních trzích byly v roce 2018 stabilní. Zadlužení soukromého sektoru patří mezi nejvyšší v EU, a to jak v případě domácností, tak podniků, a úvěrové toky jsou i nadále pozitivní. Podíl úvěrů se selháním v bankovním sektoru se v roce 2018 výrazně snížil, zůstává však velmi vysoký. Vládní podpora při prodeji banky Cyprus Cooperative Bank měla v roce 2018 jednorázový dopad zvyšující veřejný dluh. Výhledově se očekává, že veřejný dluh bude klesat z důvodu pokračujících dobrých fiskálních výsledků. Nezaměstnanost klesá a očekává se, že díky silnému hospodářskému růstu se bude i nadále snižovat.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s udržitelností vnějšího dluhu, zadlužením veřejného a soukromého sektoru a zranitelností ve finančním sektoru. Komise považuje proto za užitečné, a to i s ohledem na únorové zjištění nadměrných nerovnovah, aby se dále zkoumalo přetrvávání makroekonomických rizik a sledoval pokrok při snižování nadměrných nerovnovah.

Lotyšsko: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Lotyšsku zjištěna *žádná makroekonomická nerovnováha*. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, především čistá investiční pozice vůči zahraničí, růst jednotkových nákladů práce a růst reálných cen bytových nemovitostí.

Graf A14: ***Rozčlenění jednotkových nákladů práce***



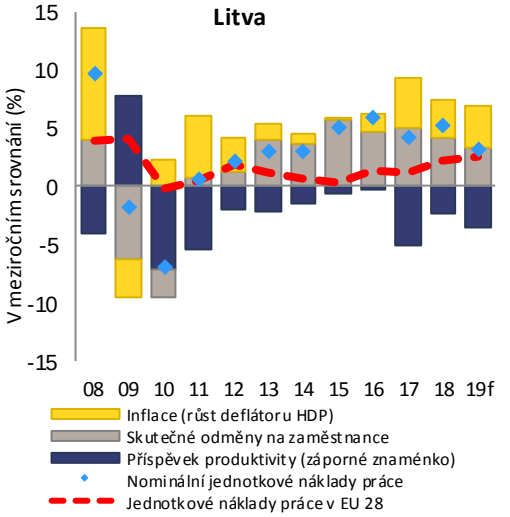
Zdroj: Útvary Komise

Saldo běžného účtu se v roce 2018 snížilo a vykázalo malý schodek, ale záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí, která odráží zejména veřejné zadlužení a přímé zahraniční investice, se nadále poměrně rychle zlepšovala. Zdá se, že ukazatele nákladové konkurenceschopnosti oslabují, jelikož došlo ke zhodnocení reálného efektivního směnného kurzu a jednotkové náklady práce v důsledku stabilního růstu mezd nadále poměrně výrazně rostou. Očekává se, že tlak na mzdy bude z důvodu úbytku pracovní síly přetrvávat. Růst podílu na světovém vývozu mezitím zpomalil, ale kumulované zisky zůstávají pozitivní. Růst reálných cen bytových nemovitostí je dynamický a v roce 2018 o něco zrychlil. Je třeba věnovat pozornost tlakům na trhu s bydlením, i když trh s bytovými nemovitostmi dosud nevykazuje žádné jasné známky nadhodnocení. Pokračuje snižování páky soukromého dluhu, jelikož růst úvěrů zůstává utlumený, přičemž veřejný dluh je nízký a mírně klesá. Pokud jde o trh práce, nezaměstnanost se dále snižuje a míra ekonomické aktivity stále roste.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s tlaky na nabídku pracovních sil a nákladovou konkurenceschopností, rizika se však jeví omezená. Komise v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

Litva: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Litvě zjištěna *žádná makroekonomická nerovnováha*. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně reálný směnný kurz a růst nominálních jednotkových nákladů práce.

Graf A15: ***Rozčlenění jednotkových nákladů práce***



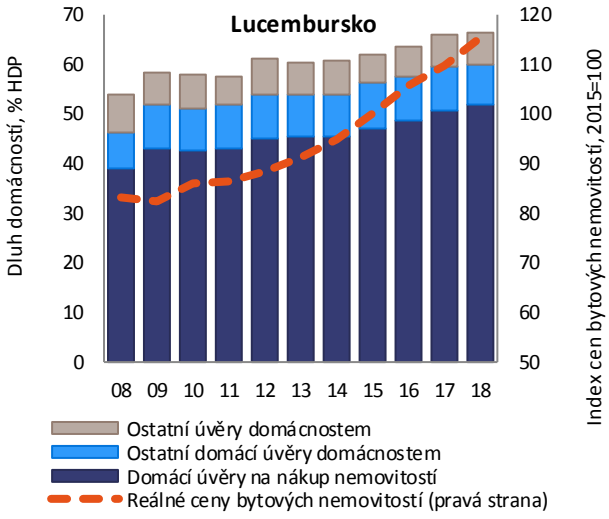
Zdroj: Útvary Komise

Běžný účet je víceméně vyvážený, zatímco čistá investiční pozice vůči zahraničí, která odráží především veřejný dluh a přímé zahraniční investice, se nadále zlepšuje a je nyní pod prahovou hodnotou. Jednotkové náklady práce nadále rostou relativně vysokým tempem, což je dáno vysokým růstem mezd odrážejícím napjatou situaci na trhu práce a některé změny právních předpisů, včetně relativně rychlého nárůstu minimálních mezd od roku 2016. Navíc reálný efektivní směnný kurz se v roce 2018 poměrně silně zhodnotil a překročil prahovou hodnotu. Pokud však jde o další vývoj, zdá se, že rizika jsou zmírněna, neboť nominální růst mezd se zmírňuje, zatímco růst produktivity zůstává zdravý. Zvyšování podílů na vývozních trzích pokračovalo stabilním tempem. Úroveň zadlužení veřejného a soukromého sektoru je nadále poměrně nízká a stabilní s pozitivním růstem úvěrů. Růst reálných cen bytových nemovitostí byl výrazný, ale zůstává pod prahovou hodnotou srovnávacího přehledu. Nezaměstnanost je nadále nízká.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s nákladovou konkurenceschopností, avšak rizika se této fázi jeví omezená. Komise v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

Lucembursko: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Lucembursku zjištěna *žádná makroekonomická nerovnováha*. V aktualizovaném srovnávacím přehledu ukazatel zadlužení soukromého sektoru převyšuje orientační prahovou hodnotu.

