EURÓPSKA
KOMISIA

V Štrasburgu 22. 11. 2022
COM(2022) 781 final

SPRÁVA KOMISIE EURÓPSKEMU PARLAMENTU, RADE A EURÓPSKEMU HOSPODÁRSKEMU A SOCIÁLNEMU VÝBORU

Správa o mechanizme varovania 2023

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

{SWD(2022) 381 final}

Európska komisia

Správa o mechanizme varovania

OBSAH

Obsah 2

Zhrnutie 1

1. Makroekonomický kontext 7

2. Nerovnováhy, riziká a úpravy: najdôležitejší vývoj 14

2.1. Vonkajší sektor 14

2.2. Konkurencieschopnosť 21

2.3. Nefinančné korporácie 27

2.4. Trh s obytnými nehnuteľnosťami a dlh domácností 32

2.5. Sektor verejnej správy 38

2.6. Finančný sektor 43

3. Oddiel o jednotlivých krajinách 48

Príloha 1: Poznámka k tabuľkám v oddiele o krajinách 112

Príloha 2: Prognózy a najnovšie údaje o ukazovateľoch hodnotiacej tabuľky 113

Príloha 3: Hodnotiaca tabuľka PMN 114

Touto správou o mechanizme varovania sa začína dvanáste ročné kolo postupu pri makroekonomickej nerovnováhe (ďalej aj „PMN“). Cieľom postupu je odhaliť nerovnováhy, ktoré nepriaznivo ovplyvňujú alebo by mohli nepriaznivo ovplyvniť riadne fungovanie hospodárstva členského štátu, hospodárskej a menovej únie alebo Únie ako celku, predísť týmto nerovnováham, napraviť ich a podnietiť vhodné politické reakcie. Vykonávanie postupu pri makroekonomickej nerovnováhe je zakotvené v európskom semestri pre koordináciu hospodárskych politík, aby sa zabezpečila konzistentnosť s analýzami a odporúčaniami poskytnutými v rámci iných nástrojov hospodárskeho dohľadu [články 1 a 2 nariadenia (EÚ) č. 1176/2011].

V správe o mechanizme varovania sú identifikované členské štáty, v prípade ktorých by sa mali vykonať hĺbkové preskúmania s cieľom posúdiť, či ich postihli nerovnováhy, ktoré si vyžadujú opatrenia v príslušných oblastiach politiky [článok 5 nariadenia (EÚ) č. 1176/2011]. Komisia, berúc do úvahy diskusie o správe o mechanizme varovania s Európskym parlamentom a v rámci Rady a Euroskupiny, následne vypracuje hĺbkové preskúmania pre príslušné členské štáty. Hĺbkové preskúmania sa uverejnia na jar 2023 a poskytnú základ pre posúdenie existencie a závažnosti makroekonomických nerovnováh Komisiou a pre identifikáciu nedostatkov v príslušných oblastiach politiky. Správa o mechanizme varovania zahŕňa aj analýzu dôsledkov makroekonomických nerovnováh členských štátov na celú eurozónu.

Analýza správy o mechanizme varovania vychádza z ekonomických záverov hodnotiacej tabuľky vybraných ukazovateľov, ktorá poskytuje filtrujúci nástroj na odhaľovanie dôkazov *prima facie* o možných rizikách a slabých miestach. V súlade s nariadením (EÚ) č. 1176/2011 je úlohou Komisie vyvodiť ekonomické závery v súvislosti s hodnotami hodnotiacej tabuľke, čo umožní hlbšie pochopiť celkový hospodársky kontext a zohľadniť aspekty špecifické pre jednotlivé krajiny. ([1]) Správa o mechanizme varovania vychádza aj z analytických nástrojov a rámcov posudzovania a dodatočne uverejnených údajov, najmä údajov v priebehu roka. ([2])

Vychádzajúc z prístupu použitého v predchádzajúcich rokoch je prvý skríning nerovnováh v správe o mechanizme varovania výhľadový s cieľom včas odhaľovať riziká vznikajúcich nerovnováh. Mohlo by to znamenať otvorenie hĺbkových preskúmaní, ak nepriaznivé trendy naznačujú vysoké riziká vzniku nerovnováh. Na tento účel sa v správe používajú prognózy, najnovšie údaje a projekcie s cieľom lepšie posúdiť možný vývoj rizík ohrozujúcich makroekonomickú stabilitu. Hodnoty premenných hodnotiacej tabuľky na rok 2022 a nasledujúce roky sa odhadli s použitím údajov uvedených v prognóze Komisie a najnovších údajov za tento rok (podrobnosti sú uvedené v prílohe 2). Tieto prognózy sú založené na značnej neistote a túto skutočnosť treba mať na zreteli v záujme dodržania zásad transparentnosti, pokiaľ ide o analýzu a použité údaje, a obozretnosti, pokiaľ ide o závery.

Súčasný prístup k správe o mechanizme varovania je v súlade s návrhom Komisie o budúcnosti dohľadu nad makroekonomickými nerovnováhami predloženým v rámci preskúmania správy hospodárskych záležitostí. ([3]) Jeho cieľom je najmä silnejšia preventívna úloha PMN v prostredí, ktoré sa vyznačuje novými rizikami. Posudzovanie nerovnováh by bolo založené viac na vývoji rizík a politických opatreniach. Reformovaný PMN by sa zameriaval na makroekonomické otázky, ktoré ovplyvňujú členské štáty, a zároveň by viac zviditeľňoval rozmery nerovnováh v EÚ a eurozóne.

([1]) Ďalšie informácie o základných princípoch vypracovania hodnotiacej tabuľky správy o mechanizme varovania a jej interpretácii možno nájsť v dokumente Európskej komisie z roku 2016 s názvom The Macroeconomic Imbalance Procedure. *Rationale, Process, Application: A Compendium* (Postup pri makroekonomickej nerovnováhe. Zdôvodnenie, proces, uplatňovanie: zhrnutie), *European Economy*, inštitucionálny dokument č. 039, november 2016.

([2]) Koncovým dátumom údajov hodnotiacej tabuľke – t. j. dátum, ku ktorému boli údaje extrahované z databázy Eurostat na prípravu tejto správy – bol 21. október 2022. Pre všetky ostatné údaje bol koncovým dátumom 3. november 2022.

([3]) Oznámenie o usmerneniach týkajúcich sa reformy rámca správy hospodárskych záležitostí EÚ, oznámenie Komisie Európskemu parlamentu, Rade, Európskej centrálnej banke, Európskemu hospodárskemu a sociálnemu výboru a Výboru regiónov [COM(2022) 583 final].

ZHRNUTIE

Táto správa o mechanizme varovania sa zaoberá vývojom nerovnováh v čase, keď hospodárstvo EÚ prechádza od obnovy po pandémii ochorenia COVID-19 k výraznému spomaleniu rastu v prostredí inflačných tlakov. Do začiatku roka 2022 takmer všetky hospodárstva EÚ vykompenzovali pokles HDP, ku ktorému došlo v roku 2020 v dôsledku vypuknutia pandémie, a prudko rástli napriek určitým pretrvávajúcim ťažkostiam na strane ponuky a rastúcemu nedostatku pracovnej sily. Od začatia útočnej vojny Ruska proti Ukrajine vo februári 2022 mal prudký nárast nákladov na energie za následok výrazné zhoršenie vyhliadok hospodárstva EÚ. Súčasné vyhliadky sú poznačené kombináciou vysokej inflácie a klesajúcej dôvery spotrebiteľov a výrobcov. Neistota spojená s možnou hĺbkou a trvaním energetickej krízy je vysoká. Hospodárska činnosť klesá a predpokladá sa, že v poslednom štvrťroku 2022 sa rast zmení na záporný. Podmienky financovania sa viditeľne sprísnili, dokonca ešte viac mimo eurozóny, keďže menové orgány prijímajú opatrenia na riešenie inflačných tlakov. Mimo EÚ sú globálne podmienky poznačené spomalením v Číne a nervozitou na vznikajúcich trhoch.

Pred zhoršením hospodárskych podmienok pokračovalo znižovanie zadlženosti v rámci niektorých dlhotrvajúcich nerovnováh, ktoré sa počas pandémie zvýšili, pričom rast cien obytných nehnuteľností sa zrýchlil. V rámci obnovy v mnohých prípadoch pokračovalo znižovanie vysokých úrovní súkromného a verejného dlhu, ktoré prebiehalo v poslednom desaťročí vo viacerých krajinách, ale z vyšších začiatočných úrovní. Pomaly sa vracala obnova vonkajšej rovnováhy. Počas pandémie sa prerušila, keďže bežné účty sa zhoršili vo viacerých krajinách, ktoré sú veľkými čistými dlžníkmi a majú významné sektory cestovného ruchu, pričom pretrvávali veľké prebytky bežného účtu. Verejný dlh, ktorý sa podstatne zvýšil počas krízy spôsobenej pandémiou COVID-19, sa vzhľadom na silnú recesiu a potrebu podporovať hospodárstvo začal od roku 2021 zmierňovať. Rast cien obytných nehnuteľností sa počas pandémie zrýchlil a silný rast pokračoval počas obnovy. V niektorých krajinách silný rast miezd znásobil obavy o nákladovú konkurencieschopnosť, ktoré sa v niektorých prípadoch hromadili už v období pred pandémiou.

Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky, ktoré odzrkadľujú výsledky za rok 2021, vychádzajú z ústredného scenára prognózy Komisie z jesene 2022 a z hospodárskeho vývoja v priebehu roka. Popri ústrednom scenári existujú zvýšené riziká a slabé miesta, ktoré sa týkajú vysokej neistoty v súvislosti s hospodárskym vývojom v súčasnej situácii a ktoré sa rozoberajú ďalej. Ekonomické závery vedú k týmto tematickým záverom:

- V roku 2021 sa **bežné účty** väčšiny členských štátov vrátili takmer na ich pozície spred krízy spôsobenej pandémiou COVID-19 v roku 2019, a to aj napriek zvyškovému vplyvu v niektorých krajinách, ktoré majú rozsiahly sektor cestovného ruchu. Bežné účty väčšiny krajín, ktoré sú čistými dlžníkmi, ostali pod úrovňami, ktoré umožňujú rýchlu nápravu, kým určité veľké prebytky bežných účtov vzrástli. Rozsiahle zahraničné pozície v súvislosti s objemom sa vďaka vyššiemu rastu HDP prevažne znížili, ale sú naďalej značné. V priebehu roka 2022 nastalo **veľké zníženie sáld bežných účtov, a to deficitov aj prebytkov**, čo bolo spôsobené oveľa vyššími cenami energií. V niektorých prípadoch sú sprevádzané znížením obchodných bilancií netýkajúcich sa energií, pričom rolu zohrávajú vplyvy výmenných kurzov. Fiškálne opatrenia na zmiernenie vplyvu energetickej krízy menia relatívny príspevok čistých pozícií poskytnutých a prijatých pôžičiek verejnej správy a súkromného sektora a prispievajú k zvýšeným deficitom a zníženým prebytkom bežného účtu.

- Vývoj **jednotkových nákladov práce** sa v posledných rokoch ťažko vysvetľuje v dôsledku vážnych narušení v oblasti merania produktivity, ale celkovo tieto náklady rástli. Mzdy sa v niektorých krajinách v roku 2021 výrazne zvýšili, čo poukazuje na riziko straty **nákladovej konkurencieschopnosti** v rámci eurozóny, najmä v krajinách, ktoré boli vystavené trvalému tlaku už pred pandemickými rokmi. V niektorých krajinách sú trhy práce mimoriadne prehriate, čo môže byť čiastočne spôsobené osobitným vplyvom pandémie. V roku 2022 sa zvyšovanie miezd zrýchlilo – na rozdiel od produktivity –, čo viedlo k ďalšiemu tlaku na konkurencieschopnosť, ale v dôsledku vysokej inflácie reálny disponibilný príjem domácností klesá. **Reálne efektívne výmenné kurzy** založené na inflácii sa v eurozóne **celkovo zatiaľ nezhodnotili** v dôsledku znehodnotenia jednotnej meny, ale medzi jednotlivými krajinami sú značné odchýlky. Úlohu zohráva rozdielny vplyv otrasu v cenách energií na dynamiku cien, čo je spôsobené rozdielmi v energetickom mixe, štruktúre trhov s energiami a v štátnej podpore. Zreteľné rozdiely existujú aj v efektívnych výmenných kurzoch založených na jadrovej inflácii, pričom krajiny s väčšími cenovými tlakmi vykazujú v priebehu aktuálneho roka zhodnotenie voči eurozóne. Pokiaľ ide o krajiny mimo eurozóny, dochádza v nich k podstatnému znehodnocovaniu aj zhodnocovaniu, čo čiastočne odzrkadľuje rozdielnu dynamiku nominálneho výmenného kurzu, ktorá je v niektorých – nie však vo všetkých – prípadoch spôsobená zámermi menovej politiky.

- **Prebytok bežného účtu eurozóny** sa v roku 2021 zvýšil na úrovne spred pandémie. Medziročné údaje vykazujú **prebiehajúci prudký pokles v roku 2022**, ktorý je prevažne spôsobený zvýšeným dovozom, pričom najvýznamnejším faktorom vzhľadom na výrazné cenové vplyvy je dovoz energií. V dôsledku toho sa predpokladá, že bežný účet eurozóny v roku 2022 značne klesne a v roku 2023 zostane do veľkej miery nezmenený napriek tomu, že reálny dopyt sa udrží. Zmeny jednotkových nákladov práce počas pandémie viedli k dočasnej stagnácii **symetrickej úpravy zahraničných pozícií v rámci eurozóny** súhrnne v rokoch 2020 a 2021. Nárasty boli celkovo viac-menej podobné v prípade krajín s vysokou kladnou a vysokou zápornou čistou medzinárodnou investičnou pozíciou. Počnúc rokom 2022 by sa mala symetrická úprava obnoviť a pokračovať v prognózovanom období, pričom jednotkové náklady práce by mali najvýraznejšie rásť v niektorých krajinách s prebytkom.

- Miery **zadlženosti podnikov** sa v roku 2021 znížili, keďže sa obnovil hospodársky rast. Podniky sú poznačené zvýšenou likviditou, ktorá čiastočne zmierňuje okamžité riziká spojené s objemami podnikového dlhu. Napriek tomu sú objemy dlhu v mnohých členských štátoch naďalej značné a v niektorých prípadoch nad úrovňami spred pandémie. V roku 2022 naďalej pokračuje znižovanie podnikového dlhu ako podielu na HDP, keďže hospodársky rast zostáva kladný v situácii pokračujúcich tokov financovania, no pravdepodobne ho zbrzdí zložitý makroekonomický kontext. V niektorých krajinách začala v roku 2022 rásť úroveň nesplácaných úverov a bankrotov podnikov.

- Rast **cien obytných nehnuteľností** sa vo väčšine členských štátoch v roku 2021 po rokoch stabilného rastu zrýchlil. Nárast cien pokračoval v prvej polovici roku 2022, ale predpokladá sa, že sa zmierni. V roku 2021 sa obnovil klesajúci trend mier zadlženosti domácností, ale v niektorých krajinách ostávajú vysoké a nad úrovňami spred pandémie. Hoci sa predpokladá, že jeho podiel na HDP bude v roku 2022 naďalej klesať, úrokové zaťaženie domácností sa pravdepodobne zvýši. Úrokové sadzby hypotekárnych úverov mimo eurozóny sa v priebehu roka 2022 výrazne zvyšujú, kým v eurozóne je rast úrokových sadzieb obmedzenejší, no očakáva sa, že bude pokračovať.

- Pomery **verejného dlhu** k HDP v roku 2021 klesli takmer vo všetkých členských štátoch, ale skoro vo všetkých prípadoch ostávajú značne nad svojou úrovňou z roku 2019. Deficity ostávajú vysoké, ale silný hospodársky rast vyvolal klesajúci vplyv na miery zadlženosti. Miery zadlženosti verejnej správy v roku 2022 celkovo klesli v dôsledku pokračujúceho hospodárskeho rastu spolu s ďalším znížením deficitov, a to aj napriek rozsiahlym balíkom podpory pre domácnosti a podniky v súvislosti s vysokými cenami energií. Výhľad na rok 2023 sa v jednotlivých krajinách líši, aj keď sa očakáva

ďalší pokles mier zadlženosti verejnej správy v krajinách s najvyšším dlhom. Nové politické opatrenia na zmiernenie vplyvu energetickej krízy môžu zvýšiť úrovne dlhu. Náklady na dlhovú službu sa po rokoch veľmi priaznivých podmienok začali od roku 2021 zvyšovať v súvislosti so sprísňovaním finančných podmienok. Najzreteľnejšie to bolo v členských štátoch mimo eurozóny, ktoré zaznamenali výraznejší nárast rozpätí výnosov zo svojich štátnych dlhopisov.

- **Bankový sektor** je dostatočne kapitálovo vybavený a počas pandémie sa ukázal ako odolný. Znižovanie minulých nesplácaných úverov pokračovalo v roku 2021 aj v priebehu roka 2022, ale nemožno vylúčiť možnosť vzniku spätných väzieb. Hoci sa ziskovosť bánk obnovila, štrukturálne ostáva slabá a očakáva sa, že bude znova klesať aj napriek zvýšeniam úrokových marží, keďže zhoršujúci sa hospodársky výhľad ovplyvňuje aktíva a úverové riziká. V roku 2021 pokračovalo poskytovanie úverov aj po skončení platnosti verejných záruk a určitom makroprudenciálnom sprísnení. V súvislosti s určitým oneskoreným vplyvom zrušenia podporných opatrení prijatých počas pandémie a súčasného zhoršujúceho sa hospodárskeho výhľadu sa očakáva určitý nárast miery nesplácaných úverov.

Vzhľadom na hospodárske prostredie existujú osobitné riziká, ktoré by mohli viesť k výraznejším nerovnováham. Mohli by nastať nepriaznivejšie scenáre, než je opísaný scenár, čo by viedlo buď ku kritickejšiemu, alebo k dlhodobejšiemu vývoju, ktorý by mohol brániť makroekonomickej stabilite a fungovaniu hospodárstiev vo všeobecnosti:

- Pretrvávajúca energetická kríza s **neustále vysokými nákladmi na energie** by mohla mať za následok väčší a dlhodobejší pokles, ktorý by priamo aj nepriamo zvýšil objemy dlhu a viedol by k sérii dominových efektov prostredníctvom vplyvu na spotrebiteľov, pracovníkov, podniky a bankový sektor. Neustále vysoké náklady na energie by mohli mať za následok pretrvávajúce vyššie deficity bežného účtu v prípade niektorých krajín, čo by vyvíjalo tlak na ich vonkajšiu udržateľnosť.

- Perspektíva silnejšej **štrukturálnej transformácie** od vysokej energetickej závislosti od fosílnej energie, najmä z Ruska, je pozitívna, no prináša so sebou riziká a náklady na úpravu. Presun hodnotových reťazcov preč z viac postihnutých európskych podnikov, ktoré čelia celosvetovo vyšším cenám vstupov, by mohol zmenšiť ziskovosť a viesť k zvýšenému počtu bankrotov podnikov sústredných v postihnutých odvetviach a regiónoch a k poklesu podielov vývozu a potenciálneho rastu v exponovanejších krajinách.

- **Precenenie rizika** na celom svete by malo dlhodobý účinok prostredníctvom finančných trhov, čo by viedlo k nestabilite a zvyšovaniu nákladov na pôžičky pre štáty a súkromných dlžníkov, a to možno nesystémovým spôsobom.

V dôsledku horších hospodárskych podmienok pribudli slabé miesta a riziká spojené s už existujúcimi nerovnováhami. Napriek prebiehajúcemu silnému spomaleniu činnosti sa predpokladá, že rast nominálneho HDP pomôže znížiť miery zadlženosti v roku 2022 aj 2023, najmä v dôsledku vplyvu inflácie. Slabšia hospodárska činnosť a prísnejšie podmienky financovania však zvyšujú riziká spojené s vysokými úrovňami dlhu. Nárast nesplácaných úverov a bankrotov je rizikom pre podniky i pre domácnosti. Podniky čelia zvyšovaniu výrobných nákladov a ich schopnosť preniesť ich ďalej na odberateľov môže byť obmedzená, pričom zraniteľnejšie podniky sú zoskupené sektorovo a geograficky. Domácnosti vo väčšine krajín čelia zníženým reálnym disponibilným príjmom, pričom zvýšenie miezd je nižšie ako inflácia, ale vyššie ako rast produktivity. Rast cien obytných nehnuteľností je v mnohých členských štátoch predmetom nápravy v dôsledku zvyšovania úrokových sadzieb hypotekárnych úverov a tlaku na disponibilný príjem. Pokračujúci prudký rast cien obytných nehnuteľností v niektorých krajinách by predstavoval riziko chaotického zvratu, najmä ak by bol sprevádzaný hypotekárnymi úvermi s pohyblivými sadzbami. Stres v podnikoch a domácnostiach by sa mohol navzájom znásobiť a rozšíriť sa do celého hospodárstva, čo by malo dôsledky aj pre finančný sektor. Prostredníctvom ďalších

opatrení na podporu zraniteľných domácností a exponovanejších podnikov by sa časť nákladov na energetickú krízu preniesla na sektor verejnej správy a pripočítala k verejnému dlhu, čo môže byť pre krajiny s vysokou počiatočnou úrovňou dlhu a deficitu osobitnou výzvou, ktorá by si vyžadovala cielené a dočasné opatrenia a spoločné európske riešenia. Komisia konkrétne opätovne posúdi potreby plánu REPowerEU. Vyššie úrokové sadzby a slabší alebo záporný rast HDP navyše bránia znižovaniu verejného dlhu, najmä v prípade krajín s vysokým dlhom. To môže mať dominový efekt na ostatné sektory, čo by malo negatívny vplyv na rast.

Keď sa silný rast po pandémii zastaví, môžu sa objaviť nové nerovnováhy, čo by znamenalo riziko rozdielnych cenových vplyvov spôsobených spoločným otrasom na strane ponuky. Napriek tomu, že zvýšenie cien komodít a ohrozenie dodávok plynu otriasli celou EÚ, ich vplyv sa značne líši. Hoci sa očakáva, že inflácia začne postupne klesať, po jej ústupe môže nastať náhla zmena relatívnej úrovne cien a nákladov v rôznych krajinách. To by mohlo viesť k strate nákladovej konkurencieschopnosti, ktorej zmiernenie by mohlo byť nákladné. Týka sa to najmä krajín eurozóny a krajín, v ktorých vznikol deficit bežného účtu, hoci vyššia inflácia v krajinách s veľkým prebytkom bežného účtu by mohla uľahčiť obnovenie rovnováhy v eurozóne. V niektorých krajinách mimo eurozóny môže znehodnotenie meny zachovať nákladovú konkurencieschopnosť tak, že dôjde ku kompenzácii určitých prudko rastúcich nákladov práce, čo by však mohlo ešte viac podporiť infláciu. Následne to môže viesť k prísnejším podmienkam financovania, keďže znehodnotením sa takisto zvyšujú náklady na zahraničné pôžičky a dlhové služby.

Eurozóna vykazuje určité známky obnovenia rovnováhy v krátkodobom horizonte, ale jej celková výkonnosť v budúcnosti si vyžaduje neustálu úzku koordináciu politických reakcií. Určité obnovenie rovnováhy v rámci eurozóny je podporované silnejším vývojom jednotkových nákladov práce v niektorých krajinách, ktoré sú čistými veriteľmi. Nedávna dynamika bežného účtu vyplývajúca z nepriaznivého vonkajšieho otrasu takisto vo všeobecnosti podporuje obnovenie rovnováhy, pričom krajiny, ktoré sú čistými veriteľmi, vykazujú väčšie zníženie svojich veľkých prebytkov. Obavy vyvolávajú rozdiely v rozsahu politických zásahov zameraných na zmiernenie vplyvu vysokých cien energií, ktorými sa presúva bremeno energetickej krízy medzi podnikový sektor, domácnosti a verejný sektor, a prevaha necielených cenových opatrení. Druh a zloženie týchto opatrení, pokiaľ ide o spôsob, akým ovplyvňujú potrebu energie a ceny energie, ako aj o ich účinky na podniky a domácnosti, môžu znamenať pre zvyšok eurozóny externé vplyvy a ohroziť rovnaké podmienky. Toto si vyžaduje, aby boli tieto opatrenia cielené a dočasné. Nekoordinované politické opatrenia môžu viesť k zvýšenej nesúrodosti, ktorá bráni menovej transmisii a zosilňuje nerovnorodý vplyv energetickej krízy.

Analýza predložená v tejto správe o mechanizme varovania poukazuje na potrebu dôsledného monitorovania vývoja a rizík súvisiacich so spoločnými trendmi, ktoré ovplyvňujú členské štáty s existujúcimi nerovnováhami, ako aj členské štáty s novovznikajúcimi slabými miestami. Dôsledok ruskej vojny na Ukrajine spolu s celosvetovými obmedzeniami na strane ponuky a inflačnými tlakmi predstavujú spoločné otrasy, ktoré môžu priniesť riziká pre makroekonomickú stabilitu a fungovanie hospodárstva EÚ ako celku, a najmä pre eurozónu. Vzhľadom na ich spoločnú povahu je potrebné ich posudzovať v spoločnom rámci, s cieľom poskytnúť kontext pre akúkoľvek diferencovanú analýzu pre jednotlivé krajiny.

Útvary Komisie v rámci analytického základu nadchádzajúcich hĺbkových preskúmaní jednotlivých krajín vykonajú hĺbkové tematické posudzovania troch otázok, ktoré majú v súčasnej situácii kľúčový význam. Tieto posudzovania sa budú vzťahovať na otázky, ktoré sú spoločné pre viaceré členské štáty. Identifikujú sa v nich spoločné faktory relevantné pre analýzu týkajúcu sa jednotlivých krajín, a zamerajú sa podrobnejšie na krajiny, ktoré boli v tejto správe o mechanizme varovania posúdené ako najviac ovplyvnené týmito otázkami. Posúdenia sa začiatkom roka 2023 predložia aj Výboru pre hospodársku politiku a príslušné členské štáty sa

vyzvú, aby do diskusie prispeli informáciami. Táto diskusia bude podkladom pre hĺbkové preskúmania jednotlivých krajín v jarnom balíku európskeho semestra. Vypracujú sa tieto tematické poznámky:

- Hĺbková tematická poznámka k **vývoju na trhu s obytnými nehnuteľnosťami** sa bude zaoberať rizikami a faktormi spojenými s vývojom cien obytných nehnuteľností, hypotekárnymi trhmi a dlhom domácností. Poznámka bude zameraná na Česko, Estónsko, Holandsko, Litvu, Lotyšsko, Luxembursko, Maďarsko, Nemecko, Portugalsko, Slovensko a Švédsko.

- V hĺbkovej tematickej poznámke k **dynamike konkurencieschopnosti** sa bude posudzovať rozsah a vplyv premietnutia nákladov na energie do inflácie a vývoj miezd. Poznámka bude zameraná na Česko, Estónsko, Litvu, Lotyšsko, Maďarsko, Rumunsko a Slovensko.

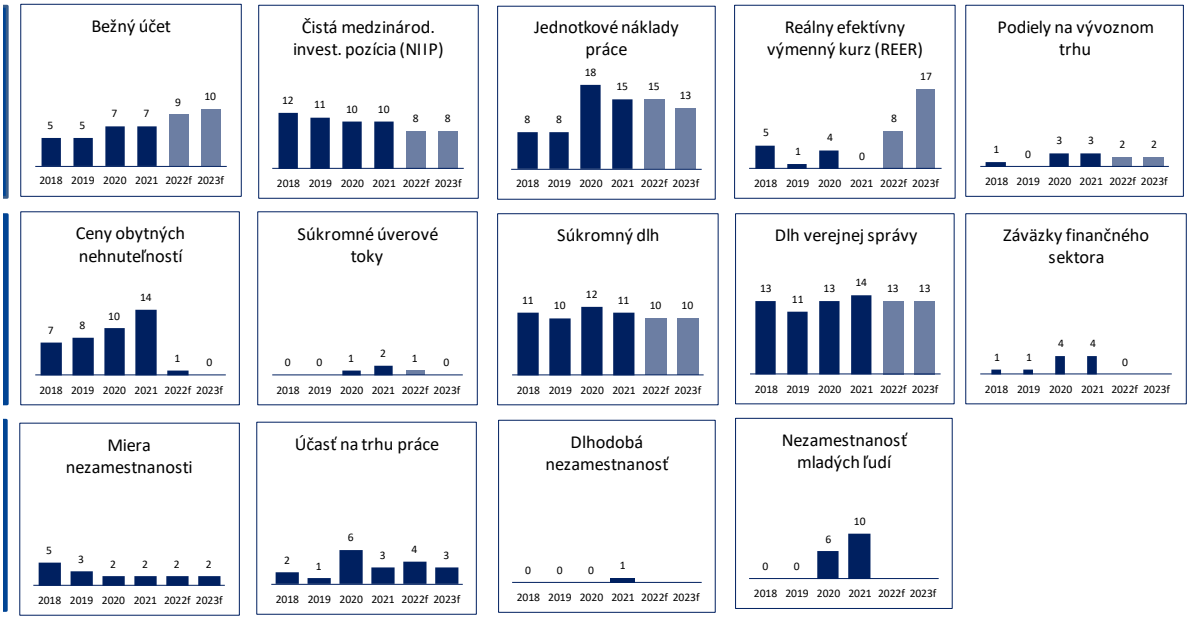
- Hĺbková tematická poznámka k **vonkajšej udržateľnosti a saldám** sa bude venovať zníženiu obchodných bilancií v rámci horizontálneho prístupu. Poznámka bude zameraná na Cyprus, Grécko, Nemecko, Maďarsko, Lotyšsko, Litvu, Holandsko, Portugalsko, Rumunsko a Slovensko.

Vychádzajúc z posúdenia v správe o mechanizme varovania sa hĺbkové preskúmania budú vzťahovať aj na ďalšie obavy a otázky týkajúce sa jednotlivých krajín. Bude to zahŕňať vplyv súčasného vývoja na nerovnováhy identifikované v hĺbkových preskúmaniach v roku 2022 (**Cyprus, Francúzsko, Grécko, Holandsko, Nemecko, Portugalsko, Rumunsko, Španielsko, Švédsko** a **Taliansko**).

V tejto správe o mechanizme varovania sa dospelo k záveru, že hĺbkové preskúmania sú opodstatnené pre tie členské štáty, ktoré majú nadmerné nerovnováhy alebo nerovnováhy. V prípade členských štátov, ktoré už boli identifikované ako štáty s nerovnováhami alebo nadmernými nerovnováhami sa v rámci hĺbkových preskúmaní v roku 2023 posúdi, či sa tieto nerovnováhy zhoršujú, sú v procese nápravy alebo sú napravené, a to s cieľom aktualizovať existujúce posúdenia a posúdiť možné zostávajúce politické potreby. Toto bude platiť pre **Cyprus, Francúzsko, Grécko, Holandsko, Nemecko, Portugalsko, Rumunsko, Španielsko, Švédsko** a **Taliansko**.

Okrem toho sa hĺbkové preskúmania vykonajú v prípade členských štátov s osobitnými rizikami novovznikajúcich nerovnováh. V hĺbkových preskúmaniach sa využijú poznámky k hĺbkovému tematickému posudzovaniu, ktoré budú tvoriť podklad pre analýzu. V správe o mechanizme varovania sa dospelo k záveru, že hĺbkové preskúmania sú opodstatnené aj pre **Česko, Estónsko, Litvu, Lotyšsko, Luxembursko, Maďarsko a Slovensko**, ktoré v predchádzajúcom cykle neboli podrobené hĺbkovým preskúmaniam, ale ktoré by prípadne mohli byť vystavené konkrétnym rizikám makroekonomických nerovnováh.

Graf 1: **Počet členských štátov, ktorých premenné hodnotiacej tabuľky prekračujú prahovú hodnotu**



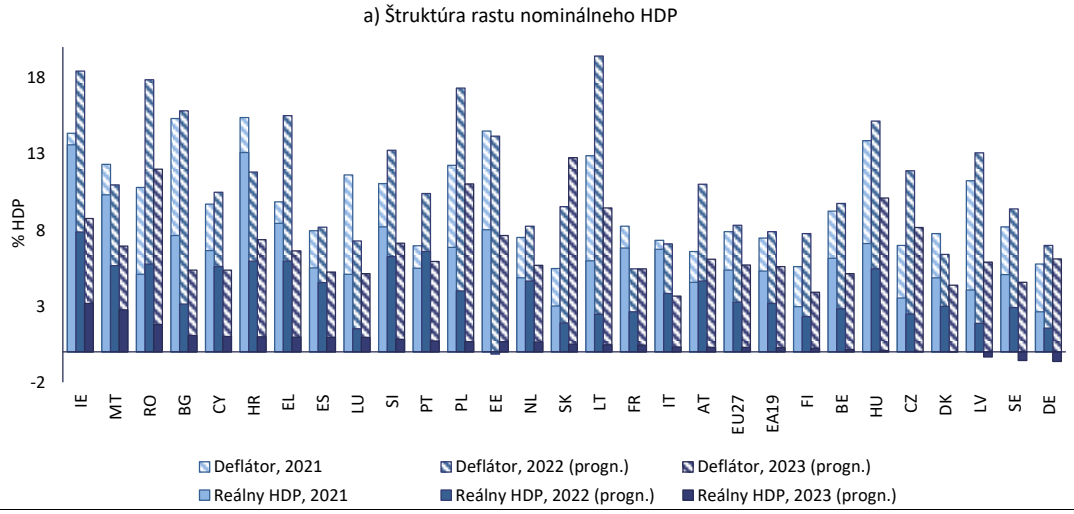
Počet členských štátov, ktorých premenné v rámci hodnotiacej tabuľky prekračujú príslušnú prahovú hodnotu v určitom roku, vychádza z hodnotiacej tabuľky uverejnenej spolu s príslušnou ročnou správou o mechanizme varovania. Rozdiely medzi počtom hodnôt nad prahovými hodnotami vypočítaným s použitím najnovších údajov pre premenné hodnotiacej tabuľky a počtom uvedeným v grafe môžu byť spôsobené možnými dodatočnými revíziami údajov. napríklad zvýšenie počtu členských štátov s hodnotami bežných účtov presahujúcimi prahové hodnoty, ktoré bolo zaznamenané na základe údajov z rokov 2019 a 2020 a ktoré je uvedené v grafe, je spôsobené najmä revíziou údajov. Prognózy záväzkov finančného sektora sa vykonávajú len na rok 2022; prognózy dlhodobej nezamestnanosti a nezamestnanosti mladých ľudí sa nevykonávajú.

Zdroj: Eurostat a výpočty útvarov Komisie (pozri prílohu 2).

1. MAKROEKONOMICKÝ KONTEXT

Po invázii Ruska na Ukrajinu sa hospodárstvo EÚ nachádza v bode zlomu, keď prechádza od obnovy z pandémie COVID-19 k spomaleniu rastu v dôsledku inflačných tlakov. Do začiatku roka 2022 takmer všetky hospodárstva EÚ vykompenzovali pokles HDP, ku ktorému došlo v dôsledku pandémie v roku 2020, a výrazne rástli. Po invázii Ruska na Ukrajinu vo februári 2022 sa vyhliadky pre hospodárstvo EÚ značne zmenili. Podľa prognóz Komisie z jesene 2022 má reálny rast v EÚ klesnúť z 5,4 % v roku 2021 na 3,3 % v roku 2022 a na 0,3 % v roku 2023, pričom prebiehajúce zhoršenie v priebehu roka bude maskované nepretržitým rastom produkcie v prvej polovici roka 2022 (graf 1.1). ([4]) Do septembra 2022 dosiahla inflácia v EÚ nový rekord vo výške 10,9 % na medziročnej báze v porovnaní s mierou inflácie pred pandémiou na úrovni menej ako 2 %. V samotnej eurozóne dosiahla inflácia v októbri historické maximum na úrovni 10,7 %. Očakáva sa, že krajiny EÚ, ktoré sa viac spoliehajú na plyn ako zdroj energie, budú viac zasiahnuté nedávnym otrasom (graf 1.2 b). Dôvera spotrebiteľov a výrobcov klesla v dôsledku vysokej neistoty. Podmienky financovania sa stali viditeľne náročnejšími, keďže menové orgány začali sprísňovať politiku s cieľom riešiť vysoké inflačné tlaky, ktoré podľa očakávaní zostanú v roku 2023 pomerne vysoké.

Graf 1.1: **Spomalenie HDP**



Zdroj: Eurostat a AMECO. Krajiny zoradené podľa prognózy rastu reálneho HDP na rok 2023.

Hnacou silou inflácie boli prudko stúpajúce ceny energií, ale celkové tlaky na ceny zintenzívnilo viacero iných faktorov. Rýchle celosvetové oživenie po prvej vlne pandémie viedlo k zvýšeniu dopytu po energiách a iných komoditách a ich cien. Toto bola prvá fáza nárastu inflácie v oblasti energií. ([5]) V EÚ sa to spájalo s tlakom na dopyt vyplývajúcim zo zadržiavanej spotreby a uvoľnenia vysokých úspor domácností nahromadených počas akútnej fázy pandémie, čo viedlo

([4]) Európska komisia (2022), Európska hospodárska prognóza, jeseň 2022, inštitucionálny dokument č. 187, november 2022. Od roku 2022 zodpovedajú ročné údaje prognózam Európskej komisie.

([5]) Pokiaľ ide o analýzu inflácie v eurozóne pred ruskou vojenskou agresiou voči Ukrajine, pozri Buelens, C., a Zdarek, V., (2022), *Euro area inflation shaped by two years of COVID-19 pandemic* (Inflácia v eurozóne formovaná dvomi rokmi pandémie COVID-19), štvrťročná správa o eurozóne, Generálne riaditeľstvo pre hospodárske a finančné záležitosti (GR ECFIN), Európska komisia, zv. 21(1), s. 7 – 20.

k rýchlemu rozšíreniu domáceho dopytu, keď sa zmiernili obmedzenia. ([6]) Fiškálny stimul naďalej podporoval dopyt v EÚ aj po akútnom období na začiatku pandémie. Tento tlak na dopyt sprevádzali skutočné problémy s dodávkami, ktoré zvyšovali tlak na ceny produktov priemyselnej výroby. Po invázii Ruska na Ukrajinu vo februári 2022 viedlo prerušenie dodávok ruského plynu do Európy k prudkému nárastu cien energií, čím sa ceny energií stali hlavnými faktormi inflácie podľa HICP (graf 1.2 a).

Vývoj príjmov domácností počas pandémie pripravil pôdu pre výrazné oživenie po zrušení obmedzení a podmienky na trhu práce sa v niektorých krajinách a odvetviach začali sprísňovať. Príjmy domácností v rokoch 2020 a 2021 chránil celý rad politických opatrení vrátane opatrení na podporu zamestnanosti. V dôsledku toho vo väčšine krajín EÚ rástol disponibilný príjem domácnosti v rokoch 2019 až 2021, hoci medzi krajinami boli značné rozdiely. Súčasne sa v mnohých krajinách počas pandémie nahromadili v domácnostiach čisté úspory, pričom svoju úlohu zohrali obmedzené možnosti na spotrebu. Vyššie zvýšenia disponibilného príjmu počas roka 2021 umožnili domácnostiam znášať rozsiahlejšie zvýšenia cien bez zníženia dopytu, čo zase umožnilo niektorým nefinančným korporáciám zachovať alebo dokonca zvýšiť zisky v tomto období. ([7]) Tento efekt pravdepodobne ustúpi, keďže sa predpokladá, že reálny hrubý disponibilný príjem v roku 2022 vo väčšine krajín klesne (pozri oddiel 2.4). Zatiaľ čo nezamestnanosť sa politickými opatreniami stabilizovala, celková stagnácia trhu práce sa počas roka 2020 prehĺbila. Odvtedy spolu s oživením dopytu a prudkým nárastom voľných pracovných miest v roku 2021 klesá. ([8]) K napätejším trhom práce v rôznych krajinách EÚ mohli prispieť aj dlhodobejší trend znižovania počtu obyvateľov v produktívnom veku v dôsledku starnutia a zmeny v migračných trendoch. Stagnácia trhu práce v druhom štvrťroku 2022 bola nízka vo viacerých krajinách EÚ, ktoré vykazovali vysokú jadrovú infláciu (graf 1.2 d).

Ceny energií sú napriek rozsiahlym politickým opatreniam na ich zvládnutie zdrojom veľkého hospodárskeho tlaku a neistoty. Nárast cien energií predstavuje otras v obchodných podmienkach, ktorý spôsobuje hospodárstvu EÚ náklady. Vlády v celej EÚ sa snažia obmedziť zaťaženie podnikov a domácností vysokými cenami energií tak, že toto zaťaženie prerozdeľujú, no celkový hospodársky dosah eliminovať nedokážu. Opatrenia sa medzi jednotlivými krajinami výrazne líšia, od zmrazenia cien a zníženia daní po systémy podpory príjmu, pričom sa uvažuje o ďalšej podpore. Týmito opatreniami sa nemôže v plnej miere kompenzovať celý vplyv nárastu cien energií na domácnosti a podniky, ktoré čelia oveľa vyšším nákladom, hoci medzi nimi existujú veľké rozdiely v závislosti od ich spotreby energie a vystavenia vyšším maloobchodným cenám. Samotná inflácia cien elektrickej energie sa v celej EÚ líši, a to nielen vzhľadom na vládne politiky, ale aj v dôsledku energetického mixu a zmluvných dojednaní jednotlivých krajín a súvisiaceho premietnutia veľkoobchodných cien elektrickej energie do maloobchodných cien. Predstavuje rozsiahlu zmenu nákladov a relatívnych cien, ktorá by mohla mať za následok významné a trvalé štrukturálne posuny v jednotlivých odvetviach a krajinách v závislosti od jej trvania a intenzity.

Vysoké inflačné tlaky sa rozšírili mimo oblasti energií, čo prinieslo riziko, že sa rozdiely v inflácii pevne zakorenia. Jadrová inflácia sa v roku 2022 značne zvýšila vo všetkých krajinách EÚ a eurozóny, pričom časť rozšírenia je výsledkom nepriameho účinku vyšších cien energií. Medzi krajinami sú v roku 2022 veľké rozdiely v jadrovej inflácii, ktorá je v krajinách EÚ v rozpätí od 2,8 % do 11,5 % a v rámci eurozóny od 2,8 % do 9,8 %. Rôznorodosť politickej reakcie na otras v cenách

([6]) Pozri aj Reis, R., (2022), *The Burst of High Inflation in 2021-22: How and Why Did We Get Here?* (Vypuknutie vysokej inflácie v období 2021 – 2022: ako a prečo sme sa sem dostali?), diskusný dokument Centra pre výskum hospodárskej politiky (CEPR) č. SP17514, kde sa nachádza rozprava o úlohe rýchlej obnovy pri zvyšovaní inflácie.

([7]) Pozri aj Česká národná banka (2022), Správa o menovej politike – leto 2022, rámček 1.

([8]) Podľa Eurostatu sa stagnácia trhu práce týka súčtu všetkých nesplnených požiadaviek na zamestnanie a zahŕňa štyri skupiny. 1. nezamestnané osoby v zmysle vymedzenia Medzinárodnej organizácie práce (MOP), 2. nevyužití zamestnanci na kratší pracovný čas (t. j. zamestnanci na kratší pracovný čas, ktorí chcú pracovať viac), 3. osoby, ktoré sú pripravené pracovať, ale prácu si nehľadajú, a 4. osoby, ktoré si prácu hľadajú, ale nie sú k dispozícii na prácu.

energií sa odzrkadľuje v rôznych mierach inflácie vrátane deflátorov obchodu a deflátora HDP. Hoci svoju úlohu zohráva premietnutie inflácie v oblasti energií, významné budú pravdepodobne aj iné faktory, napríklad problémy s dodávkami a zvyškový nahromadený dopyt. Druhotné účinky vyplývajúce zo zvýšenia mzdových nákladov zatiaľ nie sú viditeľné, ale v niektorých krajinách EÚ sa môžu rozvíjať. Ceny obytných nehnuteľností vzrástli na veľmi vysoké úrovne, čomu pomohli dlhodobé obmedzenia na strane ponuky, a ich nepretržité zvyšovanie by sa napriek rastúcim nákladom na financovanie mohlo stať ďalším faktorom, ktorý bude tlačiť na infláciu.

Problémy v dodávateľskom reťazci sa môžu zmierňovať, ale naďalej obmedzujú ponuku vo viacerých odvetviach. V roku 2022 stále pretrvávajú tlaky vyplývajúce z narušení dodávateľského reťazca, hoci v niektorých odvetviach sa tieto tlaky môžu zmierňovať. ([9]) Údaje indexov nákupných manažérov (PMI) za január/február 2022, ktoré sa týkajú dodacích lehôt dodávateľov, a dynamická faktorová analýza obsahujúca ďalšie ukazovatele (objem nevybavených prác, pomer objednávok k zásobám, ceny medziproduktov a prepravné náklady) svedčia o tom, že tlaky v dodávateľskom reťazci – hoci sú stále historicky vysoké – dosiahli v EÚ vrchol a začali sa zmierňovať. PMI za október 2022 naďalej naznačuje pokles dodacích lehôt a pokles dopytu, ktorý zmierňuje problémy s dodávkami. ([10]) Možné narušenia spojené s vojnou na Ukrajine by však mohli viesť k opätovnému zhoršeniu. Rastúce ceny energií spolu so širším geopolitickým napätím spôsobujú výrazné narušenia v kľúčových odvetviach, ako sú energeticky náročné priemyselné odvetvia, a obmedzujú ich prístup k dôležitým surovinám. V závislosti od účasti v dodávateľskom reťazci môže tento vývoj viesť aj k rôznym vývojom v oblasti jadrovej inflácie v celej EÚ.