Graf A16: ***Dluh domácností a index cen bytových nemovitostí***



Zdroj: Eurostat a ECB

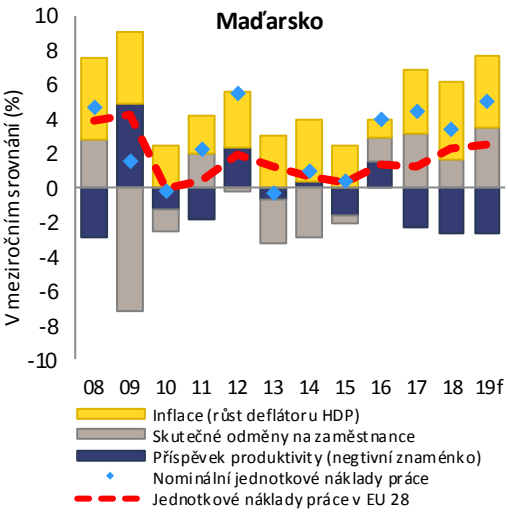
Vnější pozice se vyznačuje obecně stabilními přebytky běžného účtu a kladnou čistou investiční pozicí vůči zahraničí. Kumulované zvýšení podílu na světovém vývozu se snížilo, zatímco růst jednotkových nákladů práce byl relativně silný. Reálné ceny bytových nemovitostí soustavně rostou již po mnoho let poměrně rychlým tempem a zasluhují si pečlivou pozornost. K růstu cen bytových nemovitostí přispívá dynamický trh práce spolu se značnými toky čisté migrace a příznivými podmínkami financování, zatímco nabídka zůstala poměrně omezená. Vysoká zadluženost podniků většinou souvisí s přeshraničními úvěry v rámci společností. Zadluženost domácností, kterou tvoří

většinou hypoteční dluh, dosáhlo relativně vysokých hodnot, což je odrazem zvyšujících se cen bytových nemovitostí. Dobrý stav bankovního sektoru však zmírňuje rizika pro finanční stabilitu. Navíc trh práce je odolný se silnou tvorbou pracovních míst a nezaměstnanost se stabilizuje na poměrně nízkých úrovních. Zadlužení veřejného sektoru zůstává velmi nízké.

Celkově ukazují ekonomické závěry zejména na problémy spojené s růstem cen bydlení a zadlužení domácností, ačkoli se zdá, že rizika jsou v této fázi omezena. Komise proto v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

Maďarsko: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Maďarsku zjištěna *žádná makroekonomická nerovnováha.* V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí, růst jednotkových nákladů práce, růst reálných cen bytových nemovitostí a veřejný dluh.

Graf A17: ***Rozčlenění jednotkových nákladů práce***



Source: Commission services

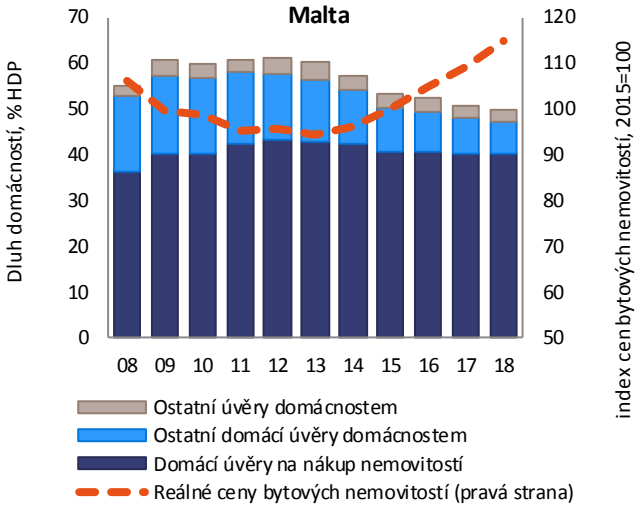
Záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí vykazuje trvalé zlepšení, ale přebytek běžného účtu v důsledku silného růstu dovozu slábne. Je třeba věnovat pozornost rizikům vyplývajícím z tlaků způsobených domácí poptávkou. Růst jednotkových nákladů práce je velmi dynamický, neboť růst produktivity zaostává za značným růstem mezd, který je způsoben napjatou situací na trhu práce a správními opatřeními. Zhodnocení reálného efektivního směnného kurzu bylo doposud mírněno postupným nominálním znehodnocováním měny. V důsledku dočasných narušení v automobilovém průmyslu a jeho hodnotovém řetězci v posledních letech stagnoval růst podílu na světovém vývozu a v dlouhodobém horizontu může významné zastoupení tohoto odvětví představovat riziko. Reálné ceny bytových nemovitostí dále rychle rostly. Nové objemy úvěrů rostou, avšak soukromý dluh vyjádřený jako procento HDP se i nadále snižuje v důsledku postupného umoření dříve akumulovaných objemů. Veřejný dluh klesá pouze pomalu v důsledku procyklické orientace fiskální politiky v posledních letech. Nezaměstnanost se v roce 2018 dále snižovala, jelikož situace na trhu práce zůstává napjatá.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s jednotkovými náklady práce, trhem s bydlením a možnými riziky plynoucími z expozice vůči automobilovému průmyslu. Zdá se však, že krátkodobá rizika jsou omezena. Komise bude proto pokračovat v monitorování situace, avšak v této fázi nevidí nutnost v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

Malta: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla na Maltě zjištěna *žádná makroekonomická nerovnováha*. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje ukazatel přebytku běžného účtu orientační prahovou hodnotu.