Napriek rastúcim jednotkovým nákladom práce vo viacerých krajinách nominálne mzdy celkovo nestačia držať krok s infláciou, čo má za následok zníženie kúpnej sily. V roku 2022 sa očakáva rast odmien na zamestnanca v eurozóne na úrovni 4,2 % ([11]) a rast produktivity práce na úrovni 1,2 %, čo povedie k zvýšeniu jednotkových nákladov práce o 3 %. Vývoj jednotkových náklady práce sa však v jednotlivých krajinách líšil (graf 1.2 e). Neočakáva sa, že by nominálne mzdy držali krok s infláciou. Hoci to pomáha chrániť podniky pred ďalším zvyšovaním výrobných nákladov a zachováva zamestnanosť, pre domácnosti to znamená stratu ich kúpnej sily. Strata kúpnej sily ovplyvňuje dopyt a zvyšuje riziko bilančného stresu pre zraniteľné domácnosti.

Menová politika sa začala normalizovať, v dôsledku čoho sa zvýšili náklady na financovanie a podnietili korekcie cien aktív. Tento rok v júli ECB po svojom znížení objemu nákupu aktív vykonala ďalší krok na ceste k normalizácii svojej politiky, keď zvýšila tri kľúčové úrokové sadzby o 50 bázických bodov, čím signalizovala ďalšiu normalizáciu a schválila nástroj na ochranu transmisie (Transmission Protection Instrument – TPI). K ďalšiemu zvýšeniu úrokových sadzieb došlo v septembri a októbri. Vyššie náklady na financovanie bánk sa čiastočne premietli do vyšších bankových úverových sadzieb, najmä pre domácnosti, kým ceny aktív sa v niektorých prípadoch upravili smerom nadol. V eurozóne sa v druhom štvrťroku 2022 sprísnili úverové štandardy pre všetky kategórie úverov a v treťom štvrťroku sa naďalej sprísňovali v dôsledku obáv súvisiacich s rizikami, ktorým čelia dlžníci v neistom makroekonomickom prostredí. Výnosy zo štátnych dlhopisov v eurozóne boli kolísavé a v roku 2022 sa zreteľne zvýšili, hoci sa očakáva, že riziko veľkých nominálnych úrokových rozpätí medzi krajinami eurozóny sa zmierni zavedením nástroja na ochranu transmisie. Menové podmienky sa sprísnili aj v členských štátoch mimo eurozóny, keďže centrálne banky krajín EÚ mimo eurozóny sprísnili svoje zámery politiky v situácii vysokej inflácie, čo viedlo k zvýšeniu nákladov na financovanie verejnej správy a súkromného sektora.

([9]) https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202202_01~272e32f7f4.en.html

([10]) https://ihsmarkit.com/research-analysis/flash-pmi-data-to-highlight-recession-risks-and-varying-inflation-trends-at-start-of-fourth-quarter-October2022.html

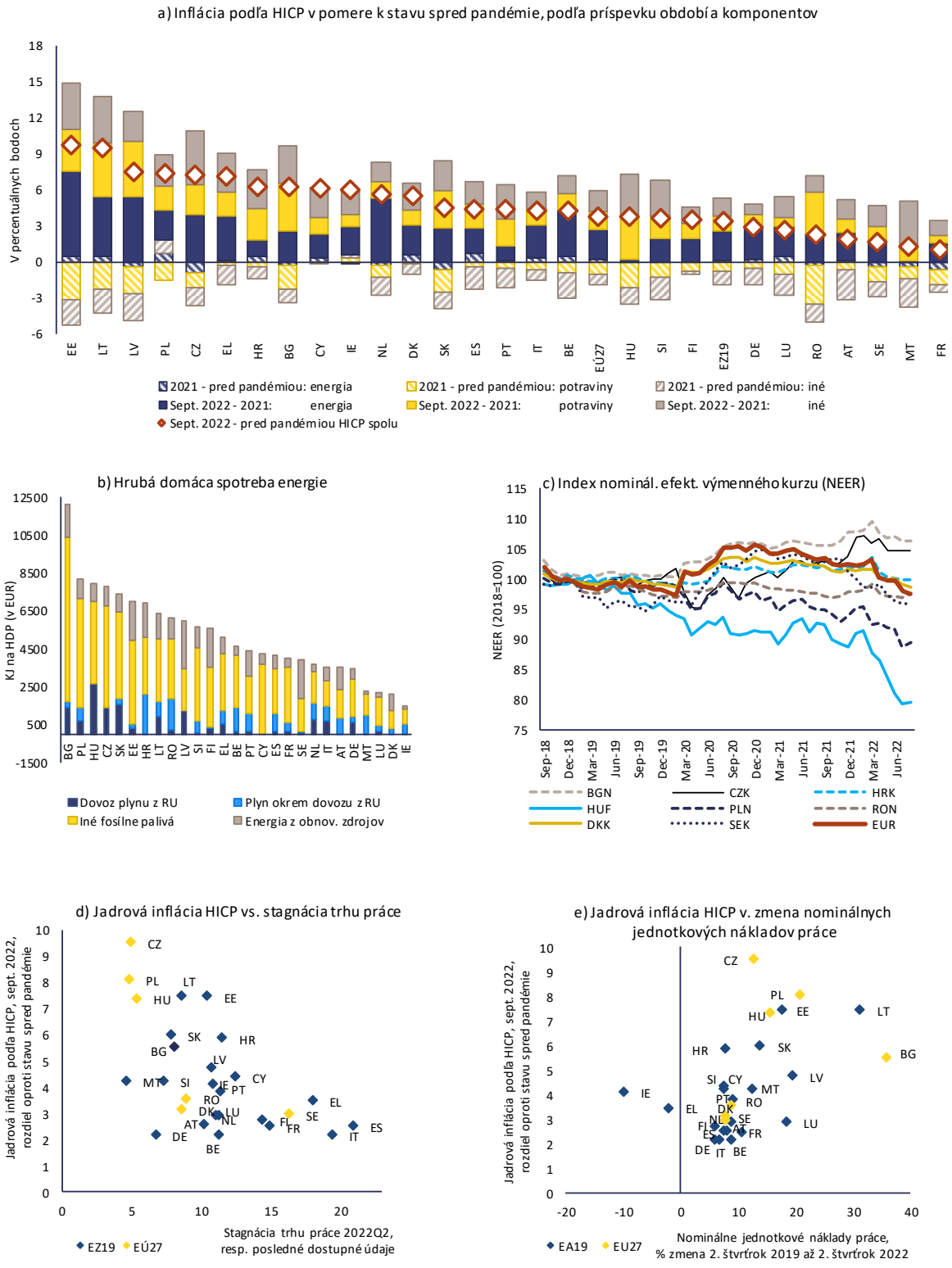
([11]) Pracovníci, ktorí sa vracajú do práce na základe programov na zachovanie pracovných miest a ktorí dostávali priame transfery namiesto mzdy, zvyšujú odhadované jednotkové náklady práce v dôsledku zmeny ich odmeňovania.

Nominálny efektívny výmenný kurz eura sa oslabil a zmeny v menách krajín EÚ mimo eurozóny sú zmiešané. V roku 2022 zaznamenalo euro značnú volatilitu voči doláru, ale tlaky smerovali k znehodnoteniu eura, keďže centrálna banka USA sprísnila menovú politiku rýchlejšie než ECB. Euro je vystavené aj geopolitickým a hospodárskym rizikám súvisiacim s vojnou na Ukrajine, ktoré sú špecifické pre EÚ, kým dolár ťaží z presunov k bezpečnejším aktívam, ako to obvykle robí v čase neistoty. Vzhľadom na rozdielne vystavenie členských štátov eurozóny obchodným a finančným tokom mimo EÚ predstavujú samotné pohyby eura asymetrické otrasy, ktoré môžu viesť k rôznym pohybom nominálnych efektívnych výmenných kurzov (NEER), čo je skutočnosť zdokumentovaná v literatúre. ([12]) Medzi menami krajín EÚ mimo eurozóny zaznamenala česká koruna významné zhodnotenie v dôsledku výrazného sprísňovania menovej politiky spojeného s intervenciou do výmenného kurzu (graf 1.2 c). V prípade poľského zlotého a najmä maďarského forintu napriek sprísňovaniu domácej menovej politiky pokračuje trend znehodnocovania. V marci 2022 sa meny oboch krajín výrazne znehodnotili v dôsledku zvýšenej neistoty po ruskej agresii voči Ukrajine a v dôsledku sprísnenia celosvetových finančných podmienok. Chorvátsko prijalo kroky na zabezpečenie pokračovania stabilizácie svojej meny vo vzťahu k euru, zatiaľ čo Dánsko si zachovalo svoje dlhodobé viazanie na euro a Bulharsko uplatňuje režim menovej rady fixovanej na euro. Po viac ako dvoch rokoch účasti kuny v mechanizme ERM II bez napätia má Chorvátsko vstúpiť do eurozóny v januári 2023. ([13]) Švédska koruna sa za posledný rok znehodnotila napriek prebiehajúcemu sprísňovaniu menovej politiky.

([12]) Pozri Honohan, P., a Lane, P. R., (2003), *Divergent inflation rates in EMU* (Rozdielne miery inflácie v HMÚ), Economic Policy, 18(37), s. 357 – 394; a Angeloni, I., a Ehrmann, M., (2007), *Euro area inflation differentials* (Inflačné diferenciály v eurozóne), The BE Journal of Macroeconomics, 7(1).

([13]) Prevodný kurz stanovený Radou je 7,53450 HKR/EUR. NARIADENIE RADY (EÚ) 2022/1208 z 12. júla 2022, ktorým sa mení nariadenie (ES) č. 2866/98, pokiaľ ide o prevodný kurz eura pre Chorvátsko.

Graf 1.2: **Makroekonomický kontext**



1. Inflácia spred pandémie zodpovedá priemernej ročnej miere zmeny indexu HICP v rokoch 2017 až 2019. Jadrová inflácia za september 2022 sa vypočíta ako priemer indexu HICP bez energií, potravín, alkoholu a tabaku za prvých deväť mesiacov roka 2022 v porovnaní s priemerom za rovnaké obdobie v roku 2021.

Zdroj: Eurostat a AMECO.

Rámček 1.1: Vývoj v oblasti zamestnanosti a sociálnej situácie

Pred ruskou vojenskou agresiou voči Ukrajine došlo v EÚ k výraznému oživeniu trhu práce. Silné hospodárske oživenie, ktoré nasledovalo po recesii spôsobenej pandémiou COVID-19, sprevádzalo intenzívne vytváranie pracovných miest a pokles nezamestnanosti (graf 1.3 a). Miera nezamestnanosti v EÚ (osôb vo veku 15 – 74 rokov) koncom roku 2021 dosiahla 6,4 % a v roku 2022 ďalej klesala, až v auguste a septembri dosiahla 6 %, čo sú najnižšie miery za viac ako dve desaťročia. Celkové podmienky na trhu práce sa do roku 2022 naďalej zlepšovali vďaka úplnému otvoreniu ekonomík, zlepšeniam epidemiologickej situácie, vplyvu nahromadeného dopytu a dobrej turistickej sezóny po uvoľnení mobility. Zamestnanosť vo výrobe aj napriek tomu naďalej stagnovala. V kontexte rýchleho nárastu dopytu dosiahol nedostatok pracovných síl nové maximálne hodnoty a hoci sa nedostatky objavili v rôznych odvetviach, ich nárast sa prejavil viac v službách než vo výrobe. Rast zamestnanosti bol takmer 1,5 %, pričom miera zamestnanosti v EÚ (osôb vo veku 20 – 64 rokov) dosiahla hodnotu 74,1 % v štvrtom štvrťroku 2021, hoci v priemyselnej výrobe zostala o dva percentuálne body (p. b.) pod úrovňou spred pandémie. Naproti tomu vytváranie pracovných miest bolo celkom stabilné v službách s menej intenzívnym kontaktom (ako je zdravotníctvo, verejná správa a IKT) a v stavebníctve (graf 1.3 b).

Očakáva sa, že trh práce sa spomalí vzhľadom na zhoršujúci sa hospodársky výhľad. V roku 2022 ostal trh práce odolný vďaka stále pozitívnemu vplyvu obnovy, ktorá nasledovala po opätovnom otvorení hospodárstva po obmedzeniach pohybu. Nárast cien energií napriek tomu predstavuje pre trh práce veľké riziko aj v budúcnosti. Hoci vyššie náklady na energiu výrazne pociťujú odvetvia, ktoré sú viac závislé od energie, vyššie náklady majú dominový efekt takmer na všetky odvetvia. Vplyv otrasu v cenách plynu na zamestnanosť sa v jednotlivých krajinách môže líšiť v závislosti od ich konkurencieschopnosti. Z ekonometrických odhadov vyplýva, že 10 % zvýšenie cien zemného plynu môže po dvoch rokoch znížiť produkciu o 0,6 %, pričom zamestnanosť by klesla o 0,3 % a reálne mzdy o 0,2 %. ([14]) Vplyv na zamestnanosť by sa mohol zmierniť znížením počtu odpracovaných hodín na zamestnanú osobu. Príspevok k zvýšeniu nezamestnanosti môže byť väčší v prípade služieb než v prípade priemyselnej výroby, keďže hromadenie pracovnej sily je bežnejšie v priemyselnej výrobe, zatiaľ čo zamestnanosť v prípade služieb je v rámci obchodného cyklu citlivejšia a má pomerne vyšší podiel dočasných pracovníkov. ([15])

- V porovnaní s ročným údajom za rok 2021 miera nezamestnanosti v druhom štvrťroku 2022 klesla vo všetkých krajinách, predovšetkým v Grécku (–2,5 p. b.), Španielsku (–2,3 p. b.), Írsku (–1,9 p. b.), Rakúsku (–1,8 p. b.) a Litve (–1,6 p. b.). Rozdiel medzi najvyššou mierou nezamestnanosti v Španielsku (12,5 %) a najnižšou v Česku (2,4 %) klesol na 10,1 p. b., čo je najnižší rozdiel od októbra 2008.

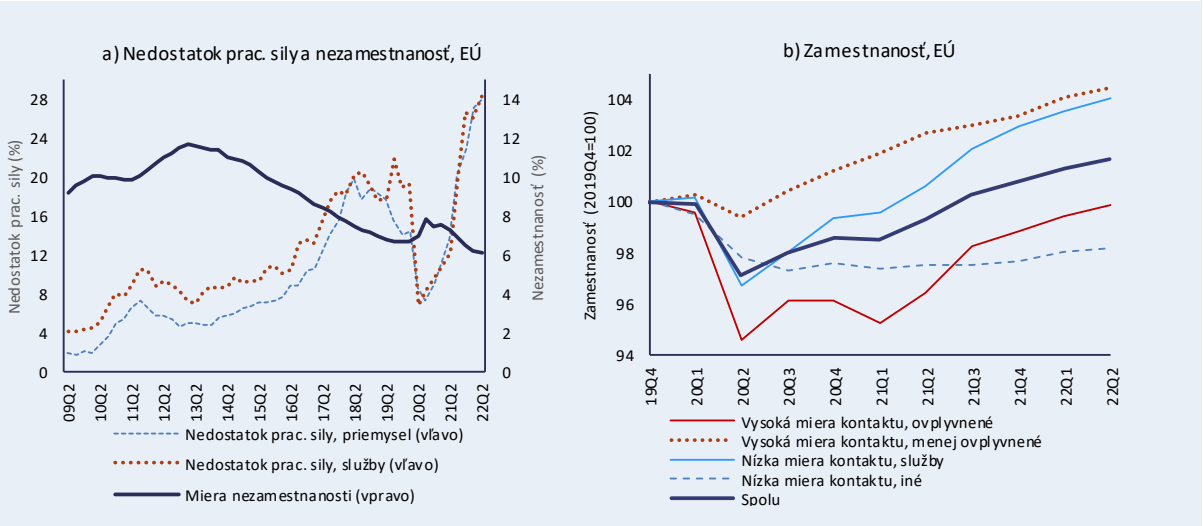
- V roku 2021 sa miery nezamestnanosti (osôb vo veku 20 – 64) v takmer všetkých členských štátoch rýchlo spamätali a prekročili svoje úrovne spred pandémie. V rokoch 2020 až 2021 bol najväčší nárast zaznamenaný v Grécku (4,3 p. b.), Írsku (2,8 p. b.), Poľsku (2,7 p. b.), Španielsku (2 p. b.) a Luxembursku (2 p. b.). Miera zamestnanosti klesla len v Lotyšsku (–1,6 p. b.). V prvom polroku 2022 sa miera zamestnanosti ďalej zvyšovala vo všetkých krajinách, hlavne v Írsku (v priemere +3,6 p. b. v prvom polroku 2022 v porovnaní s ročným údajom za rok 2021) a v Grécku (v priemere +3,8 p. b. v prvom polroku 2022 v porovnaní s ročným údajom za rok 2021).

- V druhom štvrťroku 2022 ostala zamestnanosť v priemyselnej výrobe do značnej miery pod úrovňami spred pandémie v niekoľkých členských štátoch vrátane Bulharska, Rumunska, Španielska, Poľska, Slovenska a Nemecka.

([14]) Podrobnejšia diskusia sa uvádza v správe Európskej komisie s názvom *2022 Labour and Wage Developments in Europe* (Vývoj na trhu práce a vývoj miezd v Európe v roku 2022) (pripravuje sa).

([15]) Počas recesie spôsobenej pandémiou COVID-19 došlo k poklesu celkového počtu hodín odpracovaných dočasnými pracovníkmi najmä z dôvodu straty pracovných miest, kým v prípade stálych pracovníkov tento pokles vyplýval z poklesu počtu hodín na pracovníka.

Graf 1.3: **Zamestnanosť, nezamestnanosť a nedostatok pracovnej sily**



Poznámky: 1. Postihnuté odvetvia s vysokou mierou kontaktu: veľkoobchod a maloobchod, doprava, ubytovanie, umenie, činnosti v domácnostiach. Menej postihnuté odvetvia s vysokou mierou kontaktu: stavebníctvo, verejná správa, zdravotníctvo, vzdelávanie. Služby s nízkou mierou kontaktu: informačné a komunikačné technológie, finančné služby, odborné činnosti, nehnuteľnosti. Iné odvetvia s nízkou mierou kontaktu: priemyselná výroba, baníctvo, vodohospodárstvo a poľnohospodárstvo.
Zdroj: útvary Európskej Komisie

2. NEROVNOVÁHY, RIZIKÁ A ÚPRAVY: NAJDÔLEŽITEJŠÍ VÝVOJ

2.1. VONKAJŠÍ SEKTOR

Bežné účty väčšiny členských štátov vykazovali v roku 2021 malé alebo mierne zmeny, ktoré často len čiastočne zvrátili zmeny z predchádzajúceho roka. K čiastočnému zlepšeniu bežných účtov v niektorých krajinách, ktoré sú veľkými čistými dlžníkmi, prispelo najmä obnovenie bilancií cestovných služieb. Napriek zlepšeniu ostali v roku 2021 bežné účty niektorých týchto krajín EÚ vo veľkom deficite a ich čisté medzinárodné investičné pozície boli stále výrazne záporné. Zároveň sa zvýšili niektoré veľké prebytky bežného účtu, ktoré sa po malom poklese v roku 2020 priblížili k svojim úrovniam z roku 2019. Celkovo vysoké prebytky bežného účtu niektorých krajín naďalej výrazne presahovali to, čo možno vysvetliť fundamentmi. ([16]) V niektorých ďalších krajinách došlo k malému zníženiu a v niekoľkých prípadoch sa saldá dostali značne pod úrovne zaznamenané v roku 2019 (graf 2.1.1 a).

Saldá bežného účtu v roku 2022 prudko klesajú, prevažne v dôsledku vysokých cien energií (graf 2.1.1 a) Dvomi najdôležitejšími hnacími silami stojacimi za zmenami na bežných účtoch v roku 2021 a k dnešnému dňu roka 2022 boli nižšia obchodná bilancia v oblasti energií ([17]) a v opačnom smere to bolo oživenie medzinárodného cestovania. Oživenie cestovného ruchu je najviac prospešné pre krajiny, ktoré sú čistými dlžníkmi, ale zostáva čiastočné; väčšina krajín so silnou závislosťou od vývozu cestovného ruchu stále vykazuje bilanciu cestovných služieb pod ich úrovňou spred pandémie, hoci údaje za hlavnú turistickú sezónu ešte len prídu za tretí štvrťrok 2022. Navyše zlepšenie bilancie cestovných služieb je často prekonané vplyvom vyšších cien energií, ktoré postihujú takmer všetky krajiny (grafy 2.1.3 d a e). Vo viacerých krajinách dochádza v roku 2022 aj k zjavnému zhoršeniu sáld obchodu netýkajúceho sa energií. V niektorých prípadoch je toto zhoršenie spôsobené odolným domácim dopytom. Celkovým efektom je výrazný pokles bežných účtov v roku 2022, pričom viaceré krajiny s prebytkami v predchádzajúcich rokoch sa dostali do deficitu. Z prognózy na rok 2023 vyplývajú určité mierne zvýšenia bežných účtov v mnohých, ale nie vo všetkých krajinách EÚ, ktoré sú však často zreteľne menšie než zhoršenia zaznamenané v roku 2022.

Silný rast nominálneho HDP v roku 2021 pomohol zmenšiť zápornú aj kladnú čistú medzinárodnú investičnú pozíciu. V roku 2021 silný účinok menovateľa vďaka zreteľnému oživeniu hospodárskeho rastu znížil, ale nie vždy úplne zrušil rozptyl v čistých medzinárodných investičných pozíciách, ktorý nastal v roku 2020 (graf 2.1.1 b a graf 2.1.3 a). Tento model pokračoval aj v roku 2022,

([16]) Bežné účty v súlade s fundamentmi („normy bežného účtu“) sú odvodené od regresií zníženej formy zachytávajúcich hlavné faktory rovnováhy medzi úsporami a investíciami vrátane základných faktorov, politických faktorov a globálnych finančných podmienok. Pozri L. Coutinho et al. (2018), *Methodologies for the assessment of current account benchmarks* (Metodiky na posudzovanie referenčných hodnôt bežného účtu), *European Economy*, diskusný dokument 86/2018, kde sa uvádza opis metodiky na výpočet bežného účtu založeného na fundamentoch použitej v tejto správe o mechanizme varovania. Táto metodika je podobná metodike uvedenej v dokumente S. Phillips et al. (2013), *The External Balance Assessment (EBA) Methodology* (Metodika na posudzovanie vonkajšieho salda), pracovný dokument MMF, 13/272.

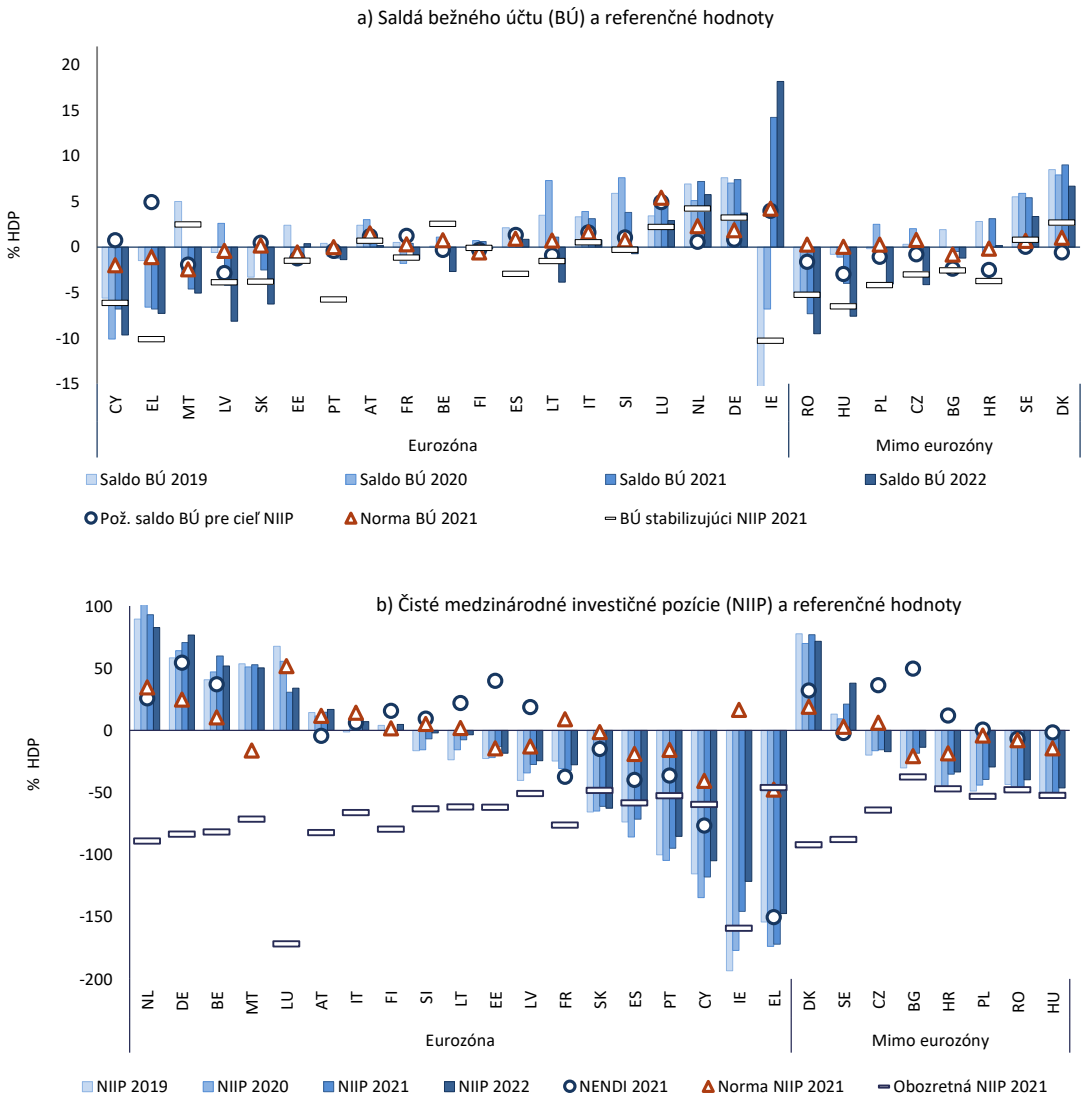
([17]) Energetická bilancia zodpovedá bilancii obchodu s tovarom uvedeným pod položkou „3 – Minerálne palivá, mazivá a príbuzné materiály“ v Štandardnej klasifikácii medzinárodného obchodu (SITC).

pričom pomer čistých medzinárodných investičných pozícií k HDP v krajinách, ktoré sú veľkými čistými dlžníkmi, často zaznamenal ďalšie výrazné zlepšenia, hoci väčšina z nich ostáva pod obozretnými úrovňami čistých medzinárodných investičných pozícií. ([18]) Pre väčšinu týchto krajín, ktoré sú čistými dlžníkmi, sú nedávne výsledky bežného účtu pod úrovňami umožňujúcimi rýchlu nápravu ich záporných stavov, ako ich zachytáva bežný účet potrebný na dosiahnutie osobitného cieľa čistej medzinárodnej investičnej pozície, aj keď v prípade Španielska a Portugalska len mierne (graf 2.1.1 a a b). Naopak, čisté medzinárodné investičné pozície niekoľkých krajín, ktoré sú čistými veriteľmi, ostali značne vyššie, než naznačujú ekonomické fundamenty.

Z odvetvového hľadiska čisté úverové pozície domácností v roku 2022 klesajú v dôsledku zníženej kúpnej sily. V roku 2021 sa čisté úverové pozície poskytnutých/prijatých pôžičiek vo väčšine členských štátov vyznačovali čistými pôžičkami vlád a kladnými čistými úvermi súkromného sektora, a to domácností aj podnikov (graf 2.1.3 b). V roku 2020 došlo k miernemu zvráteniu mimoriadnej fiškálnej podpory s cieľom zmierniť pandemickú krízu, čím sa vo všeobecnosti kompenzoval malý pokles čistých úverových pozícií súkromných sektorov. Očakáva sa, že v roku 2022 sa fiškálna podpora zachová, aj keď sa predpokladá, že väčšina členských štátov bude naďalej zaznamenávať ďalšie zlepšovanie čistých pozícií verejných správ (graf 2.1.3 c). Zároveň sa očakáva, že bude dominovať pokles čistých úverov domácností, čo vo väčšine prípadov prispeje k nižším celkovým čistým úverovým pozíciám poskytnutých/prijatých pôžičiek.

([18]) Referenčná hodnota bežného účtu stabilizujúceho čistú medzinárodnú investičnú pozíciu sa vymedzuje ako bežný účet potrebný na stabilizáciu čistej medzinárodnej investičnej pozície na súčasnej úrovni počas nasledujúcich desiatich rokov. Bežný účet potrebný na dosiahnutie osobitného cieľa čistej medzinárodnej investičnej pozície je bežný účet, ktorý je potrebný na dosiahnutie obozretnej prahovej hodnoty v priebehu nasledujúcich desiatich rokov, alebo na zníženie medzery voči čistej medzinárodnej investičnej pozícii na polovicu v súlade s fundamentami podľa toho, ktorá hodnota je vyššia. Obozretné prahové hodnoty čistej medzinárodnej investičnej pozície sa určujú na základe maximalizácie sily signálu pri predpovedaní krízy platobnej bilancie, pričom sa zohľadňujú informácie o jednotlivých krajinách zhrnuté v príjme na obyvateľa. Čistá medzinárodná investičná pozícia v súlade s fundamentmi (normy čistých medzinárodných investičných pozícií) sa získava kumuláciou hodnôt noriem bežného účtu v priebehu času. Informácie o metodike výpočtu obozretných prahových a základných referenčných hodnôt čistej medzinárodnej investičnej pozície možno nájsť v tomto dokumente: A. Turrini a S. Zeugner (2019), Benchmarks for Net International Investment Positions (Referenčné hodnoty čistých medzinárodných investičných pozícií), European Economy, diskusný dokument č. 097/2019.

Graf 2.1.1: **Saldá bežného účtu a čisté medzinárodné investičné pozície**



Krajiny sú zoradené vo vzostupnom poradí podľa salda bežného účtu v roku 2021 a v zostupnom poradí podľa pomeru čistých medzinárodných investičných pozícií k HDP v roku 2021. BÚ znamená bežný účet. NENDI je čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania. Normy bežného účtu: pozri poznámku pod čiarou č. 16. Pokiaľ ide o pojmy norma čistej medzinárodnej investičnej pozície, obozretná prahová hodnota čistej medzinárodnej investičnej pozície, referenčná hodnota bežného účtu stabilizujúceho čistú medzinárodnú investičnú pozíciu a požadovaný BÚ na dosiahnutie konkrétneho cieľa čistej medzinárodnej investičnej pozície: pozri poznámku pod čiarou č. 18.
Zdroj: Eurostat a výpočty útvarov Komisie.

Celosvetové sprísňovanie menovej politiky v situácii vysokej inflácie, ako aj zvýšených geopolitických rizík by mohlo ovplyvniť podmienky vonkajšieho financovania niektorých členských štátov mimo eurozóny. Ako sa uvádza v oddiele 1, pandémia aj nedávno zvýšená neistota v dôsledku ruskej agresie voči Ukrajine viedli k zmenám výmenných kurzov mien mimo eurozóny, pričom poľský zlotý a maďarský forint sa znehodnotili. Ak by sa objavili riziká vonkajšieho (re)financovania, menej ohrozené by boli krajiny so značnými objemami devízových rezerv, ako aj krajiny, ktoré zaznamenávajú solídne prebytky vo vonkajších tokoch. V tejto súvislosti zohrávajú úlohu potreby vonkajšieho financovania vrátane týchto potrieb sektora verejnej správy (pozri oddiel 2.6 o sektore verejnej správy).

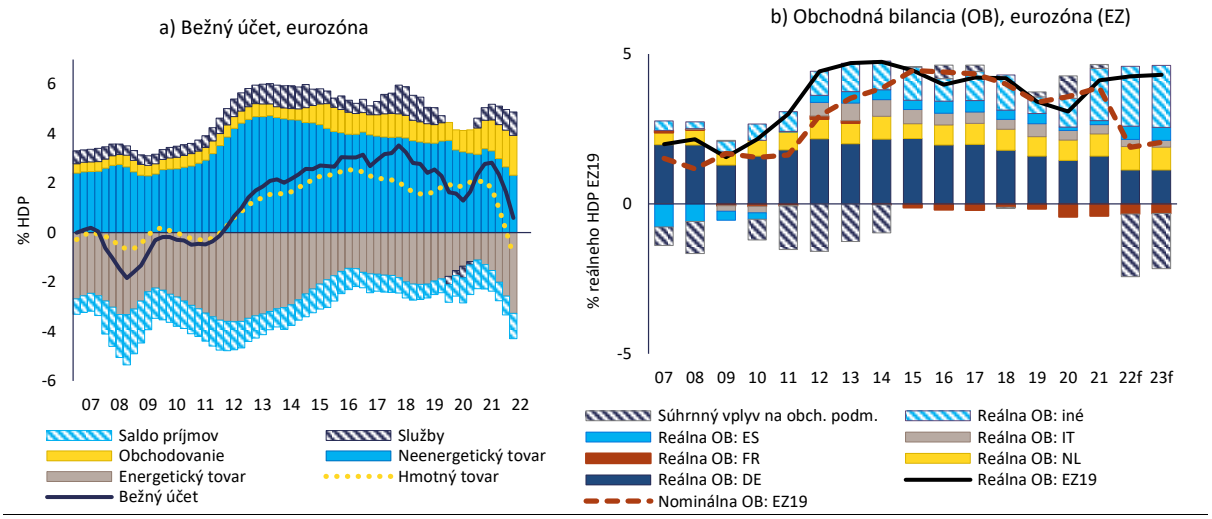
Prebytok bežného účtu eurozóny v roku 2022 prudko klesá. Náklady na energie sú kľúčovým faktorom silného tohoročného zníženia bežného účtu eurozóny (graf 2.1.2 a). Od roku 2021 viedli celosvetové problémy s dodávkami k zreteľnému nárastu dovozných cien tovaru nad rámec

komodít. Toto sa odzrkadľuje v obchodnej bilancii eurozóny voči Číne, ktorá klesla o viac než jeden percentuálny bod HDP v porovnaní s rokom 2019. Vysoký dovoz zásob a vysoké dovozné ceny z Číny vysvetľujú časť výrazného poklesu obchodného prebytku najmä Nemecka. Okrem toho celosvetový dopyt po európskom vývoze klesá, keďže spomalenie v Číne a sprísnenie menovej politiky v USA majú dôsledky na dopyt nielen u týchto dvoch obchodných partnerov, ale aj vo väčšine rozvíjajúcich sa trhov. Ako sa uvádza v oddiele 1, euro výrazne oslabilo, najmä voči americkému doláru. To zaťažuje obchodnú bilanciu eurozóny, keďže podiel dovozu denominovaného v dolároch – najmä energetického tovaru – do veľkej miery presahuje vývoz denominovaný v dolároch. Príjem zo zahraničných aktív denominovaných v dolároch, ako aj obchodovanie a výnosy z celosvetového obchodu s komoditami však trochu zmiernili celkový vplyv otrasu v obchodných podmienkach na vonkajšie saldo.

Pokles obchodnej bilancie eurozóny v roku 2022 bol spôsobený otrasom v obchodných podmienkach, pričom reálny dopyt ostal silný. Otras v obchodných podmienkach, ktorý prebieha v roku 2022 v dôsledku oveľa vyšších dovozných cien energií a slabšieho eura, spôsobil pokles nominálnej obchodnej bilancie eurozóny – a v širšom poňatí aj bežného účtu (graf 2.1.2 b). Pri meraní v reálnom vyjadrení, t. j. pri konštantných cenách, sa predpokladá, že obchodná bilancia sa v roku 2022 do istej miery posilní, keďže reálny súhrnný dopyt by mal rásť trochu menej ako HDP. Rast reálneho dopytu v roku 2022 podľa prognóz prekoná rast produkcie v krajinách, ktoré sú veľkými čistými veriteľmi, a znížil ich príspevok k prebytku bežného účtu eurozóny (graf 2.1.2 b). Predpokladá sa, že tento stav bude pretrvávať aj v roku 2023. Viacero krajín, ktoré sú čistými dlžníkmi, zlepšilo svoju reálnu obchodnú bilanciu tak, že dopyt nedržal krok s oživením rastu HDP. Je to súčet menších krajín, ktoré sú hnacou silou stability reálnej obchodnej bilancie v roku 2022 a ktoré konajú proti poklesu reálnej bilancie Nemecka, najväčšieho prispievateľa do eurozóny.

V prognóze na rok 2023 sa predpokladá celková stabilita obchodnej bilancie eurozóny vrátane jej zloženia, podlieha však veľkej neistote. Nedostatky v dodávateľskom reťazci a dovozné ceny sa v roku 2023 pravdepodobne trochu zmiernia, mali by však aj naďalej negatívne vplývať na obchodnú bilanciu eurozóny. Spomaľujúci sa celosvetový dopyt utlmí perspektívy vývozu, ale môže priniesť určitú úľavu pre ceny komodít. V dôsledku toho sa predpokladá, že vplyv obchodných podmienok sa trochu zníži, čím sa zabezpečí nepatrné zlepšenie celkovej obchodnej bilancie eurozóny. Naproti tomu rast domáceho dopytu je naďalej kľúčovým faktorom dynamiky vonkajšieho salda eurozóny v roku 2023. Pokiaľ ide o jeho zloženie, predpokladá sa, že bude pretrvávať opätovná úprava odchyľujúca sa od príspevku krajín, ktoré sú veľkými čistými veriteľmi.

Graf 2.1.2: **Bežný účet a obchodná bilancia eurozóny**



„Fyzický tovar" je bilancia obchodu SITC spolu; „energetický tovar" zodpovedá bilancii obchodu v kategórii SITC3, kým „neenergetický tovar" je rozdiel medzi nimi. „Obchodovanie" je rozdiel medzi bilanciou obchodu s tovarom z platobnej bilancie a „fyzickým tovarom".
Zdroj: útvary Európskej Komisie

Krajiny so saldom bežného účtu (3-ročný priemer) v % HDP nad 6 % alebo pod -4 % v roku 2021 označené modrou																									
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Krajiny s NIIP (% HDP) pod -35 % v roku 2021 označené modrou																									
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Na úrovni krajín treba zdôrazniť tento vývoj:

- V roku 2021 boli saldá bežných účtov štyroch členských štátov na základe trojročných priemerov pod spodnou prahovou hodnotou hodnotiacej tabuľky vo výške –4 % HDP: Cyprus, Grécko, Írsko a Rumunsko. Zároveň mali tri členské štáty priemery nad hornou prahovou hodnotou vo výške 6 % HDP: Dánsko, Nemecko a Holandsko. Pokiaľ ide o hodnoty čistej medzinárodnej investičnej pozície, v prípade desiatich členských štátov boli pod prahovou hodnotou hodnotiacej tabuľky vo výške –35 % HDP: Cyprus, Grécko, Chorvátsko, Írsko, Maďarsko, Poľsko, Portugalsko, Rumunsko, Slovensko a Španielsko.

- Bežné účty niektorých krajín, ktoré sú veľkými čistými dlžníkmi, ako je Cyprus a najmä Grécko, ostali vo výrazných deficitoch, i keď Cyprus zaznamenal mierne zlepšenie. Zatiaľ čo malý prebytok Španielska sa trochu zvýšil, mierny deficit Portugalska sa v roku 2021 do veľkej miery nezmenil. V týchto krajinách okrem Španielska ostávajú bežné účty pod úrovňami, ktoré naznačujú ekonomické fundamenty, aj keď s rôznymi rozpätiami. V prvých dvoch štvrťrokoch 2022 ďalšie rozsiahle oživenie medzinárodného cestovania spojené s rastúcimi cenami v tomto odvetví poskytuje ich prebytkom v bilancii cestovných služieb silnú podporu, najmä v prípade Portugalska a o niečo v menšej miere aj v prípade Cypru, Grécka a Španielska, pričom hlavná turistická sezóna ešte len príde v treťom štvrťroku tohto roka. Až na Španielsko sa však v týchto krajinách očakáva zhoršenie ich hodnoty bežných účtov za celý tento rok, čo predovšetkým odzrkadľuje horšie energetické bilancie. Ich zreteľne záporné čisté medzinárodné investičné pozície sa zlepšovali hlavne vďaka silnému nominálnemu hospodárskemu rastu, ale v prípade Grécka bolo toto zlepšenie trochu oslabené negatívnymi účinkami oceňovania.

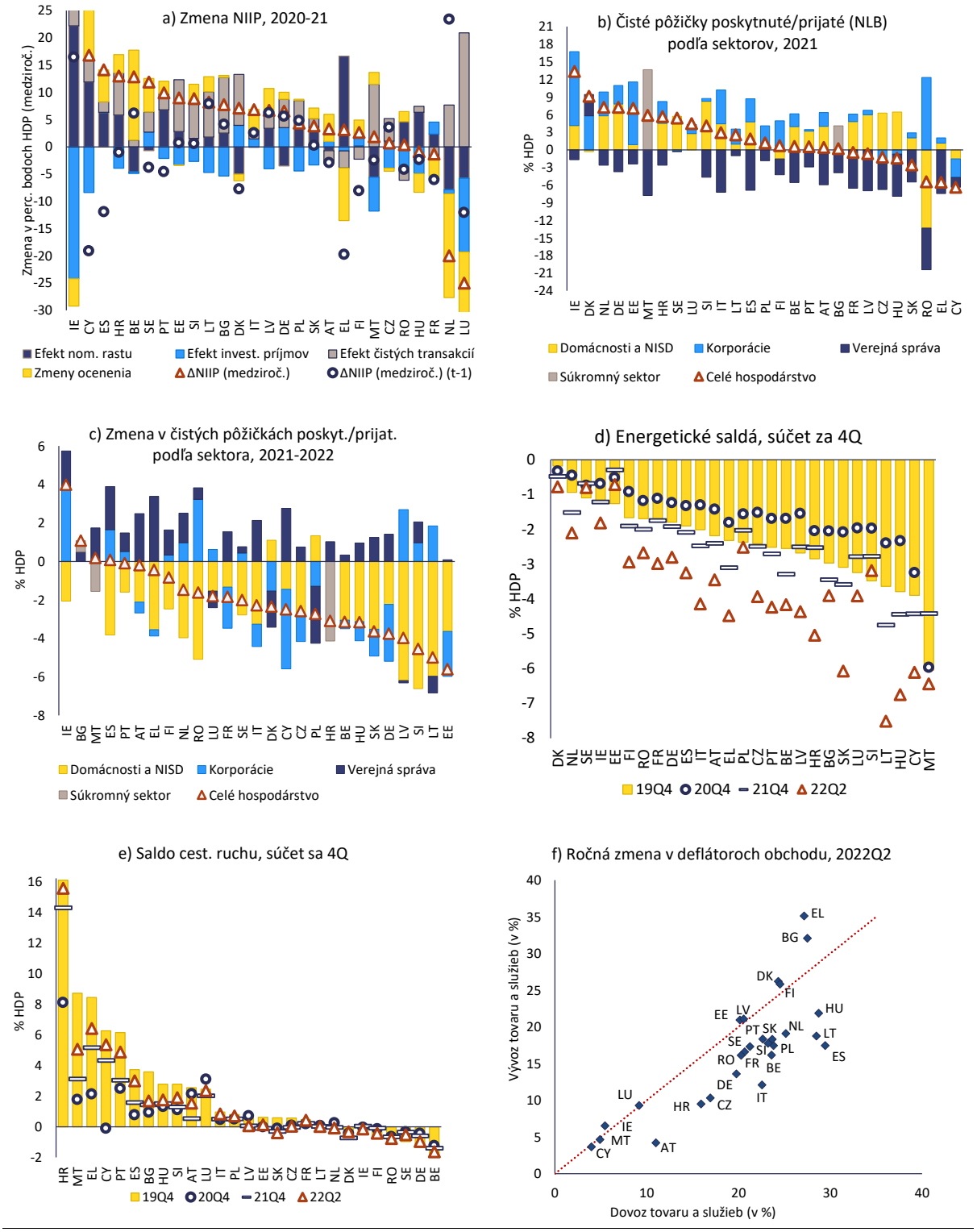
- Deficity bežného účtu sú veľmi vysoké a v prípade Maďarska a Rumunska sú za posledné roky na svojich najvyšších úrovniach. Bežný účet Rumunska sa zhoršil z už aj tak vysokého deficitu

a v roku 2022 sa naďalej zhoršuje bez toho, aby sa očakávalo výrazné zlepšenie v nasledujúcom roku. Zreteľné zhoršenie zaznamenáva aj Maďarsko, pričom sa očakáva len mierne zlepšenie v roku 2023, čo je náznakom jedného z najprudších zhoršení jeho energetickej bilancie. Znehodnotenie maďarského forintu zvyšuje obavy o vývoj jeho vonkajšieho sektora. V oboch krajinách sú čisté medzinárodné investičné pozície zreteľne záporné, ale ich značnú časť predstavujú prichádzajúce priame zahraničné investície. Tým sa ich čisté medzinárodné investičné pozície bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (NENDI), stávajú priaznivejšími

- V Lotyšsku, na Malte a na Slovensku boli bežné účty v roku 2021 v nezanedbateľnom deficite. V mnohých prípadoch sa výrazné zhoršenia predpokladajú aj na roky 2022 a 2023. Predpokladá sa, že v Česku, Bulharsku a Poľsku sa mierne deficity bežného účtu z roku 2021 zvýšia. Znehodnotením zlotého sa zvyšujú obavy o vývoj vonkajšieho sektora v Poľsku. V prípade Belgicka a Litvy sa predpokladá, že v roku 2022 sa dostanú do výrazného deficitu. Slovensko a Litva zaznamenali najväčšie zhoršenia obchodných bilancií v dôsledku zhoršených energetických bilancií. Očakáva sa, že deficit Slovenska sa bude ďalej zvyšovať a presiahne svoju úroveň spred pandémie. V prípade Poľska a Slovenska, ktoré majú výrazne záporné čisté medzinárodné investičné pozície, ako aj v prípade ostatných členských štátov strednej a východnej Európy predstavujú prichádzajúce priame zahraničné investície značnú časť ich zahraničných záväzkov. V dôsledku toho sú ich čisté medzinárodné investičné pozície bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania, priaznivejšie.

- Veľké prebytky Dánska, Holandska, Nemecka a Švédska ostávajú nad ich normami bežného účtu. Hoci sa v týchto krajinách – až na Švédsko – prebytky bežného účtu v roku 2021 zvýšili, očakáva sa, že v roku 2022 zaznamenajú výrazný pokles. Výrazne klesali najmä bežné účty Holandska, Nemecka a Švédska, pričom presahujú zhoršenie energetickej bilancie. Prebytok Dánska sa v prvej polovici roka zvyšoval, ale celkovo sa na rok 2022 predpokladá pokles. Čisté medzinárodné investičné pozície Holandska, Dánska, Nemecka a Belgicka sú výrazne vyššie ako úrovne, ktoré naznačujú ekonomické fundamenty.

Graf 2.1.3: **Vonkajší sektor: vybrané grafy**



Zdroj: útvary Európskej Komisie

2.2. KONKURENCIESCHOPNOSŤ

Jednotkové náklady práce rástli v rokoch 2020 a 2021 rýchlejšie ako v období pred pandémiou a miera ich rastu sa v roku 2022 zrýchľuje. V roku 2020 bol vo väčšine členských štátov zaznamenaný výrazný nárast jednotkových nákladov práce, ktorý bol spôsobený mechanickým poklesom meranej produktivity, keďže programy na zachovanie pracovných miest zmiernili pokles nezamestnanosti napriek zreteľne nižšej produkcii. Tento trend sa v roku 2021 čiastočne zvrátil, keďže oživenie produktivity viedlo buď k poklesom jednotkových nákladov práce, alebo k viditeľnému spomaleniu ich rastu takmer v celej EÚ (graf 2.2.1 a). Predpokladá sa, že jednotkové náklady práce budú v tomto a budúcom roku rásť, v niektorých prípadoch výrazne (graf 2.2.1 b). Očakáva sa, že zvýšenie jednotkových nákladov práce bude spôsobené výrazným rastom nominálnej odmeny na zamestnanca, ktorá by mala značne presahovať reálny rast produktivity práce takmer vo všetkých krajinách EÚ (graf 2.2.3 a a b), často v kontexte nízkej a klesajúcej nezamestnanosti. V niektorých prípadoch môžu byť tieto účinky pokračovaním trendov, ktoré vedú k obavám týkajúcim sa potenciálnych tlakov spojených s prehrievaním spred krízy spôsobenej pandémiou COVID-19. Keďže sa hospodárska dynamika spomaľuje, rast produktivity bude nižší a zmierni jednotkové náklady práce menej ako nedávno.

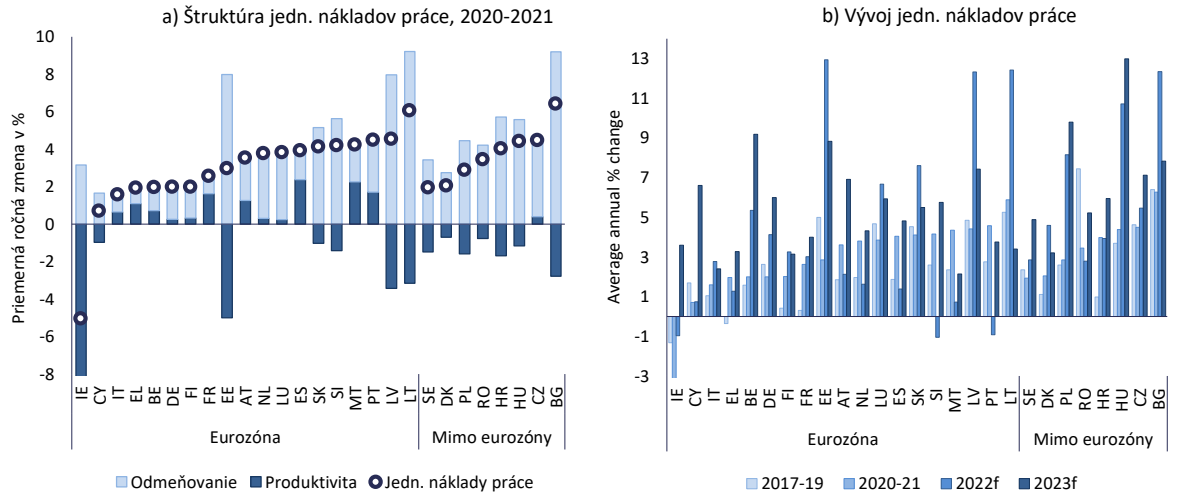
Dynamika reálneho výmenného kurzu zatiaľ nebola celkovo výrazná, hoci existujú rozdiely, najmä mimo eurozóny. Zmeny reálnych efektívnych výmenných kurzov (REER) založených na HICP ostali v roku 2021 obmedzené, i keď malé znehodnotenia boli pozorované vo väčšom počte krajín než v roku 2020. Obmedzený rozsah mali aj zmeny REER založeného na HICP a na deflátore HDP počas troch rokov až do roku 2021 (graf 2.2.3 c). V roku 2022 sa nominálny efektívny výmenný kurz (NEER) doteraz znehodnotil takmer vo všetkých členských štátoch eurozóny, čo odzrkadľovalo znehodnotenie eura, kým zmeny REER založeného na HICP ostali mierne s výnimkou niekoľkých prípadov, v ktorých bola inflácia buď oveľa vyššia než inde, alebo v ktorých bolo znehodnotenie NEER prudšie (graf 2.2.3 e). V niektorých členských štátoch mimo eurozóny boli zmeny REER v rámci roka výraznejšie. REER založený na deflátore HDP nevykazuje vo väčšine členských štátov silné známky zhoršenia cenovej konkurencieschopnosti, hoci medzi jednotlivými krajinami existujú výrazné rozdiely (graf 2.2.3 d). V budúcnosti sa v oblasti REER v rámci eurozóny môžu objaviť problémy v dôsledku rozdielnych mier inflácie a rozdielov v expozíciách voči zmenám nominálneho výmenného kurzu eura v rôznych krajinách eurozóny. V krajinách mimo eurozóny sa očakáva väčšia rôznorodosť, ktorá čiastočne odzrkadľuje odlišnú dynamiku nominálneho výmenného kurzu.

Vysoké a rozdielne miery inflácie ohrozujú konkurencieschopnosť vtedy, ak sa pevne zakorenia, pričom osobitné riziká existujú v rámci eurozóny. Ako sa uvádza v oddiele 1, miery inflácie sú nielen vysoké, ale aj veľmi rozdielne, a to aj v rámci eurozóny. Celkovo tieto rozdiely pramenia z rozličnej energetickej náročnosti jednotlivých hospodárstiev a sú ovplyvnené rozsahom a zložením vládnych opatrení. Napriek skutočnosti, že infláciu do veľkej miery spôsobuje zvýšenie cien energií, pri ktorej sa očakáva pokles, rozdielne miery inflácie prinášajú riziko pre konkurencieschopnosť z dvoch uhlov pohľadu. Po prvé, ceny energií sa nemusia vrátiť na svoje predchádzajúce úrovne, ale môžu sa stabilizovať na vyšších úrovniach. Znamenalo by to značné náklady pre konkrétne odvetvia, ako sú energeticky náročné priemyselné odvetvia. Pokiaľ sa tieto náklady stanú trvalými, krajiny s vyššou infláciou v dôsledku priameho vplyvu nákladov na energie by mali trvalo vyššie úrovne cien. Toto relatívne zvýšenie by mohlo mať negatívny vplyv na ich konkurencieschopnosť a môže viesť k riziku premiestnenia, čo v konečnom dôsledku spôsobí pokles podielov na vývoze a potenciálny rast v exponovanejších krajinách. Časom si to môže vyžadovať zmenu ich obchodného modelu a mohlo by to zahŕňať nákladné štrukturálne zmeny. Po druhé, rozdiely v inflácii môžu viesť k zvyšovaniu cien aj nad

rámec cien energií. Rozdiely medzi krajinami sa týkajú nielen celkovej miery inflácie, ale sú čoraz výraznejšie aj v jadrovej inflácii. V rámčeku 2.2.1 sa rozoberá riziko, že sa tieto rozdiely môžu pevne zakoreniť a priniesť ďalšie zvyšovanie, a to aj v oblasti miezd. Takéto zväčšujúce sa rozdiely môžu viesť k reálnemu zhodnoteniu, ktorým sa zníži konkurencieschopnosť. Výsledné relatívne zmeny konkurencieschopnosti by mohli spôsobiť obnovenie rovnováhy v eurozóne, ak krajiny s existujúcimi nedostatkami v konkurencieschopnosti na tom v porovnaní s rovnocennými krajinami získajú. V súčasnosti však najvýraznejšie rozdiely v inflácii celkovo neovplyvňujú veľkých čistých veriteľov ani čistých dlžníkov. Okrem toho by rôznorodé inflačné očakávania mohli v niektorých prípadoch viesť k zintenzívneniu slabých miest v rámci eurozóny, ak by príliš nízke očakávané reálne úrokové sadzby v niektorých krajinách mali za následok nadmernú akumuláciu dlhu. Mimo eurozóny predstavuje znehodnotenie meny ďalšie riziká, napríklad z hľadiska nákladov na zahraničné pôžičky a na dlhovú službu.

Súčasný kontext, v ktorom inflačné rozdiely rastú, je iný ako v období pred celosvetovou finančnou krízou, ale stále môže znamenať riziká makroekonomickej nerovnováhy. V období pred finančnou krízou mala vysoká inflácia v niektorých krajinách eurozóny za následok cyklus, v ktorom nízke reálne úrokové sadzby prispeli k nadmernému dopytu a akumulácii dlhu, čím sa podporilo zhodnocovanie reálneho výmenného kurzu. Tentokrát je však zaznamenaný otras skôr prevažne reštriktívnym otrasom vyvolávajúcim tlak na náklady na energie než expanzívnym otrasom. Kým vysoká inflácia v najviac postihnutých krajinách môže tentoraz pôsobiť na zachovanie nízkych reálnych úrokových sadzieb a zabezpečiť určité zmiernenie nepriaznivejšieho vplyvu na dopyt v blízkom horizonte v dôsledku vyšších účtov za energie, vznik zakoreneného zvyšovania cien alebo miezd by mohol skomplikovať úsilie o zníženie inflácie, čo by viedlo k strate konkurencieschopnosti, čo by mohlo stlmiť hospodársky rast v budúcnosti.

Graf 2.2.1: **Jednotkové náklady práce**



1. Krajiny sú uvedené vo vzostupnom poradí podľa jednotkových nákladov práce v rokoch 2020 – 2021.
Zdroj: AMECO; údaje za roky 2022 a 2023 pochádzajú z hospodárskej prognózy Európskej komisie z jesene 2022. Údaje sa týkajú počtu zamestnancov a zamestnaných osôb.

Vo vývoji podielu na vývoznom trhu v roku 2021 sa odzrkadľuje čiastočné zvrátenie účinkov krízy spôsobenej pandémiou COVID-19, ale v bezprostrednej budúcnosti bude tento podiel pravdepodobne klesať v dôsledku vyšších nákladov na energie a spomalenia obchodu. Dôsledkom pandémie bolo zníženie podielov na vývoznom trhu hospodárstiev s dôležitými odvetviami medzinárodného cestovného ruchu, z ktorých viaceré majú negatívnejšie zahraničné pozície, a zvýšenie podielov na vývoznom trhu pre viacero krajín, ktoré sú čistými veriteľmi, v porovnaní s ich úrovňami pred krízou. Predpokladá sa, že podiely na vývoze v roku 2023 vo väčšine krajín EÚ klesnú, čo bude negatívne ovplyvnené najmä vysokým zvýšením nákladov na energie v Európe, pričom úlohu zohrajú aj niektoré narušenia dodávateľského reťazca. Silnejší

účinok sa predpokladá v prípade niektorých krajín, ktoré sú čistými veriteľmi a ktoré majú významné odvetia priemyselnej výroby.

Zmeny v konkurencieschopnosti opäť raz všeobecne prispeli k symetrickejšiemu obnovovaniu rovnováhy vonkajších pozícií v rámci eurozóny. (Graf 2.2.3 f.) Vývoj jednotkových nákladov práce je o niečo miernejší v krajinách, ktoré sú čistými dlžníkmi, než v krajinách, ktoré sú čistými veriteľmi. Vývoj inflácie, a najmä jadrovej inflácie, bol však buď v zásade podobný, alebo niekedy obmedzenejší v krajinách, ktoré sú čistými veriteľmi, čo by mohlo v budúcnosti zmierniť obnovovanie rovnováhy, pokiaľ sa vývoj miezd nebude ďalej odlišovať vzhľadom na rozdiely v stagnácii trhu práce. Hoci krajiny, ktoré sú čistými veriteľmi, majú vo všeobecnosti tendenciu viac získať zo znehodnotenia eura vzhľadom na svoj vyšší podiel na obchode mimo eurozóny, v tomto prípade dynamika podielov na vývoznom trhu poukazuje na obnovenie vonkajšej rovnováhy, keďže krajiny, ktoré sú čistými dlžníkmi, opätovne získavajú časť strateného vývozného trhu, zatiaľ čo sa očakáva, že podiely čistých veriteľov budú v budúcnosti klesať.

Krajiny v rastom nom. jednotkových nákladov práce (3-ročná zmena v %) nad 9 % (EZ) alebo 12 % (mimo EZ) v roku 2021 označené modrou																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Krajiny s REER, deflátor HICP (3-ročná zmena v %) nad +/- 5 % (EZ) a +/- 11 % (mimo EZ) v roku 2021 označené modrou																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Krajiny s podielom na vývoznom trhu, % celosvetového vývozu (5-ročná zmena v %) pod -6 % v roku 2021 označené modrou																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Na úrovni krajín treba zdôrazniť tento vývoj v oblasti konkurencieschopnosti:

- Rast jednotkových nákladov práce, akumulovaný za tri roky do roku 2021, bol nad prahovou hodnotou hodnotiacej tabuľky v 15 členských štátoch: Bulharsko, Česko, Estónsko, Holandsko, Litva, Lotyšsko, Luxembursko, Maďarsko, Malta, Portugalsko, Rakúsko, Rumunsko, Slovensko, Slovinsko a Španielsko. Pokiaľ ide o REER založený na HICP, trojročné zmeny boli obmedzenejšie a žiadny členský štát neprekročil prahové hodnoty hodnotiacej tabuľky. Päťročné zmeny podielov na vývoznom trhu boli v roku 2021 pod prahovou hodnotou hodnotiacej tabuľky vo Francúzsku, v Španielsku a Taliansku. Kým pokles vo Francúzsku bol spôsobený hlavne klesajúcim podielom vývozu tovaru, v Španielsku a Taliansku bol pokles spôsobený znižujúcimi sa podielmi vývozu služieb. Vo všetkých troch krajinách boli uvedené poklesy najvýraznejšie počas pandémie v roku 2020.

- Obavy z tlakov na náklady sú v niektorých krajinách už niekoľko rokov značné a zvyšujú sa alebo sa dostatočne nezmierňujú, a to v Bulharsku, Česku, Estónsku, Litve, Lotyšsku, Luxembursku, Maďarsku, Rumunsku a na Slovensku. Tieto obavy boli obvykle veľké už pred krízou spôsobenou pandémiou COVID-19 a vo väčšine prípadov pokračovali v roku 2021 a v prvej polovici roka 2022 v situácii pomerne napätých trhov práce. Predpokladá sa, že vo väčšine týchto krajín v budúcom roku rast jednotkových nákladov práce ostane vysoký alebo sa znovu výrazne zvýši. Viaceré z týchto krajín čelia ďalším rizikám ohrozujúcim ich konkurencieschopnosť, ktoré sa týkajú prudkého nárastu inflácie, ktorá je oveľa vyššia než vo zvyšku EÚ a rovnocenných krajinách eurozóny. Kým pri väčšine týchto krajín sa predpokladá, že REER sa v roku 2023 znehodnotí, v prípade Slovenska sa očakáva mierne zhodnotenie.

- Malta a Slovinsko vykázali podobné účinky v období pred pandémiou COVID-19 ako uvedené krajiny, ale prípadné obavy zo straty konkurencieschopnosti boli v roku 2021 miernejšie a očakáva sa, že aj v tomto roku ostanú malé. V Belgicku a Poľsku sa predpokladá výrazné zvýšenie jednotkových nákladov práce v tomto a budúcom roku. Naopak, v Taliansku bolo a podľa prognóz naďalej bude zvýšenie jednotkových nákladov práce miernejšie, čo poukazuje na malé relatívne zvýšenie konkurencieschopnosti.

- Obavy týkajúce sa nákladovej konkurencieschopnosti ustupujú v niektorých krajinách, ktoré sú veľkými čistými dlžníkmi, a to na Cypre, v Grécku, Portugalsku a Španielsku. Hlavne platí, že jednotkové náklady práce rástli o niečo menej než u obchodných partnerov a vo zvyšku eurozóny.

Rámček 2.2.1: Potenciálne zakorenenie inflácie a **straty konkurencieschopnosti**

Vysoká a **rozdielna inflácia, ktorá sa v celej EÚ vyskytuje od konca roka 2021, môže nepriaznivo ovplyvniť konkurencieschopnosť, najmä ak pretrváva.** Ak celkový nárast miezd úplne alebo čiastočne kompenzuje stratu kúpnej sily pracovníkov, toto zvýšenie miezd sa prejaví vo vyšších jednotkových nákladoch, pokiaľ sa nevyváži zvýšením produktivity. Takéto zvýšenie jednotkových nákladov práce môže potom viesť k druhotným účinkom a rizikám vyššej inflácie v budúcnosti. ([19]) Rozdiely v konkurencieschopnosti medzi členskými štátmi eurozóny sa môžu objaviť, ak je inflačný otras v jednotlivých krajinách veľmi odlišný alebo ak sa v nadväznosti na tento inflačný otras prejavia veľmi odlišné druhotné účinky. Ak sa však v požiadavkách na zvýšenie miezd zohľadní to, že inflácia pravdepodobne ustúpi, riziko cenovo-mzdovej špirály ostane obmedzené. V správe Komisie o eurozóne na rok 2023 sa rozberá úloha očakávanej inflácie pri zvyšovaní miezd. ([20]) Prudko rastúce ceny energií tvoria veľký podiel na zvyšovaní cenových úrovní vo väčšine členských štátov. Ak sa však inflácia do veľkej miery rozšírila popri energiách aj na iný tovar a služby, nebude možné udržať životnú úroveň, pokiaľ sa neudrží rast príjmov, aj keď ceny energií budú klesať. Energetické a potravinové komponenty celkových cenových indexov môžu byť celkom nestále a sú relatívne neovplyvnené rozhodnutiami menovej politiky, keďže ich zvyčajne výrazne ovplyvňujú medzinárodné trhy, minimálne mimo krátkodobého horizontu, t. j. pri absencii regulačných zásahov alebo zásahov v oblasti fiškálnej politiky. V dôsledku toho centrálne banky používajú miery jadrovej inflácie na lepšie zachytenie vývoja základnej inflácie. ([21])

Jednotkové náklady práce vo viacerých krajinách EÚ vrátane Estónska, Litvy, Lotyšska a Luxemburska a v dvoch členských štátoch mimo eurozóny, Bulharska a Poľska, prudko rástli v priebehu roka až do druhého štvrťroka 2022 (graf 2.2.2 a). Tento skok bol spôsobený veľmi silným rastom odmien na zamestnanca, ktorý presiahol hranicu 10 % alebo sa k nej veľmi priblížil. Napriek tomu sa len v štyroch členských štátoch odmeny na zamestnanca zvýšili viac ako ceny, pričom tento rozdiel bol osobitne veľký v Bulharsku. Zmeny produktivity neboli dostatočné na zmiernenie rastu jednotkových nákladov práce a v niektorých prípadoch ho posilnili. V Bulharsku a Luxembursku sa jednotkové náklady práce zvýšili viac ako ceny, kým v Estónsku, Litve, Lotyšsku a Poľsku ich rast prekročil jadrovú infláciu. Hoci táto druhá situácia platí aj pre Belgicko, Francúzsko, Rumunsko a Taliansko, ich rast jednotkových nákladov práce bol trochu obmedzenejší. Tieto prevahy jednotkových nákladov práce nad rastom cien vytvárajú riziká ďalšieho zvyšovania cien, aby si podniky zachovali cenovo-nákladové marže.

Rozdielny vývoj jadrovej inflácie a jednotkových nákladov práce by mohol mať značné a trvalejšie dôsledky na konkurencieschopnosť niektorých krajín, čo je obzvlášť dôležité pre krajiny eurozóny. Zmena REER založeného na jadrovej inflácii (graf 2.2.2 b) naznačuje

([19]) Z nedávnej analýzy MMF vyplýva, že riziká cenovo-mzdovej špirály môžu byť relatívne obmedzené. Záver vychádza z porovnaní súčasného vývoja inflácie, miezd a nezamestnanosti s podobnými historickými epizódami vyspelých ekonomík s upozornením, že tieto epizódy nemusia byť úplne typické pre súčasné udalosti, najmä vzhľadom na osobitný charakter otrasu z pandémie COVID-19. Okrem toho sa v analýze nezohľadňuje vývoj v roku 2022, počas ktorého sa otras v cenách energií prejavil s plnou intenzitou vo väčšine krajín EÚ. Pozri MMF (2022), *Wage dynamics post-COVID-19 and wage-price spiral risks* (Dynamika miezd po skončení pandémie COVID-19 a riziká cenovo-mzdovej špirály). In: *World Economic Outlook*: *Countering the cost-of-living crisis* (Svetový hospodársky výhľad: boj proti kríze nákladov na živobytie), kapitola 2, október 2022.

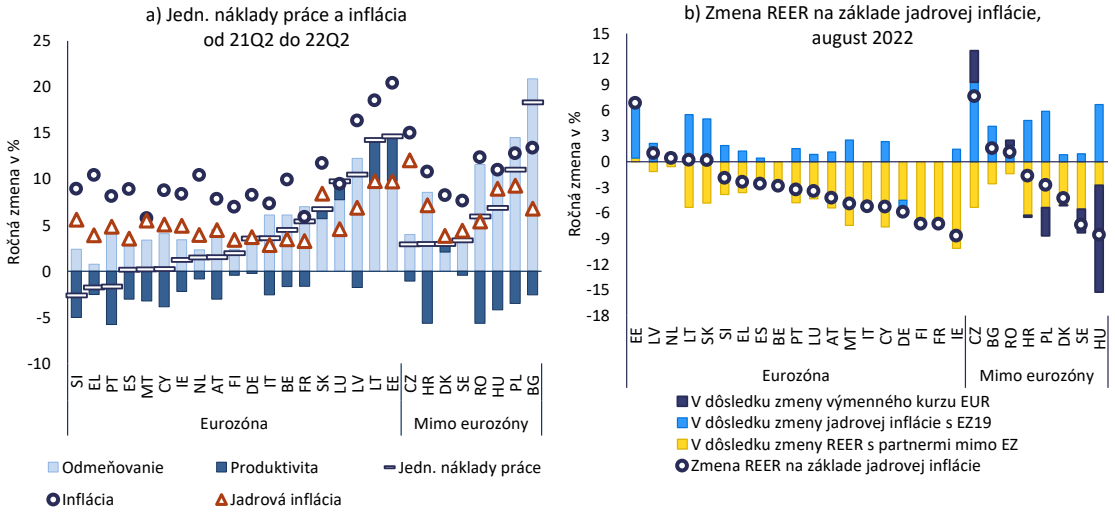
([20]) SWD(2022) 382. Pracovný dokument útvarov Komisie. Správa o eurozóne na rok 2023 pripojená k odporúčaniu na odporúčanie Rady, ktoré sa týka hospodárskej politiky eurozóny.

([21]) Pozri Ehrmann, M., a kol. (2018), *Measures of underlying inflation for the euro area* (Miery základnej inflácie v eurozóne), ECB Economic Bulletin, číslo 4/2018.

nezanedbateľné straty konkurencieschopnosti Estónska, Litvy a Slovenska v dôsledku oveľa vyššej jadrovej inflácie než vo zvyšku eurozóny. V prípade Litvy a Slovenska sa to kompenzuje zmenami REER vo vzťahu ku krajinám mimo eurozóny. Naopak, konkurencieschopnosť Nemecka a v menšej miere Fínska, Francúzska a Talianska profituje z nižšej jadrovej inflácie než vo zvyšku eurozóny. Vo všeobecnosti pozorované znehodnotenie REER vo vzťahu ku krajinám mimo eurozóny ďalej prispieva k zvýšeniu konkurencieschopnosti týchto krajín.

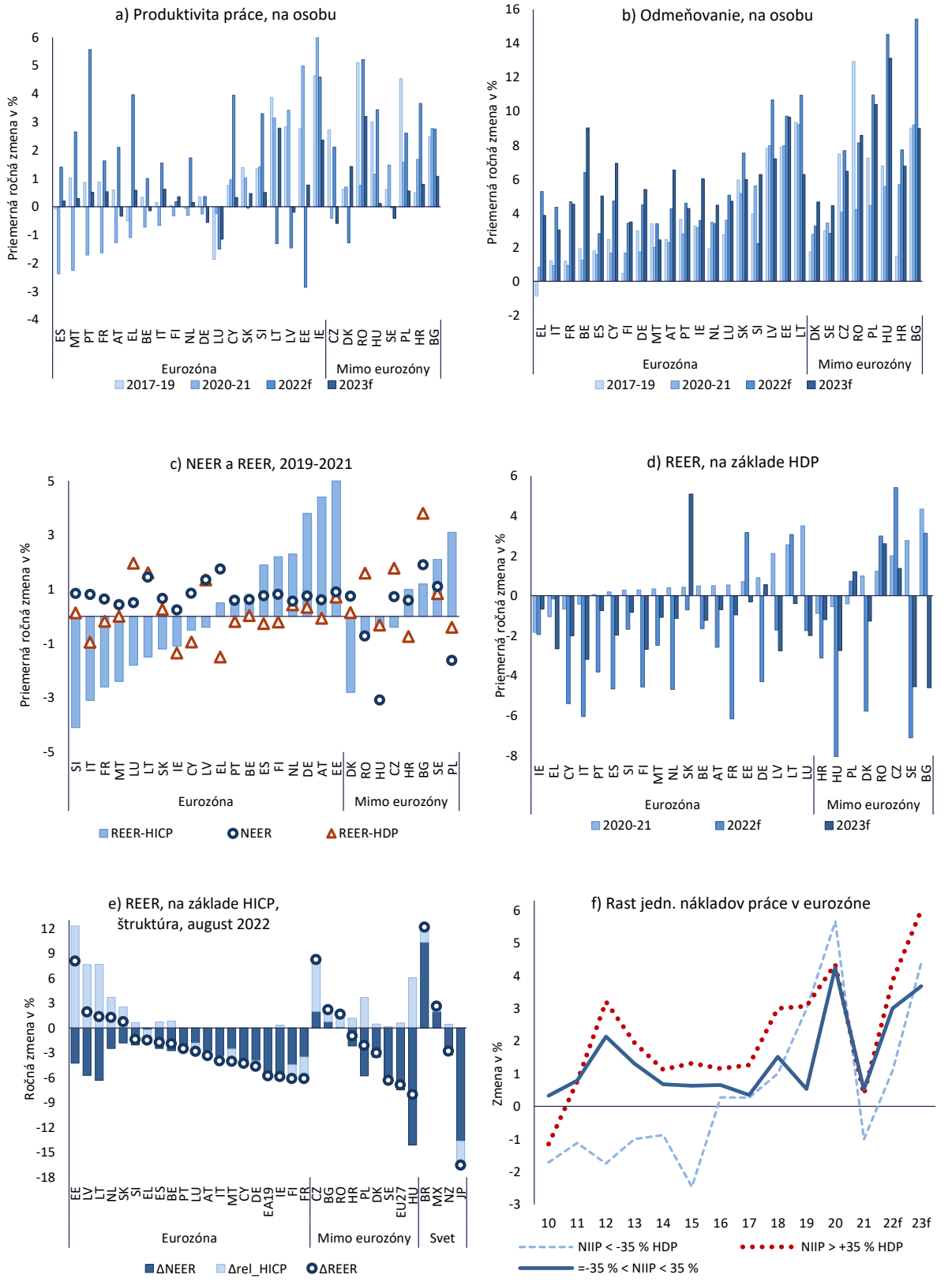
V prípade niektorých krajín mimo eurozóny pohyby nominálneho výmenného kurzu výrazne ovplyvnili REER. Najmarkantnejší je prípad Maďarska, v ktorom výrazné nominálne znehodnotenie viedlo k zvýšeniu konkurencieschopnosti napriek pomerne vysokej jadrovej inflácii. Podobné účinky možno pozorovať v Poľsku a vo Švédsku. Naopak, Česko zaznamenalo zhodnotenie (efektívneho) nominálneho výmenného kurzu, čo spolu s relatívne vysokou mierou jadrovej inflácie viedlo k výraznému reálnemu zhodnoteniu. Treba poznamenať, že aj keď devalvácia meny môže zmierniť nákladové tlaky, môže so sebou niesť ďalšie riziká, ako napríklad vyššie náklady na obsluhu dlhu denominovaného v cudzej mene, a to domáceho aj zahraničného. To môže obmedziť používanie nominálnych devalvácií ako nástroja na zmiernenie vplyvu zvýšených nákladov na konkurencieschopnosť.

Graf 2.2.2: **Jednotkové náklady práce, (jadrová) inflácia a konkurencieschopnosť**



Krajiny sú prezentované vo vzostupnom poradí zmeny jednotkových nákladov práce, t. j. v zostupnom poradí REER založeného na jadrovej inflácii. Meranie jadrovej inflácie nezahŕňa energiu, potraviny, alkohol a tabak. Reálny efektívny výmenný kurz založený na jadrovej inflácii bol vypočítaný na analytické účely, pričom miery jadrovej inflácie obchodných partnerov Číny a Japonska boli aproximované ich celkovým rastom indexu spotrebiteľských cien, keďže základné meranie nebolo k dispozícii.
Zdroj: Eurostat a výpočty útvarov Komisie.

Graf 2.2.3: **Konkurencieschopnosť: vybrané grafy**



Zdroj: útvary Európskej Komisie

2.3. NEFINANČNÉ KORPORÁCIE

Pomer dlhu nefinančných korporácií k HDP zostal v roku 2021 v mnohých krajinách značný, hoci naďalej klesal. Po výraznom znižovaní zadlženosti, ku ktorému došlo v poslednom desaťročí v mnohých členských štátoch, bol pomer dlhu nefinančných korporácií k HDP v roku 2021 vo väčšine krajín EÚ pod vrcholom spred pandémie. Napriek tomu boli v roku 2021 miery zadlženosti nad úrovňami, ktoré naznačovali ekonomické fundamenty, ako aj úrovne súvisiace s obavami týkajúcimi sa obozretnosti v takmer polovici krajín EÚ a v mnohých krajinách nad úrovňami zaznamenanými v roku 2019 pred vypuknutím pandémie COVID-19 (graf 2.3.1 a a b). ([22]) V roku 2021 sa pomer podnikových dlhov k HDP znížil vo väčšine členských štátov, a to najmä v dôsledku výraznej obnovy rastu HDP (graf 2.3.3 a). Čisté úvery pre nefinančné korporácie boli v celej EÚ kladné a vo väčšine krajín EÚ sa začali zvyšovať v roku 2021, v mnohých prípadoch aj s vysokým dlhom nefinančných korporácií v súvislosti s nárastom investícií (graf 2.3.3 c).

Proces znižovania dlhu, ktorý sa znovu začal v roku 2021, pokračoval aj v roku 2022, ale v budúcnosti bude pravdepodobne brzdený zložitým makroekonomickým kontextom. Pomer podnikového dlhu k HDP v prvej polovici roku 2022 naďalej klesal takmer vo všetkých členských štátoch, a to aj napriek nárastu úverov, čo môže odzrkadľovať aj rastúce potreby likvidity. Vplyv nových čistých úverov na pomer podnikového dlhu k HDP bol viac ako vyrovnaný rastom reálneho HDP a prudkým nárastom inflácie (graf 2.3.3 b). Celkovo sa očakáva, že pasívne znižovanie dlhu bude pokračovať v dôsledku rastúcej inflácie a nie rastu reálneho HDP, existuje však značné riziko, že pokles mier zadlženosti sa spomalí alebo zvráti. Nárast inflácie môže stlačiť rozpätia zisku, ak rastúce náklady nemožno preniesť na zákazníkov a celkovo znížiť dopyt. Podiel podnikov na zisku sa začal zmierňovať v prvej polovici roku 2022, ale zostáva nad úrovňou spred pandémie COVID-19. Vysoký podiel nových úverov podnikom s krátkou dobou splatnosti takmer vo všetkých krajinách eurozóny naznačuje, že sprísňujúce sa podmienky poskytovania úverov a rastúce úrokové sadzby môžu mať pomerne rýchly vplyv na podniky. ([23]) Vo viacerých členských štátoch mimo eurozóny došlo k výraznému zvýšeniu úrokových sadzieb pre podniky a popri vysokom podiele podnikových úverov denominovaných v cudzej mene predstavuje zdroj dodatočných zraniteľností.

Narastajúce obavy súvisiace s nesplácanými úvermi a konkurzmi podnikov zvyšujú celkovú zraniteľnosť podnikov a finančného sektora po otrase spôsobenom pandémiou COVID-19. Kríza spôsobená pandémiou COVID-19 výrazne zasiahla niektoré odvetvia, ako napríklad ubytovanie a dopravu. ([24]) Pomery nesplácaných úverov a konkurzov podnikov vo väčšine členských štátov od roku 2020 klesajú, a to aj po postupnom zrušení moratórií na splácanie dlhov. Podiel zraniteľných podnikov po pandémii COVID-19 je však obzvlášť vysoký v niektorých krajinách s vysokým podielom nesplácaných

([22]) Referenčné hodnoty dlhu pre jednotlivé krajiny stanovila Európska komisia v spolupráci s pracovnou skupinou EPC LIME [Európska komisia, Benchmarks for the assessment of private debt (Referenčné hodnoty na posudzovanie súkromného dlhu), poznámka pre Výbor pre hospodársku politiku, ARES(2017) 4970814 a J.-C. Bricongne, L. Coutinho, A. Turrini a S. Zeugner, Is Private Debt Excessive? (Je súkromný dlh nadmerný?), Open Economies Review, 3, 471-512, 2020]. Referenčnými hodnotami založenými na fundamentoch sa hodnotí súkromný dlh z regresií, ktoré zachytávajú hlavné faktory rastu úverov a zohľadňujú daný počiatočný objem dlhu. Obozretné prahové hodnoty predstavujú úroveň dlhu, pri prekročení ktorej je relatívne vysoká pravdepodobnosť bankovej krízy, pretože sa minimalizuje pravdepodobnosť opomenutia krízy a falošných výstrah.

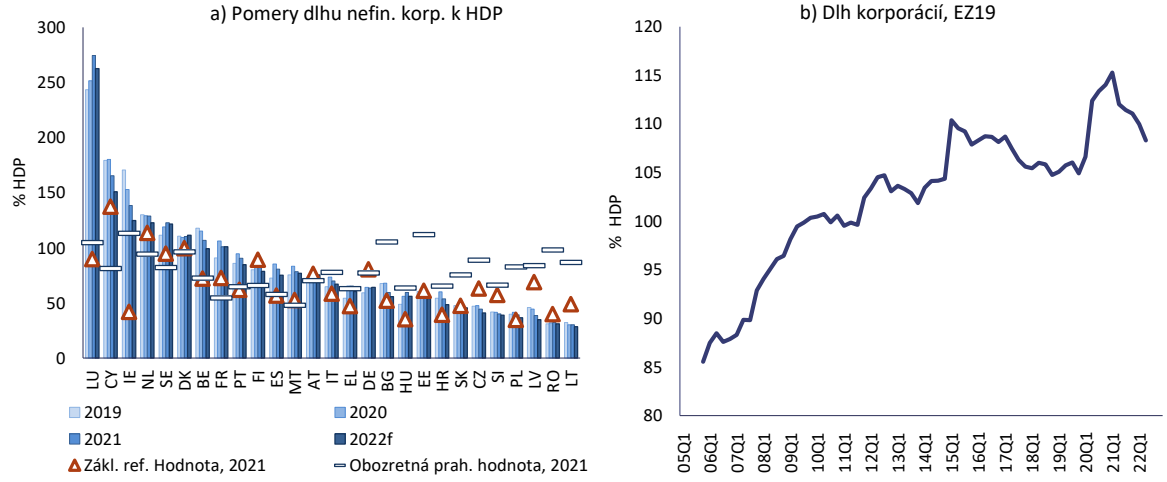
([23]) Európska centrálna banka (2022), *Financial Stability Review* (Správa o finančnej stabilite) – máj 2022. Údaje za rok 2021. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr202205~f207f46ea0.en.pdf.

([24]) Pozri Archanskaia, L., Nikolov, P., a Simons, W., (2022), *Estimates of corporate cleansing during COVID-19 – using firm-level data to measure its productivity impact* (Odhady očistenia podnikov počas pandémie COVID-19 – používanie údajov na úrovni podniku na meranie vplyvu na produktivitu), Quarterly Report on the Euro Area (Štvrťročná správa o eurozóne), zv. 21, č. 2 (2022).

úverov (graf 2.3.3 f). Zatiaľ čo pomer podnikových nesplácaných úverov vo väčšine členských štátov v prvej polovici roku 2022 naďalej klesal, v niektorých sa začal zvyšovať (graf 2.3.3 e). Okrem toho v prvej polovici roku 2022 sa v niektorých členských štátoch začal zvyšovať počet konkurzov podnikov. Navyše, zatiaľ čo úvery naďalej výrazne rastú, úverové štandardy sa podstatne sprísňujú a v súčasnosti sú na najvyššej úrovni od roku 2013 (grafy 2.3.3 c a d). Zatiaľ čo sa vankúše likvidity a čisté úspory v posledných rokoch zvýšili, zložitý makroekonomický kontext v kombinácii so štrukturálnymi transformáciami a narušeniami dodávateľského reťazca by mohli viesť k zhoršeniu súvah, stláčaniu rozpätí zisku a ovplyvneniu dlhovej služby a podnikových úspor a investícií (pozri rámček 2.3.1).

Energetická kríza bude mať mimoriadne výrazný vplyv na niektoré odvetvia prostredníctvom zvyšovania cien a prerušení dodávok a môže mať trvalý vplyv vedúci k štrukturálnym transformáciám. Obzvlášť náchylné sú energeticky náročné priemyselné odvetvia, ktoré môžu čeliť tlaku na svoje súvahy. Energetická kríza urýchľuje štrukturálne transformácie. Hoci sa očakáva normalizácia cien a dodávok energie, môže dôjsť k trvalej štrukturálnej zmene, ktorá môže mať rozsiahle účinky na výrobnú kapacitu a potenciálny rast viac postihnutých krajín v závislosti od ich energetickej náročnosti a špecializácie výroby. Akútna fáza energetickej krízy môže viesť k zatváraniu podnikov a/alebo presunu dopytu do výroby z iných – menej postihnutých – lokalít, čo má za následok trvalý offshoring. Normalizácia cien a miezd môže byť na vyššej úrovni, čo by mohlo znásobiť náklady spojené s energetickou transformáciou a celkovo môže viesť k strate konkurencieschopnosti, najmä v niektorých energeticky náročných priemyselných odvetviach, pričom vplyv v jednotlivých krajinách bude rozdielny.

Graf 2.3.1: **Dlh nefinančných korporácií**



Krajiny sú uvedené v zostupnom poradí podľa pomeru dlhu nefinančných korporácií k HDP v roku 2021.
Zdroj: sektorové účty finančnej súvahy Eurostatu – úvery (F4) plus dlhové cenné papiere (F3), Ameco a odhady útvarov Komisie.

Politické zásahy zohrávajú dôležitú úlohu pri ochrane národných ekonomík pred podnikovým stresom, ale nedostatok koordinácie by mohol vyvolať obavy z pohľadu eurozóny a vnútorného trhu. Vnútroštátne politické zásahy spravodlivejšie rozdeľujú bremeno energetickej krízy medzi podniky, domácnosti a verejný sektor. Budú obzvlášť dôležité pri ochrane exponovaných odvetví a zabránia znižovaniu aktivity, zatváraniu, offshoringu a nesplácaniu úverov. Bez takýchto opatrení by sa podnikový stres mohol šíriť v národných ekonomikách. Hoci zatiaľ neexistujú žiadne dôkazy, finančné podmienky a dostupný fiškálny priestor môžu nakoniec zohrávať úlohu v možnej veľkosti a rozsahu vnútroštátnych zásahov a rôzne prístupy medzi krajinami môžu znásobiť rozdiely v rizikách likvidity alebo solventnosti podnikov, pričom najmä v prípade krízy by sa prehĺbili alebo predĺžili. To by zase malo vplyv na ceny, keďže rozdiely v podnikových investíciách a postupe pri stanovovaní cien by mohli viesť k rozdielom v raste dopytu a transmisii menovej politiky vzhľadom na existujúce a vznikajúce rozdiely v inflácii a konkurencieschopnosti v eurozóne.

Ďalšie integračné úsilie môže pomôcť prekonať túto kombináciu výziev, ako aj zmierniť zraniteľnosť podnikov a zmenšiť rozdiely v raste a produktivite. Na vnútroštátnej úrovni sú dôležité vhodné režimy platobnej neschopnosti, aby sa minimalizoval dlhodobý ekonomický vplyv akýchkoľvek konkurzov podnikov.

Na úrovni krajín treba zdôrazniť tento vývoj:

- Dlh nefinančných korporácií je vo Švédsku a v Dánsku veľmi vysoký, presahuje 100 % HDP a základné a obozretné referenčné hodnoty, pričom existujú aj ďalšie náznaky zraniteľností. Vo Švédsku je pomer podnikového dlhu k HDP stále nad vrcholom spred krízy spôsobenej pandémiou COVID-19 a zvyšuje sa. V Dánsku klesli vklady podnikov z úrovne, ktorá bola už aj tak nízka.

- Belgicko, Cyprus, Holandsko, Írsko a Luxembursko majú takisto veľmi vysoké pomery dlhu nefinančných korporácií k HDP nad 100 % a nad základnými a obozretnými referenčnými hodnotami. Je to však spôsobené aj značným podielom úverov z priamych zahraničných investícií a vnútropodnikových cezhraničných prijatých pôžičiek, ktorý môže čiastočne obmedziť zraniteľnosti.

- Vysoké pomery dlhu nefinančných korporácií k HDP, ktoré presahujú základné a obozretné referenčné hodnoty vo Francúzsku, v Grécku, na Malte a v Portugalsku, majú klesajúci trend. Vysokú úroveň dlhu vo Francúzsku a na Malte čiastočne znižujú veľké vankúše likvidity. V Rakúsku je pomer podnikového dlhu k HDP nad obozretnou prahovou hodnotou a rast úverov je výrazný. Kríza spôsobená pandémiou COVID-19 neúmerne ovplyvnila množstvo odvetví, v dôsledku čoho boli podnikové sektory v krajinách ako Grécko a Taliansko zraniteľné.