Přebytek běžného účtu zůstal v roce 2018 velmi vysoký, na podobné úrovni jako v roce 2017. Čistá investiční pozice vůči zahraničí nepatrně klesla, je však i nadále výrazně pozitivní, neboť odráží přítomnost mezinárodně orientované činnosti v oblasti finančních transakcí a on-line hazardních her. Mírný vývoj mezd je hlavní příčinou pokračujícího tlumeného růstu nominálních jednotkových nákladů práce. Došlo k mírnému posílení reálného efektivního směnného kurzu. Zadluženost soukromého sektoru se v roce 2018 nadále snižovala, a to zejména díky silnému růstu nominálního HDP. Zatímco úvěrové toky do nefinančního sektoru rostou, úvěry poskytované domácnostem byly až do roku 2018 víceméně stabilní. Poměr veřejného dluhu k HDP nadále klesal. Trvalý růst cen bytových nemovitostí se v roce 2018 mírně zrychlil, avšak dosud nevykazuje známky nadhodnocení. Závazky finančního sektoru v roce 2018 klesly a v bankovním sektoru nejsou vzhledem ke stávajícím kapitálovým rezervám patrné žádné zjevné signály zranitelnosti. Trh práce si vede i nadále dobře, nezaměstnanost, včetně dlouhodobé nezaměstnanosti, se snižuje a míra ekonomické aktivity se zvyšuje.

Graf A18: ***Dluh domácností a index cen bytových nemovitostí***



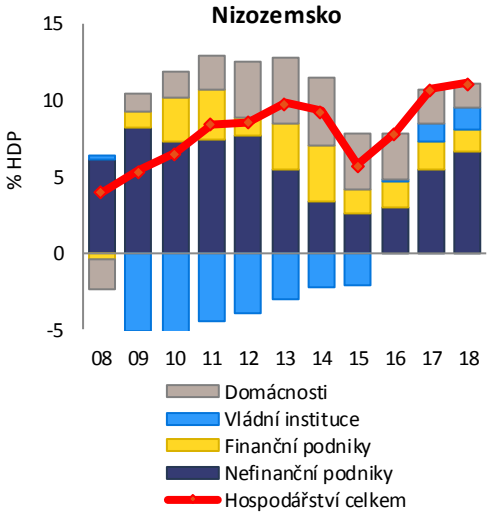
Zdroj: Eurostat a ECB

Celkově ukazují ekonomické závěry na velmi vysoký zůstatek běžného účtu a relativně dynamický růst cen bytových nemovitostí, přičemž rizika se v této fázi jeví omezená. Komise v této fázi nevidí nutnost v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

Nizozemsko: V únoru 2019 dospěla Komise k závěru, že Nizozemsko je vystaveno *makroekonomické nerovnováze* zahrnující zejména vysoký objem zadlužení soukromého sektoru a vysoký přebytek běžného účtu. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně saldo běžného účtu, zadlužení soukromého sektoru a růst reálných cen bytových nemovitostí.

Přebytek běžného účtu je velmi vysoký a zůstává značně nad prahovou hodnotou srovnávacího přehledu. K přebytku přispívají všechna hospodářská odvětví – domácnosti, vláda a podniky. Nárůst v posledních letech byl způsoben především nefinančními podniky s přebytkem úspor souvisejícím s relativně vysokou ziskovostí podniků a poměrně nízkou mírou domácích investic. Růst jednotkových nákladů práce byl omezený, neboť růst mezd se zrychlil, ale zůstal umírněný, zatímco růst produktivity stagnoval. Zadlužení soukromého sektoru jako podíl HDP se i nadále postupně snižuje, ale zůstává značně nad prahovou hodnotou srovnávacího přehledu. Vysoká míra zadlužení podniků je způsobena především zadlužením uvnitř skupin v rámci nadnárodních korporací. Zejména zadlužení domácností je velmi vysoké, a to především v souvislosti s příznivým daňovým zacházením s hypotékami na vlastnické

Graf A19: ***Čisté úvěry či půjčky podle odvětví***



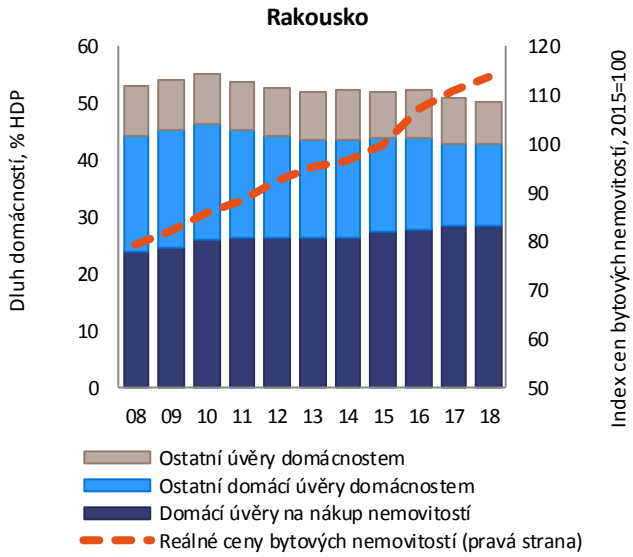
Zdroj: Eurostat

bydlení a dále v souvislosti s trhem nájemního bydlení, který nefunguje optimálně. Zatímco zadlužení domácností jako podíl na HDP vykazuje klesající trend, nominální zadlužení v roce 2018 dále rostlo, neboť silné oživení na trhu s bydlením dále zrychlovalo. V důsledku toho růst reálných cen bytových nemovitostí v roce 2018 zrychlil a dosáhl úrovně nad prahovou hodnotu srovnávacího přehledu. Míra veřejného zadlužení je relativně nízká a klesá. Nezaměstnanost se rovněž snížila díky silnému růstu zaměstnanosti.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy týkající se vysokého zadlužení domácností, které je spojeno s trhem s bydlením, a velkého přebytku úspor domácností. Komise má proto i s ohledem na únorové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

Rakousko: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Rakousku zjištěna *žádná makroekonomická nerovnováha*. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje orientační prahovou hodnotu ukazatel veřejného zadlužení.

Graf A20: ***Dluh domácností a index cen bytových nemovitostí***



Zdroj: Eurostat a ECB

Přebytek běžného účtu zůstal v roce 2018 mírný a víceméně stabilní a čistá investiční pozice vůči zahraničí zůstala mírně pozitivní. Došlo k určitému zvýšení podílu na světovém vývozu. Jednotkové náklady práce vzrostly, jelikož mzdy rostly výrazněji než produktivita práce, avšak zůstaly celkově poměrně omezené. Reálné ceny bytových nemovitostí nadále rostly, růst však zpomalil. I když tato situace vyžaduje sledování, nezdá se, že by zvýšení cen bylo taženo úvěry. Navíc míra zadlužení podniků i míra zadlužení domácností pomalu klesají. Rovněž veřejný dluh pokračoval v poklesu v důsledku silného hospodářského růstu a probíhající likvidace aktiv znárodněných finančních institucí. Situace v bankovním sektoru se dále zlepšovala také v souvislosti s oživením v sousedních zemích. Za těchto příznivých ekonomických podmínek a při silném růstu zaměstnanosti míra nezaměstnanosti výrazně klesla.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s bydlením, rizika se však jeví omezená. Komise proto v této fázi nevidí nutnost v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

Polsko: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Polsku zjištěna *žádná makroekonomická nerovnováha*. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje čistá investiční pozice vůči zahraničí orientační prahovou hodnotu.