- Pomer podnikového dlhu k HDP v Španielsku prekračuje základné a obozretné referenčné hodnoty. V Bulharsku je pomer podnikového dlhu k HDP mierny, aj keď presahuje základnú referenčnú hodnotu a je vyšší ako v rovnocenných krajinách tohto regiónu.

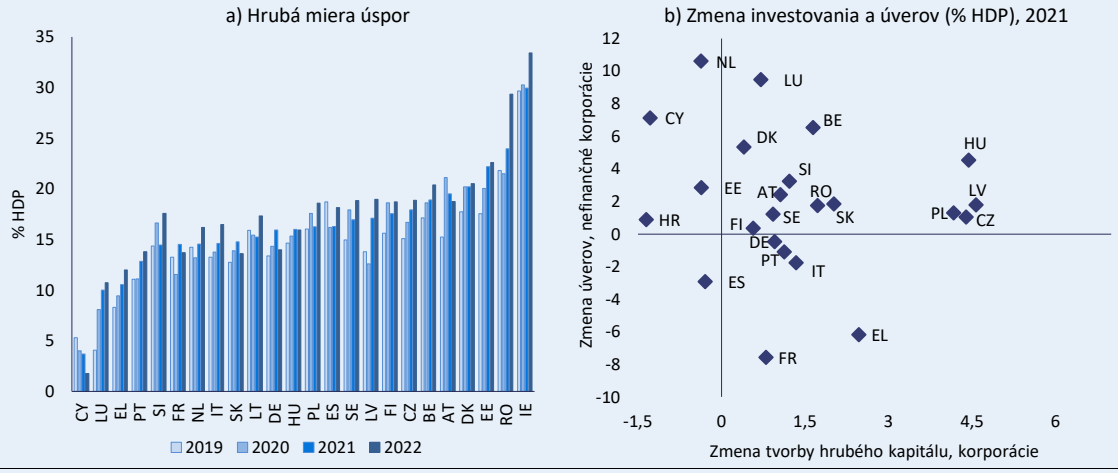
Rámček 2.3.1: Vývoj podnikových úspor a investícií

Vývoj podnikových úspor a investícií môže poskytnúť užitočné informácie o dobrom stave podnikov a ich zraniteľnostiach spojených s výškou podnikových dlhov. Nárast podnikového dlhu na financovanie investícií je ekonomicky odlišný od nárastu na pokrytie neočakávaných nákladov, keďže dodatočné pôžičky na financovanie investícií majú tendenciu zvyšovať produktivitu a výrobnú kapacitu, a tým aj dobrý stav podniku. Zraniteľnosť podnikov spojená s vysokým dlhom sa zároveň dá čiastočne zmierniť zvýšením úspor alebo vkladov. V tomto rámčeku sa podrobnejšie opisuje úloha vývoja podnikových úspor a investícií pri zmierňovaní zraniteľnosti podnikov v kontexte obnovy po pandémii COVID-19 a nedávneho spomalenia hospodárskeho rastu.

Od začiatku pandémie COVID-19 sa v mnohých členských štátoch zvýšili podnikové úspory (graf 2.3.2 a). Mnoho podnikov si na začiatku pandémie COVID-19 vytvorilo preventívne úspory, aby zlepšili svoju likviditnú pozíciu, čo čiastočne uľahčili podporné opatrenia. Hrubé úspory podnikov začali klesať vo štvrtom štvrťroku 2021 a v prvom polroku 2022 pokračoval prudký pokles oproti predchádzajúcemu roku, no vo väčšine krajín zostávajú nad úrovňou spred pandémie COVID-19. Predpokladá sa však, že podnikové úspory ako percentuálny podiel HDP sa vo väčšine členských štátov v roku 2022 celkovo zvýšia (graf 2.3.2 a). Vklady začali vo väčšine členských štátov klesať v prvej polovici roka 2022, keďže mnohé podniky potrebujú značnú likviditu na riešenie prudkého nárastu vstupných nákladov, zostali však nad úrovňou z roku 2019. Podiel nefinančných korporácií na zisku v EÚ sa začal zmierňovať v prvej polovici roka 2022, ale zostáva nad úrovňou spred pandémie COVID-19.

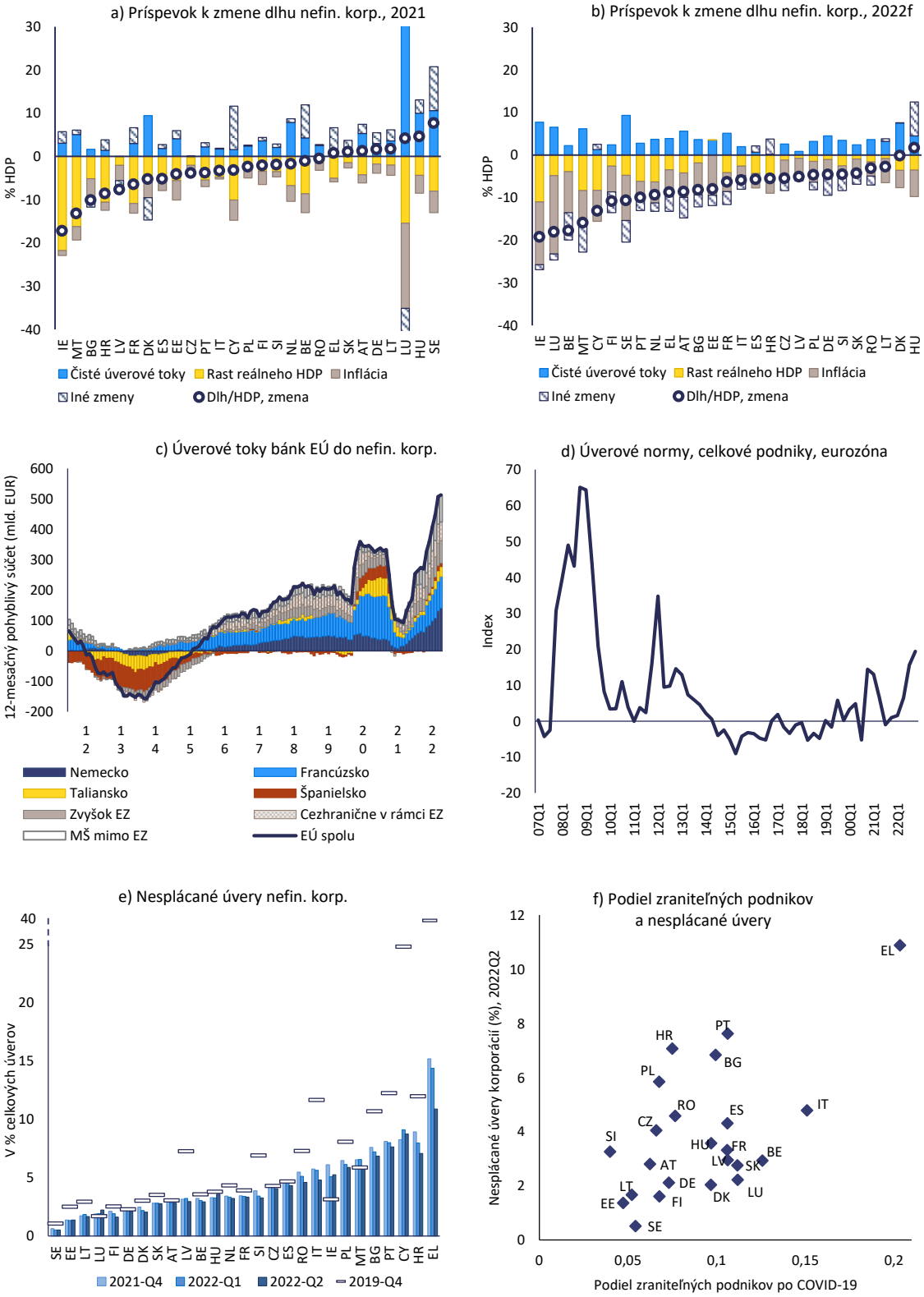
Investície podnikov prudko klesli v dôsledku krízy spôsobenej pandémiou COVID-19, vo väčšine krajín sa však v roku 2021 obnovili. Obnova bola výrazná, pričom pomer tvorby hrubého kapitálu podnikov k HDP v roku 2021 prekročil úroveň z roku 2019 v 16 z 24 členských štátov, za ktoré sú dostupné údaje, okrem Cypru, Holandska, Írska, Luxemburska, Nemecka, Rakúska, Slovenska a Španielska. V roku 2021 sa investície a čisté úverové toky v percentuálnom vyjadrení HDP v mnohých členských štátoch zvýšili (graf 2.3.2 b). Z toho vyplýva, že v niektorých krajinách sa na financovanie investícií použili dodatočné pôžičky. Potreba financovať fixné investície sa podľa prieskumu ECB zameraného na poskytovanie bankových úverov v priebehu roka 2022 stala podstatne menej dôležitým faktorom pre dopyt po úveroch. V reálnom vyjadrení investície pre EÚ ako celok v prvom polroku 2022 naďalej mierne rástli, ale oveľa pomalším tempom než predtým a stále sa nevrátili na úroveň z roku 2019.

Graf 2.3.2: **Investície, úvery a úspory nefinančných korporácií**



1. Írsko bolo odstránené z pravého grafu, pretože investície boli v roku 2021 veľmi nestále.
Zdroj: Eurostat a AMECO.

Graf 2.3.3: **Nefinančné korporácie: vybrané grafy**



Čisté úverové toky (dlhové transakcie) zodpovedajú transakciám s úvermi (F4) a s dlhovými cennými papiermi (F3) zo sektorových účtov finančných transakcií Eurostatu.
Priemerné úverové štandardy pre podniky, ponuka úverov, vážený čistý percentuálny podiel (sprísnený mínus uvoľnený alebo reverzný) na základe podielu každej krajiny na celkovom objeme nesplatených úverov v danej oblasti. Vymedzenie zraniteľných podnikov pozri v poznámke pod čiarou č. 24.
Zdroj: Ameco, Eurostat, ECB.

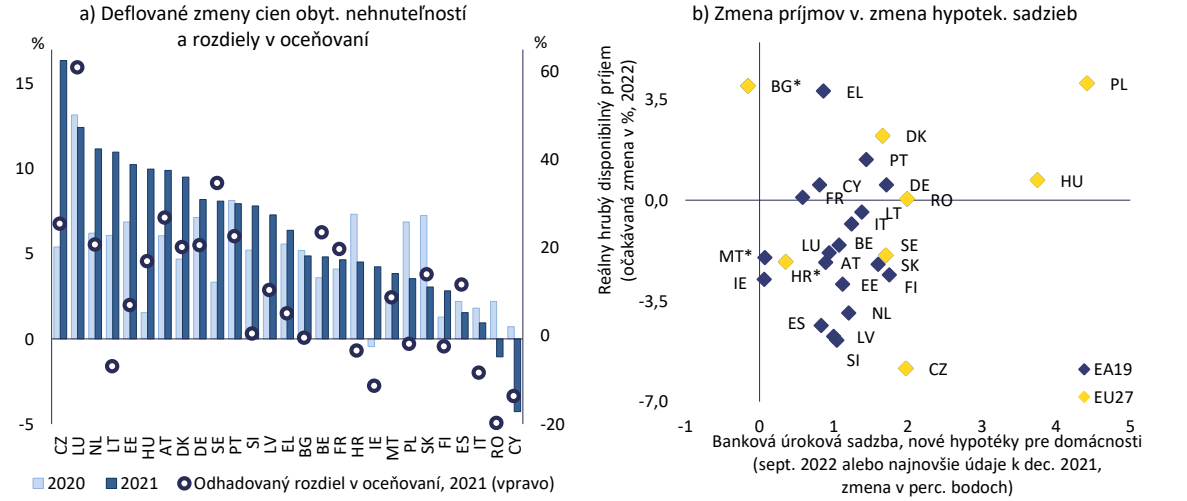
2.4. TRH S OBYTNÝMI NEHNUTEĽNOSŤAMI A DLH DOMÁCNOSTÍ

Rast cien obytných nehnuteľností sa v roku 2021 ďalej zrýchľoval a odhaduje sa, že v polovici krajín EÚ sú nadhodnotené o viac než 10 %. Od vypuknutia pandémie COVID-19 sa rast cien obytných nehnuteľností zrýchlil a odhadovalo sa, že ceny budú na konci roka 2021 vo viacerých členských štátoch nadhodnotené o viac než 10 % a v mnohých o viac než 20 % (graf 2.4.1 a). ([25]) Zrýchlenie cien obytných nehnuteľností je zreteľnejšie v nominálnom vyjadrení, ale dokonca aj deflované ceny obytných nehnuteľností sa v období vysokej inflácie vo väčšine krajín zrýchlili. Obmedzenia na strane ponuky sú na trhu s obytnými nehnuteľnosťami stále prítomné a spolu s vysokými stavebnými nákladmi prispievajú k vyšším cenám obytných nehnuteľností, ktorým sekunduje silný dopyt.

V prvej polovici roka 2022 vykazovali ceny obytných nehnuteľností rekordné miery rastu, pričom v krátkodobom až strednodobom horizonte sa očakáva zmiernenie. Nízke úrokové sadzby hypotekárnych úverov a rast príjmov súviseli s nárastom cien úverov aj obytných nehnuteľností za posledné desaťročie, hoci od vypuknutia pandémie je zrýchlenie príliš veľké na to, aby sa dalo vysvetliť týmito faktormi. Očakáva sa, že zvýšenie úrokových sadzieb prispeje k určitému zmierneniu cien obytných nehnuteľností a najnovšie priebežné údaje z roku 2022 ukazujú, že k tomu dochádza v mnohých – nie však vo všetkých – krajinách EÚ. Úrokové sadzby hypoték zostávajú výrazne nižšie ako inflácia, prinášajú rekordne záporné reálne úrokové sadzby a stimulujú k ďalším nákupom nehnuteľností, ale očakávané zvýšenie nákladov na nové hypotekárne úvery by mal v budúcnosti zmierniť dopyt po bývaní a ceny obytných nehnuteľností. Rovnako aj pokles kúpnej sily spôsobený vyššou infláciou, ako aj neistota, pokiaľ ide o silu ekonomiky a príjmov domácností, by mali tlmiť aj dopyt po bývaní, a tak prispieť k tlmeniu rastu cien obytných nehnuteľností. V niektorých krajinách sa sadzby hypotekárnych úverov už výrazne zvýšili, zatiaľ čo reálne príjmy vo väčšine krajín EÚ klesajú alebo stagnujú (graf 2.4.1 b).

([25]) Rozdiely v oceňovaní cien obytných nehnuteľností sa vypočítavajú s ohľadom na referenčné hodnoty v záujme zachytenia účinkov špecifických pre jednotlivé krajiny. Odchýlky v syntetickom ocenení sú založené na medzere, ktorá vznikla v dôsledku rôznych referenčných hodnôt: i) odchýlka v pomere medzi cenami a príjmami od dlhodobých priemerných hodnôt; ii) odchýlka v pomere medzi cenami a výškou nájomného od dlhodobých priemerných hodnôt; iii) odchýlka od referenčných hodnôt založených na regresii pri zohľadnení ekonomických fundamentov dopytu a ponuky [pozri N. Philiponnet a A. Turrini (2017), *Assessing House Price Developments in the EU* (Posúdenie vývoja cien obytných nehnuteľností v EÚ), diskusný dokument Európskej komisie č. 048, máj 2017].

Graf 2.4.1: **Vývoj cien obytných nehnuteľností a fundamenty**



1. Na grafe a sú krajiny uvedené v zostupnom poradí podľa deflovaného rastu cien obytných nehnuteľností v roku 2021. Podrobnosti a metodika sú uvedené v poznámke pod čiarou č. 25.
2. Na grafe b sú bankové úrokové sadzby na nové hypotekárne úvery pre domácnosti priemerom celkových úverov vypočítaným vážením objemov kĺzavým priemerom (vymedzené na účely nákladov na pôžičky) pre krajiny eurozóny (modré kosoštvorce) a mesačným priemerom bez váženia objemov pre krajiny mimo eurozóny (žlté kosoštvorce). (*) Reálny hrubý disponibilný príjem je aproximovaný reálnymi odmenami zamestnancov. Najnovšia dostupná úroková sadzba pre Maďarsko je z augusta 2022.

Zdroj: Eurostat, Ameco, ECB, hospodárska prognóza Európskej komisie z jesene 2022 a odhady útvarov Komisie týkajúce sa rozdielov v oceňovaní odhadovaných cien obytných nehnuteľností v roku 2021.

Po zvýšení v roku 2020 sa pomer dlhu domácností k HDP vo väčšine krajín EÚ v roku 2021 znížil, hoci čisté úverové toky sa zvýšili. Pomer dlhu domácností k HDP sa v roku 2021 v porovnaní s rokom 2020 znížil v dôsledku zvýšenia HDP, vo viacerých krajinách však zostal vyšší ako v roku 2019 a neočakáva sa, že by sa v roku 2022 zásadne zmenil (graf 2.4.3 a a b). Čisté úverové toky do domácností však boli kladné takmer vo všetkých krajinách EÚ a rástli aj v krajinách, v ktorých je už dlh domácností vysoký. Zdá sa, že dlh domácností je vysoký takmer v polovici EÚ v porovnaní s referenčnými hodnotami ekonomických fundamentov jednotlivých krajín a s prahovými hodnotami, v rámci ktorých sa zohľadňujú obavy týkajúce sa obozretnosti. ([26])

Vývoj bankových úverov v roku 2022 bol v rámci EÚ nerovnomerný, pričom rast úverov sa spomalil najmä v krajinách mimo eurozóny. Mimo eurozóny sa úrokové sadzby hypotekárnych úverov výrazne zvýšili, podobne ako sadzby na peňažnom trhu. Ide najmä o krajiny, ktoré čelia znehodnoteniu svojho nominálneho výmenného kurzu. V eurozóne je vývoj nerovnomernejší, no v poslednom čase sa zvýšili aj náklady na úvery (graf 2.4.1 b). Čisté bankové úverové toky sa spomalili len vo veľmi obmedzenom počte krajín eurozóny, zatiaľ čo v krajinách mimo eurozóny je spomalenie viditeľnejšie (graf 2.4.2 b).

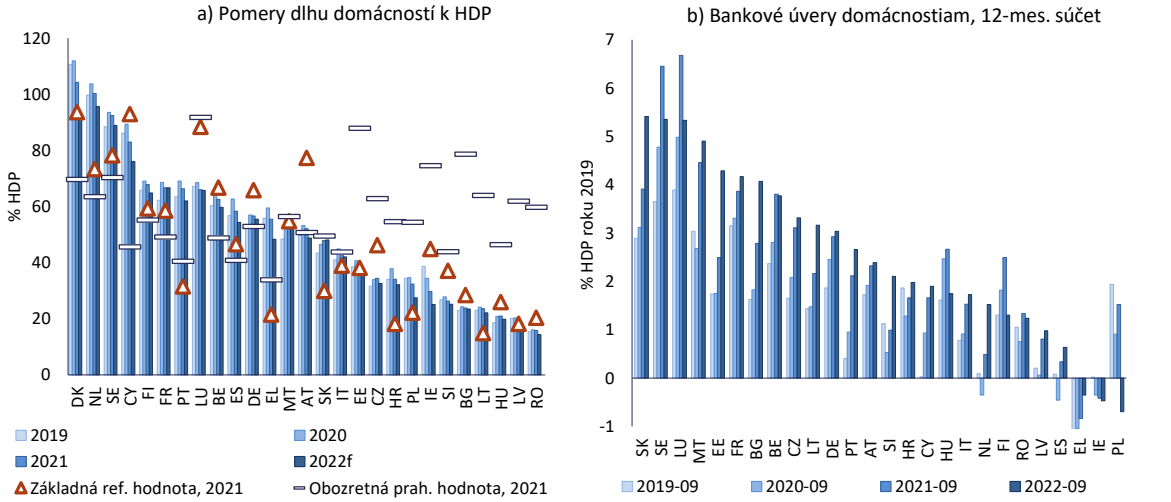
V budúcnosti existujú riziká spojené so schopnosťou domácností splácať hypotekárne úvery. Vo väčšine členských štátov je podiel úverov s fixnými úrokovými sadzbami na obdobie do piatich rokov vysoký, v ôsmich krajinách EÚ je to viac ako 80 % a v ďalších deviatich krajinách je to 40 % až 80 %, v dôsledku čoho sú domácnosti v týchto krajinách zraniteľnejšie voči zvyšovaniu úrokových sadzieb. Príjmy domácností budú pod tlakom, pričom rastúce účty za energie budú znižovať dostupné príjmy na iné výdavky. Tieto dva faktory vytvárajú riziko napätia v súvahách napriek veľmi nízkym a dokonca záporným reálnym úrokovým sadzbám. Rozsiahlejší alebo dlhšie trvajúci hospodársky pokles s negatívnym vplyvom na zamestnanosť môže vyvolať ďalšie problémy so splácaním úverov a odklad splátok.

([26]) Pozri poznámku pod čiarou č. 22.

Riziká pre hospodárstvo vyplývajúce z výraznej úpravy cien obytných nehnuteľností smerom nadol sú do istej miery zmiernené nižšou váhou sektora v hospodárstve a makroprudenciálnymi opatreniami, ale nemožno ich vylúčiť. V roku 2021 bola stavebná aktivita vyššia v krajinách, v ktorých sú ceny obytných nehnuteľností najviac nadhodnotené, ale stále pod najvyššími úrovňami. To môže znížiť vplyv akejkoľvek úpravy cien smerom nadol, keďže pridaná hodnota a zamestnanosť by boli ovplyvnené menej ako pred globálnou finančnou krízou, hoci rast spotreby domácností by mohol byť znížený efektom bohatstva. Okrem toho je pravdepodobné, že akékoľvek zníženie cien obytných nehnuteľností bude tlmenejšie, keďže štrukturálne faktory, ktoré viedli k obmedzeniu ponuky bývania, by pretrvávali. Zavedené makroprudenciálne opatrenia takisto znížili riziká pre celkovú finančnú stabilitu v súvislosti s trhom s obytnými nehnuteľnosťami (rámček 2.4.1). Napriek týmto zmierňujúcim faktorom pretrvávajú riziká, ktoré by sa mohli preniesť do iných sektorov a vytvoriť negatívne spätné väzby odhaľujúce systémové nedostatky.

Rozdielna dynamika trhu s obytnými nehnuteľnosťami v jednotlivých krajinách by mohla v spojení so spoločnou menovou politikou viesť k odlišným trendom v rámci eurozóny. Aj keď sa zdá, že riziko veľkých korekcií cien obytných nehnuteľností je utlmené, existujú výzvy súvisiace s vysokou úrovňou hypotekárneho zadlženia, najmä ak majú úrokové sadzby krátku fixáciu, hypotekárne úvery majú dlhú splatnosť a ocenenia obytných nehnuteľností sú nad fundamentmi. Situácia sa v jednotlivých členských štátoch eurozóny značne líši, čo môže na pozadí spoločnej menovej politiky vyvolať určité problémy. Súčasné sprísnenie menových a finančných podmienok v eurozóne môže byť nedostatočné na zmiernenie cien bývania v krajinách, v ktorých je ponuka obytných nehnuteľností veľmi obmedzená. Naopak v krajinách s flexibilnejšou ponukou môže sprísnenie finančných podmienok stlačiť ceny obytných nehnuteľností nadol. čo by malo nepriaznivý vplyv na stavebný sektor. To môže zvýšiť riziko pre politiky špecifické pre jednotlivé krajiny – najmä tie, ktoré sa týkajú zdaňovania bývania a dlhu a splácania domácností, ako aj makroprudenciálnych opatrení a politík na strane ponuky.

Graf 2.4.2: **Dlh domácností a bankové úvery domácnostiam**



1. Na grafe a sú krajiny uvedené v zostupnom poradí podľa pomeru dlhu domácností k HDP v roku 2021. Dlh zahŕňa úvery (F4) a dlhové cenné papiere (F3). Podrobnosti a metodika sú uvedené v poznámke pod čiarou č. 25.
2. Na grafe b sú krajiny uvedené v zostupnom poradí podľa pomeru bankových úverov k HDP. Úvery sú upravené úvery (čisté toky) vykázané ECB. Pre Dánsko nie sú k dispozícii žiadne údaje.
Zdroj: Eurostat, Ameco, ECB, hospodárska prognóza Európskej komisie z jesene 2022 a odhady útvarov Komisie.

Krajiny s rastom indexu obytných nehnuteľností, deflované (1-ročná zmena v %) nad 6 % v roku 2021 označené modrou																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Na úrovni krajín treba zdôrazniť tento vývoj trhu s obytnými nehnuteľnosťami a dlhu domácností:

- V roku 2021 deflovaný rast cien obytných nehnuteľností prekročil 6 % prahovú hodnotu hodnotiacej tabuľky v 14 členských štátoch: Česko, Dánsko, Estónsko, Grécko, Holandsko, Litva, Lotyšsko, Luxembursko, Maďarsko, Nemecko, Portugalsko, Rakúsko, Slovinsko a Švédsko. V druhom štvrťroku 2022 sa rast cien obytných nehnuteľností v Česku, Estónsku, Litve a Maďarsku stále zrýchľoval a v nominálnom vyjadrení rástol o viac než 20 % v porovnaní s predchádzajúcim rokom; v ďalších 12 členských štátoch – Bulharsku, Holandsku, Chorvátsku, Írsku, Lotyšsku, Luxembursku, Nemecku, Poľsku, Portugalsku, Rakúsku, na Slovensku a v Slovinsku – bol rast cien v rozmedzí 10 % až 20 %.

- Odhaduje sa, že medzi členské štáty s cenami obytných nehnuteľností nadhodnotenými o viac než 20 % patrí Belgicko, Česko, Dánsko, Holandsko, Luxembursko, Nemecko, Portugalsko, Rakúsko a Švédsko. Vo Francúzsku a Švédsku je dlh domácností nad obozretnými úrovňami, úvery domácnostiam sú vysoké a odhaduje sa, že dlh domácností bude na konci roka 2022 vyšší ako v roku 2019. Zatiaľ čo v prípade Francúzska je väčšina hypotekárnych úverov s fixnou sadzbou, vo Švédsku sú viac ako dve tretiny hypotekárnych úverov s pohyblivou sadzbou s fixáciou len do jedného roka, čo domácnosti vystavuje viac rizikám zvýšených splátok hypoték v dôsledku vyšších úrokových sadzieb. V Luxembursku je nadhodnotenie cien obytných nehnuteľností najvyššie v EÚ a dlh domácností je v pomere k príjmu domácností veľmi vysoký; úvery navyše rýchlo rastú. V Česku, Nemecku a Rakúsku je dlh domácností nižší ako obozretné úrovne alebo v súlade s nimi, ale úverové toky domácnostiam sú zvýšené. Nemecko a Rakúsko nedávno dostali od ESRB odporúčania týkajúce sa trhu s nehnuteľnosťami určenými na bývanie. V Belgicku je dlh domácností nad obozretnými úrovňami a v Portugalsku je nad obozretnými úrovňami aj nad základnými úrovňami. Aj v Portugalsku majú dve tretiny hypotekárnych úverov fixované úrokové sadzby len do jedného roka, pričom zvyšné hypotekárne úvery majú väčšinou sadzby fixované na obdobie od jedného roka do piatich rokov.

- V Estónsku, Francúzsku, Grécku, Maďarsku, na Malte, v Lotyšsku, na Slovensku a v Španielsku boli ceny obytných nehnuteľností v roku 2021 takisto nadhodnotené a v prvej polovici roka 2022 rýchlo rástli. V týchto krajinách – okrem Estónska a Lotyšska – je aj dlh domácností nad obozretnou prahovou hodnotou alebo sa zvyšuje a približuje sa k referenčným hodnotám. Na Slovensku sa dlh domácností v priebehu času zvyšuje, je vyšší ako základná referenčná hodnota a predpokladá sa, že tento rok prekročí obozretnú prahovú hodnotu.

- V Bulharsku, Chorvátsku, Írsku, Litve, Poľsku a Slovinsku sa nominálne ceny obytných nehnuteľností v prvej polovici roka 2022 takisto zvyšujú rýchlym tempom – o viac než 10 % v porovnaní s predchádzajúcim rokom.

- Na Cypre a vo Fínsku sa ceny obytných nehnuteľností nezdajú nadhodnotené, no existujú problémy týkajúce sa dlhu domácností. Na Cypre dlh domácností klesá a je pod základnou referenčnou hodnotou, ale odhaduje sa, že je výrazne nad obozretnou prahovou hodnotou. Vo Fínsku je dlh domácností takisto nad základnou a obozretnou úrovňou. V oboch krajinách má viac než 90 % hypotekárnych úverov pohyblivú sadzbu alebo fixáciu len do jedného roka.

Rámček 2.4.1: Posúdenie zraniteľností nehnuteľností určených na bývanie zo strany ESRB

Európsky výbor pre systémové riziká (ESRB) od roku 2016 systematicky posudzuje strednodobé zraniteľnosti nehnuteľností určených na bývanie v krajinách Európskeho hospodárskeho priestoru (EHP) ([27]). ESRB bol aktívny pri posudzovaní zraniteľnosti nehnuteľností určených na bývanie v celom EHP a po vydaní prvého súboru varovaní v roku 2016 vydal v roku 2019 súbor odporúčaní pre jednotlivé krajiny spolu s ďalšími varovaniami o strednodobých zraniteľnostiach v sektore nehnuteľností určených na bývanie. ESRB môže vydať varovania, ak považuje za potrebné upozorniť na zraniteľnosti a trendy, ktoré môžu narušiť finančnú stabilitu, pričom odporúčania sa vydávajú nielen s cieľom upozorniť na riziká finančnej stability, ale aj poukázať na potrebné nápravné opatrenia. Posledné posúdenie bolo uverejnené vo februári 2022.

ESRB v posúdení z februára 2022 dospel k záveru, že riziká pre nehnuteľnosti určené na bývanie v dôsledku rýchleho rastu cien nehnuteľností a zvyšujúcej sa zadlženosti domácností vo viacerých krajinách naďalej rastú. Kľúčové zraniteľnosti, na ktoré sa poukázalo v posúdení ESRB, sú strednodobého charakteru a v závislosti od krajiny súvisia s rýchlym rastom cien obytných nehnuteľností a možným nadhodnotením nehnuteľností určených na bývanie (keďže sa zväčšuje rozdiel medzi rastom cien obytných nehnuteľností a disponibilným príjmom domácností), úrovňou a dynamikou zadlženosti domácností, rastom úverov na bývanie a náznakmi uvoľňovania úverových štandardov. Špecifické zraniteľnosti sa v jednotlivých krajinách líšia a podrobnosti o prípadoch, ktoré vyvolávajú viac obáv, sa nachádzajú v jednotlivých varovaniach a odporúčaniach. Okrem úvah o makroprudenciálnej politike by sa vo viacerých krajinách určité základné zraniteľnosti zmiernili účinnejšie pomocou reforiem v oblasti bývania a daňových politík.

Tabuľka 2.4.1:

		LU	SE	NL	DK	AT	CZ	DE	PT	BE	SK	MT	EE	HU	SI	HR	BG	LT	FR	PL	FI	IE	LV	ES	EL	IT	CY	RO
Posúdenie rizík ESRB, 2022	Riziká dlhu	H	H	H	H	M	M	M	M	M	M	M	M	L	L	L	L	L	M	M	M	M						
	Riziká deficitu	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	M	M	M	M						
	Celkové riziká	H	H	H	H	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Politika vhodná a dostatočná, 2022		**Nie**	**Nie**	**Nie**	**Nie**	**Nie**	Áno	**Nie**	Áno	Áno	**Nie**	Áno	Áno	**Nie**	Áno	**Nie**	**Nie**	Áno	Áno	Áno	**Nie**	Áno						
Varovanie (W) alebo odporúčanie (R)	2016	W	W	W	W	W				W											W							
	2019	**R**	**R**	**R**	**R**		W	W		**R**									W		**R**							
	2022					**R**		**R**			W			W		W	W											

1. NA – neposudzované.

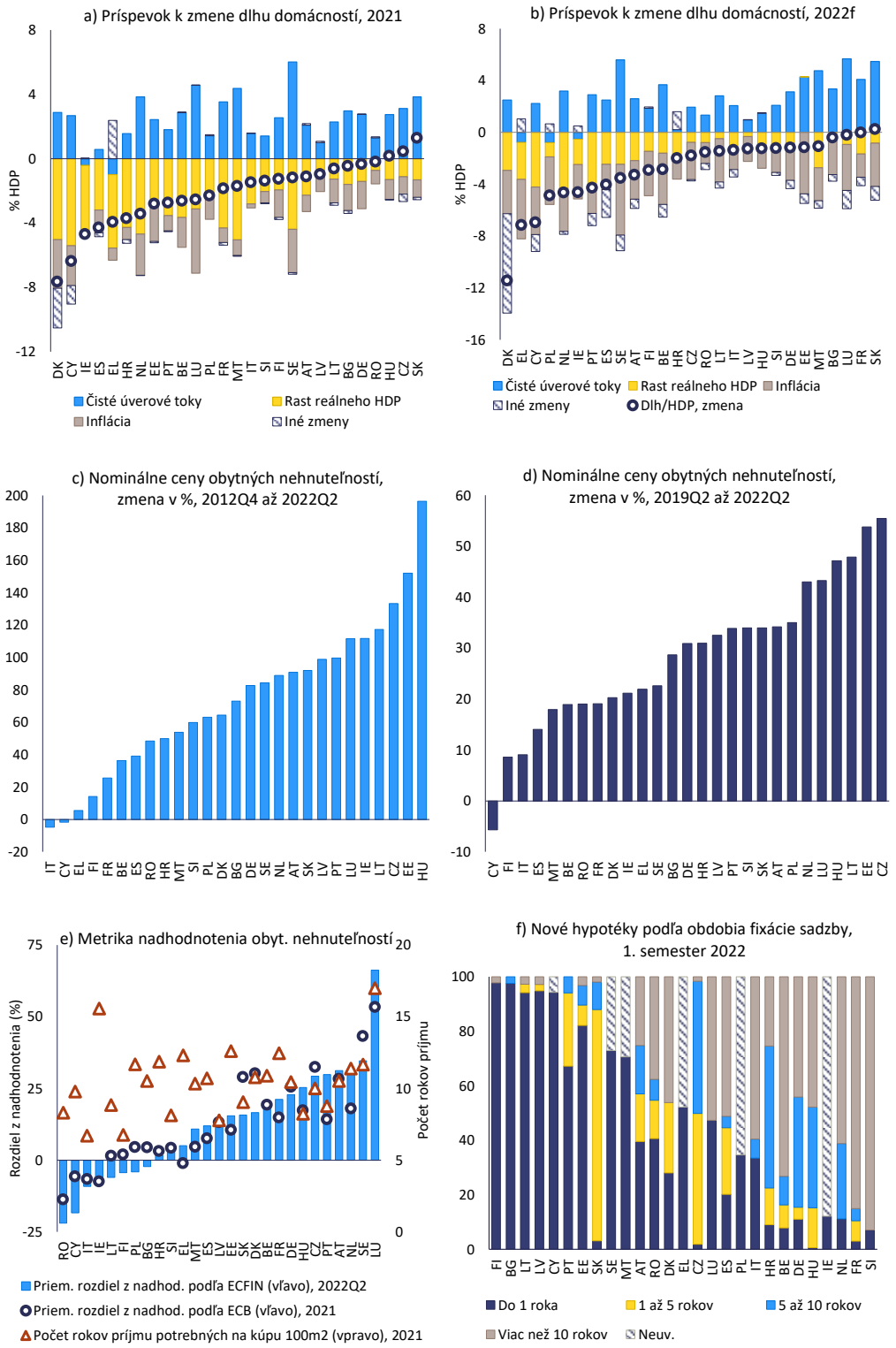
Zdroj: ESRB

ESRB po svojom posúdení vydal štyri varovania pre jednotlivé krajiny a dve odporúčania týkajúce sa zraniteľností nehnuteľností určených na bývanie v strednodobom horizonte pre krajiny EÚ. Varovania boli vydané štyrom krajinám EÚ s novo identifikovanými zraniteľnosťami: Bulharsko, Chorvátsko, Maďarsko a Slovensko. Odporúčania boli vydané Nemecku a Rakúsku, ktoré už dostali varovania ESRB v roku 2016 a 2019 a ktorých zraniteľnosti neboli dostatočne vyriešené. Zraniteľnosti nehnuteľností určených na bývanie zostali zvýšené v krajinách, ktoré dostali odporúčania ESRB v roku 2019. V Dánsku, vo Fínsku, v Holandsku, Luxembursku a vo Švédsku pretrvávajú zraniteľnosti napriek nedávnym opatreniam, ktoré boli zavedené na ich riešenie. Vo väčšine týchto prípadov ceny obytných nehnuteľností naďalej rástli alebo rástli ešte rýchlejšie ako predtým, čo viedlo k nezmenenému alebo zvýšenému nadhodnoteniu cien obytných nehnuteľností. Riziká súvisiace so zadlženosťou domácností sa takisto vo viacerých krajinách nezmenili alebo sa zvýšili. ESRB v prípade zvyšných krajín EHP buď nezistil nahromadenie závažných zraniteľností

([27]) ESRB (2016), *Vulnerabilities in the EU residential real estate sectors* (Zraniteľnosti v sektoroch nehnuteľností určených na bývanie v EÚ), november 2016; ESRB (2019), *Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries* (Zraniteľnosti v sektoroch nehnuteľností určených na bývanie v krajinách EHP), september 2019 a ESRB (2022), *Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries* (Zraniteľnosti v sektoroch nehnuteľností určených na bývanie v krajinách EHP), február 2022.

v sektore nehnuteľností určených na bývanie, alebo takéto zraniteľnosti zistil, ale súčasnú politiku vyhodnotil ako dostatočnú na ich riešenie.

Graf 2.4.3: **Dlh domácností a ceny obytných nehnuteľností: vybrané grafy**



Zdroj: Ameco, Eurostat, ECB, útvary Komisie.

2.5. SEKTOR VEREJNEJ SPRÁVY

Miery zadlženosti verejnej správy sa vo väčšine členských štátov v roku 2021 znížili, zostávajú však výrazne nad úrovňami spred pandémie. V roku 2021 sa pomer dlhu k HDP znížil takmer vo všetkých krajinách EÚ, pričom súhrnný pomer EÚ klesol približne o dva percentuálne body. Tento pokles je výsledkom obnovy nominálneho HDP po roku 2020 pri pokračovaní priaznivých podmienok financovania. Naopak rozpočtové deficity – hoci boli nižšie ako v roku 2020 – často zostali značné, v priemere na úrovni 5,1 % HDP v eurozóne a 4,6 % HDP v EÚ, keďže fiškálna politika zostala expanzívna. Rozpočtové deficity naďalej odzrkadľovali najmä vplyv rozsiahlych núdzových dočasných opatrení v súvislosti s pandémiou COVID-19 na podporu domácností a podnikov postihnutých pandémiou, čo zodpovedalo približne 3,25 % HDP za celú EÚ.

Očakáva sa, že pomer verejného dlhu k HDP sa vo väčšine krajín EÚ v roku 2022 ešte viac zníži. Vo väčšine členských štátov sa predpokladá, že verejný dlh klesne v roku 2022 celkovo o 3,5 percentuálneho bodu, oproti roku 2019 však stále zostane vyšší, v niektorých prípadoch takmer o 15 percentuálnych bodov. Zlepšenie je výsledkom pokračujúceho nominálneho hospodárskeho rastu, ktorý je vyšší ako implicitné náklady na dlh, spolu s ďalším znižovaním deficitov, ku ktorému dochádza napriek rozsiahlym podporným balíkom pre domácnosti a podniky v súvislosti s vysokými cenami energií po dvoch rokoch výraznej fiškálnej podpory poskytovanej v kontexte pandémie COVID-19. Poklesy miery zadlženosti boli výraznejšie v najviac zadlžených krajinách, keďže hospodársky rast má silnejší účinok znižovania dlhu, keď sú pomery dlhu k HDP vyššie. V niektorých krajinách s nízkymi alebo strednými mierami zadlženosti verejnej správy sa očakáva ich ďalší rast.

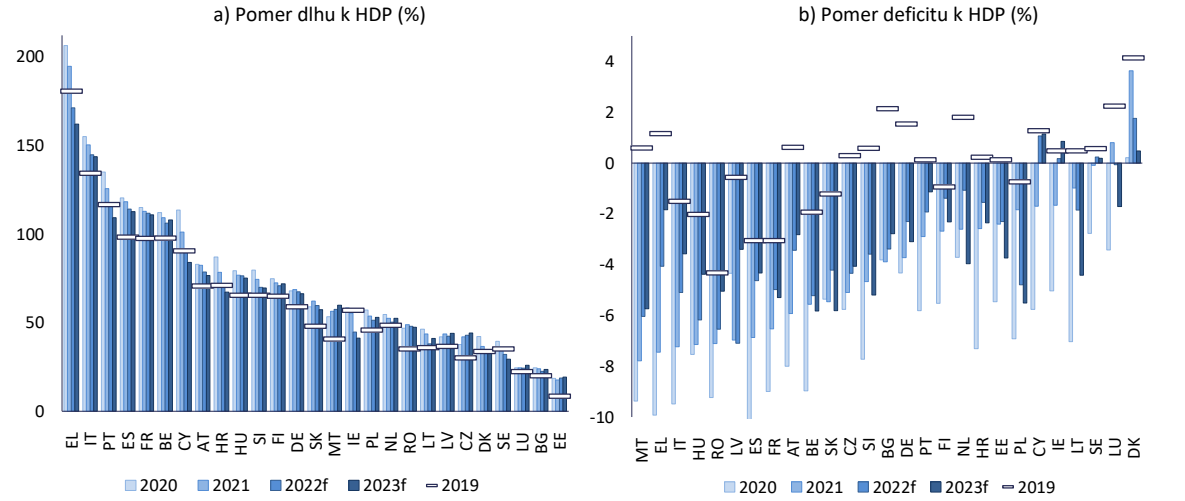
Výhľad na rok 2023 poukazuje na miernejšie poklesy alebo stabilizáciu mier zadlženosti verejnej správy vo väčšine krajín EÚ. V roku 2023 sa predpokladá, že oslabenie hospodárskej činnosti prinesie menšie zníženie miery zadlženosti, zatiaľ čo deficity verejných financií sa podľa očakávaní celkovo zvýšia, pričom medzi krajinami budú existovať určité rozdiely. Predpokladá sa, že miery zadlženosti verejnej správy dosiahnu hodnoty spred pandémie COVID-19 do roku 2023 len v malej časti členských štátov (graf 2.5.1). V nadchádzajúcich mesiacoch môže dôjsť k ďalším cieleným opatreniam na podporu zraniteľných domácností a podnikov, ktoré by presunuli časť nákladov energetickej krízy na sektor verejnej správy a zvýšili by verejný dlh. Okrem toho ďalšie sprísňovanie podmienok financovania alebo pohyby výmenných kurzov môžu mať nepriaznivý vplyv na fiškálnu výkonnosť, a to najmä v krajinách mimo eurozóny, v ktorých je podiel dlhu denominovaného v cudzej mene často významný. Vyššia inflácia by mohla prispieť k zníženiu dlhového zaťaženia, keďže zvyšuje nominálny HDP, ale vyššie rizikové prirážky a slabšia hospodárska činnosť môžu prispieť k zvýšeniu mier zadlženosti verejnej správy, a teda predstavovať problémy nielen pre fiškálnu udržateľnosť, ale aj pre iné časti hospodárstva (pozri rámček 2.5.1).

Náklady na dlhovú službu sa môžu zvýšiť v dôsledku vyšších nominálnych úrokových sadzieb. V reálnom vyjadrení sa v súčasnosti predpokladá, že úrokové miery v eurozóne zostanú záporné. Výnosy zo štátnych dlhopisov v eurozóne v roku 2022 rástli, pričom rozpätia sa o niečo zvýšili v nadväznosti na to, ako trhy oceňujú príslušné riziká. Napriek sprísňovaniu menovej politiky sa predpokladá, že reálne úrokové sadzby zostanú záporné a výnosy štátnych dlhopisov eurozóny patria medzi najnižšie na svete. Výnosy dlhopisov členských štátov s veľkými dlhmi však zaznamenali počas tretieho štvrťroka o niečo silnejší nárast, hoci tento vplyv pomáhajú tlmiť dlhšie splatnosti dlhu. Nemožno vylúčiť možnosť rastu úrokových sadzieb a záporného nominálneho HDP, pričom v takom prípade by išlo o nepriaznivejšiu situáciu, než je súčasná prognóza. V tomto prípade

by úrokové sadzby mohli prekročiť rast nominálneho HDP, čo by zvýšilo tlaky na zlepšenie fiškálnej pozície v niektorých krajinách s vysokým dlhom. Zavedenie nástroja na ochranu transmisie zo strany ECB v júli 2022 na zabezpečenie riadnej transmisie menovej politiky vo všetkých členských štátoch eurozóny poskytuje určité poistenie proti výraznému zhoršeniu podmienok financovania, pokiaľ sú splnené podmienky týkajúce sa hospodárskej politiky.

Členské štáty mimo eurozóny čelia vyšším nákladom na dlhovú službu v dôsledku rozširovania rozpätí výnosov zo štátnych dlhopisov a vystaveniu dlhu denominovanému v cudzích menách. Globálne sprísnenie podmienok financovania malo výraznejší vplyv mimo eurozóny. Výnosy zo štátnych dlhopisov sú obzvlášť vysoké v Maďarsku, Poľsku a Rumunsku. Krajiny mimo eurozóny majú navyše významný podiel verejného dlhu denominovaného v cudzích menách – ide najmä o Bulharsko ([28]) (74 %) a Rumunsko (52 %), ale aj Maďarsko (22 %), Poľsko (22 %), a Švédsko (17 %).

Graf 2.5.1: **Pomer verejného dlhu a deficitu k HDP**



1. Krajiny sú uvedené v zostupnom poradí podľa pomeru dlhu k HDP a deficitu k HDP v roku 2021.
Zdroj: Ameco a útvary Európskej komisie.

Krajiny v dlhom verejnej správy (% HDP) nad 60 % v roku 2021 označené modrou																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Na úrovni krajín treba zdôrazniť tento vývoj v sektore verejnej správy:

- Na konci roka 2021 bol pomer verejného dlhu k HDP nad 60 % vo Fínsku, v Chorvátsku, Maďarsku, Nemecku, Rakúsku, na Slovensku a v Slovinsku a nad 100 % v Belgicku, na Cypre, vo Francúzsku, v Grécku, Portugalsku, Španielsku a Taliansku. Pomer dlhu k HDP sa v roku 2021 vo všetkých týchto členských štátoch okrem Nemecka a Slovenska znížil a predpokladá sa, že vo väčšine z nich bude v rokoch 2022 a 2023 naďalej klesať.

- Zistilo sa, že Grécko z krátkodobého hľadiska vykazuje vysoké riziká fiškálnej udržateľnosti (pozri rámček 2.5.1). Jeho pomer verejného dlhu k HDP je najvyšší v EÚ a výrazne presahuje 100 % a rozpočtový deficit zostáva značný, ale očakáva sa, že sa výrazne zníži. V nasledujúcich rokoch sa predpokladá zníženie hrubých potrieb v oblasti financovania.

([28]) Bulharsko udržiava pevný výmenný kurz voči euru prostredníctvom mechanizmu menovej rady a v júli 2020 vstúpilo do ERM II.

- V strednodobom horizonte sa deväť členských štátov hodnotí ako štáty, ktoré čelia vysokým rizikám fiškálnej udržateľnosti. Ide o Belgicko, Francúzsko, Grécko, Portugalsko, Rumunsko, Slovensko, Slovinsko, Španielsko a Taliansko. Krajiny s najvyššou mierou zadlženosti sú obzvlášť citlivé na zmeny podmienok financovania. Podľa scenára zvýšenia rozdielu medzi rastom a úrokom o 1 percentuálny bod by sa dlh zvýšil o viac než 10 percentuálnych bodov HDP do roku 2023 v Grécku, Portugalsku, Španielsku a Taliansku (pozri rámček 2.5.1).

- Rumunsko a Maďarsko sa vyznačujú trvalo vysokými rozpočtovými deficitmi a rastúcimi výnosmi dlhopisov a dlh denominovaný v cudzích menách je relevantný pre obe krajiny, najmä pre Rumunsko. V Maďarsku verejný dlh takisto presahuje 60 % HDP a hrubé potreby verejného financovania sú vysoké. V Rumunsku sa predpokladá mierny pokles pomeru verejného dlhu k HDP vzhľadom na očakávané lepšie fiškálne výsledky.

Rámček 2.5.1: Zmena podmienok financovania – „nepriaznivý scenár rozdielu úrokovej miery a rastu“ (r-g)

Komisia posudzuje krátkodobé, strednodobé a dlhodobé riziká udržateľnosti členských štátov. Komisia zistila, že Grécko má krátkodobé zraniteľnosti v dôsledku fiškálnych aj makrofinančných premenných. ([29]) V strednodobom horizonte sa deväť členských štátov hodnotí ako štáty, ktoré čelia vysokému riziku fiškálnej udržateľnosti. Ide o Belgicko, Francúzsko, Grécko, Portugalsko, Rumunsko, Slovensko, Slovinsko, Španielsko a Taliansko. Riziká sú dôsledkom:

- vysokých alebo rastúcich mier zadlženosti, najmä v súvislosti so slabou fiškálnou pozíciou,
- zvýšenej neistoty v súvislosti so základnými projekciami,
- zraniteľnosti voči nepriaznivým makrofinančným scenárom,
- veľkosti požadovanej fiškálnej úpravy, aby sa pomer dlhu k HDP dostal v strednodobom horizonte na 60 %, t. j. ukazovateľ S1.

Okrem analýzy dlhu a klasifikácie rizika existujú aj ďalšie faktory, ktoré môžu ovplyvniť fiškálnu udržateľnosť. ([30]) Na verejný dlh a deficit môžu mať na druhej strane významný vplyv podmienené záväzky, ktoré sú pre EÚ ako celok vysoké, hoci medzi jednotlivými krajinami existujú veľké rozdiely. To platí aj pre riziko podmienených záväzkov z bankového sektora. Na druhej strane riziká fiškálnej udržateľnosti zmierňuje predlžujúca sa splatnosť dlhu zaznamenaná v posledných rokoch alebo vplyv reforiem a investícií Mechanizmu na podporu obnovy a odolnosti na rast HDP, ktorý sa očakáva skôr v strednodobom až dlhodobom horizonte.

Vplyv nepriaznivého scenára "r-g" na predpokladanú úroveň dlhu v roku 2032 (perc. body)

krajina	vplyv
IT	11,86
EL	10,92
FR	8,62
ES	8,42
BE	7,89
PT	7,48
HU	5,97
HR	5,61
AT	5,47
SI	5,20
FI	5,00
DE	4,95
PL	4,65
CY	4,45
NL	4,33
SK	4,23
MT	4,21
RO	4,00
CZ	3,62
LT	2,75
LV	2,72
BG	2,20
IE	1,98
DK	1,85
EE	1,84
LU	1,66
SE	1,38

Zdroj: útvary Európskej komisie

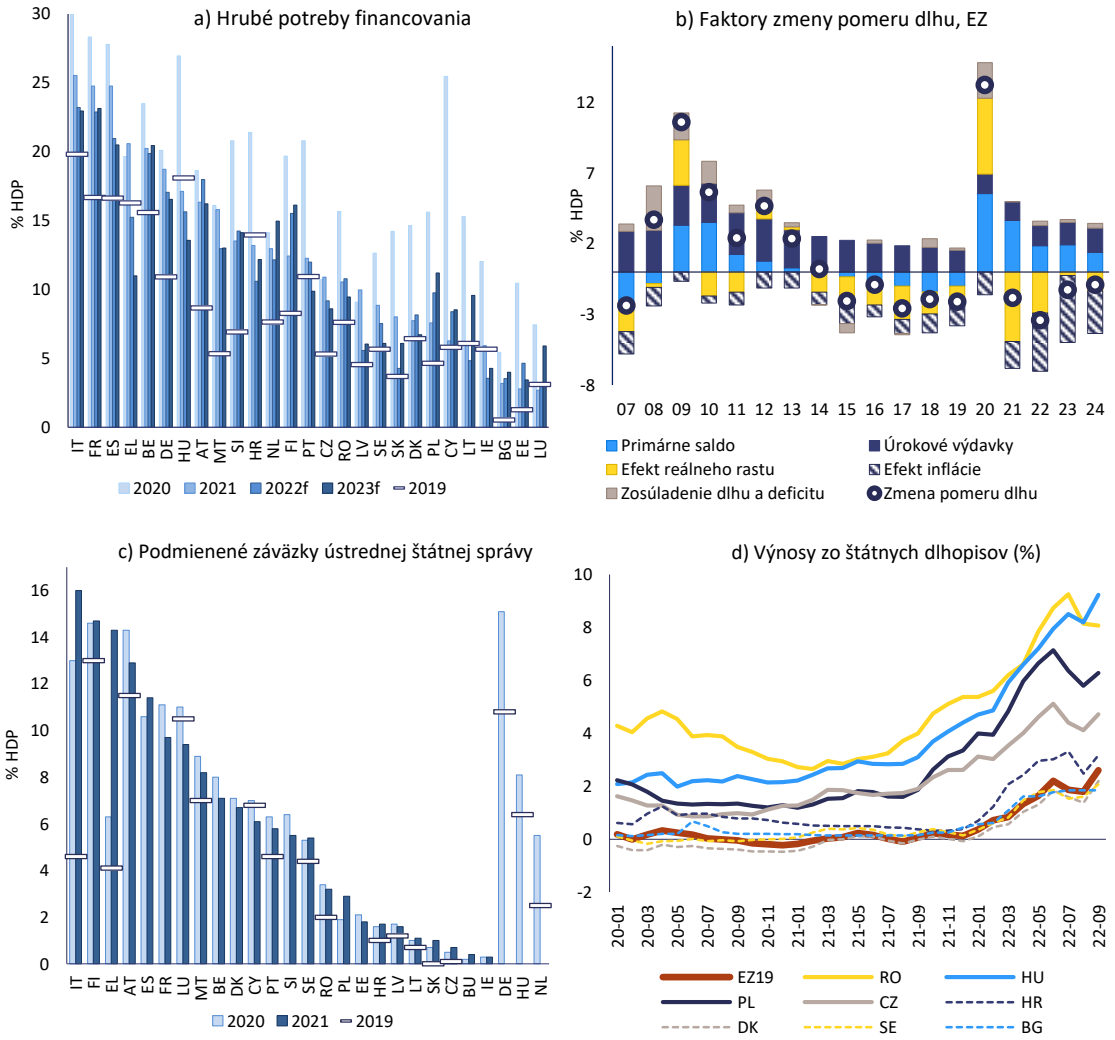
Neistota a meniace sa ekonomické prostredie môžu zohrávať kľúčovú úlohu vo fiškálnej udržateľnosti. Podmienky financovania boli v poslednom desaťročí priaznivé, keďže nízke úrokové sadzby vyplývali zo starnutia spoločnosti, nižšieho rastu produktivity a menovej politiky centrálnych bánk. Záporný rozdiel „úrokovej sadzby a rastu“, v ktorom hospodársky rast prevyšuje úrokové sadzby, do určitej miery zmierňuje fiškálne problémy, ale neodstraňuje ich, pretože rozdiel možno zvrátiť pri zmene podmienok. Práve to je dôvod, prečo je hodnotenie rizík udržateľnosti v súčasnosti mimoriadne dôležité, keď sa „r“ (úroková sadzba) zvyšuje s klesajúcim „g“ (rastom) v dôsledku zmeny podmienok financovania a celkového oslabenia hospodárskej situácie.

Slabšie výsledky rastu alebo vyššie úrokové miery v nasledujúcom desaťročí by bez prijatia politických opatrení mohli viesť k vyšším mieram zadlženosti. Základná analýza fiškálnej udržateľnosti bola vykonaná s predpokladom priaznivých podmienok financovania. Okrem toho bol navrhnutý nepriaznivý scenár na zachytenie zvýšenia alebo dokonca zvrátenia rozdielu „úrokovej sadzby a rastu“. Podľa tohto scenára sa vo väčšine krajín EÚ očakáva, že

([29]) Klasifikácia rizika fiškálnej udržateľnosti je založená na prognóze Komisie z jari 2022 (uvedenej aj v oddiele o jednotlivých krajinách tejto správy o mechanizme varovania).
([30]) Európska komisia (2022): Správa o fiškálnej udržateľnosti, inštitucionálny dokument č. 171.

projekcia rozdielu „úrokovej sadzby a rastu“ zostane v roku 2032 záporná, ale bude vyššia, než sa predpokladá v základnom scenári. V dôsledku toho by predpokladaný dlh v nepriaznivom scenári bol do roku 2032 vyšší v porovnaní so základným scenárom.

Graf 2.5.2: **Sektor verejnej správy: vybrané grafy**



Zdroj: útvary Európskej Komisie

2.6. FINANČNÝ SEKTOR

Bankový sektor EÚ preukázal odolnosť voči vplyvu pandémie v roku 2021, naďalej však čelí štrukturálne nízkej ziskovosti. Podiel vlastného kapitálu Tier 1 (CET1) zostal v minulom roku (tretí štvrťrok 2021 – druhý štvrťrok 2022) vysoký a stabilný (graf 2.6.1 a). Rentabilita vlastného kapitálu sa vrátila nad úroveň spred pandémie v prostredí vyššieho prevádzkového príjmu a nižších rezerv zaznamenaných počas tohto obdobia, ale ziskovosť predstavuje naďalej štrukturálnu výzvu v celej EÚ v dôsledku nadmernej kapacity a nízkej nákladovej efektívnosti. ([31]) Likvidácia starých nesplácaných úverov pokračovala v roku 2021 a v prvej polovici roku 2022, pričom nedošlo k žiadnemu výraznému nárastu nových nesplácaných úverov napriek postupnému zrušeniu moratória na splácanie úverov zavedeného po vypuknutí pandémie COVID-19 (Graf 2.6.1 b). Poskytovanie úverov nefinančným korporáciám pokračovalo aj napriek postupnému uplynutiu platnosti štátnych záruk poskytnutých počas pandémie COVID-19 a v niektorých krajinách napriek makroprudenciálnemu sprísňovaniu. Úvery pre domácnosti sa v roku 2021 neustále rozširovali na pozadí prudkého nárastu cien obytných nehnuteľností v celej EÚ (graf 2.6.2 a). Úverové podmienky sa začali sprísňovať v druhej polovici roka 2021 a úrokové sadzby úverov sa zvýšili spolu s menovým sprísňovaním, najmä v krajinách mimo eurozóny (grafy 2.6.2 b a c).

Zhoršujúci sa hospodársky výhľad bude mať v budúcnosti nepriaznivý vplyv na kvalitu aktív a ziskovosť bánk. Zatiaľ čo vplyv ruskej invázie na Ukrajinu na finančný sektor EÚ bol zatiaľ obmedzený z dôvodu nízkych priamych finančných expozícii, existujú riziká druhotných účinkov. Zhoršujúci sa hospodársky výhľad a oneskorený vplyv zrušenia podporných opatrení môžu zvýšiť podiel nesplácaných úverov, ktorý bol pre priemernú veľkú banku v EÚ na konci druhého štvrťroka 2022 na úrovni 1,8 %. ([32]) Podporuje to vysoká miera odkladu splátok a podiel úverov zaradených do kategórie s nedostatočnou mierou splácania (úvery 2. fázy) (graf 2.6.2 d), ktorý v druhom štvrťroku 2022 dosiahol v eurozóne 9,5 %. ([33]) ([34]) To je výrazne nad úrovňami spred pandémie a prílev pokračuje v sektoroch, ktoré sa úplne nezotavili z pandémie. ([35]) Kapitálové pomery sa na začiatku roka 2022 mierne znížili v dôsledku nárastu rizikovo vážených aktív, ale v druhom štvrťroku 2022 zostali stabilné, pričom celkový pomer CET1 pre veľké banky zostal na úrovni 15 %. ([36]) Rentabilita vlastného kapitálu bola v druhom štvrťroku 2022 na úrovni 7,9 %, podporená čistým príjmom z úrokov. ([37]) Vyššie ceny energií a zhoršenie hospodárskeho výhľadu obmedzujú mnohých dlžníkov, pričom očakávaný nárast úverových rizík sa už prejavil v poklese ocenení finančného sektora v roku 2022, aj keď je vo všeobecnosti v súlade s celkovým trhovým trendom. Prieskumy bankových úverov v eurozóne naznačujú, že banky v roku 2022 naďalej sprísňovali svoje úverové štandardy pre domácnosti aj podniky, pričom k výraznému sprísneniu došlo v treťom štvrťroku 2022. ([38]). V septembri 2022 generálna rada Európskeho výboru pre systémové riziká (ESRB) vydala varovanie pred zraniteľnosťami vo finančnom systéme EÚ, v ktorom zdôraznila, že riziká ohrozujúce finančnú stabilitu v EÚ a pravdepodobnosť naplnenia scenárov

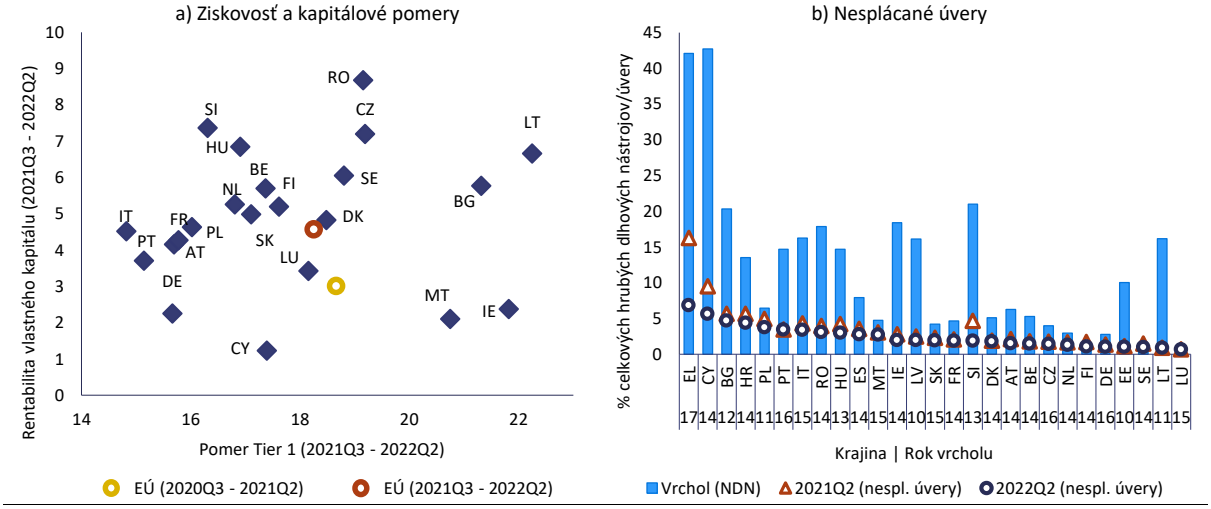
([31]) ECB, Správa o finančnej stabilite, máj 2022.
([32]) Kľúčové indikátory rizika EBA.
([33]) Podľa štandardu IFRS 9 musia príslušné subjekty odteraz rozdeľovať finančné nástroje do troch odlišných fáz, a to „splácané“ (1. fáza), „nedostatočne splácané“ (2. fáza) a „nesplácané“ (3. fáza). Druhá fáza sa týka úverov s výrazným zvýšením úverového rizika od prvotného zaúčtovania.
([34]) Bankové údaje dohľadu ECB.
([35]) Európsky orgán pre bankovníctvo (EBA) v septembri 2022 spustil každoročný postup transparentnosti v rámci celej EÚ a očakáva, že začiatkom decembra zverejní informácie o expozíciách bánk a kvalite aktív spolu so správou EBA o hodnotení rizík.
([36]) Kľúčové indikátory rizika EBA. EBA uverejnil v júli 2022 svoj návrh metodiky stresových testov v rámci celej EÚ na rok 2023, o ktorej sa diskutuje s odvetvím. Metodika pokrýva všetky rizikové oblasti a nadväzuje na metodiku vypracovanú pre stresový test v rámci celej EÚ v roku 2021, pričom zapracované boli určité metodické vylepšenia a väčšia vzorka bánk.
([37]) Prehľad rizík EBA, 2. štvrťrok 2022 a banková štatistika dohľadu ECB, 2. štvrťrok 2022.
([38]) Prieskum bankových úverov ECB v eurozóne, tretí štvrťrok 2022.

koncového rizika sa zvýšili. Identifikované riziká sa týkajú: i) zhoršenia makroekonomického výhľadu, ii) rizík pre finančnú stabilitu vyplývajúce z možnej prudkej korekcie cien aktív a iii) dôsledkov takéhoto vývoja na kvalitu aktív. ([39])

Zvyšovanie úrokových sadzieb predstavuje pre európsky finančný sektor príležitosť aj výzvu, s príslušným nárastom rizika. Pretrvávajúce prostredie nízkych úrokových sadzieb bolo výzvou pre finančný sektor EÚ v predchádzajúcom desaťročí a bolo jedným z dôvodov jeho nízkej ziskovosti. Zatiaľ čo vyššie úrokové sadzby zvyšujú bankový príjem z úrokov, v budúcnosti môžu zvýšiť aj ich náklady na financovanie. Vyššie úrokové sadzby môžu mať navyše negatívny vplyv na ocenenia bankových aktív a kolaterálu vrátane nehnuteľností a cenných papierov. Banky a inštitucionálni investori – najmä poisťovne – by mohli byť takisto konfrontovaní s rovnými alebo inverznými výnosovými krivkami v prostredí hroziacich rizík recesie. Možno očakávať, že zvýšenie nákladov na financovanie spolu s vysokou infláciou a nízkym hospodárskym rastom vyvinie tlak na zraniteľných dlžníkov. ([40]) Pretrvávajúca alebo zvýšená fragmentácia nákladov na štátne financovanie v eurozóne môže mať nepriaznivý vplyv na bankové sektory s výrazne domácou orientáciou. Zatiaľ čo vyššie úrokové sadzby sú pozitívnym vývojom pre poisťovne s portfóliami aktív investovanými prevažne do nízkorizikových aktív, investičné a dôchodkové fondy môžu utrpieť straty z ocenenia ich portfólia s fixným výnosom. Rastúce úrokové sadzby spolu s prehodnocovaním cien aktív ovplyvňujú aj komerčné nehnuteľnosti, ktorým sú banky vystavené čoraz viac. ([41]) Hodnotenie rizika však komplikuje zložitosť trhu s komerčnými nehnuteľnosťami s prítomnosťou nebankových subjektov a medzinárodných subjektov, ako aj značné nedostatky v údajoch. ([42])

([39]) ESRB/2022/7.
([40]) ECB, Správa o finančnej stabilite, máj 2022.
([41]) Na komerčné nehnuteľnosti pripadá viac ako 9 % rizikových expozícií bánk v eurozóne. V eurozóne bola z 12,6 % rastu úverov nefinančným korporáciám medzi 4. štvrťrokom 2019 a 2. štvrťrokom 2022 takmer polovica (5,6 percentuálneho bodu) určená na nehnuteľnosti a odborné služby.
([42]) *Commercial real estate and financial stability – new insights from the euro area credit register*(Komerčné nehnuteľnosti a finančná stabilita – nové poznatky z úverového registra eurozóny), Makroprudenciálny bulletin ECB, číslo 19, október 2022.

Graf 2.6.1: **Banky: ziskovosť, podiely kapitálu a nesplácané úvery**



Podiel vlastného kapitálu Tier 1 (CET1) zahŕňa kmeňové akcie a nerozdelený zisk. Podiel kapitálu Tier 1 a rentabilita vlastného kapitálu sú priemerom štvrťročných údajov za posledný rok (3. štvrťrok 2021 – 2. štvrťrok 2022). Priemerná hodnota pre EÚ nie je vážená veľkosťou hospodárstva. Grécko (EL) s výrazne zápornou rentabilitou vlastného kapitálu (– 6 %) nie je zahrnuté do ľavého grafu. Údaje týkajúce sa „najvyššej hodnoty" odkazujú na podiel hrubých nesplácaných dlhových nástrojov (NDN) na celkových hrubých dlhových nástrojoch; podiely nesplácaných úverov sa uvádzajú za 2. štvrťrok 2021 a 2. štvrťrok 2022; čísla pod kódmi krajín označujú rok, v ktorom NDN dosiahli najvyššiu hodnotu.
Zdroj: konsolidované bankové údaje ECB, útvary Európskej komisie.

Riziká globálnej finančnej stability sa za posledný rok výrazne zvýšili. V roku 2022 sa riziká finančnej stability na celom svete zvýšili v dôsledku vysokej inflácie, sprísňovania finančných podmienok a zvýšenej volatility trhu. ([43]) Preceňovanie rizika na celom svete sa môže prejaviť na finančných trhoch a môže viesť k nestabilite, ako aj k zvýšeniu nákladov na pôžičky pre štátnych a súkromných dlžníkov, niekedy dokonca nesystémovým spôsobom. To predstavuje rôzne výzvy pre rôzne časti finančného sektora a prepojenosť globálneho finančného systému sťažuje predpovedanie, kde by sa mohli prejaviť zraniteľnosti.

Finančný systém je vystavený novým systémovým rizikám, ktoré môžu mať diferencovaný vplyv v rámci EÚ aj eurozóny. Pravdepodobnosť určitých nepriaznivých systémových rizík – najmä rizík zlyhania trhu a úbytku likvidity – sa zvýšila v celej EÚ a môže ovplyvniť bankové aj nebankové finančné inštitúcie. ([44]) Výskyt týchto systémových rizík môže mať v rámci EÚ rozdielny vplyv. Zatiaľ čo v eurozóne môžu rôznorodé politické zásahy členských štátov urýchliť odlišný vývoj, členské štáty mimo eurozóny sú vystavené dodatočným rizikám súvisiacim s úbytkom likvidity a fungovaním trhu s výmennými kurzami. Očakáva sa, že operačné riziká zostanú vysoké, čo súvisí s vyšším rizikom kybernetických útokov v dôsledku narastajúcej digitalizácie. ([45]) Klimatické riziká a zvyšujúca sa expozícia voči kryptoaktívam predstavujú osobitnú výzvu pre niektoré nebankové finančné inštitúcie.

Krajiny s tokov úverov súkromného sektora, konsolidované (% HDP) nad 14 % v roku 2021 označené modrou																									
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	**LU**	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	**SE**

Krajiny s celkovými záväzkami finančného sektora, nekonsolidované (1-ročná zmena v %) nad 16,5 % v roku 2021 označené modrou																									
BE	BG	CZ	DK	DE	**EE**	**IE**	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	**LT**	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	**SK**	FI	SE

([43]) MMF (2022): *Global Financial Stability Report: Navigating the High-Inflation Environment* (Správa o globálnej finančnej stabilite: orientácia v prostredí s vysokou infláciou), október 2022.
([44]) *ESRB Warning on vulnerabilities in the financial system of the EU* (Varovanie ESRB pred zraniteľnosťami vo finančnom systéme EÚ) (ESRB/2022/7), október 2022.
([45]) Prehľad rizík EBA, 2. štvrťrok 2022.

Na úrovni krajín treba zdôrazniť tento vývoj vo finančnom sektore:

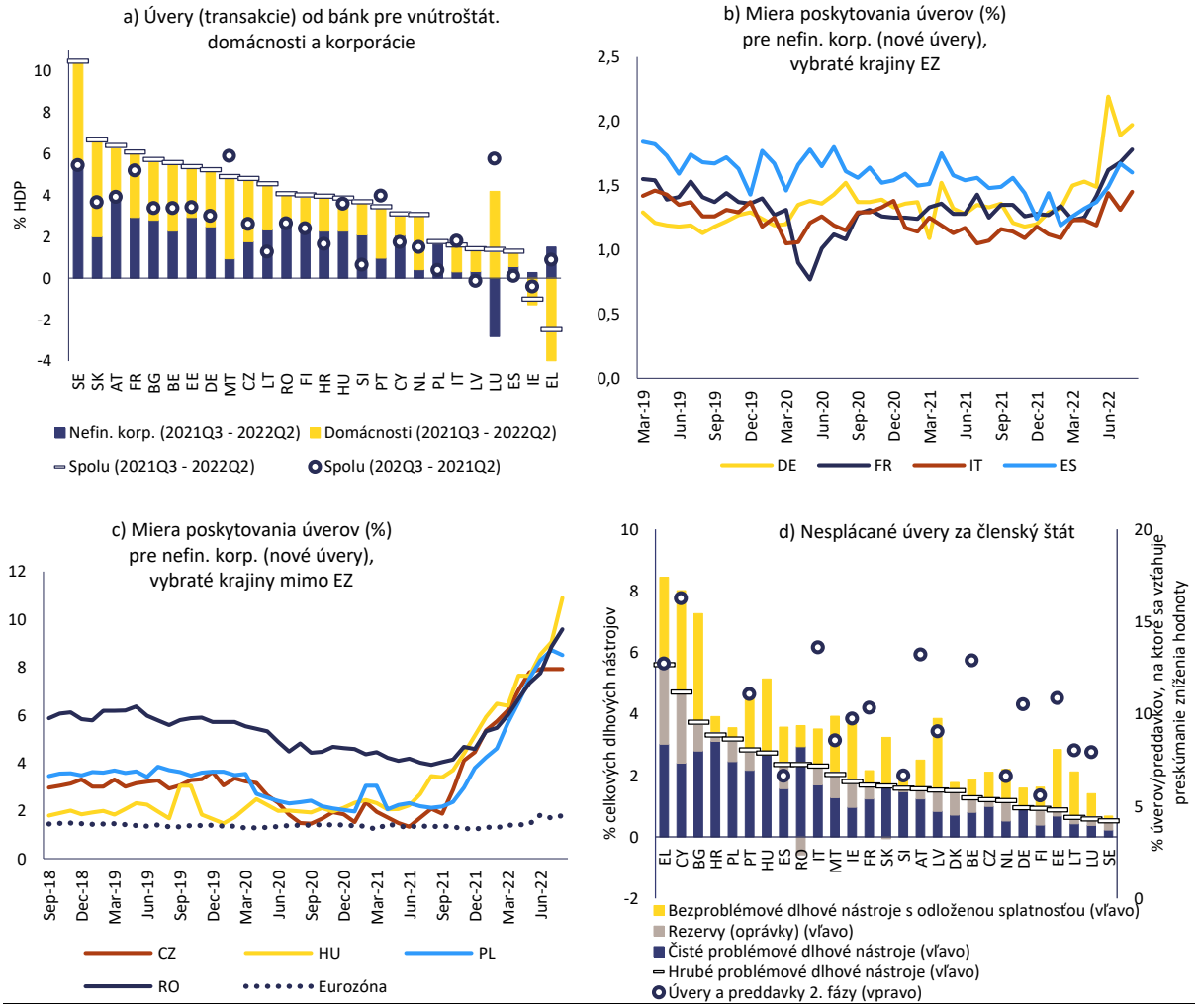
- Niekoľko krajín vrátane Cypru, Grécka a Talianska čelí kombinácii slabej ziskovosti finančného sektora, zraniteľného podnikového sektora a vysokého verejného dlhu, čo zvyšuje riziko negatívnych spätných väzieb. Všetky tri krajiny zaznamenali veľké zlepšenie pomerov nesplácaných úverov, ktoré však zostávajú nad priemerom EÚ (iba mierne v prípade Talianska), zatiaľ čo úvery 2. fázy a úvery s odkladom splatnosti sú zvýšené. V Grécku sa pomer nesplácaných úverov bánk výrazne znížil v dôsledku predajov nesplácaných úverov, čím sa odstránilo riziko pre banky, ale čiastočne sa presunulo do niektorých finančných inštitúcií mimo bankového sektora. Ďalšie obavy vyplývajú zo zápornej ziskovosti bánk a záporných úverových tokov v roku 2021, pričom kapitálový pomer zostal medzi najnižšími v EÚ. Cyperské banky takisto zaznamenali v roku 2021 veľmi nízku ziskovosť, pričom kapitálový pomer sa približoval priemeru EÚ. Talianske banky zaznamenávajú podpriemerný kapitálový pomer a vysokú expozíciu voči verejnému dlhu.

- Kvalita bankových aktív je problémom v Bulharsku, v ktorom nesplácané úvery zostávajú zvýšené, hoci klesajú, v kontexte zvýšeného dlhu s odkladom splatnosti. V eurozóne sú úvery 2. fázy obzvlášť vysoké v Rakúsku. Pomer dlhu s odkladom splatnosti v Maďarsku v roku 2021 výrazne vzrástol.

- Bankové sektory v Írsku, na Malte a v Nemecku sa naďalej vyznačujú veľmi nízkou ziskovosťou a zhoršujúci sa hospodársky výhľad predstavuje riziko jej ďalšieho utlmenia.

- Záväzky finančného sektora vzrástli v roku 2021 nad prahovú hodnotu hodnotiacej tabuľky PMN vo výške 16,5 % v Estónsku, Írsku, Litve a na Slovensku. Úverový tok súkromného sektora prekročil prahovú hodnotu hodnotiacej tabuľky PMN vo výške 14 % v Luxembursku a Švédsku.

Graf 2.6.2: **Finančný sektor: vybrané grafy**



Zdroj: ECB.

3. ODDIEL O JEDNOTLIVÝCH KRAJINÁCH

3.1. BELGICKO

V Belgicku je pomer dlhu súkromného sektora a verejného dlhu k HDP vysoký, hoci súvisiace riziká sa zdajú obmedzené. Objavujú sa obavy týkajúce sa nákladovej konkurencieschopnosti, pričom nominálne jednotkové náklady práce budú výrazne rásť. Verejný dlh Belgicka zostáva vysoký aj napriek jeho nedávnemu zníženiu.

V predchádzajúcom kole PMN Komisia v prípade Belgicka nevykonala hĺbkové preskúmanie a neidentifikovala makroekonomické nerovnováhy. Tento rok Komisia nepovažuje za potrebné vykonávať v prípade Belgicka ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Rast reálneho HDP sa predpokladá na úrovni 2,8 % v roku 2022 a 0,2 % v roku 2023. Inflácia je vysoká. V októbri sa medziročne zvýšila na 13,1 %, pričom jadrová inflácia sa odhaduje na 4,8 %. Ceny budú rásť rýchlejšie ako mzdy.

Zo záverov hodnotiacej tabuľky pre Belgicko vyplýva, že v roku 2021 tri ukazovatele prekračovali svoje orientačné prahové hodnoty, a to dlh súkromného sektora, verejný dlh a zmena nezamestnanosti mladých ľudí. Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky poukazujú na tento relevantný vývoj:

- Objavujú sa obavy týkajúce sa **nákladovej konkurencieschopnosti**. Nominálne jednotkové náklady práce v roku 2021 mierne klesli po výraznom zvýšení v roku 2020 v súvislosti s pandémiou, ale predpokladá sa, že v rokoch 2022 a 2023 sa výrazne zvýšia v dôsledku relatívne výrazného nárastu nominálnych miezd. Toto zvýšenie predstavuje zrýchlenie v porovnaní s bezprostredným obdobím pred pandémiou a je výraznejšie než v prípade rovnocenných partnerov Belgicka v eurozóne. Reálny efektívny výmenný kurz založený na HICP sa v roku 2021 nepatrne zhodnotil. Medziročne sa však do augusta 2022 znehodnotil.

- Pomer **dlhu nefinančných korporácií** k HDP zostáva jedným z najvyšších v EÚ, ale má klesajúcu tendenciu. Mierne klesol na 106,9 % v roku 2021, keďže výrazný rast vykompenzoval obnovenie úverových tokov. V prvom polroku 2022 pokračoval v znižovaní, existujú však rizikové faktory spojené s makroekonomickým prostredím. Dlh je aktuálne o 11 percentuálnych bodov nižší než v roku 2019, ale zostáva nad obozretnými aj základnými referenčnými hodnotami. Vysoký podiel cezhraničných vnútroskupinových úverov na podnikových dlhoch znižuje riziká.

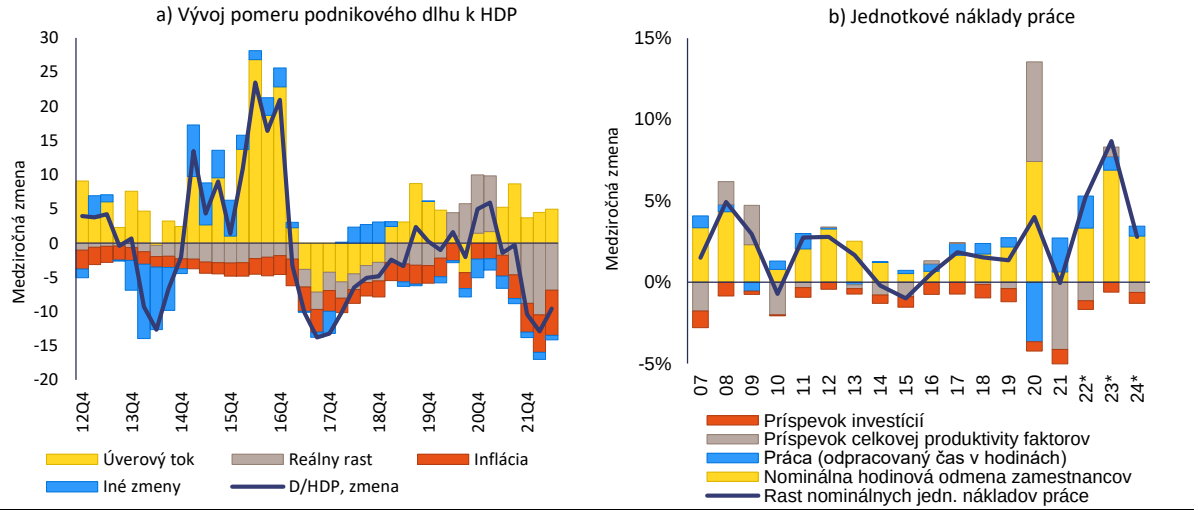
- Pomer **dlhu domácností** k HDP sa mierne znižuje, ale zostáva vysoký. Po výraznom náraste v roku 2020 sa v roku 2021 znížil, keďže sa očakáva, že čisté úverové toky zostanú mierne. Miera zadlženosti domácností mierne klesla aj v prvom polroku 2022 a priblížila sa k úrovni spred pandémie. Rast nominálnej produkcie pravdepodobne bude v roku 2022 vzhľadom na mieru inflácie naďalej podporovať znižovanie dlhu. Dlh domácností je nad základnou referenčnou hodnotou, ale pod obozretnou referenčnou hodnotou. Nesplácaný dlh domácností zostáva nízky; vysoký podiel hypotekárnych úverov s dlhými fixnými sadzbami a predpokladaný skutočný nárast kompenzácie znižuje v krátkodobom horizonte riziká spojené s dlhom domácností.

- Obavy spojené s vývojom **cien obytných nehnuteľností** narastajú. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností sa v roku 2021 zrýchlil na 7,1 %. Nominálny medziročný rast cien

obytných nehnuteľností dosiahol v druhom štvrťroku 2022 úroveň 5,9 %. Podľa odhadov boli ceny obytných nehnuteľností v roku 2021 nadhodnotené o 23,4 %.

- V Belgicku existujú riziká spojené s vysokým **verejným dlhom**. Verejný dlh sa v roku 2021 znížil na 109,2 % HDP, keďže výrazný rast priniesol značný účinok menovateľa. Stále však predstavuje približne 12 percentuálnych bodov nad úrovňou z roku 2019. Verejný dlh by mal v roku 2022 opäť klesnúť, predpokladá sa však, že v rokoch 2023 a 2024 mierne vzrastie. Deficit verejných financií zostáva vysoký, aj keď v roku 2021 klesol na 5,6 %, a predpokladá sa, že v roku 2022 sa mierne zníži, po čom sa opäť mierne zvýši. Riziká fiškálnej udržateľnosti sú vysoké zo strednodobého aj dlhodobého hľadiska v dôsledku dlhodobých prognóz vývoja dlhu a zvyšovania nákladov súvisiacich so starnutím obyvateľstva.

Graf 3.1.1: **Vybrané grafy: Belgicko**



Zdroj: Ameco, Eurostat a útvary Európskej komisie.

Tabuľka 3.1.1: **Kľúčové ekonomické a finančné ukazovatele, Belgicko**

	Prahové hodnoty	*enčná hodenčná hodn*		*2019*	*2020*	*2021*	prognóza *2022*	*2023*
Zahraničná pozícia								
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP, 3-ročný priemer)	**-4%/6%**			**0.0**	**0.1**	**0.5**	**-0.4**	**-1.7**
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP)		0.8 (1)	2.2 (2)	0.1	1.1	0.4	-2.7	-2.9
Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	**-35%**	**-81.5 (3)**	**11.1 (4)**	**40.9**	**47.0**	**59.9**	**51.7**	**45.7**
NENDI – Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (% HDP) (5)				36.1	34.6	37.3		
Konkurencieschopnosť								
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (zmena za 3 roky v %)	**9% (EZ) 12% (mimo EZ)**			**4.8**	**7.1 p**	**5.4 p**	**9.6**	**15.0**
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (medziročná zmena v %)				1.4	4.1 p	-0.1 p	5.4	9.2
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 3 roky v %)	**±5% (EZ) ±11% (mimo EZ)**			**2.7**	**2.5**	**0.6**	**-1.9**	**-5.0**
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 1 rok v %)				-1.2	1.3	0.5	-3.6	-2.0
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 5 rokov v %)	**-6%**			**-2.3**	**10.1**	**2.4**	**2.2**	**2.4**
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 1 rok v %)				-0.5	4.7	-0.5	0.1	-1.3
Dlh súkromného sektora								
Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	**133%**			**178.3**	**180.9 p**	**169.0 p**	**159.9**	**154.1**
Úverový tok v súkromnom sektore, konsolidovaný (% HDP)	**14%**			**4.7**	**-3.3 p**	**3.8 p**	**5.9**	**7.6**
Dlh domácností, konsolidovaný (% HDP)		48.8 (6)	66.8 (7)	60.4	65.6	62.1	60,7	60,3
Dlh nefinančných korporácií, konsolidovaný (% HDP)		72.3 (6)	71.9 (7)	117,9	115,3	106,9	99,2	93,8
Trh s bývaním								
Index cien nehnuteľností na bývanie, deflovaný (zmena za 1 rok v %)	**6%**			**2.5**	**3.3**	**4.5**	**-2.1**	**-1.4**
Index cien nehnuteľností na bývanie, nominálny (zmena za 1 rok v %)		23.4 (8)		4,0	4,2	7,1	3,5	1,1
Dlh verejnej správy								
Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)	**60%**			**97.6**	**112.0**	**109.2**	**106.2**	**107.9**
Saldo verejnej správy (% HDP)				-1,9	-9,0	-5,6	-5,2	-5,8
Bankový sektor								
Záväzky finančného sektora spolu, nekonsolidované (zmena za 1 rok v %)	**16.5%**			**5.8**	**8.8**	**7.5**	**6.1**	
Rentabilita vlastného kapitálu (v %)				8,6	5,9	9,9		
Podiel vlastného kapitálu Tier 1		10.6 (9)		15,5	17,1	17,6		
Hrubé nesplácané úvery, domáce a zahraničné subjekty (% hrubých úverov)				2.1e	2.1e	1.6p	1,4	
Trh práce								
Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	**10%**			**6.2 b**	**5.8**	**5.9**	**6.0**	**6.2**
Miera nezamestnanosti (ročná úroveň)		6.4 (10)		5.5	5.8	6.3	5.8	6.4
Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva – % populácie vo veku 15 – 64 rokov (zmena za 3 roky v percentuálnych bodoch)	**-0,2 p. b.**			**1.4**	**0.4 b**	**1.1**	**1.9**	**2.3**
Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**0,5 p. b.**			**-1.6**	**-1.0**	**0.0**		
Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**2 p. b.**			**-5.8**	**-3.5**	**2.2**		

Poznámky: pozri prílohu 1.

Zdroj: útvary Komisie, Eurostat a ECB, Európska komisia v prípade prognózovaných údajov (prognóza z jesene 2022).

3.2. BULHARSKO

V prípade Bulharska existujú obavy týkajúce sa nákladovej konkurencieschopnosti a podnikového dlhu, hoci súvisiace riziká sa zdajú obmedzené. Nominálne jednotkové náklady práce sa v posledných rokoch výrazne zvyšujú a očakáva sa, že budú naďalej rásť v kontexte veľmi vysokej jadrovej inflácie a výrazného rastu nominálnych miezd. Dlh nefinančných korporácií klesá, zostáva však pomerne vysoký.

V predchádzajúcom kole PMN Komisia v prípade Bulharska nevykonala hĺbkové preskúmanie a neidentifikovala makroekonomické nerovnováhy. Tento rok Komisia nepovažuje za potrebné vykonávať v prípade Bulharska ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Rast reálneho HDP sa predpokladá na úrovni 3,1 % v roku 2022 a 1,1 % v roku 2023. Inflácia je vysoká, a to aj v porovnaní s mnohými obchodnými partnermi Bulharska v eurozóne. V septembri sa medziročne zvýšila na 15,6 %, pričom jadrová inflácia sa odhaduje na 9,4 %. Mzdy budú rýchlo rásť v súlade s cenami.

Zo záverov hodnotiacej tabuľky pre Bulharsko vyplýva, že v roku 2021 jeden ukazovateľ prekračoval svoju orientačnú prahovú hodnotu, a to rast nominálnych jednotkových nákladov práce. Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky poukazujú na tento relevantný vývoj:

- Obavy z **vonkajšej udržateľnosti** nie sú výrazné. Bežný účet zaznamenal v roku 2021 malý deficit 0,5 % HDP, ktorý by sa mal v budúcnosti prehĺbiť. Záporná čistá medzinárodná investičná pozícia, ktorá pozostáva prevažne z priamych zahraničných investícií, sa v roku 2021 zlepšila a očakáva sa, že sa do roku 2024 priblíži k rovnováhe. Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania, je kladná a vysoká.