Graf A21: ***Čistá investiční pozice vůči zahraničí a saldo běžného účtu***



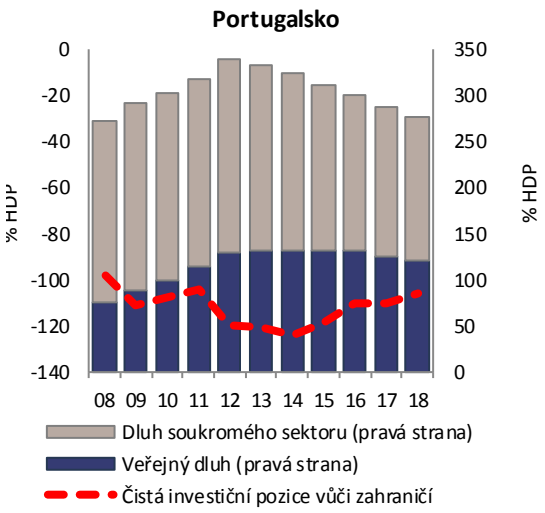
Zdroj: Útvary Komise

Saldo běžného účtu se změnilo z malého přebytku v roce 2017 na mírný schodek v roce 2018, zatímco záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí se viditelně snížila, avšak zůstala nad prahovou hodnotou. Vnější zranitelnost zůstává omezená, jelikož přímé zahraniční investice tvoří značnou část zahraničních závazků. V roce 2018 bylo zaznamenáno další zvýšení podílů na světovém vývozu. Nominální jednotkové náklady práce se zvýšily mírným tempem, neboť silný nárůst mezd byl vyvážen silným růstem produktivity. V roce 2018 došlo k posílení růstu cen bytových nemovitostí, který zůstává pod prahovou hodnotou, avšak velmi těsně. Poměr soukromého dluhu k HDP je v roce 2018 víceméně stabilní. Veřejný dluh měřený jako procento HDP dále klesl z již relativně nízkých úrovní, a to v důsledku rychlého nominálního růstu HDP a nízkého celkového schodku vládního sektoru. Bankovní sektor je poměrně dobře kapitalizovaný, likvidní a ziskový, ovšem jeho zranitelností zůstává klesající, avšak stále značný objem půjček denominovaných v cizí měně. Příznivá situace na trhu práce přetrvávala a vedla k dalšímu poklesu míry nezaměstnanosti na velmi nízkou úroveň.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s čistou investiční pozicí vůči zahraničí, rizika se však jeví omezená. Komise proto v této fázi nevidí nutnost v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

Portugalsko: V únoru 2019 dospěla Komise k závěru, že Portugalsko je vystaveno *makroekonomické nerovnováze* zahrnující zejména vysoký objem čistých vnějších závazků, zadlužení soukromého a veřejného sektoru a vysoký podíl úvěrů se selháním v souvislosti s nízkým růstem produktivity. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí, veřejný dluh, soukromé zadlužení a růst reálných cen bytových nemovitostí.

Graf A22: ***Čistá investiční pozice vůči zahraničí, soukromý dluh a veřejný dluh***

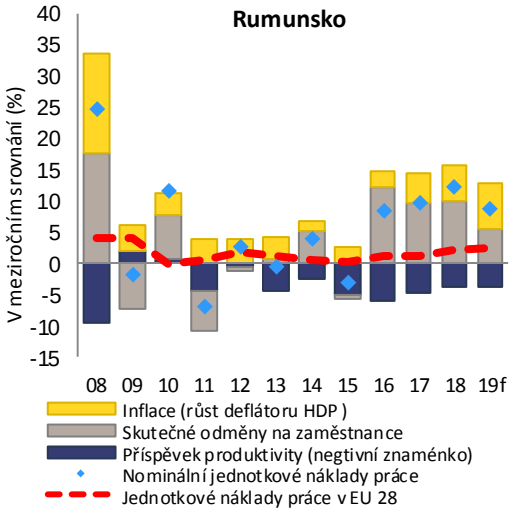


Zdroj: Eurostat

Vnější pozice je zranitelná, protože čistá investiční pozice vůči zahraničí je vysoce záporná a tempo korekce je velmi pomalé, zatímco saldo běžného účtu se zhoršilo. Cenová konkurenceschopnost se v posledních letech mírně zhoršila v důsledku nárůstu jednotkových nákladů práce, zatímco vývozci nadále získávají podíly na trhu, i když pomalejším tempem. Produktivita práce zůstává i nadále nízká a předpokládá se, že se v nadcházejících letech zlepší pouze nepatrně, což narušuje dohánění vyspělejších ekonomik eurozóny. Snižování zadluženosti soukromého sektoru pokračuje, i když míra zadlužení podniků i domácností je poměrně vysoká. Veřejný dluh je stále velmi vysoký, ale očekává se, že si zachová postupně klesající tendenci. Bankovní sektor se stává odolnějším, ačkoli objem úvěrů se selháním nadále vzbuzuje obavy navzdory jeho podstatnému poklesu v letech 2017 a 2018. Ceny bytových nemovitostí stále výrazně rostou a zrychlují se, a to zejména v tržních segmentech ovlivněných činnostmi spojenými s cestovním ruchem. Objem hypoték je však víceméně stabilní a stavební činnosti postupně dohánějí poptávku. Trh práce se i nadále zlepšoval a míra nezaměstnanosti je nyní pod prahovou hodnotou.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s nerovnováhou stavů, zejména pokud jde o vnější, veřejný a soukromý dluh, zranitelná místa v bankovním sektoru a slabý růst produktivity. Komise má proto i s ohledem na únorové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

Graf A23: ***Rozčlenění jednotkových nákladů práce***



Zdroj: Útvary Komise

Rumunsko: V únoru 2019 dospěla Komise k závěru, že Rumunsko je vystaveno *makroekonomické nerovnováze* zahrnující zejména rizika ztráty nákladové konkurenceschopnosti, pokračující zhoršování vnější pozice a rizika ohrožující finanční stabilitu. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahují dva ukazatele prahovou hodnotu, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí a růst nominálních jednotkových nákladů práce.