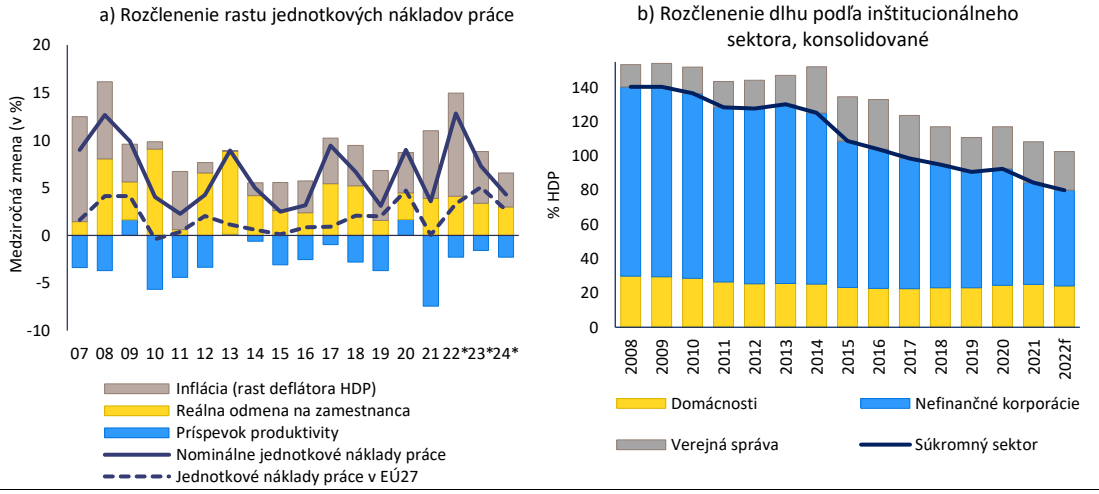
- Tlaky na **nákladovú konkurencieschopnosť**, ktoré existovali už pred pandémiou ochorenia COVID-19, pretrvávajú. Nominálne jednotkové náklady práce sa v posledných rokoch výrazne zvyšujú a očakáva sa, že budú naďalej rásť v kontexte veľmi vysokej jadrovej inflácie, nedostatku pracovnej sily a výrazného rastu nominálnych miezd. Reálny efektívny výmenný kurz založený na HICP sa v roku 2021 nepatrne zhodnotil, pričom jeho zhodnocovanie pokračovalo do augusta 2022.

- **Dlh nefinančných korporácií** zostáva v porovnaní s rovnocennými krajinami z tohto regiónu vysoký a presahuje fundamenty, má však klesajúcu tendenciu. Po určitom zvýšení v roku 2020 v dôsledku krízy spôsobenej pandémiou COVID-19 sa pomer dlhu nefinančných korporácií k HDP v roku 2021 opäť znížil na 59,5 %. V prvom polroku 2022 sa ďalej znížil, existujú však riziká spojené s makroekonomickým prostredím. Rovnako ako v mnohých iných členských štátoch mimo eurozóny je podiel podnikových úverov denominovaných v cudzej mene vysoký. Podnikovú zadlženosť sprevádzajú vysoké vankúše likvidity, ktoré zmierňujú riziká, vyskytujú sa však aj nesplácané úvery. Pomer dlhu domácností k HDP je nižší ako obozretné referenčné hodnoty a referenčné hodnoty založené na fundamentoch, ale prevaha variabilných sadzieb úverov na bývanie vystavuje zadlžené domácnosti riziku vyšších úrokových sadzieb.

- Prítomné sú obavy spojené s vývojom **cien obytných nehnuteľností**. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností sa zrýchlil zo 4,6 % na 8,7 % v roku 2021. Nominálny medziročný rast cien obytných nehnuteľností sa v druhom štvrťroku 2022 zvýšil na 14,6 %. Metriky rozdielov v oceňovaní však nevykazujú známky potenciálneho nadhodnotenia.

- V **bankovom sektore** pretrvávajú obavy súvisiace najmä s kvalitou jeho aktív. Pomer nesplácaných úverov v roku 2021 ďalej klesol na 4,8 %, no zostáva výrazne nad priemerom EÚ. Vysoký zostáva aj pomer nedostatočne splácaných dlhov (2. fáza) a úverov s odkladom splatnosti, ktoré sa po pandémii zvýšili. Platnosť moratória na súkromné úvery uplynula až v decembri 2021. Zatiaľ čo podiel kapitálu Tier 1 je výrazne nad priemerom EÚ, rentabilita vlastného kapitálu je nízka.

Graf 3.2.1: **Vybrané grafy: Bulharsko**



Zdroj: Ameco, Eurostat a útvary Európskej komisie.

Tabuľka 3.2.1: **Kľúčové ekonomické a finančné ukazovatele, Bulharsko**

	Prahové hodnoty		*ročná hodnota*	*2019*	*2020*	*2021*	prognóza *2022*	prognóza *2023*
Zahraničná pozícia								
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP, 3-ročný priemer)	**-4%/6%**			**2.0**	**0.9**	**0.5**	**-0.6**	**-1.6**
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP)		-0.8 (1)	-4.0 (2)	1.9	0.0	-0.5	-1.2	-3.0
Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	**-35%**	**-37.2 (3)**	**-20.9 (4)**	**-30.2**	**-26.1**	**-18.4**	**-13.7**	**-13.3**
NENDI – Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (% HDP) (5)				40.2	47.9	49.8		
Konkurencieschopnosť								
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (zmena za 3 roky v %)	**9% (EZ) 12% (mimo EZ)**			**20.4**	**19.9**	**16.4**	**26.9**	**25.5**
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (medziročná zmena v %)				3.1	9.0	3.6	12.3	7.8
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 3 roky v %)	**±5% (EZ) ±11% (mimo EZ)**			**4.6**	**7.1**	**3.8**	**4.6**	**-1.6**
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 1 rok v %)				0.0	2.9	0.8	1.0	-3.5
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 5 rokov v %)	**-6%**			**15.1**	**15.7**	**12.2**	**10.6**	**9.2**
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 1 rok v %)				2.7	-0.7	5.0	3.1	-1.1
Dlh súkromného sektora								
Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	**133%**			**90.7**	**92.5**	**84.4**	**80.0**	**75.2**
Úverový tok v súkromnom sektore, konsolidovaný (% HDP)	**14%**			**5.6**	**3.6**	**4.4**	**7.1**	**6.0**
Dlh domácností, konsolidovaný (% HDP)		78.6 (6)	28.5 (7)	23.0	24.4	24.9	24,1	25,5
Dlh nefinančných korporácií, konsolidovaný (% HDP)		105.3 (6)	52.0 (7)	67,7	68,1	59,5	55,9	49,7
Trh s bývaním								
Index cien nehnuteľností na bývanie, deflovaný (zmena za 1 rok v %)	**6%**			**3.9**	**5.2**	**2.5 p**	**0.9**	**0.5**
Index cien nehnuteľností na bývanie, nominálny (zmena za 1 rok v %)		-0.5 (8)		6,0	4,6	8,7	9,3	5,3
Dlh verejnej správy								
Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)	**60%**			**20.0**	**24.5**	**23.9**	**22.5**	**23.6**
Saldo verejnej správy (% HDP)				2,1	-3,8	-3,9	-3,4	-2,8
Bankový sektor								
Záväzky finančného sektora spolu, nekonsolidované (zmena za 1 rok v %)	**16.5%**			**5.2**	**10.6**	**9.5**	**2.6**	
Rentabilita vlastného kapitálu (v %)				11,2	4,9	8,8		
Podiel vlastného kapitálu Tier 1		10.6 (9)		18,4	22,0	22,0		
Hrubé nesplácané úvery, domáce a zahraničné subjekty (% hrubých úverov)				6.5e	5.9e	4.8p	4,3	
Trh práce								
Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	**10%**			**6.2**	**5.8**	**5.5**	**5.5**	**5.2**
Miera nezamestnanosti (ročná úroveň)		4.9 (10)		5.2	6.1	5.3	5.2	5.2
Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva – % populácie vo veku 15 – 64 rokov (zmena za 3 roky v percentuálnych bodoch)	**-0,2 p. b.**			**4.5**	**0.9**	**0.6**	**0.6**	**1.7**
Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**0,5 p. b.**			**-2.1**	**-1.2**	**-1.0**		
Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**2 p. b.**			**-8.3**	**1.3**	**-0.1**		

Poznámky: pozri prílohu 1.

Zdroj: útvary Komisie, Eurostat a ECB, Európska komisia v prípade prognózovaných údajov (prognóza z jesene 2022).

3.3. ČESKO

V Česku pretrvávajú obavy týkajúce sa nákladovej konkurencieschopnosti a vývoja cien obytných nehnuteľností, ktoré existovali už pred pandémiou COVID-19. Nominálne jednotkové náklady práce budú ďalej rásť, pričom prebieha zhodnocovanie reálneho efektívneho výmenného kurzu a jadrová inflácia je veľmi vysoká v porovnaní s rovnocennými partnermi Česka v eurozóne. Nominálny rast cien obytných nehnuteľností patrí medzi najvyššie v EÚ, zatiaľ čo ceny obytných nehnuteľností sa odhadujú ako nadhodnotené.

V predchádzajúcom kole PMN Komisia v prípade Česka nevykonala hĺbkové preskúmanie a neidentifikovala makroekonomické nerovnováhy. Tento rok Komisia považuje v prípade Česka za vhodné preskúmať novovznikajúce slabé miesta a ich dôsledky prostredníctvom hĺbkového preskúmania.

Rast reálneho HDP sa predpokladá na úrovni 2,5 % v roku 2022 a 0,1 % v roku 2023. Inflácia je v súčasnosti veľmi vysoká v porovnaní s obchodnými partnermi Česka v eurozóne, pričom ju sprevádza reštriktívna menová politika. V septembri sa medziročne zvýšila na 17,8 %, pričom hlavná sadzba menovej politiky vzrástla na 7 %. Jadrová inflácia sa v septembri odhadovala na 13,7 %. Ceny budú rásť rýchlejšie ako mzdy.

Zo záverov hodnotiacej tabuľky pre Česko vyplýva, že v roku 2021 dva ukazovatele prekračovali svoje orientačné prahové hodnoty, a to rast nominálnych jednotkových nákladov práce a rast reálnych cien obytných nehnuteľností. Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky poukazujú na tento relevantný vývoj:

- Obavy týkajúce sa **vonkajšej udržateľnosti** zostávajú obmedzené. Po siedmich rokoch prebytkov sa saldo bežného účtu v roku 2021 posunulo do deficitu 0,8 % HDP, čo bolo spôsobené zníženým prebytkom tovarov pri rastúcom dovoze a vyššími nákladmi na energie. Predpokladá sa, že deficit bude rásť, pričom medziročné údaje poukazujú na ďalšie zníženie bilancie tovarov. Mierne záporná čistá medzinárodná investičná pozícia sa však ďalej zlepšila, no predpokladá sa, že v budúcnosti sa bude mierne zhoršovať. Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania, je kladná a vysoká.

- Pretrvávajú obavy týkajúce sa **nákladovej konkurencieschopnosti,** ktoré existovali už pred pandémiou COVID-19. Nominálne jednotkové náklady práce sa v posledných rokoch v podmienkach napätého trhu práce výrazne zvyšujú. Po dočasnom zmiernení v roku 2021 sa predpokladá, že rast jednotkových nákladov práce bude v rokoch 2022 a 2023 opäť vysoký. Reálny efektívny výmenný kurz založený na HICP sa v roku 2021 zhodnotil a zhodnocovanie prebieha aj v roku 2022. K tomuto zvýšeniu prispel rozdiel v miere inflácie, ako aj posilnenie nominálneho efektívneho výmenného kurzu voči eurozóne.

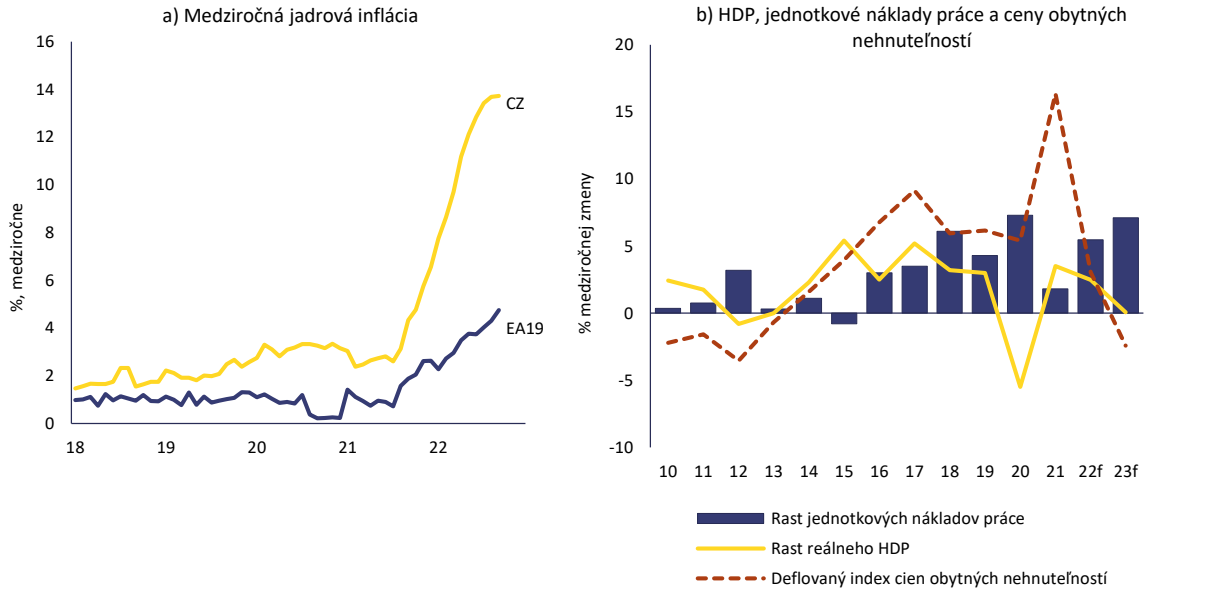
- Veľmi vysoký rast **cien obytných nehnuteľností** naďalej vyvoláva obavy. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností sa zrýchlil z 8,5 % v roku 2020 na 19,7 % v roku 2021, pričom tento rast bol jedným z najrýchlejších v EÚ. Nominálny medziročný rast cien obytných nehnuteľností sa v druhom štvrťroku 2022 zvýšil na 23,1 %. Podľa odhadov boli ceny obytných nehnuteľností v roku 2021 nadhodnotené o 25 %. V roku 2021 došlo aj k výraznému nárastu hypotekárnych úverov vrátane nových úverov, čo bolo dôsledkom očakávaní týkajúcich sa menového sprísňovania. Tento trend sa zvrátil v roku 2020 po zavedení prísnych makroprudenciálnych opatrení a po výraznom zvýšení úrokových sadzieb hypotekárnych úverov. Pomer dlhu domácností k HDP zostal v podstate nezmenený, pričom zostal pod referenčnými hodnotami.

- Riziká súvisiace s **verejným dlhom** zostávajú relatívne nízke. Pomer verejného dlhu k HDP je stále relatívne nízky, hoci v roku 2021 vzrástol na 42 % a predpokladá sa, že bude naďalej mierne rásť. Deficit verejných financií sa v roku 2021 znížil na 5,1 % a predpokladá sa, že sa

bude naďalej zlepšovať. Riziká dlhodobej fiškálnej udržateľnosti sú navyše vysoké v dôsledku starnutia obyvateľstva.

- **Bankový sektor** je stabilný a odolný. Banky sú dostatočne kapitálovo vybavené a ich ziskovosť je vysoká. Podiel nesplácaných úverov zostáva nízky. Výrazné zvýšenie úrokových sadzieb úverov môže znížiť relatívne vysoké objemy úverov a prispieť k určitej korekcii cien obytných nehnuteľností.

Graf 3.3.1: **Vybrané grafy: Česko**



Zdroj: Eurostat a útvary Európskej komisie.

Tabuľka 3.3.1: **Kľúčové ekonomické a finančné ukazovatele, Česko**

	Prahové hodnoty	*enčná hodenčná hodn*		*2019*	*2020*	*2021*	prognóza *2022*	*2023*
Zahraničná pozícia								
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP, 3-ročný priemer)	**-4%/6%**			**0.8**	**0.9**	**0.5**	**-1.0**	**-3.5**
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP)		0.8 (1)	-2.9 (2)	0.3	2.0	-0.8	-4.1	-5.4
Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	**-35%**	**-64.0 (3)**	**6.5 (4)**	**-19.8**	**-16.3**	**-15.6**	**-17.1**	**-15.8**
NENDI – Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (% HDP) (5)				30.2	37.3	36.4		
Konkurencieschopnosť								
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (zmena za 3 roky v %)	**9% (EZ) 12% (mimo EZ)**			**14.5**	**18.7**	**13.9**	**15.2**	**15.0**
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (medziročná zmena v %)				4.3	7.3	1.8	5.5	7.1
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 3 roky v %)	**±5% (EZ) ±11% (mimo EZ)**			**8.7**	**5.6**	**5.0**	**8.7**	**7.5**
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 1 rok v %)				0.3	0.7	3.9	3.9	-0.3
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 5 rokov v %)	**-6%**			**4.8**	**8.1**	**-1.1**	**-1.6**	**-2.4**
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 1 rok v %)				-1.0	2.4	-4.5	0.7	0.1
Dlh súkromného sektora								
Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	**133%**			**78.6**	**81.7**	**78.8**	**74.9**	**69.4**
Úverový tok v súkromnom sektore, konsolidovaný (% HDP)	**14%**			**1.4**	**0.6**	**2.9**	**5.9**	**5.6**
Dlh domácností, konsolidovaný (% HDP)		62.8 (6)	46.3 (7)	31.5	33.9	34.4	34,1	33,7
Dlh nefinančných korporácií, konsolidovaný (% HDP)		88.5 (6)	63.1 (7)	47,1	47,8	44,4	40,8	35,7
Trh s bývaním								
Index cien nehnuteľností na bývanie, deflovaný (zmena za 1 rok v %)	**6%**			**6.2**	**5.4**	**16.4**	**3.8**	**-4.4**
Index cien nehnuteľností na bývanie, nominálny (zmena za 1 rok v %)		25.3 (8)		9,2	8,5	19,7	15,1	2,8
Dlh verejnej správy								
Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)	**60%**			**30.0**	**37.7**	**42.0**	**42.9**	**44.2**
Saldo verejnej správy (% HDP)				0,3	-5,8	-5,1	-4,3	-4,1
Bankový sektor								
Záväzky finančného sektora spolu, nekonsolidované (zmena za 1 rok v %)	**16.5%**			**4.6**	**4.8**	**7.9**	**0.2**	
Rentabilita vlastného kapitálu (v %)				13,9	6,7	10,6		
Podiel vlastného kapitálu Tier 1		10.6 (9)		18,2	20,3	19,8		
Hrubé nesplácané úvery, domáce a zahraničné subjekty (% hrubých úverov)				1.7e	1.9e	1.7p	1,4	
Trh práce								
Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	**10%**			**2.4**	**2.3**	**2.5**	**2.7**	**2.9**
Miera nezamestnanosti (ročná úroveň)		2.7 (10)		2.0	2.6	2.8	2.7	3.3
Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva – % populácie vo veku 15 – 64 rokov (zmena za 3 roky v percentuálnych bodoch)	**-0,2 p. b.**			**1.7**	**0.5**	**0.0**	**-1.7**	**-0.9**
Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**0,5 p. b.**			**-1.1**	**-0.4**	**0.1**		
Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**2 p. b.**			**-4.9**	**0.1**	**1.5**		

Poznámky: pozri prílohu 1.

Zdroj: útvary Komisie, Eurostat a ECB, Európska komisia v prípade prognózovaných údajov (prognóza z jesene 2022).

3.4. DÁNSKO

V Dánsku je rast cien obytných nehnuteľností a súkromný dlh vysoký, hoci súvisiace riziká sa zdajú obmedzené. Prebytok bežného účtu je veľmi vysoký. Nominálny rast cien obytných nehnuteľností patrí medzi najvyššie v EÚ, pričom sa odhaduje, že ich ceny sú mierne nadhodnotené. Pomer dlhu domácností a nefinančných korporácií k HDP je vysoký a presahuje obozretné referenčné hodnoty aj referenčné hodnoty založené na fundamentoch, hoci klesá.

V predchádzajúcom kole PMN Komisia v prípade Dánska nevykonala hĺbkové preskúmanie a neidentifikovala makroekonomické nerovnováhy. Tento rok Komisia nepovažuje za potrebné vykonávať v prípade Dánska ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Rast reálneho HDP sa predpokladá na úrovni 3,0 % v roku 2022 a 0 % v roku 2023. Inflácia je vysoká a dochádza k výraznému sprísňovaniu menovej politiky. Medziročne sa inflácia v septembri zvýšila na 11,1 %, pričom jadrová inflácia sa odhaduje na 5,2 %. Ceny budú rásť rýchlejšie ako mzdy.

Zo záverov hodnotiacej tabuľky pre Dánsko vyplýva, že v roku 2021 tri ukazovatele prekračovali svoje orientačné prahové hodnoty, a to saldo bežného účtu, rast reálnych cien obytných nehnuteľností a dlh súkromného sektora. Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky poukazujú na tento relevantný vývoj:

- Problémy **vonkajšieho sektora** súvisia s veľmi vysokým prebytkom bežného účtu, ktorý sa v roku 2021 zvýšil na 9 % HDP. Predpokladá sa, že prebytok v roku 2022 klesne, ale zostane jasne nad hornou hranicou PMN, keďže bilancia v oblasti služieb naberá na sile. Nahromadené prebytky viedli k vysokej čistej medzinárodnej investičnej pozícii, ktorá v roku 2021 dosiahla 77 % HDP, hoci sa predpokladá, že sa v budúcnosti zníži. Veľká čistá medzinárodná investičná pozícia generuje kladný čistý primárny príjem, ktorý posilňuje veľký prebytok bežného účtu.

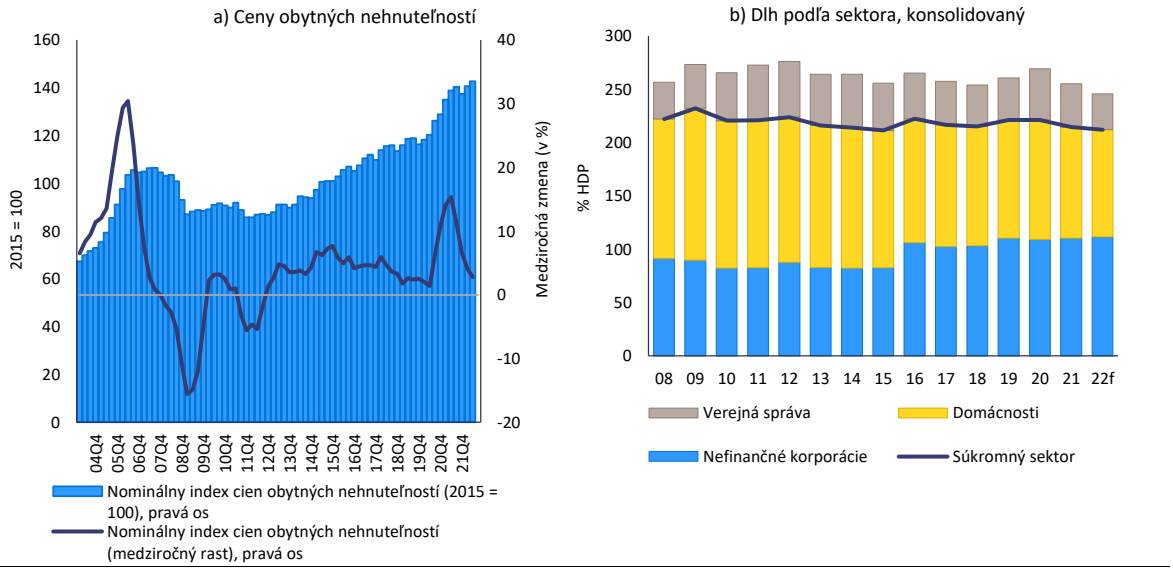
- Obavy týkajúce sa **nákladovej konkurencieschopnosti** sú naďalej obmedzené. Nominálne jednotkové náklady práce sa v roku 2021 mierne zvýšili a predpokladá sa, že v rokoch 2022 a 2023 sa zvýšia výraznejšie. Reálny efektívny výmenný kurz založený na HICP sa v roku 2021 nepatrne znehodnotil. Medziročne sa do augusta 2022 naďalej znehodnocoval.

- **Dlh nefinančných korporácií** je vysoký a v roku 2021 sa mierne zvýšil na 110,4 % HDP. Zostáva nad obozretnými aj základnými referenčnými hodnotami. Úverové toky nefinančných korporácií v % HDP sú vysoké, ale v druhom štvrťroku 2022 sa znížili.

- Pomer **dlhu domácností** k HDP zostáva najvyšší v EÚ a presahuje obozretné referenčné hodnoty i referenčné hodnoty založené na fundamentoch. V roku 2021 však klesol a v prvej polovici roka 2022 naďalej klesal, keďže čisté úverové toky zostávajú mierne. Očakáva sa, že nominálny HDP v roku 2022 podporí znižovanie dlhu. Nesplácaný dlh domácností zostáva nízky. Približne polovica hypotekárnych úverov má pohyblivú sadzbu alebo fixáciu do piatich rokov.

- Veľmi vysoký **rast cien obytných nehnuteľností** naďalej vyvoláva obavy. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností sa zrýchlil z 5,1 % na 11,7 % v roku 2021, pričom tento rast bol jedným z najrýchlejších v EÚ. Nominálny medziročný rast cien obytných nehnuteľností sa v druhom štvrťroku 2022 spomalil na 2,8 %. Podľa odhadov boli ceny obytných nehnuteľností v roku 2021 nadhodnotené o 20 %.

Graf 3.4.1: **Vybrané grafy: Dánsko**



Zdroj: Eurostat, ECB a útvary Európskej komisie.

Tabuľka 3.4.1: **Kľúčové ekonomické a finančné ukazovatele, Dánsko**

	Prahové hodnoty	*enčná hodnota*	*enčná hodn*	*2019*	*2020*	*2021*	prognóza *2022*	prognóza *2023*
Zahraničná pozícia								
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP, 3-ročný priemer)	**-4%/6%**			**7.9**	**7.9**	**8.5**	**7.9**	**7.7**
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP)		1.1 (1)	2.7 (2)	8.5	7.9	9.0	6.7	7.4
Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	**-35%**	**-91.7 (3)**	**19.9 (4)**	**77.7**	**70.0**	**77.0**	**71.7**	**80.6**
NENDI – Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (% HDP) (5)				29.0	32.6	32.1		
Konkurencieschopnosť								
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (zmena za 3 roky v %)	**9% (EZ) 12% (mimo EZ)**			**3.4**	**6.7**	**6.1**	**8.9**	**8.6**
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (medziročná zmena v %)				1.9	3.5	0.6	4.6	3.2
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 3 roky v %)	**±5% (EZ) ±11% (mimo EZ)**			**-0.2**	**0.9**	**-1.1**	**-4.9**	**-8.7**
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 1 rok v %)				-1.8	1.5	-0.9	-5.5	-2.5
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 5 rokov v %)	**-6%**			**1.7**	**10.6**	**6.5**	**8.7**	**9.3**
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 1 rok v %)				2.3	6.6	-2.3	1.5	1.0
Dlh súkromného sektora								
Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	**133%**			**221.2**	**221.3**	**214.7**	**212.2**	**206.9**
Úverový tok v súkromnom sektore, konsolidovaný (% HDP)	**14%**			**10.5**	**5.0**	**12.3**	**10.4**	**13.6**
Dlh domácností, konsolidovaný (% HDP)		69.7 (6)	93.7 (7)	110.6	111.9	104.3	100,5	97,8
Dlh nefinančných korporácií, konsolidovaný (% HDP)		96.2 (6)	99.6 (7)	110,6	109,4	110,4	111,7	109,1
Trh s bývaním								
Index cien nehnuteľností na bývanie, deflovaný (zmena za 1 rok v %)	**6%**			**1.4**	**4.7**	**9.5**	**-6.3**	**-1.6**
Index cien nehnuteľností na bývanie, nominálny (zmena za 1 rok v %)		20.0 (8)		2,4	5,1	11,7	1,1	-0,7
Dlh verejnej správy								
Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)	**60%**			**33.7**	**42.2**	**36.6**	**33.7**	**32.8**
Saldo verejnej správy (% HDP)				4,1	0,2	3,6	1,8	0,5
Bankový sektor								
Záväzky finančného sektora spolu, nekonsolidované (zmena za 1 rok v %)	**16.5%**			**13.4**	**5.6**	**11.7**	**0.3**	
Rentabilita vlastného kapitálu (v %)				8,7	4,5	8,2		
Podiel vlastného kapitálu Tier 1		10.6 (9)		18,0	19,1	18,7		
Hrubé nesplácané úvery, domáce a zahraničné subjekty (% hrubých úverov)				1.9e	1.9e	1.8p	1,5	
Trh práce								
Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	**10%**			**5.3 b**	**5.2**	**5.2**	**5.1**	**5.0**
Miera nezamestnanosti (ročná úroveň)		4.7 (10)		5.0	5.6	5.1	4.5	5.5
Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva – % populácie vo veku 15 – 64 rokov (zmena za 3 roky v percentuálnych bodoch)	**-0,2 p. b.**			**1.6 b**	**1.1 b**	**1.4**	**3.0**	**2.6**
Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**0,5 p. b.**			**-0.4**	**-0.3**	**0.0**		
Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**2 p. b.**			**-2.1**	**-0.8**	**0.3**		

Poznámky: pozri prílohu 1.

Zdroj: útvary Komisie, Eurostat a ECB, Európska komisia v prípade prognózovaných údajov (prognóza z jesene 2022).

3.5. NEMECKO

Veľký prebytok bežného účtu Nemecka sa nedávno výrazne znížil v dôsledku zhoršenia obchodných podmienok spôsobeného nepriaznivým vonkajším otrasom. Do začiatku roka 2022 patril nominálny rast cien obytných nehnuteľností medzi najvyššie v EÚ, pričom ceny obytných nehnuteľností sa odhadujú ako nadhodnotené. Jadrová inflácia a zvyšovanie miezd v Nemecku môžu uľahčiť obnovenie rovnováhy v eurozóne.

V predchádzajúcom kole PMN Komisia v prípade Nemecka vykonala hĺbkové preskúmanie a dospela k záveru, že v krajine existujú makroekonomické nerovnováhy. Tento rok Komisia považuje v prípade Nemecka za vhodné preskúmať pretrvávanie nerovnováh alebo ich odstránenie prostredníctvom hĺbkového preskúmania.

Rast reálneho HDP sa predpokladá na úrovni 1,6 % v roku 2022 a –0,6 % v roku 2023. Inflácia bola v októbri vysoká a medziročne sa zvýšila na 11,6 %, aj keď bola nižšia než vo väčšine krajín eurozóny, pričom jadrová inflácia sa odhaduje na 5,1 %. Ceny budú rásť rýchlejšie ako mzdy.

Zo záverov hodnotiacej tabuľky pre Nemecko vyplýva, že v roku 2021 tri ukazovatele prekračovali svoje orientačné prahové hodnoty, a to saldo bežného účtu, rast reálnych cien obytných nehnuteľností a verejný dlh. Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky poukazujú na tento relevantný vývoj:

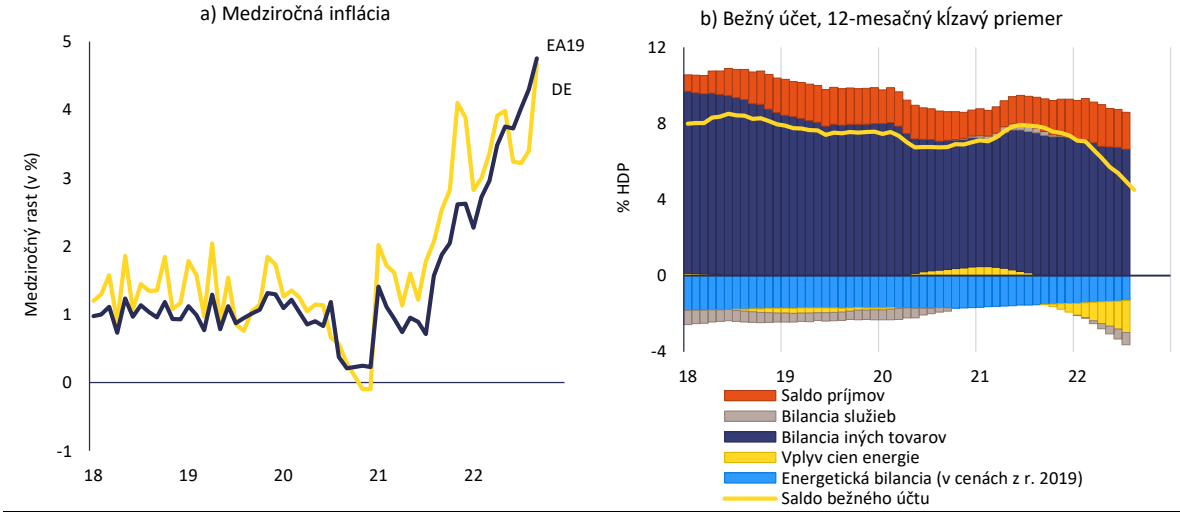
- **Prebytok bežného účtu** sa mierne zvýšil na 7,4 % HDP v roku 2021 v súvislosti so slabými úrovňami súkromných a verejných investícií, a to aj napriek priaznivým podmienkam financovania. V roku 2022 má prebytok bežného účtu klesnúť po prvý raz od roku 2010 výrazne pod 6 % HDP. Tento pokles odzrkadľuje prudko rastúce ceny energií a s tým súvisiace zhoršenie obchodných podmienok, relatívne odolný domáci dopyt a rast zásob. Predpokladá sa, že prebytok sa v roku 2023 opäť zvýši, pričom zostane výrazne pod 6 % HDP.

- Vývoj **nákladovej konkurencieschopnosti** môže uľahčiť obnovenie rovnováhy v eurozóne. Rast nominálnych jednotkových nákladov práce zostal napriek napätému trhu práce utlmený, ale predpokladá sa, že v rokoch 2022 a 2023 sa zvýši. Reálny efektívny výmenný kurz založený na HICP sa v roku 2022 znížil.

- Rast **cien obytných nehnuteľností** naďalej vyvoláva obavy. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností sa zrýchlil zo 7,8 % na 11,5 % v roku 2021, pričom bol tento rast jedným z najrýchlejších v EÚ. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností sa ďalej zrýchlil a v druhom štvrťroku 2022 dosiahol medziročne 10,2 %, pričom pomer ceny a príjmu sa v podstate nezmenil. Podľa odhadov boli ceny obytných nehnuteľností v roku 2021 nadhodnotené o 21 %.

- Riziká **verejného dlhu** zostávajú obmedzené. Pomer verejného dlhu k HDP prekročil orientačnú prahovú hodnotu hodnotiacej tabuľky 60 % HDP a v roku 2021 vzrástol na 68,6 %. Predpokladá sa, že sa bude v budúcnosti znižovať, pričom riziká fiškálnej udržateľnosti sa z dlhodobého hľadiska považujú za stredné. Rozpočtový deficit sa v roku 2021 znížil na 3,7 % HDP, čo predstavuje nižší deficit, než je priemer eurozóny. Predpokladá sa, že v roku 2022 sa bude naďalej znižovať, ale v roku 2023 porastie.

Graf 3.5.1: **Vybrané grafy: Nemecko**



Zdroj: Eurostat a útvary Európskej komisie.

Tabuľka 3.5.1: **Kľúčové ekonomické a finančné ukazovatele, Nemecko**

	Prahové hodnoty	ročná hodnota	ročná hodnota	2019	2020	2021	prognóza 2022	prognóza 2023
Zahraničná pozícia								
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP, 3-ročný priemer)	**-4%/6%**			**7.8**	**7.5**	**7.3**	**6.0**	**5.2**
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP)		1.9 (1)	2.9 (2)	7.6	7.0	7.4	3.7	4.6
Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	**-35%**	**-83.3 (3)**	**25.1 (4)**	**58.5**	**64.1**	**70.7**	**76.8**	**76.4**
NENDI – Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (% HDP) (5)				51.0	54.9	54.6		
Konkurencieschopnosť								
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (zmena za 3 roky v %)	**9% (EZ) 12% (mimo EZ)**			**8.1 p**	**10.3 p**	**7.4 p**	**8.3**	**11.0**
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (medziročná zmena v %)				3.3 p	3.4 p	0.6 p	4.1	6.0
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 3 roky v %)	**±5% (EZ) ±11% (mimo EZ)**			**2.0**	**2.4**	**0.5**	**-2.3**	**-5.5**
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 1 rok v %)				-1.5	1.4	0.8	-4.3	-2.0
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 5 rokov v %)	**-6%**			**-1.2**	**0.9**	**-5.9**	**-7.0**	**-7.3**
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 1 rok v %)				-1.9	2.1	-3.6	-2.4	-1.7
Dlh súkromného sektora								
Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	**133%**			**112.7 p**	**121.2 p**	**120.4 p**	**120.2**	**111.3**
Úverový tok v súkromnom sektore, konsolidovaný (% HDP)	**14%**			**6.4 p**	**6.4 p**	**5.7 p**	**7.7**	**5.2**
Dlh domácností, konsolidovaný (% HDP)		52.8 (6)	65.9 (7)	53.4	57.0	56.7	56,1	55,2
Dlh nefinančných korporácií, konsolidovaný (% HDP)		76.9 (6)	80.6 (7)	59,3	64,2	63,7	64,1	56,1
Trh s bývaním								
Index cien nehnuteľností na bývanie, deflovaný (zmena za 1 rok v %)	**6%**			**4.4**	**7.1**	**8.2 p**	**4.6**	**-0.9**
Index cien nehnuteľností na bývanie, nominálny (zmena za 1 rok v %)		20.5 (8)		5,8	7,8	11.5 p	8,2	2,2
Dlh verejnej správy								
Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)	**60%**			**58.9**	**68.0**	**68.6**	**67.4**	**66.3**
Saldo verejnej správy (% HDP)				1,5	-4,3	-3,7	-2,3	-3,1
Bankový sektor								
Záväzky finančného sektora spolu, nekonsolidované (zmena za 1 rok v %)	**16.5%**			**7.3**	**11.4**	**7.2**	**9.7**	
Rentabilita vlastného kapitálu (v %)				2,1	2,2	4,0		
Podiel vlastného kapitálu Tier 1		10.6 (9)		15,5	16,0	15,7		
Hrubé nesplácané úvery, domáce a zahraničné subjekty (% hrubých úverov)				1.2e	1.2e	1.1p	1,0	
Trh práce								
Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	**10%**			**3.3**	**3.3 b**	**3.4 b**	**3.5**	**3.4**
Miera nezamestnanosti (ročná úroveň)		3.3 (10)		3.0	3.7 b	3.6	3.1	3.5
Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva – % populácie vo veku 15 – 64 rokov (zmena za 3 roky v percentuálnych bodoch)	**-0,2 p. b.**			**1.3**	**0.3 b**	**1.2**	**1.5**	**1.9**
Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**0,5 p. b.**			**-0.5**	**-0.4 b**	**-0.2**		
Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**2 p. b.**			**-1.3**	**0.8 b**	**0.3**		

Poznámky: pozri prílohu 1.

Zdroj: útvary Komisie, Eurostat a ECB, Európska komisia v prípade prognózovaných údajov (prognóza z jesene 2022).

3.6. ESTÓNSKO

V Estónsku narastajú obavy týkajúce sa nákladovej konkurencieschopnosti. Rast nominálnych jednotkových nákladov práce by sa mal zvyšovať a jadrová inflácia je v Estónsku vysoká v porovnaní s rovnocennými krajinami eurozóny. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností patrí k najvyšším v EÚ, pričom sa odhaduje, že ceny obytných nehnuteľností sú mierne nadhodnotené.

V predchádzajúcom kole PMN Komisia v prípade Estónska nevykonala hĺbkové preskúmanie a neidentifikovala makroekonomické nerovnováhy. Tento rok Komisia považuje v prípade Estónska za vhodné preskúmať novovznikajúce slabé miesta a ich dôsledky prostredníctvom hĺbkového preskúmania.

Rast reálneho HDP sa predpokladá na úrovni –0,1 % v roku 2022 a 0,7 % v roku 2023. Inflácia je vysoká, dokonca aj v porovnaní s obchodnými partnermi Estónska v eurozóne. V októbri medziročne klesla na 22,4 %, pričom jadrová inflácia sa v septembri odhadovala na 12,5 %. Ceny budú rásť rýchlejšie ako mzdy.

Zo záverov hodnotiacej tabuľky pre Estónsko vyplýva, že v roku 2021 päť ukazovateľov prekračovalo svoje orientačné prahové hodnoty, a to rast nominálnych jednotkových nákladov práce, rast reálnych cien obytných nehnuteľností, rast záväzkov finančného sektora, zmena miery účasti na trhu práce a zmena nezamestnanosti mladých ľudí. Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky poukazujú na tento relevantný vývoj:

- Obavy týkajúce sa **vonkajšej udržateľnosti** zostávajú obmedzené. Zatiaľ čo saldo bežného účtu v roku 2021 zaznamenalo deficit 1,8 % HDP, predpokladá sa, že v roku 2022 dosiahne mierny prebytok a jeho stav sa bude naďalej zlepšovať. Deficit verejných financií sa v roku 2021 znížil na 2,4 % HDP a predpokladá sa, že v roku 2022 zostane vo všeobecnosti nezmenený, no v roku 2023 sa začne zvyšovať. Čistá medzinárodná investičná pozícia je záporná, v roku 2021 však došlo k jej zlepšeniu. Po dočasnom zhoršení v roku 2022 sa predpokladá, že v roku 2023 sa bude naďalej zlepšovať. Keďže väčšinu záväzkov predstavuje akumulovaný objem PZI, čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania, je kladná a vysoká.

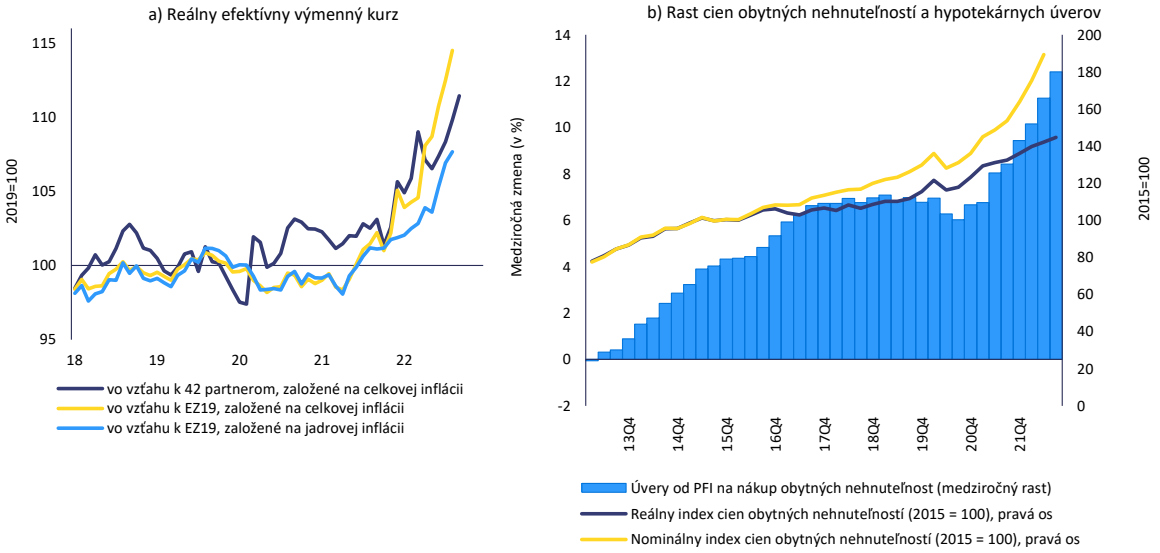
- Narastajú obavy týkajúce sa **nákladovej konkurencieschopnosti**. Nominálne jednotkové náklady práce sa v roku 2021 zvýšili a v rokoch 2022 a 2023 sa predpokladá ich značný nárast, v súvislosti s výrazným zvyšovaním nominálnych miezd v Estónsku bez zodpovedajúceho zvýšenia produktivity. Reálny efektívny výmenný kurz založený na HICP sa v roku 2021 zhodnotil a k ďalšiemu zhodnocovaniu dochádza aj v roku 2022.

- Vysoký **rast cien obytných nehnuteľností** naďalej vyvoláva obavy. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností sa zrýchlil zo 6 % v roku 2020 na 15,1 % v roku 2021. Toto tempo rastu patrí medzi najrýchlejšie v EÚ v posledných štvrťrokoch, pričom v druhom štvrťroku 2022 rast dosiahol hodnotu 27,4 %. Obavy týkajúce sa cenovej dostupnosti vzbudzuje jeden z najvyšších pomerov cien k príjmom v EÚ. Podľa odhadov boli ceny obytných nehnuteľností v roku 2021 nadhodnotené o 7 %.

- Pomer **dlhu domácnosti** k HDP sa blíži k referenčným hodnotám založeným na fundamentoch a je pod úrovňou obozretnej prahovej hodnoty. Čisté úverové toky do domácností boli až do roku 2021 mierne na úrovni okolo 2 % HDP. Po tom, ako čisté úverové toky v roku 2022 stúpli takmer na 4 % HDP, sa pomer dlhu k HDP v prvej polovici roka 2022 naďalej znižoval.

- **Miera nezamestnanosti** v roku 2021 klesla na 6,2 % a mierny pokles sa predpokladá aj v roku 2022, hoci v roku 2023 sa počíta s jej nárastom. Miera účasti na trhu práce sa v roku 2021 znížila, čo je stále dôsledkom protipandemických opatrení. Výhľadovo sa však počíta s jej opätovným rastom. Nezamestnanosť mladých ľudí je stále vysoká, hoci už došlo k jej poklesu.

Graf 3.6.1: **Vybrané grafy: Estónsko**



Zdroj: Eurostat, ECB (BSI) a útvary Európskej komisie.

Tabuľka 3.6.1: **Kľúčové ekonomické a finančné ukazovatele, Estónsko**

	Prahové hodnoty	*enčná hodenčná hodn*		*2019*	*2020*	*2021*	prognóza *2022*	*2023*
Zahraničná pozícia								
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP, 3-ročný priemer)	**-4%/6%**			**1.8**	**0.8**	**-0.1**	**-0.8**	**-0.2**
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP)		-0.6 (1)	-2.6 (2)	2.4	-1.0	-1.8	0.4	0.7
Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	**-35%**	**-61.6 (3)**	**-14.3 (4)**	**-22.6**	**-21.9**	**-13.0**	**-18.4**	**-14.2**
NENDI – Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (% HDP) (5)				31.0	41.5	39.9		
Konkurencieschopnosť								
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (zmena za 3 roky v %)	**9% (EZ) 12% (mimo EZ)**			**15.8**	**15.7**	**10.7**	**19.5**	**25.2**
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (medziročná zmena v %)				4.7	3.9	1.8	12.9	8.8
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 3 roky v %)	**±5% (EZ) ±11% (mimo EZ)**			**6.1**	**5.3**	**1.9**	**0.0**	**-3.5**
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 1 rok v %)				0.0	0.7	1.2	-2.1	-2.9
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 5 rokov v %)	**-6%**			**1.7**	**16.4**	**17.8**	**19.4**	**16.0**
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 1 rok v %)				2.6	4.8	7.8	1.2	-1.1
Dlh súkromného sektora								
Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	**133%**			**98.9**	**101.4**	**95.3**	**91.3**	**81.5**
Úverový tok v súkromnom sektore, konsolidovaný (% HDP)	**14%**			**3.4**	**3.0**	**6.5**	**7.8**	**3.9**
Dlh domácností, konsolidovaný (% HDP)		87.8 (6)	38.2 (7)	38.6	40.7	37.8	37,3	37,5
Dlh nefinančných korporácií, konsolidovaný (% HDP)		111.8 (6)	61.0 (7)	60,3	60,7	57,5	54,0	44,0
Trh s bývaním								
Index cien nehnuteľností na bývanie, deflovaný (zmena za 1 rok v %)	**6%**			**4.4**	**7.0**	**10.4**	**1.3**	**-0.6**
Index cien nehnuteľností na bývanie, nominálny (zmena za 1 rok v %)		6.9 (8)		7,0	6,0	15,1	20,8	7,0
Dlh verejnej správy								
Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)	**60%**			**8.5**	**18.5**	**17.6**	**18.7**	**19.3**
Saldo verejnej správy (% HDP)				0,1	-5,5	-2,4	-2,3	-3,7
Bankový sektor								
Záväzky finančného sektora spolu, nekonsolidované (zmena za 1 rok v %)	**16.5%**			**11.6**	**17.9**	**17.5**	**1.5**	
Rentabilita vlastného kapitálu (v %)				8,3	7,4	9,5		
Podiel vlastného kapitálu Tier 1		10.6 (9)		25,7	27,0	23,3		
Hrubé nesplácané úvery, domáce a zahraničné subjekty (% hrubých úverov)				1.6e	1.6e	1.1p	1,0	
Trh práce								
Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	**10%**			**5.2**	**5.6**	**5.9**	**6.4**	**6.3**
Miera nezamestnanosti (ročná úroveň)		6.2 (10)		4.5	6.9	6.2	6.1	6.6
Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva – % populácie vo veku 15 – 64 rokov (zmena za 3 roky v percentuálnych bodoch)	**-0,2 p. b.**			**1.3**	**0.4**	**-0.2**	**4.8**	**2.0**
Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**0,5 p. b.**			**-1.3**	**-0.8**	**0.3**		
Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**2 p. b.**			**-2.4**	**6.2**	**4.7**		

Poznámky: pozri prílohu 1.

Zdroj: útvary Komisie, Eurostat a ECB, Európska komisia v prípade prognózovaných údajov (prognóza z jesene 2022).

3.7. ÍRSKO

V Írsku existujú vysoké pomery zahraničného dlhu, dlhu domácností, dlhu nefinančných korporácií a verejného dlhu k HDP, naďalej však pokračuje ich výrazný pokles. V dôsledku toho sa zdá, že obavy v tejto súvislosti sú naďalej obmedzené. Mieru zadlženosti v Írsku ovplyvňuje prítomnosť nadnárodných podnikov. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností sa zrýchľuje a panujú obavy v súvislosti s ich cenovou dostupnosťou.

V predchádzajúcom kole PMN Komisia v prípade Írska vykonala hĺbkové preskúmanie a dospela k záveru, že v krajine už neexistujú makroekonomické nerovnováhy. Tento rok Komisia nepovažuje za potrebné vykonať v prípade Írska ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Rast reálneho HDP sa predpokladá na úrovni 7,9 % v roku 2022 a 3,2 % v roku 2023. Inflácia je vysoká. V októbri sa medziročne zvýšila na 9,6 %, pričom jadrová inflácia sa v septembri odhadovala na 5,1 %. Očakáva sa, že ceny budú rásť rýchlejšie ako mzdy.

Zo záverov hodnotiacej tabuľky pre Írsko vyplýva, že v roku 2021 štyri ukazovatele prekračovali svoje orientačné prahové hodnoty, a to saldo bežného účtu, čistá medzinárodná investičná pozícia, dlh súkromného sektora a rast záväzkov finančného sektora. Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky poukazujú na tento relevantný vývoj:

- Obavy týkajúce sa **vonkajšej udržateľnosti** sa v posledných rokoch podstatne znížili. Vonkajší sektor je výrazne nafúknutý v dôsledku činnosti nadnárodných spoločností. Bežný účet zaznamenal v roku 2021 výrazný prebytok na úrovni 14,2 % HDP a v roku 2022 sa predpokladá jeho ďalšie zvýšenie. Aj prebytok bežného účtu očistený o vplyv nadnárodných podnikov zostal v roku 2021 vysoký. Čistá medzinárodná investičná pozícia sa v roku 2021 zlepšila na –145,5 % HDP. Predpokladá sa, že počas nadchádzajúcich dvoch rokov sa čistá medzinárodná investičná pozícia bude naďalej zlepšovať.

- **Dlh nefinančných korporácií** je vysoký, no postupne klesá. V roku 2021 mierne klesol na 138 % HDP alebo 252 % upraveného hrubého národného dôchodku (HND). Miera zadlženosti nefinančných korporácií sa v prvej polovici roku 2022 znížila, existujú však rizikové faktory súvisiace s makroekonomickým prostredím. Naďalej zostáva nad základnými a obozretnými prahovými hodnotami, hoci vysoký podiel cezhraničných vnútroskupinových úverov na podnikových dlhoch znižuje riziká. Podiel podnikových úverov denominovaných v cudzej mene (12 %) je jedným z najvyšších spomedzi krajín eurozóny, no súvisí to s prítomnosťou nadnárodných podnikov. Pomer **dlhu domácností** k HDP je relatívne nízky a naďalej klesá. Je síce nižší než referenčné hodnoty, no írsky HDP je nadhodnotený vplyvom činnosti nadnárodných podnikov. Z hľadiska podielu na hrubom disponibilnom príjme domácností sa dlh domácností výrazne znížil, naďalej je však na úrovni takmer 100 %. Podiel hypotekárnych úverov s pohyblivou sadzbou je relatívne nízky, v roku 2021 bol na úrovni 20 %.

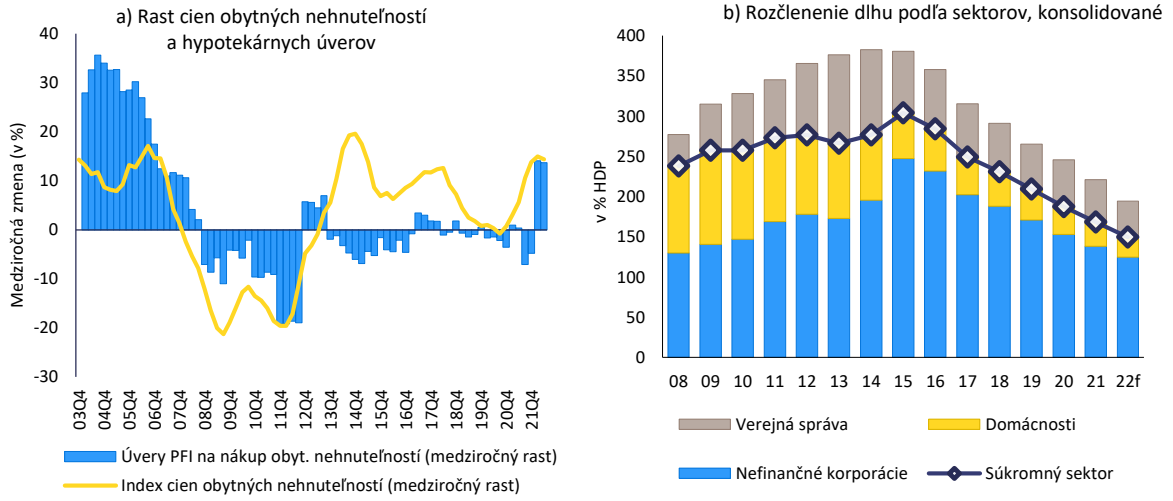
- Narastajú obavy v súvislosti s vývojom **cien obytných nehnuteľností**. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností sa zrýchlil z 0,3 % na 8,3 % v roku 2021. Medziročný rast nominálnych cien obytných nehnuteľností bol v druhom štvrťroku 2022 na úrovni 14,4 %. Obavy týkajúce sa cenovej dostupnosti vzbudzuje jeden z najvyšších pomerov cien k príjmom v EÚ. Metriky rozdielov v oceňovaní útvarov Komisie nevykazujú známky potenciálneho nadhodnotenia.

- **Bankový sektor** je celkovo stabilný. Banky sú dostatočne kapitálovo vybavené a ziskovosť v roku 2021 vzrástla, hoci v porovnaní s rovnocennými európskymi krajinami zostala naďalej nízka. Nesplácané úvery naďalej klesali, aj keď expozície nedostatočne splácaných úverov (2. fáza) – najmä voči nefinančným korporáciám – sú naďalej relatívne vysoké. Írsky nebankový finančný sektor je veľmi veľký, no s domácim hospodárstvom je prepojený len okrajovo.

- **Riziká súvisiace s pomerom verejného dlhu k** HDP sú pomerne nízke. V roku 2021 klesol na 55,4 % a predpokladá sa, že v roku 2022 bude ďalej výrazne klesať. Naproti tomu verejný dlh

v pomere k HND zostáva vysoký, a to na úrovni okolo 100 %. Predpokladá sa, že v roku 2022 sa verejný dlh zmení na mierny prebytok a bude sa naďalej zlepšovať. Riziká v oblasti dlhodobej fiškálnej udržateľnosti sú stredne vysoké.

Graf 3.7.1: **Vybrané grafy: Írsko**



Zdroj: Eurostat, ECB (BSI) a útvary Európskej komisie.

Tabuľka 3.7.1: **Kľúčové ekonomické a finančné ukazovatele, Írsko**

	Prahové hodnoty	Referenčná hodnota I	Referenčná hodnota II	2019	2020	2021	prognóza 2022	prognóza 2023
Zahraničná pozícia								
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP, 3-ročný priemer)	**-4%/6%**			**-4.7**	**-7.2**	**-4.2**	**8.5**	**16.9**
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP)		4.3 (1)	-4.9 (2)	-19.8	-6.8	14.2	18.2	18.3
Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	**-35%**	**-159.0 (3)**	**17.0 (4)**	**-193.4**	**-177.0**	**-145.5**	**-121.4**	**-93.7**
NENDI – Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (% HDP) (5)				-282.6	-294.4	-335.1		
Konkurencieschopnosť								
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (zmena za 3 roky v %)	**9% (EZ) 12% (mimo EZ)**			**-3.9**	**-6.3**	**-7.9**	**-10.0**	**-1.7**
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (medziročná zmena v %)				1.3	-5.1	-4.2	-1.0	3.6
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 3 roky v %)	**±5% (EZ) ±11% (mimo EZ)**			**-1.4**	**-1.2**	**-2.6**	**-6.1**	**-7.2**
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 1 rok v %)				-2.7	0.3	-0.1	-6.3	-0.9
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 5 rokov v %)	**-6%**			**73.1**	**51.5**	**39.9**	**47.3**	**41.3**
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 1 rok v %)				9.7	23.2	-4.0	6.8	1.9
Dlh súkromného sektora								
Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	**133%**			**209.3 p**	**187.3 p**	**168.1 p**	**149.4**	**144.0**
Úverový tok v súkromnom sektore, konsolidovaný (% HDP)	**14%**			**-9.6 p**	**-3.6 p**	**2.6 p**	**7.2**	**13.2**
Dlh domácností, konsolidovaný (% HDP)		74.6 (6)	44.9 (7)	38.6p	34.4p	29.7p	24,6	22,9
Dlh nefinančných korporácií, konsolidovaný (% HDP)		112.8 (6)	42.0 (7)	170,7	152,9	138,4	124,8	121,1
Trh s bývaním								
Index cien nehnuteľností na bývanie, deflovaný (zmena za 1 rok v %)	**6%**			**0.5**	**-0.5**	**4.2**	**5.5**	**0.4**
Index cien nehnuteľností na bývanie, nominálny (zmena za 1 rok v %)		-11.5 (8)		2,3	0,3	8,3	12,5	12,7
Dlh verejnej správy								
Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)	**60%**			**57.0**	**58.4**	**55.4**	**44.7**	**41.2**
Saldo verejnej správy (% HDP)				0,5	-5,0	-1,7	0,2	0,8
Bankový sektor								
Záväzky finančného sektora spolu, nekonsolidované (zmena za 1 rok v %)	**16.5%**			**15.4 p**	**7.4 p**	**18.8 p**	**2.1**	
Rentabilita vlastného kapitálu (v %)				3,7	-2,2	4,5		
Podiel vlastného kapitálu Tier 1		10.6 (9)		22,3	22,3	22,2		
Hrubé nesplácané úvery, domáce a zahraničné subjekty (% hrubých úverov)				3.4e	3.4e	2.4p	2,0	
Trh práce								
Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	**10%**			**5.8**	**5.6**	**5.7**	**5.5**	**5.1**
Miera nezamestnanosti (ročná úroveň)		5.1 (10)		5.0	5.9	6.2	4.4	4.8
Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva – % populácie vo veku 15 – 64 rokov (zmena za 3 roky v percentuálnych bodoch)	**-0.2 p. b.**			**0.6**	**-1.8**	**1.8**	**1.6**	**3.5**
Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**0.5 p. b.**			**-2.6**	**-1.6**	**-0.3**		
Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**2 p. b.**			**-4.3**	**1.4**	**0.7**		

Poznámky: pozri prílohu 1.

Zdroj: útvary Komisie, Eurostat a ECB, Európska komisia v prípade prognózovaných údajov (prognóza z jesene 2022).

3.8. GRÉCKO

V Grécku pretrvávajú obavy týkajúce sa pomeru verejného a zahraničného dlhu k HDP, hoci po kríze spôsobenej pandémiou COVID-19 začal tento pomer opäť klesať. Deficit bežného účtu sa naďalej zvyšoval a predpokladá sa, že naďalej zostane vysoký. Pretrvávajú obavy týkajúce sa bankového sektora, ktorý je zaťažený vysokým, hoci už podstatne zníženým, objemom nesplácaných úverov. Nedostatky na trhu práce pretrvávajú, a to aj napriek citeľným zlepšeniam.

V predchádzajúcom kole PMN Komisia v prípade Grécka vykonala hĺbkové preskúmanie a dospela k záveru, že v krajine existujú rozsiahle makroekonomické nerovnováhy. Tento rok Komisia považuje za vhodné v rámci hĺbkového preskúmania týkajúceho sa Grécka preskúmať pretrvávanie rozsiahlych nerovnováh alebo ich odstraňovanie.

Rast reálneho HDP sa predpokladá na úrovni 6 % v roku 2022 a 1 % v roku 2023. Inflácia je vysoká. V októbri medziročne klesla na 9,8 %, pričom jadrová inflácia sa odhadovala na 6,9 %. Ceny budú rásť rýchlejšie ako mzdy.

Zo záverov hodnotiacej tabuľky pre Grécko vyplýva, že v roku 2021 šesť ukazovateľov prekračovalo svoje orientačné prahové hodnoty, a to saldo bežného účtu, čistá medzinárodná investičná pozícia, rast reálnych cien obytných nehnuteľností, verejný dlh, zmena nezamestnanosti a zmena miery účasti na trhu práce. Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky poukazujú na tento relevantný vývoj:

- **Vonkajšia udržateľnosť** zostáva problémom. Deficit bežného účtu sa v roku 2021 zvýšil na 6,8 % HDP. Očakáva sa, že silná turistická sezóna vylepší bilanciu v oblasti služieb a čiastočne, hoci nie úplne, vykompenzuje zhoršujúcu sa bilanciu obchodu s tovarom vrátane energií. Predpokladá sa, že deficit bežného účtu sa v roku 2022 prehĺbi a zostane výrazne vyšší než pred pandémiou. Čistá medzinárodná investičná pozícia zostáva v roku 2021 veľká a záporná s hodnotou –171,9 % HDP, čo je o trochu menej než v roku 2020, a predpokladá sa, že sa bude naďalej zlepšovať. Veľkú časť záväzkov čistej medzinárodnej investičnej pozície tvorí verejný dlh poskytnutý za výhodných podmienok a s dlhou splatnosťou.

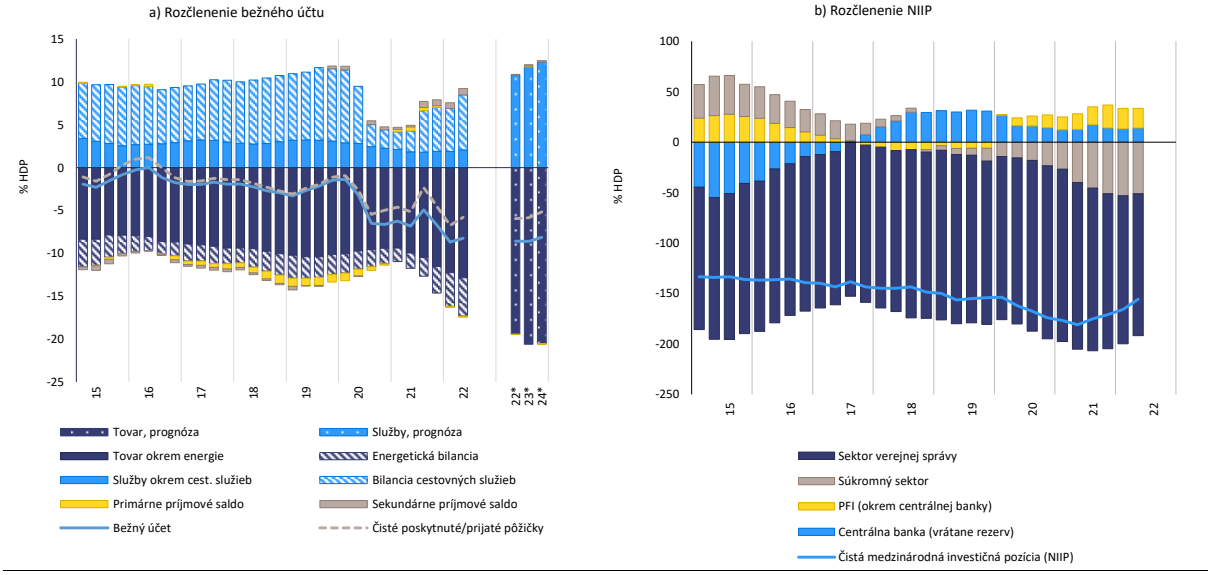
- Pretrvávajú obavy týkajúce sa pomeru **dlhu domácností a nefinančných korporácií** k HDP. Oba dlhy sú nad obozretnými a základnými referenčnými hodnotami, no postupne klesajú. Miera zadlženosti domácností a nefinančných korporácií v prvej polovici roka 2022 klesla. Viac než polovica hypoték má pohyblivú sadzbu.

- **Verejný dlh** je veľmi vysoký. Pomer verejného dlhu k HDP patrí medzi najvyššie v EÚ, hoci v roku 2021 sa znížil o 12 percentuálnych bodov na 194,5 % HDP a predpokladá sa, že sa bude naďalej znižovať aj v roku 2022, a to pod úroveň z roka 2019, a v roku 2023. Deficit verejných financií zostáva vysoký, hoci sa v roku 2021 znížil na 7,5 % a predpokladá sa, že sa bude znižovať aj naďalej. Keďže dlh Grécka vlastnia prevažne oficiálni veritelia, priaznivými úrokovými sadzbami týchto úverov sa zaisťuje obmedzenie úrokových výdavkov v krátkodobom a strednodobom horizonte. Grécko má navyše naďalej k dispozícii značnú hotovostnú rezervu, ktorá umožňuje efektívne riadenie likvidity a znižuje riziká spojené s predĺžením splatnosti. Rizikové prirážky k štátnym dlhopisom sa zvýšili, no v súčasnosti sú stabilizované, a to pri sadzbe, ktorá je vyššia než priemer eurozóny. Riziká v oblasti krátkodobej a strednodobej fiškálnej udržateľnosti sú vysoké, v oblasti dlhodobej udržateľnosti sú však stredne vysoké.

- Naďalej pretrvávajú obavy týkajúce sa **bankového sektora**. Ten je naďalej zaťažený vysokým, hoci už podstatne zredukovaným, objemom nesplácaných úverov. V hospodárstve existujú súvisiace riziká, keďže časť pretrvávajúceho nesplácaného dlhu je súčasťou súvahy finančných inštitúcií mimo bankového sektora. V priebehu minulého roka bola čistá tvorba nových nesplácaných úverov obmedzená, no nedostatočne splácané úvery (2. fáza) a podiel úverov s odkladom splatnosti sú nad priemerom eurozóny. Ziskovosť sa v roku 2021 dostala do výrazne záporných hodnôt a podiel vlastného kapitálu Tier 1 zostáva jedným z najnižších v EÚ. Rast cien obytných nehnuteľností na začiatku roka 2022 ďalej pokračuje, hoci je mierny.

- Nedostatky na **trhu práce** naďalej vzbudzujú obavy, a to aj napriek citeľným zlepšeniam. Miera nezamestnanosti sa podstatne znížila, no s hodnotou 14,7 % za rok 2021 patrí naďalej medzi najvyššie v EÚ. Očakáva sa, že v roku 2022 bude naďalej klesať, no v roku 2023 zostane vo všeobecnosti nezmenená. Miera účasti na trhu práce je relatívne nízka, hoci v roku 2021 došlo k jej zvýšeniu. Miera nezamestnanosti mladých ľudí a miera dlhodobej nezamestnanosti poklesli, no naďalej sú najvyššie v EÚ.

Graf 3.8.1: **Vybrané grafy: Grécko**



Zdroj: útvary Európskej komisie

Tabuľka 3.8.1: **Kľúčové ekonomické a finančné ukazovatele, Grécko**

	Prahové hodnoty	*enčná hodenčná hodn*		*2019*	*2020*	*2021*	prognóza *2022*	*2023*
Zahraničná pozícia								
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP, 3-ročný priemer)	**-4%/6%**			**-2.1**	**-3.7**	**-5.0**	**-6.9**	**-7.1**
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP)		-1.1 (1)	-2.6 (2)	-1.5	-6.6	-6.8	-7.3	-7.4
Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	**-35%**	**-45.7 (3)**	**-47.6 (4)**	**-154.1**	**-173.8**	**-171.9**	**-147.3**	**-143.8**
NENDI – Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (% HDP) (5)				-133.5	-155.1	-150.2		
Konkurencieschopnosť								
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (zmena za 3 roky v %)	**9% (EZ) 12% (mimo EZ)**			**-1.1**	**6.2 p**	**4.0 p**	**5.3**	**1.4**
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (medziročná zmena v %)				0.0	7.2 p	-3.1 p	1.3	3.3
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 3 roky v %)	**±5% (EZ) ±11% (mimo EZ)**			**0.5**	**0.4**	**-3.1**	**-5.0**	**-9.9**
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 1 rok v %)				-2.1	0.4	-1.4	-3.9	-5.0
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 5 rokov v %)	**-6%**			**3.2**	**-10.7**	**9.6**	**13.3**	**6.7**
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 1 rok v %)				0.7	-19.7	20.1	8.5	1.2
Dlh súkromného sektora								
Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	**133%**			**110.3**	**124.9 p**	**120.7 p**	**107.6**	**102.0**
Úverový tok v súkromnom sektore, konsolidovaný (% HDP)	**14%**			**-1.0**	**5.1 p**	**-0.1 p**	**3.1**	**4.0**
Dlh domácností, konsolidovaný (% HDP)		33.8 (6)	21.6 (7)	55.9	59.5	55.2	47,3	43,9
Dlh nefinančných korporácií, konsolidovaný (% HDP)		62.7 (6)	47.0 (7)	54,4	65,4	65,5	60,3	58,1
Trh s bývaním								
Index cien nehnuteľností na bývanie, deflovaný (zmena za 1 rok v %)	**6%**			**7.2 e**	**5.7 e**	**6.4 e**	**-0.9**	**-1.5**
Index cien nehnuteľností na bývanie, nominálny (zmena za 1 rok v %)		5.0 (8)		7,2	4,5	7,5	6,0	2,1
Dlh verejnej správy								
Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)	**60%**			**180.6**	**206.3**	**194.5**	**171.1**	**161.9**
Saldo verejnej správy (% HDP)				1,1	-9,9	-7,5	-4,1	-1,8
Bankový sektor								
Záväzky finančného sektora spolu, nekonsolidované (zmena za 1 rok v %)	**16.5%**			**11.6**	**27.5**	**14.3**	**1.9**	
Rentabilita vlastného kapitálu (v %)				0,7	-7,9	-20,1		
Podiel vlastného kapitálu Tier 1		10.6 (9)		16,2	15,0	13,6		
Hrubé nesplácané úvery, domáce a zahraničné subjekty (% hrubých úverov)				35.5e	26.5e	8.6p	6,8	
Trh práce								
Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	**10%**			**19.8**	**18.4**	**16.7**	**15.0**	**13.3**
Miera nezamestnanosti (ročná úroveň)		8.8 (10)		17.9	17.6	14.7	12.6	12.6
Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva – % populácie vo veku 15 – 64 rokov (zmena za 3 roky v percentuálnych bodoch)	**-0,2 p. b.**			**0.3**	**-2.9**	**-0.8**	**-0.7**	**1.3**
Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**0,5 p. b.**			**-4.1**	**-3.8**	**-3.3**		
Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**2 p. b.**			**-10.7**	**-6.5**	**-5.7**		

Poznámky: pozri prílohu 1.

Zdroj: útvary Komisie, Eurostat a ECB, Európska komisia v prípade prognózovaných údajov (prognóza z jesene 2022).

3.9. ŠPANIELSKO

V Španielsku pretrvávajú obavy týkajúce sa pomerov dlhu domácností a nefinančných korporácií, verejného dlhu a zahraničného dlhu k HDP, hoci po kríze spôsobenej pandémiou COVID-19 začali tieto pomery opätovne klesať a výška zahraničného a súkromného dlhu sa podstatne znížila v kontexte výrazného rastu nominálneho HDP. Pomer verejného dlhu k HDP je veľmi vysoký a rozpočtový deficit je napriek miernemu zlepšeniu stále značný. Miera nezamestnanosti je stále vysoká, no už klesla pod úroveň spred krízy a očakáva sa, že v budúcom roku zostane stabilná.

V predchádzajúcom kole PMN Komisia vykonala hĺbkové preskúmanie a dospela k záveru, že v Španielsku sa vyskytujú makroekonomické nerovnováhy. Tento rok Komisia považuje za vhodné v rámci hĺbkového preskúmania týkajúceho sa Španielska preskúmať pretrvávanie nerovnováh alebo ich odstraňovanie.

Rast reálneho HDP sa predpokladá na úrovni 4,5 % v roku 2022 a 1 % v roku 2023. Inflácia je vysoká. V októbri medziročne klesla na 7,3 %, pričom jadrová inflácia sa v septembri odhadovala na 4,8 %. Ceny budú rásť rýchlejšie ako mzdy.

Zo záverov hodnotiacej tabuľky pre Španielsko vyplýva, že v roku 2021 šesť ukazovateľov prekračovalo svoje orientačné prahové hodnoty, a to čistá medzinárodná investičná pozícia, podiel na vývoznom trhu, rast nominálnych jednotkových nákladov práce, dlh súkromného sektora, verejný dlh a zmena nezamestnanosti. Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky poukazujú na tento relevantný vývoj:

- Napriek zlepšeniam pretrvávajú obavy týkajúce sa **vonkajšej udržateľnosti**. Záporná čistá medzinárodná investičná pozícia sa v roku 2021 podstatne zlepšila, na -71,5 % HDP, a to najmä v dôsledku výrazných kladných účinkov oceňovania a vysokého rastu nominálneho HDP. Naďalej sa očakáva jej zlepšovanie, hoci pomalším tempom. Toto zlepšenie sa týkalo najmä čistej medzinárodnej investičnej pozície s vylúčením nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania, ktorá sa posunula z -52,1 % na -39,7 % HDP. Saldo bežného účtu zostalo v roku 2021 v miernom prebytku 1,2 % HDP, no predpokladá sa jeho mierny pokles. Očakáva sa, že silná turistická sezóna v roku 2022 vylepší bilanciu v oblasti služieb a čiastočne vykompenzuje zhoršujúcu sa bilanciu obchodu s tovarom vrátane energií.

- Určité obavy týkajúce sa **nákladovej konkurencieschopnosti** zostávajú obmedzené. Nominálne jednotkové náklady práce sa v roku 2021 mierne zvýšili a predpokladá sa, že s nárastom jadrovej inflácie ešte stúpnu. Reálny efektívny výmenný kurz založený na HICP sa v roku 2021 mierne zhodnotil. Medziročne sa však do augusta 2022 znehodnotil.

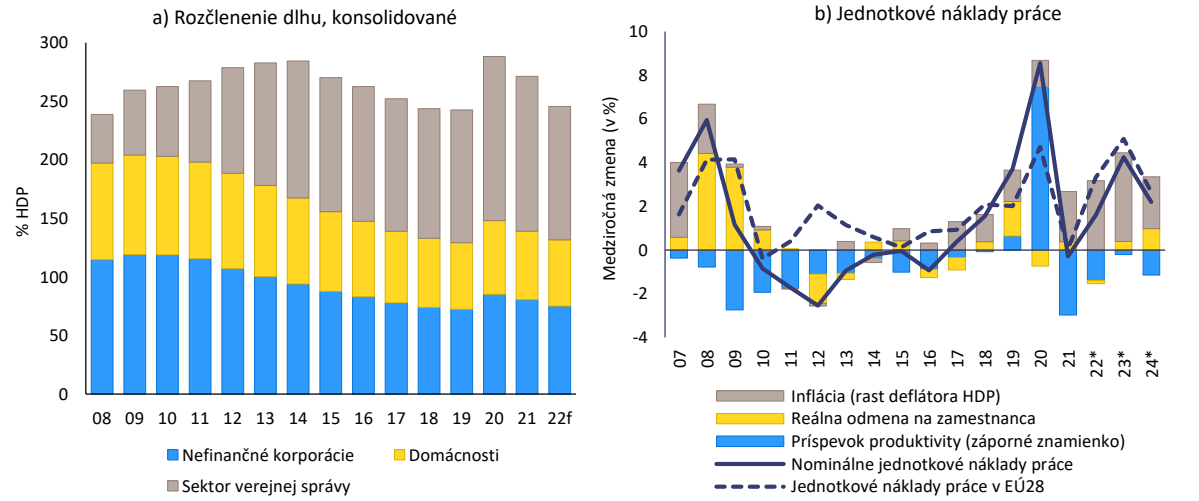
- Obavy týkajúce sa pomeru **dlhu nefinančných korporácií** k HDP pretrvávajú, hoci tento dlh klesá. V roku 2021 sa tento pomer mierne znížil na 80 % a naďalej klesal aj v prvej polovici roku 2022, existujú však rizikové faktory súvisiace s makroekonomickým prostredím. Stále sa drží nad obozretnými a základnými referenčnými hodnotami a je o 8 percentuálnych bodov vyšší ako v roku 2019. Pomer **dlhu domácností** k HDP je stále, hoci len tesne, nad obozretnými referenčnými hodnotami a referenčnými hodnotami založenými na fundamentoch a začína opäť klesať.

- Obavy týkajúce sa **verejného dlhu** sú naďalej veľké. Ten v roku 2021 mierne klesol, pričom dosiahol hodnotu 118,3 % HDP a jeho ďalší pokles sa predpokladá aj v rokoch 2022 a 2023. Deficit verejných financií zostal vysoký, hoci sa v roku 2021 znížil na 6,9 %. Očakáva sa, že v rokoch 2022 a 2023 sa bude naďalej znižovať. Riziká v oblasti fiškálnej udržateľnosti sú vysoké v strednodobom horizonte a stredne vysoké v dlhodobom horizonte, čiastočne aj v dôsledku nákladov týkajúcich sa starnúceho obyvateľstva.

- Nedostatky na **trhu práce** naďalej vzbudzujú obavy, a to aj napriek zreteľným zlepšeniam. Miera nezamestnanosti sa za posledných desať rokov podstatne znížila, s hodnotou 14,8 % za

rok 2021 však naďalej patrí medzi najvyššie v EÚ, a to najmä v oblasti nezamestnanosti mladých ľudí a dlhodobej nezamestnanosti. Očakáva sa, že klesne aj v roku 2022, no potom zostane vo všeobecnosti nezmenená. Miera nezamestnanosti mladých ľudí a dlhodobej nezamestnanosti patrí medzi najvyššie v EÚ, a to aj napriek nedávnym prudkým poklesom. Odolnosť trhu práce posilnili reformy prijaté v rámci plánu obnovy a odolnosti, ktoré podporili trh práce v kontexte zhoršujúcich sa hospodárskych vyhliadok.

Graf 3.9.1: **Vybrané grafy: Španielsko**



Zdroj: Eurostat a útvary Európskej komisie.

Tabuľka 3.9.1: **Kľúčové ekonomické a finančné ukazovatele, Španielsko**

	Prahové hodnoty	Referenčná hodnota I	Referenčná hodnota II	2019	2020	2021	prognóza 2022	prognóza 2023
Zahraničná pozícia								
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP, 3-ročný priemer)	**-4%/6%**			**2.3**	**1.5**	**1.2**	**0.8**	**0.9**
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP)		0.9 (1)	-1.6 (2)	2.1	0.6	1.0	0.9	0.8
Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	**-35%**	**-58.0 (3)**	**-18.8 (4)**	**-73.7**	**-85.7**	**-71.5**	**-60.2**	**-54.9**
NENDI – Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (% HDP) (5)				-46.1	-52.1	-39.7		
Konkurencieschopnosť								
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (zmena za 3 roky v %)	**9% (EZ) 12% (mimo EZ)**			**5.7**	**14.3 p**	**12.3 p**	**9.8**	**6.0**
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (medziročná zmena v %)				3.7	8.6 p	-0.3 p	1.4	4.8
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 3 roky v %)	**±5% (EZ) ±11% (mimo EZ)**			**1.7**	**1.1**	**-0.5**	**-3.2**	**-6.4**
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 1 rok v %)				-1.7	0.7	0.5	-4.3	-2.7
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 5 rokov v %)	**-6%**			**2.3**	**-7.2**	**-10.5**	**0.9**	**2.1**
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 1 rok v %)				-0.9	-10.5	2.0	12.8	0.0
Dlh súkromného sektora								
Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	**133%**			**129.3**	**148.1 p**	**139.1 p**	**131.8**	**129.4**
Úverový tok v súkromnom sektore, konsolidovaný (% HDP)	**14%**			**1.5**	**4.7 p**	**2.5 p**	**3.2**	**7.2**
Dlh domácností, konsolidovaný (% HDP)		40.8 (6)	46.6 (7)	56.8	62.7	58.4	56,5	55,2
Dlh nefinančných korporácií, konsolidovaný (% HDP)		57.4 (6)	56.6 (7)	72,5	85,4	80,7	75,3	74,2
Trh s bývaním								
Index cien nehnuteľností na bývanie, deflovaný (zmena za 1 rok v %)	**6%**			**4.1**	**2.2**	**1.5**	**-2.3**	**-2.7**
Index cien nehnuteľností na bývanie, nominálny (zmena za 1 rok v %)		11.5 (8)		5,2	2,2	3,7	6,0	0,8
Dlh verejnej správy								
Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)	**60%**			**98.2**	**120.4**	**118.3**	**114.0**	**112.5**
Saldo verejnej správy (% HDP)				-3,1	-10,1	-6,9	-4,6	-4,3
Bankový sektor								
Záväzky finančného sektora spolu, nekonsolidované (zmena za 1 rok v %)	**16.5%**			**1.6**	**9.8**	**6.6**	**2.5**	
Rentabilita vlastného kapitálu (v %)				6,7	-3,5	10,2		
Podiel vlastného kapitálu Tier 1		10.6 (9)		12,5	13,2	13,3		
Hrubé nesplácané úvery, domáce a zahraničné subjekty (% hrubých úverov)				3.1e	2.8e	2.9p	2,7	
Trh práce								
Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	**10%**			**15.5**	**15.0**	**14.8 d**	**14.3**	**13.4**
Miera nezamestnanosti (ročná úroveň)		11.8 (10)		14.1	15.5	14.8 d	12.7	12.7
Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva – % populácie vo veku 15 – 64 rokov (zmena za 3 roky v percentuálnych bodoch)	**-0.2 p. b.**			**-0.4**	**-1.7**	**0.0 d**	**-0.5**	**1.8**
Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**0.5 p. b.**			**-4.2**	**-2.7**	**-0.2 d**		
Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**2 p. b.**			**-11.9**	**-0.3**	**0.5 d**		

Poznámky: pozri prílohu 1.
Zdroj: útvary Komisie, Eurostat a ECB, Európska komisia v prípade prognózovaných údajov (prognóza z jesene 2022).

3.10. FRANCÚZSKO

Vo Francúzsku pretrvávajú obavy týkajúce sa nákladovej konkurencieschopnosti a vysokého pomeru verejného dlhu k HDP. Vysoký súkromný dlh si navyše takisto vyžaduje dôkladné monitorovanie. Jadrová inflácia je nižšia než v mnohých ďalších krajinách eurozóny. V dôsledku obáv týkajúcich sa vonkajšej udržateľnosti a konkurencieschopnosti je v každom prípade naďalej potrebné dôkladné monitorovanie. Hoci pomer vereného dlhu k HDP a deficit verejných financií klesajú, stále sú pomerne vysoké. Po prudkom zvýšení počas pandémie dlh nefinančných korporácií klesá.

V predchádzajúcom kole PMN Komisia vykonala hĺbkové preskúmanie a dospela k záveru, že vo Francúzsku sa vyskytujú makroekonomické nerovnováhy. Tento rok Komisia považuje za vhodné v rámci hĺbkového preskúmania týkajúceho sa Francúzska preskúmať pretrvávanie nerovnováh alebo ich odstraňovanie.

Rast reálneho HDP sa predpokladá na úrovni 2,6 % v roku 2022 a 0,4 % v roku 2023. Inflácia je vysoká, hoci nižšia ako vo väčšine krajín eurozóny. V októbri sa medziročne zvýšila na 7,1 %, pričom jadrová inflácia sa odhadovala na 4,1 %. Ceny budú rásť rýchlejšie ako mzdy.

Zo záverov hodnotiacej tabuľky pre Francúzsko vyplýva, že v roku 2021 tri ukazovatele prekračovali svoje orientačné prahové hodnoty, a to zmena podielov na vývoznom trhu, dlh súkromného sektora a verejný dlh. Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky poukazujú na tento relevantný vývoj:

- Záležitosti týkajúce sa **vonkajšej udržateľnosti** si vyžadujú dôkladné monitorovanie. Bežný účet zaznamenal v roku 2021 mierny prebytok 0,4 % HDP a vrátil sa na úroveň spred pandémie. V rokoch 2022 a 2023 sa predpokladá jeho deficit. Čistá medzinárodná investičná pozícia sa v roku 2021 naďalej zhoršovala a dosiahla –32,1 % HDP, a to v dôsledku záporného salda bežného účtu a účinkov oceňovania. Výhľadovo sa počíta s jej zlepšením.

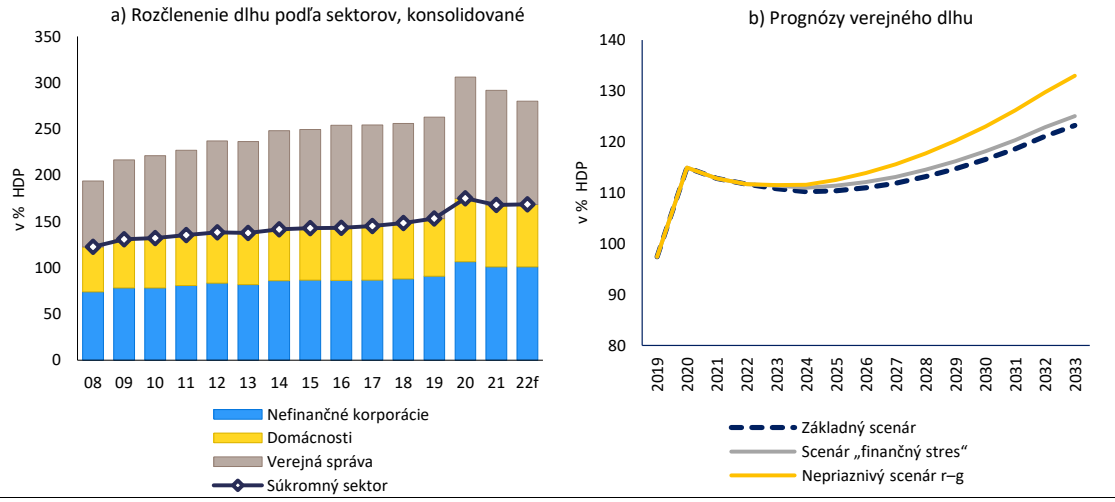
- Obavy týkajúce sa **nákladovej konkurencieschopnosti**, ktoré existovali ešte pred pandémiou COVID-19, sú naďalej relevantné. Nominálne jednotkové náklady práce sa v roku 2021 zvýšili a predpokladá sa, že výhľadovo porastú ešte viac, a to v kontexte nižšej jadrovej inflácie ako vo väčšine krajín eurozóny. Reálny efektívny výmenný kurz založený na HICP sa v roku 2021 mierne znehodnotil. Medziročne sa do augusta 2022 naďalej znehodnocoval.

- Pomer **dlhu nefinančných korporácií** k HDP zostáva napriek poklesu na 101 % v roku 2021 vysoký. Dlh nefinančných korporácií v prvej polovici roka 2022 naďalej klesal. Stále sa drží nad obozretnými a základnými referenčnými hodnotami a je o 10 percentuálnych bodov vyšší ako v roku 2019. Zadlženosť podnikov sprevádzajú vysoké a rastúce vankúše likvidity, ktoré zmierňujú riziká.

- Obavy v súvislosti s vývojom **cien obytných nehnuteľností** narastajú. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností sa zrýchlil z 5,2 % na 6,3 % v roku 2021. Medziročný rast nominálnych cien obytných nehnuteľností v druhom štvrťroku 2022 stúpol na 7,1 %. Podľa odhadov boli ceny obytných nehnuteľností v roku 2021 nadhodnotené o 20 %. Pomer **dlhu domácností** k HDP je nad obozretnými referenčnými hodnotami a referenčnými hodnotami založenými na fundamentoch a úverové toky do domácností sú vysoké. Riziká však zmierňuje vysoký podiel úverov s fixnou úrokovou sadzbou, obozretné podmienky poskytovania úverov a opatrenia makroprudenciálnej politiky.