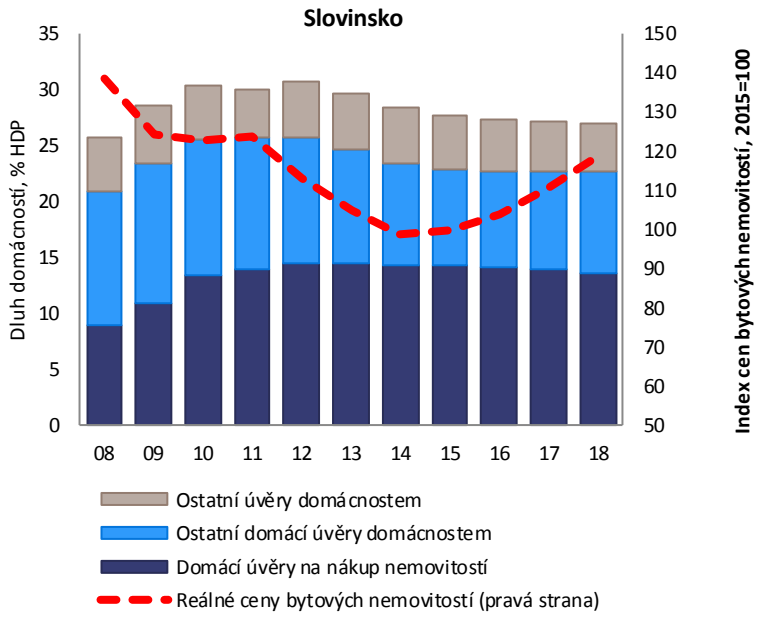
Vysoký schodek běžného účtu v roce 2018 dále vzrostl z důvodu vysokého dovozu a zpomalení růstu vývozu. Záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí, která sestává převážně z přímých zahraničních investic, se v roce 2018 zlepšila v důsledku silného růstu nominálního

HDP. Vývoz v roce 2018 dosahoval nadále dobrých výsledků a Rumunsko zvýšilo podíly na světovém vývozu. Růst jednotkových nákladů práce se v roce 2018 v důsledku vyššího růstu mezd, zejména ve veřejném sektoru, značně zrychlil. Z předchozích zkušeností vyplývá, že růst mezd ve veřejném sektoru se pravděpodobně přenese do soukromého sektoru, což by mohlo vést ke ztrátám v oblasti nákladové konkurenceschopnosti. Soukromý dluh je nízký a nadále klesá, zatímco růst úvěrů soukromému sektoru je utlumen. Podnikatelské prostředí je ovlivněno častými a nepředvídatelnými změnami právních předpisů, které jsou často přijímány bez posouzení dopadu nebo konzultací se zúčastněnými stranami. Veřejné zadlužení vyjádřené jako procento HDP je relativně nízké, ale již neklesá. Pokud jde o trh s bydlením, reálný růst cen bytových nemovitostí v roce 2018 dále zpomaloval a zůstává mírný. Banky jsou řádně kapitalizovány a likvidní. Zdá se, že rizika ohrožující finanční stabilitu vyplývající z dřívějších právních předpisů se zmírnila, ačkoli politická a legislativní nestabilita stále vyvolává obavy. Klesající míra nezaměstnanosti v roce 2018 odráží stále napjatější situaci na trhu práce, zatímco míra ekonomické aktivity, i když na velmi nízkých úrovních, se i nadále zlepšovala.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s výrazným zvýšením jednotkových nákladů práce a zhoršující se vnější pozicí. Komise má proto i s ohledem na únorové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

Slovinsko: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla ve Slovinsku zjištěna *žádná makroekonomická nerovnováha*. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně dluh veřejného sektoru a růst cen bytových nemovitostí.

Graf A24: ***Dluh domácností a index cen bytových nemovitostí***



Zdroj: Eurostat a ECB

Běžný účet nadále vykazuje silný přebytek, který přispívá k dalšímu snižování záporné čisté investiční pozice vůči zahraničí. Růst mezd byl relativně nízký a produktivita práce se zlepšila, což vedlo k omezenému růstu jednotkových nákladů práce, zatímco podíly na vývozních trzích dále rostly. Dluh soukromého sektoru je relativně nízký a klesá. Růst úvěrů v soukromém sektoru byl v roce 2017 pozitivní, ale stále je slabý. Investice jsou pod průměrem EU, zejména pokud jde o bytovou výstavbu. Růst cen bytových nemovitostí zůstává vysoký v souvislosti s nedostatečnou nabídkou, což si zasluhuje pozornost. Ačkoli je poměr dluhu k HDP vysoký, má jednoznačně klesající tendenci. Předpokládané náklady spojené se stárnutím obyvatelstva však vytvářejí tlak na střednědobou a dlouhodobou fiskální udržitelnost. Bankovní sektor

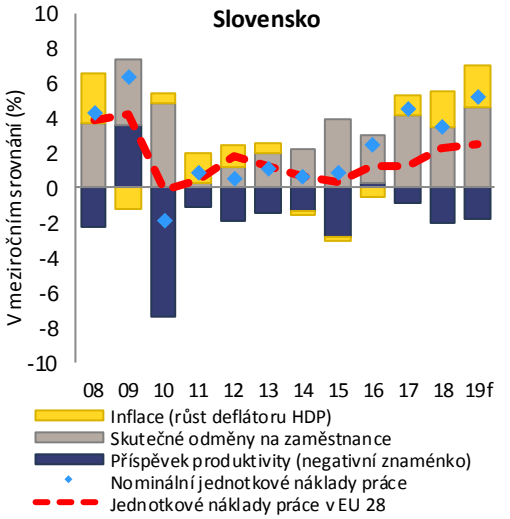
je stabilní a podíl úvěrů se selháním nadále klesá. Pokud jde o trh práce, nezaměstnanost nadále klesá, přičemž míra ekonomické aktivity je nebývale vysoká.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené hlavně s fiskální udržitelností a růstem cen bytových nemovitostí, ačkoli rizika se v této fázi zdají být omezená. Komise proto v této fázi nevidí nutnost v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

Slovensko: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla na Slovensku zjištěna *žádná makroekonomická nerovnováha*. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí a růst nominálních jednotkových nákladů práce.

Schodek běžného účtu se v roce 2018 o něco zvýšil, avšak zůstává mírný. Čistá investiční pozice vůči zahraničí je silně negativní, ale stabilní, zatímco rizika jsou omezená vzhledem k velkému přílivu přímých zahraničních investic, který pramení z expandujícího automobilového průmyslu a finančního sektoru. Dočasná narušení v automobilovém průmyslu a velký význam tohoto odvětví mohou v dlouhodobém horizontu představovat riziko. Došlo k určitému zvýšení podílů na světovém vývozu a reálný efektivní směnný kurz po letech umírněnosti mírně posílil. Růst nominálních jednotkových nákladů práce se výrazně zrychlil v důsledku vysokého růstu mezd v souvislosti s velmi napjatou situací na trhu práce a významným nedostatkem pracovních sil a nyní přesahuje prahovou hodnotu. Ceny bytových nemovitostí v roce 2018 znatelně vzrostly, i když nadhodnocení dosud není zřejmé. Rostoucí trh s bydlením přispěl k trvalému růstu zadlužení domácností, i když z relativně nízkých úrovní. Bankovní sektor, který je do značné míry v zahraničním vlastnictví, je řádně kapitalizovaný. Další pokles měr celkové a dlouhodobé nezaměstnanosti byl doprovázen zvýšením míry ekonomické aktivity.

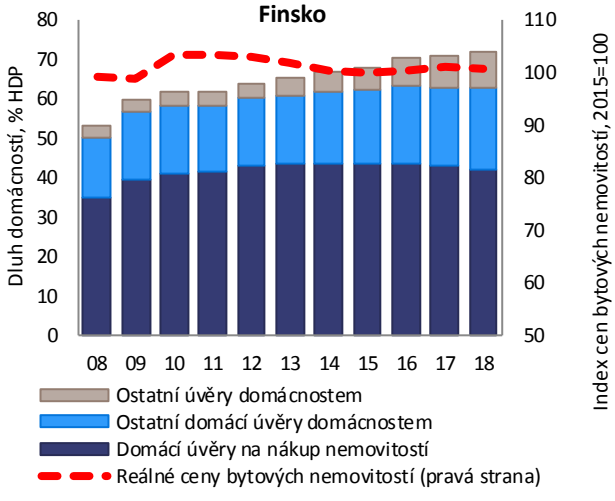
Graf A25: ***Rozčlenění jednotkových nákladů práce***



Zdroj: Útvary Komise

Celkově ekonomické závěry poukazují na potenciální problémy spojené s vnější udržitelností, domácími mzdovými tlaky a možnými riziky plynoucími z expozice automobilového průmyslu. Zdá se však, že krátkodobá rizika jsou omezena. Komise proto v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

Graf A26: Dluh domácností a index cen bytových nemovitostí



Zdroj: Eurostat a ECB

Finsko: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla ve Finsku zjištěna *žádná makroekonomická nerovnováha*. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně

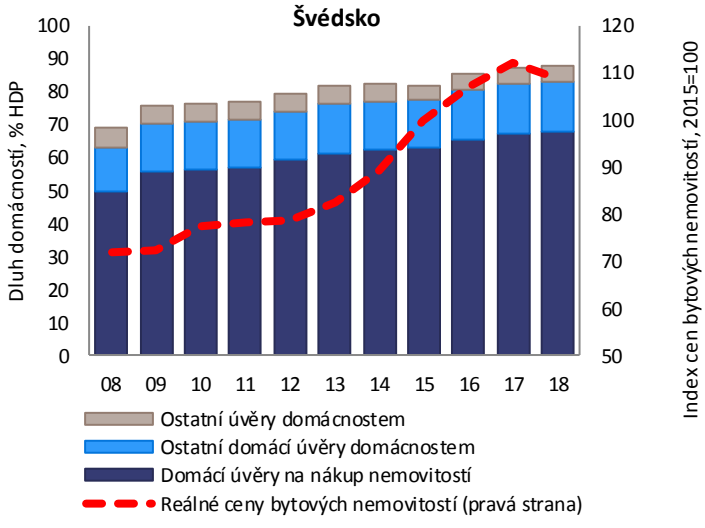
zadlužení soukromého sektoru, jakož i změna celkových závazků finančního sektoru.

Schodek běžného účtu se v roce 2018 prohloubil, jelikož obchodní bilance se vrátila do negativních hodnot, zatímco čistá investiční pozice vůči zahraničí je vyrovnaná. Podíly na světovém vývozu již třetí rok po sobě vykazují oživení a snižují nahromaděné ztráty. Jednotkové náklady práce zaznamenaly v roce 2018 pozitivní růst a reálný efektivní směnný kurz se mírně zhodnotil, avšak vývoj je celkově omezený. Veřejný dluh dále klesal, jelikož růst HDP překonal růst dluhu a v současnosti se nachází pod prahovou hodnotou. Soukromý dluh zůstává vysoký, ale pomalu se snižuje. Příznivé úvěrové podmínky a nízké úrokové sazby nadále podporují růst soukromých úvěrů, i když růst úvěrů se v roce 2018 snížil. Poměr dluhu domácností k HDP je relativně vysoký a stále mírně roste. Reálné ceny bytových nemovitostí byly v roce 2018 stabilní. Slabý růst hypoték a klesající počet nových stavebních povolení snižují rizika pro udržitelnost zadlužení domácností. Finanční sektor je řádně kapitalizován, což zmírňuje rizika ohrožující finanční stabilitu. Velký nárůst celkových aktiv a závazků bankovního sektoru na konci roku 2018 je odrazem situace, kdy jedna banka přemístila své ústředí ze Švédska do Finska. Zatímco zaměstnanost i nezaměstnanost se v roce 2018 výrazně zlepšily, další zlepšení bude pravděpodobně pomalejší. Míra dlouhodobé nezaměstnanosti a nezaměstnanosti mladých lidí se v roce 2018 snížila.

Celkově ekonomické závěry poukazují na přetrvávající problémy spojené se zadlužením soukromého sektoru, rizika však zůstávají omezená. Komise v této fázi nevidí nutnost v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

Švédsko: V únoru 2019 dospěla Komise k závěru, že Švédsko je vystaveno *makroekonomické nerovnováze* zahrnující zejména nadhodnocené ceny bytových nemovitostí v kombinaci s trvalým růstem zadlužení domácností. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně zadlužení soukromého sektoru a podíl na světovém vývozu.

Graf A27: Dluh domácností a index cen bytových nemovitostí



Zdroj: Eurostat a ECB

Trend snižování přebytku běžného účtu v roce 2018 pokračoval, zatímco čistá investiční pozice vůči zahraničí se zvýšila a nyní se pohybuje ve výrazně kladném spektru. Ztráty podílu na světovém vývozu v roce 2018 vzrostly a ukazatel nyní překračuje prahovou hodnotu. Růst nominálních jednotkových nákladů práce se zrychlil, zatímco reálný efektivní směnný kurz se v důsledku depreciace koruny znehodnotil. Zadlužení soukromého sektoru je vysoké, přičemž hlavní hnací silou zadlužení domácností jsou hypotéky. V roce 2018 se zadlužení domácností dále mírně zvýšilo. Ceny bytových nemovitostí na konci roku 2017 klesly, ale v roce 2018 zůstaly beze změny, což celkově znamená, že v roce 2018 došlo meziročně k negativnímu růstu, a jsou celkově velmi vysoké se známkami nadhodnocení. Ceny bytových nemovitostí a zadlužení domácností naznačují rizika pro makroekonomickou stabilitu a zvyšují se z důvodu příznivého daňového zacházení

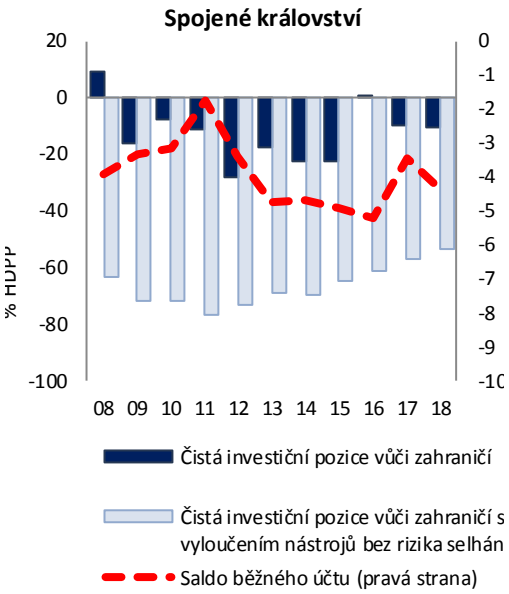
u vlastnického bydlení, velmi nízkých úrokových sazeb u hypoték a specifických aspektů hypotečního trhu, jakož i z důvodu omezení na straně nabídky naznačující rizika pro makroekonomickou stabilitu. Rizika v bankovním sektoru se zdají být pod kontrolou, jelikož kvalita aktiv a ziskovost zůstávají vysoké a finance domácností zůstávají obecně silné, zatímco makroobezřetnostní opatření se zpřísňovala. V roce 2018 se trh práce dále zlepšil a nezaměstnanost klesala, avšak nedávný vývoj naznačuje oslabení.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vysokým zadlužením soukromého sektoru a odvětvím bydlení. Komise má proto i s ohledem na únorové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

Spojené království: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla ve Spojeném království zjištěna *žádná makroekonomická nerovnováha*. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje řada ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně schodek běžného účtu, reálný efektivní směnný kurz a zadlužení soukromého a veřejného sektoru.

Již vysoký schodek běžného účtu se v roce 2018 prohloubil, což vyvolává potřeby rozsáhlého vnějšího financování. Vysoký schodek obchodu se zbožím a nižší schodky transferů a příjmů z investic byly pouze částečně vyrovnány přebytkem obchodu se službami. Bez ohledu na přetrvávající vnější schodky je čistá investiční pozice vůči zahraničí téměř vyrovnaná, k čemuž v roce 2016 přispěla depreciace britské libry. Čistá obchodní reakce na znehodnocení reálného efektivního směnného kurzu a s tím související lepší cenovou konkurenceschopnost však byla neuspokojivá a došlo k nedávným ztrátám podílů na světovém vývozu. Poměr soukromého dluhu k HDP po období mírného snižování zadluženosti po krizi se ustálil na vysoké úrovni. Především zadlužení domácností zůstává vysoké a nadále si zasluhuje pečlivé sledování. Reálné ceny bytových nemovitostí se ustálily, i když na vysoké úrovni. Veřejný dluh je vysoký a víceméně stabilní. Silný růst zaměstnanosti byl nadále doprovázen nízkou nezaměstnanosti, investice a produktivita práce však zůstávají slabé.

Graf A28: ***Čistá investiční pozice vůči zahraničí a saldo běžného účtu***



Zdroj: Útvary Komise

Celkově ekonomické závěry poukazují na některé problémy související s vnějším rozměrem ekonomiky a soukromým zadlužením. Rizika pro stabilitu v krátkodobém horizontu, která tyto problémy způsobují, se jeví omezená. Komise v této fázi nevidí nutnost v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

Tabulka 1.1: Srovnávací přehled postupu při makroekonomické nerovnováze 2018

	Vnější nerovnováha a konkurenceschopnost					Vnitřní nerovnováha						Ukazatele v oblasti zaměstnanosti[1]		
Rok 2018	**Saldo běžného účtu - % HDP** (průměr za období tří let)	**Čistá investiční pozice vůči zahraničí** (% HDP)	**Reálný efektivní směnný kurz – 42 obchodních partnerů, deflátor HISC** (změna za období 3 let v %)	**Podíl na světovém vývozu - % světového vývozu** (změna za období 5 let v %)	**Index nominálních jednotkových nákladů práce (2010=100)** (změna za období 3 let v %)	**Deflovaný index cen bytových nemovitostí (2015=100)** (změna za 1 rok v %)	**Tok úvěrů v soukromém sektoru, konsolidovaný** (% HDP)	**Dluh soukromého sektoru, konsolidovaný** (% HDP)	**Hrubý veřejný dluh** (% HDP)	**Míra nezaměstnanosti** (průměr za období 3 let)	**Celkové závazky finančního sektoru, nekonsolidované** (změna za 1 rok v %)	**Míra ekonomické aktivity – % celkové populace ve věku 15–-64** (změna za období 3 let v p.b.)	**Míra dlouhodobé nezaměstnanosti - % aktivního obyvatelstva ve věku 15–74** (změna za období 3 let v p.b.)	**Míra nezaměstnanosti mladých lidí – % aktivní populace ve věku 15–24** (změna za období 3 let v p.b.)
Prahové hod	-4/6%	-35%	±5 % (eurozóna) ±11 % (mimo eurozónu)	-6%	9% (eurozóna) 12% (mimo eurozónu)	6%	14%	133%	60%	10%	16,50%	-0,2 p.b.	0,5 p.b.	2 p.b.
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	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	-0,4
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	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	4,9	8,6	14,7	6,6	-0,2	70,3	36,4	8,6	-0,3	0,2	-1,4	-4,1
LT	-0,1	-0,31	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

Zvýrazněná čísla dosahují prahové hodnoty nebo ji překračují. Údaje:b:přerušení řady. d:definice se liší. e:odhady. p:prozatímně.

1) Ukazatele zaměstnanosti viz strana 2 zprávy mechanismu varování 2016. 2) Index cen bytových nemovitostí = odhad národní centrální banky pro EL. 3) Nominální jednotkové náklady práce HR, d: údaje o zaměstnanosti používají národní pojetí a nikoliv domácí pojetí. 4) Míra nezaměstnanosti BE: revize v metodice průzkumu. 5) celkové závazky finančního sektoru SK, deriváty se zakládají na odhadech

Zdroj: Evropská komise, Eurostat a Generální ředitelství pro hospodářské a finanční záležitosti (reálný efektivní směnný kurz) a údaje Mezinárodního měnového fondu, globální ekonomický výhled (celosvětové objemy vývozů zboží a služeb)

Tabulka 2.1: Pomocné ukazatele, 2018

Rok 2018	**Reálný HDP** (změna za 1 rok v %)	Tvorba hrubého fixního kapitálu (% HDP)	**Objem hrubých domácích výdajů na VaV** (% HDP)	**Běžný účet plus kapitálový účet (čisté půjčky / čisté výpůjčky)** (% HDP)	**Čistá investiční pozice vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání** (% HDP)	**Přímé zahraniční investice ve vykazujícím hospodářství - toky** (% HDP)	**Přímé zahraniční investice ve vykazujícím hospodářství - objemy** (% HDP)	**Čistá obchodní bilance energetických produktů** (% HDP)	**Reálný efektivní směnný kurz - obchodní partneři v eurozóně** (změna za období 3 let v %)	**Výkonnost vývozu ve vztahu k vyspělým ekonomikám** (změna za období 5 let v %)	**Směnné relace** (změna v období 5 let v %)	**Podíl na světovém vývozu v objemech** (změna za 1 rok v %)	**Produktivita práce** (změna za 1 rok v %)	**Hrubé úvěry se selháním domácích a zahraničních subjektů** (% hrubých úvěrů)	**Vývoj jednotkových nákadů práce vůči eurozóně** (změna za období 10 let v %)	**Index cen bytových nemovitostí (2015=100) - nominální** (změna za období 3 let v %)	**Bytová výstavba** (% HDP)	**Dluh domácností, konsolidovaný (v** četně nezískových organizací, které slouží domácnostem, %	**Konsolidovaná zadluženost bank, domácích a zahraničních subjektů** (aktiva celkem/vlastní kapitál celkem)
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

Údje: d:definice se liší. e:odhady. p:prozatímně.

1) Úřední lhůta pro předání údajů za rok 2018 týkajících se hrubých domácích výdajů na VaV byla 31. říjen 2019, avšak údaje byly získány dne 25. října 2019. 2) Index cen bytových nemovitostí e = odhady národní centrální banky pro EL. 3) Produktivita práce HR d: údaje o zaměstnanosti používají národní pojetí a nikoliv domácí pojetí.

Zdroj: Evropská komise, Eurostat a Generální ředitelství pro hospodářské a finanční záležitosti (reálný efektivní směnný kurz), Evropská centrální banka (konsolidovaná zadluženost bank a hrubé úvěry se selháním, domácí a zahraniční subjekty) a údaje Mezinárodního měnového fondu, globální ekonomický výhled (celosvětové objemy vývozů zboží a služeb)

Tabulka 2.1 (pokračování): Pomocné ukazatele, 2018

Rok 2018	Míra zaměstnanosti (roční změna v %)	Míra ekonomické aktivity - % celkové populace ve věku 15-64 (%)	Míra dlouhodobé nezaměstnanosti - % ekonomicky aktivních obyvatel ve věku 15-74	Míra nezaměstnanosti mladých lidí - % ekonomicky aktivních obyvatel ve věku 15-24	Mladí lidé, kteří nejsou zaměstnaní ani se neúčastní vzdělávání nebo odborné přípravy - % celkové populace ve věku 15-24		Lidé ohrožení chudobou nebo sociálním vyloučením - % celkové populace		Lidé ohrožení chudobou po sociálních transferech - % celkové populace		Osoby trpící silnou materiální deprivací - % celkové populace		Osoby žijící v domácnostech s velmi nízkou intenzitou práce - % celkové populace ve věku 0-59	
					%	změna za období 3 let v procentních bodech	%	změna za období 3 let v procentních bodech	%	změna za období 3 let v procentních bodech	%	změna za období 3 let v procentních bodech	%	změna za období 3 let v procentních bodech
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:b: přerušení řady. d:definice se liší. p:prozatímně.

1) Míra zaměstnanosti HR, d: údaje o zaměstnanosti používají národní pojetí a nikoliv domácí pojetí. 2) Mladí lidé, kteří nejsou zaměstnaní ani se neúčastní vzdělávání nebo odborné přípravy PL: změny postupu vážení. 3) Úřední lhůta pro předání údajů za rok 2018 týkajících se ukazatelů příjmů a pracovních podmínek (EU-SILC) byla 30. listopad 2019, avšak údaje byly získány dne 25. října 2019.

Zdroj: Evropská komise, Eurostat