- Obavy týkajúce sa **verejného dlhu** sú značné. Už aj tak vysoký pomer verejného dlhu k HDP, ktorý presahuje prahovú hodnotu hodnotiacej tabuľky, sa v roku 2021 mierne znížil na 112,8 % HDP a predpokladá sa, že v prognózovanom období zostane vo všeobecnosti stabilný, nad úrovňou z roku 2019. Deficit verejných financií zostáva vysoký, hoci sa v roku 2021 znížil na 6,5 % a predpokladá sa, že sa bude znižovať aj v roku 2022. Riziká v oblasti fiškálnej udržateľnosti sú naďalej vysoké v strednodobom horizonte a stredne vysoké v dlhodobom horizonte.

Graf 3.10.1: **Vybrané grafy: Francúzsko**



V „nepriaznivom scenári rozdielu úrokovej miery a rastu“ sa predpokladá menej priaznivý efekt snehovej gule než v základnom scenári (t. j. diferenciál trhových úrokových sadzieb a rastu nominálneho HDP je trvale o 1 percentuálny bod vyšší). V scenári „finančný stres“ bude krajina v roku 2023 dočasne (jeden rok) čeliť vyšším trhovým úrokovým sadzbám (t. j. v roku 2023 sa predpokladá dočasný nárast trhových úrokových sadzieb o 1 percentuálny bod).
Zdroj: Eurostat a útvary Európskej komisie.

Tabuľka 3.10.1: **Kľúčové ekonomické a finančné ukazovatele, Francúzsko**

	Prahové hodnoty	*ečná hodenčná hodn*		*2019*	*2020*	*2021*	prognóza *2022*	*2023*
Zahraničná pozícia								
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP, 3-ročný priemer)	**-4%/6%**			**-0.4**	**-0.7**	**-0.3**	**-0.9**	**-0.4**
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP)		0.3 (1)	-1.7 (2)	0.5	-1.8	0.4	-1.4	-0.1
Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	**-35%**	**-75.8 (3)**	**9.4 (4)**	**-24.6**	**-30.7**	**-32.1**	**-27.6**	**-27.5**
NENDI – Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (% HDP) (5)				-35.2	-41.3	-37.2		
Konkurencieschopnosť								
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (zmena za 3 roky v %)	**9% (EZ) 12% (mimo EZ)**			**0.9 p**	**5.0 p**	**4.6 p**	**8.5**	**7.6**
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (medziročná zmena v %)				-0.7 p	4.8 p	0.5 p	3.0	4.0
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 3 roky v %)	**±5% (EZ) ±11% (mimo EZ)**			**1.6**	**2.7**	**-0.4**	**-5.9**	**-9.2**
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 1 rok v %)				-1.4	1.5	-0.5	-6.8	-2.2
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 5 rokov v %)	**-6%**			**-0.7**	**-8.5**	**-11.4**	**-5.2**	**-5.1**
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 1 rok v %)				-1.0	-6.9	-1.1	3.7	0.4
Dlh súkromného sektora								
Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	**133%**			**153.1 p**	**175.0 p**	**167.8 p**	**168.4**	**158.2**
Úverový tok v súkromnom sektore, konsolidovaný (% HDP)	**14%**			**8.4 p**	**13.5 p**	**6.5 p**	**9.2**	**7.3**
Dlh domácností, konsolidovaný (% HDP)		49.1 (6)	58.6 (7)	62.2	68.6	66.7p	67,4	67,0
Dlh nefinančných korporácií, konsolidovaný (% HDP)		54.2 (6)	72.5 (7)	90,9	106,4		101,0	91,2
Trh s bývaním								
Index cien nehnuteľností na bývanie, deflovaný (zmena za 1 rok v %)	**6%**			**2.5**	**4.1**	**4.7**	**2.5**	**-0.5**
Index cien nehnuteľností na bývanie, nominálny (zmena za 1 rok v %)		19.6 (8)		3,3	5,2	6,3	5,2	1,2
Dlh verejnej správy								
Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)	**60%**			**97.4**	**115.0**	**112.8**	**111.7**	**110.8**
Saldo verejnej správy (% HDP)				-3,1	-9,0	-6,5	-5,0	-5,3
Bankový sektor								
Záväzky finančného sektora spolu, nekonsolidované (zmena za 1 rok v %)	**16.5%**			**6.0 b**	**11.3**	**7.3 p**	**4.3**	
Rentabilita vlastného kapitálu (v %)				6,0	4,1	7,1		
Podiel vlastného kapitálu Tier 1		10.6 (9)		15,2	16,0	16,2		
Hrubé nesplácané úvery, domáce a zahraničné subjekty (% hrubých úverov)				2.5e	2.2e	1.9p	1,8	
Trh práce								
Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	**10%**			**8.9**	**8.5**	**8.1 d**	**7.9**	**7.9**
Miera nezamestnanosti (ročná úroveň)		8.1 (10)		8.4	8.0	7.9 d	7.7	8.1
Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva – % populácie vo veku 15 – 64 rokov (zmena za 3 roky v percentuálnych bodoch)	**-0,2 p. b.**			**0.3**	**-0.4**	**0.2 d**	**1.3**	**2.4**
Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**0,5 p. b.**			**-0.8**	**-1.0**	**-0.2 d**		
Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**2 p. b.**			**-5.3**	**-2.0**	**-3.1 d**		

Poznámky: pozri prílohu 1.
Zdroj: útvary Komisie, Eurostat a ECB, Európska komisia v prípade prognózovaných údajov (prognóza z jesene 2022).

3.11. CHORVÁTSKO

V Chorvátsku pomery verejného, súkromného a zahraničného dlhu k HDP naďalej klesajú a zdá sa, že súvisiace riziká sú obmedzené. Pomer verejného dlhu k HDP je naďalej vysoký, ale rozpočtový deficit sa znižuje. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností sa zrýchľuje, no metriky rozdielov v oceňovaní nevykazujú známky potenciálneho nadhodnotenia cien obytných nehnuteľností.

V predchádzajúcom kole PMN Komisia vykonala hĺbkové preskúmanie a dospela k záveru, že v Chorvátsku už neexistujú makroekonomické nerovnováhy. Tento rok Komisia nepovažuje za potrebné vykonať v prípade Chorvátska ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Rast reálneho HDP sa predpokladá na úrovni 6 % v roku 2022 a 1 % v roku 2023. Inflácia je vysoká a očakáva sa, že v rokoch 2022 a 2023 zostane nad priemerom eurozóny. Medziročne v septembri zostávala na úrovni 12,6 %, pričom jadrová inflácia bola na úrovni 9,8 %. Ceny budú rásť rýchlejšie ako mzdy.

Zo záverov hodnotiacej tabuľky pre Chorvátsko vyplýva, že v roku 2021 dva ukazovatele prekračovali svoje orientačné prahové hodnoty, a to čistá medzinárodná investičná pozícia a verejný dlh. Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky poukazujú na tento relevantný vývoj:

- Obavy týkajúce sa **vonkajšej udržateľnosti** sa podstatne znížili. Bežný účet sa v roku 2021 zvýšil a dosiahol prebytok 3,1 % HDP. Predpokladá sa, že mierne záporná čistá medzinárodná investičná pozícia, ktorej výška v roku 2021 bola -35,1 % HDP, sa bude v roku 2022 naďalej zlepšovať. Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania, vyšla v roku 2021 kladná, s výškou 12 % HDP.

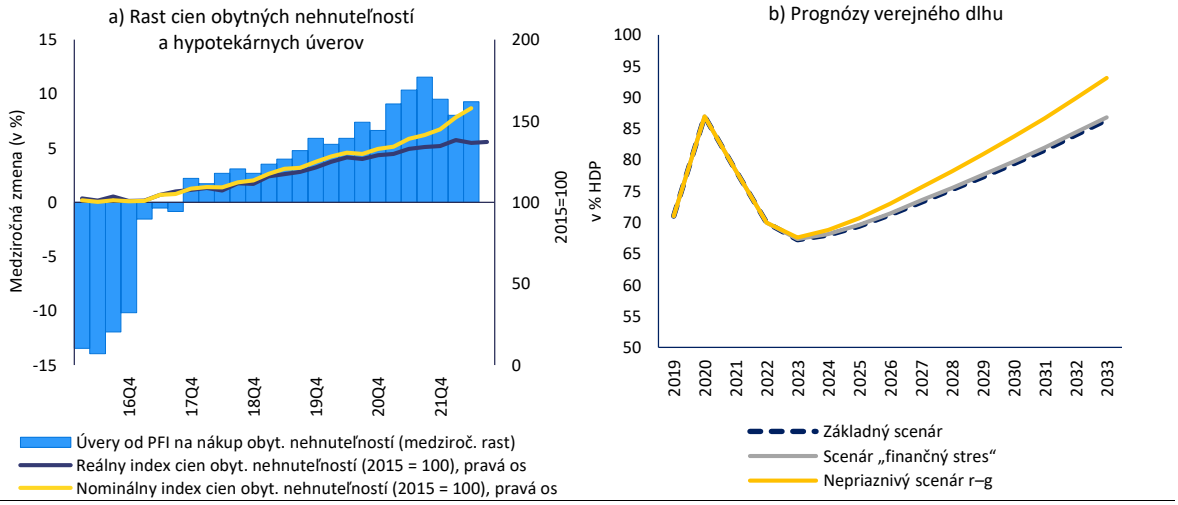
- Obavy týkajúce sa **nákladovej konkurencieschopnosti** sa javia obmedzené. Vysoká inflácia predstavuje riziko, hoci indexácia miezd nie je rozšírená. Nominálne jednotkové náklady práce sa v roku 2021 znížili, no v rokoch 2022 a 2023 sa predpokladá ich výrazné zvýšenie. Reálny efektívny výmenný kurz založený na HICP sa v roku 2021 mierne zhodnotil. Medziročne bolo do augusta 2022 zaznamenané mierne znehodnotenie.

- Pomer **dlhu domácností** k HDP je vyšší ako referenčné hodnoty založené na fundamentoch, ale výrazne nižší ako obozretné prahové hodnoty. Čisté úverové toky do domácností boli v rokoch 2021 a 2022 mierne. Pomer dlhu domácností k HDP v prvej polovici roka 2022 naďalej klesal. Podiel úverov na bývanie s pohyblivou úrokovou sadzbou je relatívne nízky.

- Obavy v súvislosti s **vývojom cien obytných nehnuteľností** narastajú. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností sa v roku 2021 spomalil na 7,3 %, medziročne však v druhom štvrťroku 2022 stúpol na 13,6 %. Metriky rozdielov v oceňovaní nevykazujú známky potenciálneho nadhodnotenia. Hoci je **bankový sektor** dobre kapitalizovaný a jeho ziskovosť je vysoká, vyznačuje sa aj relatívne vysokým, aj keď klesajúcim, podielom nesplácaných úverov. Nedostatočne splácané úvery (2. fáza) sa od začiatku pandémie výrazne zvýšili a odvtedy podstatne neklesli.

- Riziká súvisiace s verejným dlhom nie sú zanedbateľné. Pomer **verejného dlhu** k HDP klesol v roku 2021 na 78,4 % a zostáva tak nad prahovou hodnotou hodnotiacej tabuľky 60 %. Predpokladá sa, že v roku 2022 ďalej klesne pod úroveň z roku 2019. Rizikové prirážky k štátnym dlhopisom sa znížili, no naďalej sú nad priemerom eurozóny. Riziko výmenného kurzu súvisiace s verejným dlhom sa eliminuje prijatím eura od 1. januára 2023. Deficit verejných financií sa v roku 2021 znížil na 2,6 % HDP a v roku 2022 sa predpokladá ďalšie zníženie. Riziká v oblasti fiškálnej udržateľnosti sú z krátkodobého a dlhodobého hľadiska stredne vysoké.

Graf 3.11.1: **Vybrané grafy: Chorvátsko**



V „nepriaznivom scenári rozdielu úrokovej miery a rastu“ sa predpokladá menej priaznivý efekt snehovej gule než v základnom scenári (t. j. diferenciál trhových úrokových sadzieb a rastu nominálneho HDP je trvale o 1 percentuálny bod vyšší). V scenári „finančný stres“ bude krajina v roku 2023 dočasne (jeden rok) čeliť vyšším trhovým úrokovým sadzbám (t. j. v roku 2023 sa predpokladá dočasný nárast trhových úrokových sadzieb o 1 percentuálny bod).
Zdroj: Eurostat a útvary Európskej komisie.

Tabuľka 3.11.1: **Kľúčové ekonomické a finančné ukazovatele, Chorvátsko**

	Prahové hodnoty	*ročná hodnota*	*ročná hodnota*	*2019*	*2020*	*2021*	prognóza *2022*	prognóza *2023*
Zahraničná pozícia								
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP, 3-ročný priemer)	**-4%/6%**			**2.6**	**1.3**	**1.8**	**0.9**	**0.9**
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP)		-0.2 (1)	-4.0 (2)	2.8	-0.5	3.1	0.2	-0.6
Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	**-35%**	**-46.7 (3)**	**-18.5 (4)**	**-47.0**	**-48.1**	**-35.1**	**-33.3**	**-26.0**
NENDI – Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (% HDP) (5)				1.2	3.0	12.0		
Konkurencieschopnosť								
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (zmena za 3 roky v %)	**9% (EZ) 12% (mimo EZ)**			**2.8**	**13.7 p**	**6.4 p**	**12.4**	**8.8**
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (medziročná zmena v %)				0.0	9.8 p	-3.1 p	3.9	5.9
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 3 roky v %)	**±5% (EZ) ±11% (mimo EZ)**			**1.5**	**0.5**	**-1.5**	**-4.7**	**-7.5**
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 1 rok v %)				-1.5	-0.5	0.5	-4.6	-3.6
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 5 rokov v %)	**-6%**			**22.0**	**-1.3**	**7.9**	**27.8**	**25.2**
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 1 rok v %)				4.2	-16.1	19.1	21.2	-0.9
Dlh súkromného sektora								
Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	**133%**			**88.3**	**98.0 p**	**88.5 p**	**80.5**	**79.4**
Úverový tok v súkromnom sektore, konsolidovaný (% HDP)	**14%**			**1.1**	**1.3 p**	**3.0 p**	**2.8**	**4.4**
Dlh domácností, konsolidovaný (% HDP)		54.6 (6)	18.3 (7)	34.1	38.0	34.7	32,0	33,1
Dlh nefinančných korporácií, konsolidovaný (% HDP)		65.2 (6)	39.3 (7)	54,2	60,0	53,8	48,5	46,3
Trh s bývaním								
Index cien nehnuteľností na bývanie, deflovaný (zmena za 1 rok v %)	**6%**			**7.8**	**7.3**	**4.5**	**0.8**	**-0.5**
Index cien nehnuteľností na bývanie, nominálny (zmena za 1 rok v %)		-3.4 (8)		9,0	7,7	7,3	9,8	4,2
Dlh verejnej správy								
Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)	**60%**			**71.0**	**87.0**	**78.4**	**70.0**	**67.2**
Saldo verejnej správy (% HDP)				0,2	-7,3	-2,6	-1,6	-2,4
Bankový sektor								
Záväzky finančného sektora spolu, nekonsolidované (zmena za 1 rok v %)	**16.5%**			**6.8**	**7.3**	**11.7**	**0.7**	
Rentabilita vlastného kapitálu (v %)				9,1	4,7	7,7		
Podiel vlastného kapitálu Tier 1		10.6 (9)		21,7	22,7	23,8		
Hrubé nesplácané úvery, domáce a zahraničné subjekty (% hrubých úverov)				5.2e	5.3e	4.2p	3,7	
Trh práce								
Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	**10%**			**8.8**	**7.5**	**7.2**	**7.1**	**6.7**
Miera nezamestnanosti (ročná úroveň)		7.4 (10)		6.6	7.5	7.6	6.3	6.3
Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva – % populácie vo veku 15 – 64 rokov (zmena za 3 roky v percentuálnych bodoch)	**-0,2 p. b.**			**0.9**	**0.7**	**2.4**	**2.6**	**2.3**
Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**0,5 p. b.**			**-4.2**	**-2.5**	**-0.6**		
Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**2 p. b.**			**-14.7**	**-6.3**	**-1.8**		

Poznámky: pozri prílohu 1.
Zdroj: útvary Komisie, Eurostat a ECB, Európska komisia v prípade prognózovaných údajov (prognóza z jesene 2022).

3.12. TALIANSKO

V Taliansku zostávajú obavy týkajúce sa vysokého pomeru verejného dlhu k HDP nezmenené. Nedostatky na trhu práce by sa mohli opäť zhoršiť. Napriek zlepšeniam v bankovom sektore sa zvyšuje riziko spätnej väzby vzhľadom na makroekonomický kontext, ktoré si vyžaduje dôkladné monitorovanie.

V predchádzajúcom kole PMN Komisia vykonala hĺbkové preskúmanie a dospela k záveru, že v Taliansku sa vyskytujú rozsiahle makroekonomické nerovnováhy. Tento rok Komisia považuje za vhodné v rámci hĺbkového preskúmania týkajúceho sa Talianska preskúmať pretrvávanie rozsiahlych nerovnováh alebo ich odstraňovanie.

Rast reálneho HDP sa predpokladá na úrovni 3,8 % v roku 2022 a 0,3 % v roku 2023. Inflácia je vysoká. V októbri sa medziročne zvýšila na 12,8 %, pričom jadrová inflácia sa odhadovala na 4,5 %. Ceny budú rásť rýchlejšie ako mzdy.

Zo záverov hodnotiacej tabuľky pre Taliansko vyplýva, že v roku 2021 tri ukazovatele prekračovali svoje orientačné prahové hodnoty, a to zmena podielov na vývoznom trhu, verejný dlh a zmena miery účasti na trhu práce. Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky poukazujú na tento relevantný vývoj:

- Obavy týkajúce sa **nákladovej konkurencieschopnosti** sa zdajú obmedzené. Nominálne jednotkové náklady práce zostali v roku 2021 nezmenené, no výhľadovo sa predpokladá ich zvýšenie. Reálny efektívny výmenný kurz založený na HICP sa v roku 2021 mierne znehodnotil. Medziročne sa do augusta 2022 naďalej znehodnocoval. Naopak rast produktivity už desaťročia zaostáva za ostatnými partnerskými krajinami EÚ.

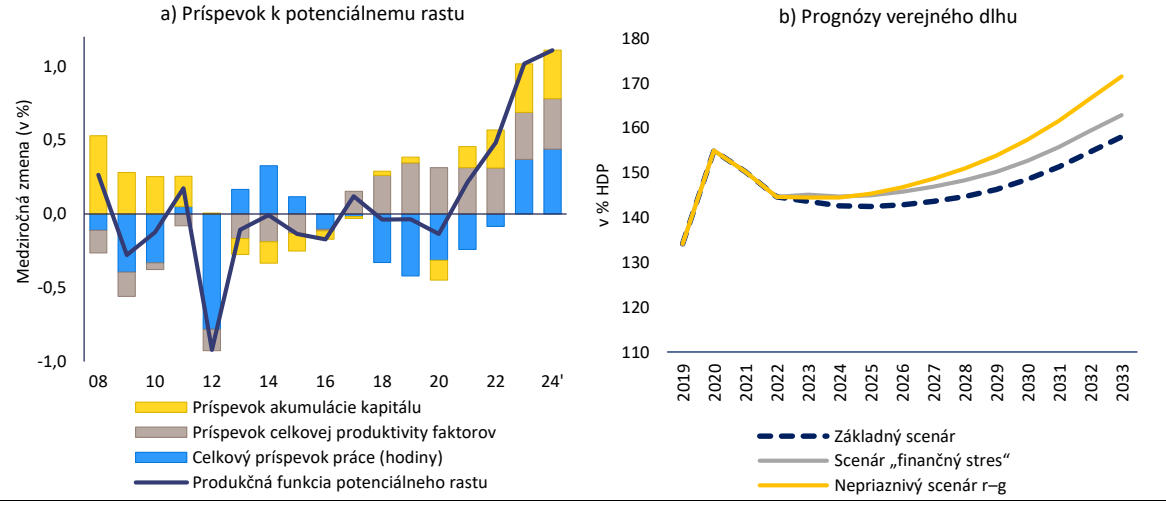
- Pomer **dlhu domácností** k HDP sa naďalej blíži k referenčným hodnotám a čistý úverový tok do domácností zostal v rokoch 2021 a 2022 mierny. Pomer dlhu domácností k HDP zostal v prvej polovici roka 2022 vo všeobecnosti stabilný. Podiel úverov s pohyblivou úrokovou sadzbou je relatívne nízky.

- **Verejný dlh** zostáva vysoký, aj napriek tomu, že jeho pomer k HDP sa v roku 2021 znížil na 150,3 %. Zatiaľ čo miera zadlženosti sa má podľa prognóz naďalej znižovať, očakáva sa, že zostane výrazne nad úrovňou z roku 2019. Deficit verejných financií zostáva vysoký, hoci sa v roku 2021 znížil na 7,2 % a predpokladá sa, že sa bude znižovať aj naďalej. Rizikové prirážky k štátnym dlhopisom sa výrazne odchýlili od priemeru eurozóny, v dôsledku čoho sa zvyšujú náklady na financovanie, aj keď len postupne, vzhľadom na zvýšenú priemernú dobu splatnosti nesplateného dlhu. Riziká v oblasti fiškálnej udržateľnosti sú v strednodobom horizonte vysoké, zatiaľ čo v dôsledku predpokladaného poklesu nákladov súvisiacich so starnutím obyvateľstva sa riziko v dlhodobom horizonte znižuje na stredne vysoké.

- **Bankový sektor** v posledných rokoch zaznamenal podstatné zlepšenie. Podiel nesplácaných úverov sa v roku 2021 naďalej znižoval a dosiahol úroveň okolo 3,5 %. Zatiaľ čo tento podiel len mierne presahuje priemer eurozóny, podiel nedostatočne splácaných úverov (2. fáza) sa od roku 2020 zvýšil. Výrazné prepojenie medzi bankou a štátom a previazanosť s niektorými zraniteľnými miestami podnikového sektora môže zvýšiť riziko spätnej väzby.

- Nedostatky na **trhu práce** naďalej vzbudzujú obavy. Miera nezamestnanosti sa v roku 2021 zvýšila na 9,5 % a naďalej zostáva relatívne vysoká, hoci je pod hraničnou hodnotou 10 %. Predpokladá sa, že v roku 2022 klesne, no v roku 2023 opäť stúpne. Miera účasti na trhu práce je veľmi nízka, najmä v prípade žien, a to aj napriek nárastu v roku 2021. Miera nezamestnanosti mladých ľudí a dlhodobej nezamestnanosti naďalej patrí k najvyšším v EÚ.

Graf 3.12.1: **Vybrané grafy: Taliansko**



V „nepriaznivom scenári rozdielu úrokovej miery a rastu“ sa predpokladá menej priaznivý efekt snehovej gule než v základnom scenári (t. j. diferenciál trhových úrokových sadzieb a rastu nominálneho HDP je trvale o 1 percentuálny bod vyšší). V scenári „finančný stres“ bude krajina v roku 2023 dočasne (jeden rok) čeliť vyšším trhovým úrokovým sadzbám (t. j. v roku 2023 sa predpokladá dočasný nárast trhových úrokových sadzieb o 1 percentuálny bod).
Zdroj: Eurostat a útvary Európskej komisie.

Tabuľka 3.12.1: **Kľúčové ekonomické a finančné ukazovatele, Taliansko**

							prognóza	
	Prahové hodnoty	*Referenčná hodnota I*	*Referenčná hodnota II*	*2019*	*2020*	*2021*	*2022*	*2023*
Zahraničná pozícia								
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP, 3-ročný priemer)	**-4%/6%**			**2.9**	**3.3**	**3.4**	**2.6**	**1.2**
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP)		1.6 (1)	0.2 (2)	3.3	3.9	3.1	0.8	-0.2
Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	**-35%**	**-65.8 (3)**	**14.7 (4)**	**-1.2**	**1.4**	**8.1**	**7.2**	**7.4**
NENDI – Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (% HDP) (5)				-0.1	1.2	6.4		
Konkurencieschopnosť								
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (zmena za 3 roky v %)	**9% (EZ) 12% (mimo EZ)**			**3.2**	**6.6**	**4.6**	**6.1**	**5.3**
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (medziročná zmena v %)				1.3	3.2	0.0	2.8	2.4
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 3 roky v %)	**±5% (EZ) ±11% (mimo EZ)**			**0.2**	**0.6**	**-1.8**	**-5.7**	**-9.4**
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 1 rok v %)				-2.2	0.9	-0.5	-6.1	-3.2
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 5 rokov v %)	**-6%**			**-2.4**	**-2.9**	**-6.2**	**0.8**	**1.1**
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 1 rok v %)				-1.4	-2.8	-0.8	6.7	-0.4
Dlh súkromného sektora								
Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	**133%**			**106.0**	**118.5**	**113.5**	**109.7**	**106.4**
Úverový tok v súkromnom sektore, konsolidovaný (% HDP)	**14%**			**0.3**	**4.0**	**3.3**	**4.0**	**4.5**
Dlh domácností, konsolidovaný (% HDP)		43.8 (6)	39.0 (7)	41.1	44.9	43.4	42,6	42,5
Dlh nefinančných korporácií, konsolidovaný (% HDP)		77.7 (6)	58.4 (7)	64,9	73,6	70,1	67,1	63,9
Trh s bývaním								
Index cien nehnuteľností na bývanie, deflovaný (zmena za 1 rok v %)	**6%**			**-0.7**	**1.8**	**0.9**	**-2.2**	**-3.5**
Index cien nehnuteľností na bývanie, nominálny (zmena za 1 rok v %)		-8.4 (8)		-0,1	1,9	2,6	4,9	1,6
Dlh verejnej správy								
Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)	**60%**			**134.1**	**154.9**	**150.3**	**144.6**	**143.6**
Saldo verejnej správy (% HDP)				-1,5	-9,5	-7,2	-5,1	-3,6
Bankový sektor								
Záväzky finančného sektora spolu, nekonsolidované (zmena za 1 rok v %)	**16.5%**			**4.7**	**7.3**	**6.2**	**0.9**	
Rentabilita vlastného kapitálu (v %)				4,9	1,0	5,7		
Podiel vlastného kapitálu Tier 1		10.6 (9)		13,9	15,5	15,1		
Hrubé nesplácané úvery, domáce a zahraničné subjekty (% hrubých úverov)				6.7e	4.5e	3.5p	3,0	
Trh práce								
Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	**10%**			**10.6**	**9.9**	**9.6**	**9.0**	**8.8**
Miera nezamestnanosti (ročná úroveň)		9.6 (10)		9.9	9.3	9.5	8.3	8.7
Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva – % populácie vo veku 15 – 64 rokov (zmena za 3 roky v percentuálnych bodoch)	**-0.2 p. b.**			**0.9**	**-1.8**	**-1.1**	**0.8**	**2.4**
Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**0.5 p. b.**			**-1.2**	**-1.8**	**-1.1**		
Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**2 p. b.**			**-8.5**	**-4.8**	**-2.5**		

Poznámky: pozri prílohu 1.
Zdroj: útvary Komisie, Eurostat a ECB, Európska komisia v prípade prognózovaných údajov (prognóza z jesene 2022).

3.13. CYPRUS

Na Cypre pretrvávajú obavy týkajúce sa pomerov dlhu domácností a nefinančných korporácií, verejného dlhu a zahraničného dlhu k HDP, hoci po kríze spôsobenej pandémiou COVID-19 začali tieto pomery opäť klesať. Pomer dlhu nefinančných korporácií a domácností k HDP napriek zlepšeniam naďalej patrí medzi najvyššie v EÚ. Vysoký deficit bežného účtu sa znížil, no predpokladá sa jeho opätovné zvýšenie, vzhľadom na zhoršujúce sa vonkajšie prostredie. Bankový sektor sa ukázal byť odolný, hoci riziká pretrvávajú, a to vrátane rizík súvisiacich s nesplácanými úvermi.

V predchádzajúcom kole PMN Komisia vykonala hĺbkové preskúmanie a dospela k záveru, že na Cypre sa vyskytujú rozsiahle makroekonomické nerovnováhy. Tento rok Komisia považuje za vhodné v rámci hĺbkového preskúmania týkajúceho sa Cypru preskúmať pretrvávanie rozsiahlych nerovnováh alebo ich odstraňovanie.

Rast reálneho HDP sa predpokladá na úrovni 5,6 % v roku 2022 a 1 % v roku 2023. Inflácia je vysoká. V októbri medziročne klesla na 8,6 %, pričom jadrová inflácia sa odhadovala na 5,9 %. Ceny budú rásť rýchlejšie ako mzdy.

Zo záverov hodnotiacej tabuľky pre Cyprus vyplýva, že v roku 2021 štyri ukazovatele prekračovali svoje orientačné prahové hodnoty, a to saldo bežného účtu, čistá medzinárodná investičná pozícia, dlh súkromného sektora a verejný dlh. Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky poukazujú na tento relevantný vývoj:

- **Vonkajšia udržateľnosť** zostáva problémom. Deficit bežného účtu naďalej zostáva vysoký, aj keď sa v roku 2021 znížil na 6,8 % HDP. K tomuto zlepšeniu došlo v dôsledku čiastočnej obnovy bilancie cestovných služieb, ktorou sa viac ako kompenzovalo zhoršenie bilancie obchodu s energetickým tovarom. Negatívny príspevok pochádzal zo zhoršenia primárneho príjmového salda. Predpokladá sa, že deficit bežného účtu v roku 2022 narastie a potom opäť klesne, no naďalej zostane vysoký a neprispieva k udržaniu čistej medzinárodnej investičnej pozície na obozretných úrovniach. Hoci čistá medzinárodná investičná pozícia bola aj v roku 2021 významná a záporná, s výškou -117,8 % HDP, do veľkej miery sú v nej zohľadnené činnosti účelovo vytvorených subjektov, ktorých prepojene na domáce hospodárstvo je údajne obmedzené. Predpokladá sa, že čistá medzinárodná investičná pozícia bude naďalej klesať.

- Obavy týkajúce sa **nákladovej konkurencieschopnosti** sú obmedzené. Nominálne jednotkové náklady práce v roku 2021 mierne poklesli, ale predpokladá, že mierne narastú vzhľadom na vysokú jadrovú infláciu. Mzdy boli čiastočne indexované o infláciu. Reálny efektívny výmenný kurz založený na HICP sa v roku 2021 mierne znehodnotil. Medziročne sa do augusta 2022 naďalej znehodnocoval.

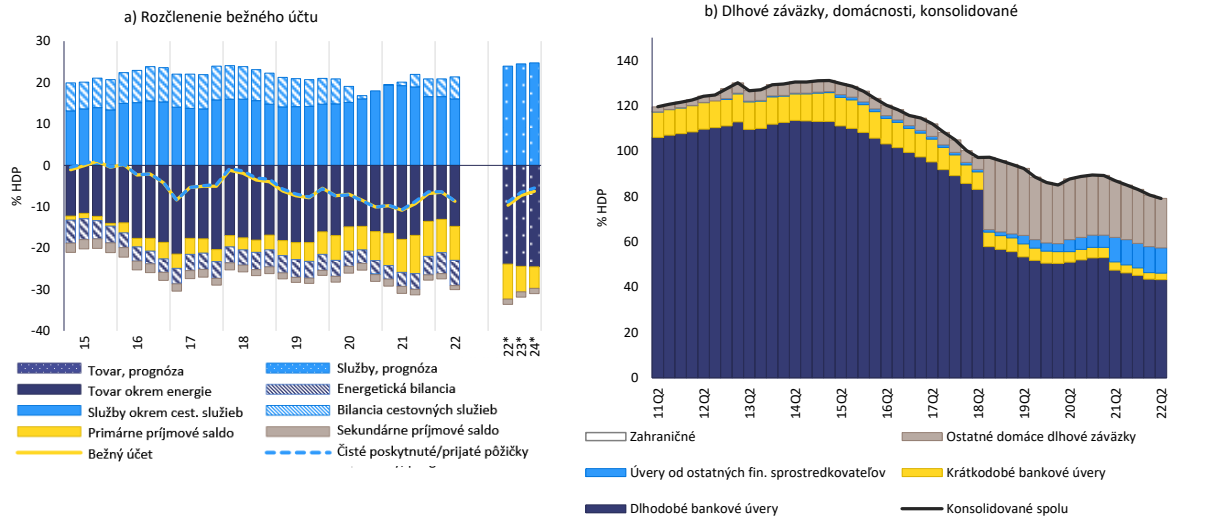
- Pomer **dlhu nefinančných korporácií** k HDP naďalej patrí k najvyšším v EÚ, no postupne klesá. Tento pokles pokračoval aj v prvej polovici roka 2022, no stále je nad obozretnými a základnými referenčnými hodnotami. Vysoký podiel zahraničného dlhu účelovo vytvorených nefinančných subjektov vlastníkov lodí a vysoké vankúše likvidity znižujú riziká. Podnikové nesplácané úvery v držbe bánk sú naďalej vysoké a určité nesplácané úvery sú aj v držbe spoločností poskytujúcich úvery. Pomer dlhu domácností k HDP takisto patrí k najvyšším v EÚ a presahuje odhadované obozretné referenčné hodnoty. V roku 2021 sa však tento pomer znížil a jeho znižovanie pokračovalo aj v prvej polovici roka 2022. Časť dlhu domácností je v podobe nesplácaných úverov v držbe bánk alebo spoločností poskytujúcich úvery. Opakované odklady zabavení oslabujú platobnú disciplínu. Je pravdepodobné, že vyššie úrokové sadzby vyvinú tlak na schopnosť nefinančných korporácií a domácností obsluhovať dlh, keďže prevláda dlh s pohyblivou úrokovou sadzbou.

- Obavy týkajúce sa pomeru **verejného dlhu k** HDP pretrvávajú. Miera zadlženosti verejnej správy sa v roku 2021 znížila na 101 % HDP a v roku 2022 sa predpokladá jej ďalšie zníženie

pod úroveň z roku 2019. Rizikové prirážky k štátnym dlhopisom sú prevažne vyššie než u iných členov eurozóny. Predpokladá sa, že fiškálny zostatok v roku 2022 zaznamená prebytok a očakáva sa, že vďaka týmto plánovaným primárnym prebytkom budú hrubé potreby financovania verejnej správy relatívne nízke. Cyprus má navyše značné hotovostné rezervy. Riziká v oblasti fiškálnej udržateľnosti pre strednodobý aj dlhodobý horizont sú stredne vysoké.

- **Bankový sektor** sa ukázal byť odolný, aj napriek pretrvávajúcim problémom. V roku 2021 objem nesplácaných úverov klesol v dôsledku predaja aktív na úroveň okolo 5,6 %, zatiaľ čo v roku 2022 zostáva stabilný. Vplyv pandémie je viditeľný vo zvýšenom podiele úverov klasifikovaných ako úvery vykazujúce zvýšenú mieru rizika. Podiel úverov 2. fázy a podiel úverov s odkladom splatnosti vysoko prevyšujú priemer eurozóny. Nové prípady nesplatenia úveru po zrušení moratória sú však zatiaľ obmedzené. Zatiaľ čo podiel kapitálu Tier 1 sa približuje k priemeru EÚ, rentabilita vlastného kapitálu patrí k najnižším v EÚ a v roku 2021 bola len nepatrne pozitívna. Očakáva sa, že v dôsledku vyšších úrokových sadzieb sa zvýši čistý príjem bánk z úrokov, vzhľadom na značné hotovostné zostatky bánk a prevahu úverov s pohyblivými sadzbami. Kvalita aktív by sa však mohla zhoršiť v dôsledku tlakov na súvahy súkromného sektora.

Graf 3.13.1: **Vybrané grafy: Cyprus**



Zdroj: Eurostat, Comext a útvary Európskej komisie.

Tabuľka 3.13.1: **Kľúčové ekonomické a finančné ukazovatele, Cyprus**

	Prahové hodnoty	*enčná hodenčná hodn*		*2019*	*2020*	*2021*	prognóza *2022*	*2023*
Zahraničná pozícia								
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP, 3-ročný priemer)	**-4%/6%**			**-4.9**	**-6.5**	**-7.5**	**-8.8**	**-7.9**
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP)		-2.0 (1)	-1.3 (2)	-5.6	-10.1	-6.8	-9.7	-7.3
Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	**-35%**	**-59.4 (3)**	**-40.1 (4)**	**-115.4**	**-134.5**	**-117.8**	**-104.8**	**-108.0**
NENDI – Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (% HDP) (5)				-155.3	-111.4	-76.4		
Konkurencieschopnosť								
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (zmena za 3 roky v %)	**9% (EZ) 12% (mimo EZ)**			**5.2**	**6.9**	**4.1 p**	**2.2**	**5.9**
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (medziročná zmena v %)				2.7	2.9	-1.4 p	0.7	6.6
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 3 roky v %)	**±5% (EZ) ±11% (mimo EZ)**			**0.0**	**0.1**	**-2.4**	**-5.8**	**-8.8**
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 1 rok v %)				-2.2	0.5	-0.8	-5.8	-2.9
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 5 rokov v %)	**-6%**			**25.3**	**38.9**	**24.9**	**25.1**	**19.5**
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 1 rok v %)				5.3	13.6	-2.7	3.9	-1.2
Dlh súkromného sektora								
Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	**133%**			**265.5**	**269.8**	**248.4 p**	**228.2**	**213.0**
Úverový tok v súkromnom sektore, konsolidovaný (% HDP)	**14%**			**-0.5**	**-1.2**	**4.3 p**	**3.4**	**-0.4**
Dlh domácností, konsolidovaný (% HDP)		45.6 (6)	93.1 (7)	86.2	89.4	83.0	77,4	74,5
Dlh nefinančných korporácií, konsolidovaný (% HDP)		81.2 (6)	137.2 (7)	179,3	180,4	165,4	150,8	138,5
Trh s bývaním								
Index cien nehnuteľností na bývanie, deflovaný (zmena za 1 rok v %)	**6%**			**3.4**	**0.7**	**-4.3**	**-5.5**	**-4.0**
Index cien nehnuteľností na bývanie, nominálny (zmena za 1 rok v %)		-13.7 (8)		3,7	-0,2	-3,4	0,9	3,3
Dlh verejnej správy								
Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)	**60%**			**90.4**	**113.5**	**101.0**	**89.6**	**84.0**
Saldo verejnej správy (% HDP)				1,3	-5,8	-1,7	1,1	1,1
Bankový sektor								
Záväzky finančného sektora spolu, nekonsolidované (zmena za 1 rok v %)	**16.5%**			**7.5**	**-7.1**	**-0.8**	**-0.2**	
Rentabilita vlastného kapitálu (v %)				3,5	-3,3	0,6		
Podiel vlastného kapitálu Tier 1		10.6 (9)		17,4	17,6	17,6		
Hrubé nesplácané úvery, domáce a zahraničné subjekty (% hrubých úverov)				18.1e	11.0e	5.6p	5,6	
Trh práce								
Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	**10%**			**8.9**	**7.7**	**7.4**	**7.4**	**7.3**
Miera nezamestnanosti (ročná úroveň)		8.9 (10)		7.1	7.6	7.5	7.2	7.2
Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva – % populácie vo veku 15 – 64 rokov (zmena za 3 roky v percentuálnych bodoch)	**-0,2 p. b.**			**2.6**	**1.9**	**1.7**	**-0.9**	**0.1**
Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**0,5 p. b.**			**-3.7**	**-2.4**	**-0.1**		
Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**2 p. b.**			**-12.5**	**-6.5**	**-3.1**		

Poznámky: pozri prílohu 1.

Zdroj: útvary Komisie, Eurostat a ECB, Európska komisia v prípade prognózovaných údajov (prognóza z jesene 2022).

3.14. LOTYŠSKO

V Lotyšsku obavy súvisiace s nákladovou konkurencieschopnosťou existovali už pred pandémiou COVID-19 a naďalej sa zvyšujú. Očakáva sa, že nominálne jednotkové náklady práce sa budú naďalej zvyšovať v dôsledku slabnúceho rastu produktivity. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností je stále vysoký a v poslednom čase sa ešte zintenzívnil, čo viedlo k miernemu nadhodnoteniu, hoci dlh domácností je nízky. Zvýšenie cien energie sa premietlo do jadrovej inflácie, ktorá patrí k najvyšším v EÚ, čo prispelo k oslabeniu bežného účtu.

V predchádzajúcom kole PMN Komisia v prípade Lotyšska nevykonala hĺbkové preskúmanie a neidentifikovala makroekonomické nerovnováhy. Tento rok Komisia považuje v prípade Lotyšska za vhodné preskúmať novovznikajúce slabé miesta a ich dôsledky prostredníctvom hĺbkového preskúmania.

Rast reálneho HDP sa predpokladá na úrovni 1,9 % v roku 2022 a -0,3 % v roku 2023. Inflácia patrí k najvyšším v eurozóne. V októbri medziročne klesla na 21,8 %, pričom jadrová inflácia sa v septembri odhadovala na 8,9 %. Ceny budú rásť rýchlejšie ako mzdy.

Zo záverov hodnotiacej tabuľky pre Lotyšsko vyplýva, že v roku 2021 štyri ukazovatele prekračovali svoje orientačné prahové hodnoty, a to rast nominálnych jednotkových nákladov práce, rast reálnych cien obytných nehnuteľností, zmena miery účasti na trhu práce a zmena nezamestnanosti mladých ľudí. Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky poukazujú na tento relevantný vývoj:

- Riziká týkajúce sa **vonkajšej udržateľnosti** sú obmedzené, napriek zhoršujúcim sa vyhliadkam**.** Bežný účet sa v roku 2021 dostal do záporných hodnôt, pričom dosiahol -4,2 % a v roku 2022 sa očakáva jeho ďalšie zhoršenie, najmä v dôsledku stúpajúcich nákladov na dovoz energie. Deficit verejných financií sa počas krízy spôsobenej pandémiou COVID-19 značne zvýšil, pričom v roku 2021 dosiahol 7 % a predpokladá sa, že v roku 2022 zostane na tejto úrovni a až v roku 2023 dôjde k jeho poklesu. Čistá medzinárodná investičná pozícia sa však naďalej zlepšovala a v roku 2021 dosiahla úroveň -27,4 % HDP. Keďže veľkú časť záväzkov Lotyšska tvoria štátne dlhopisy a priame zahraničné investície, čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania, je kladná.

- Obavy týkajúce sa **nákladovej konkurencieschopnosti** existovali ešte pred pandémiou COVID-19 a sú naďalej relevantné. Rast nominálnych jednotkových nákladov práce sa v roku 2021 spomalil na 4 %, no predpokladá sa, že v roku 2022 sa opäť výrazne zintenzívni a zostane vysoký aj v roku 2023. Vysoká inflácia môže vyvíjať ďalší tlak na rast miezd a očakáva sa, že v dôsledku zhoršujúcich sa hospodárskych vyhliadok sa zníži rast produktivity. Hoci inflácia je mimoriadne vysoká, reálny efektívny výmenný kurz založený na HICP sa v roku 2021 mierne zhodnotil a medziročne sa do augusta 2022 takisto zhodnocoval.

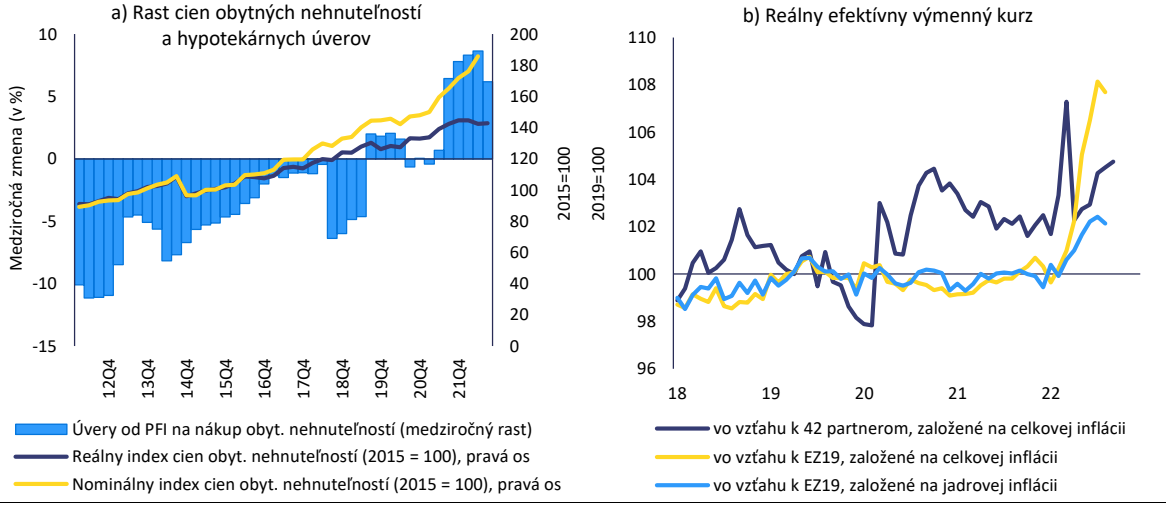
- Vysoký rast **cien obytných nehnuteľností** naďalej vyvoláva obavy. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností dosiahol v roku 2021 úroveň 10,9 % a v prvom polroku 2022 sa výrazne zrýchlil. Medziročný rast nominálnych cien obytných nehnuteľností bol v druhom štvrťroku 2022 na úrovni 16,5 %. Toto zrýchlenie prišlo po desiatich rokoch, počas ktorých rast cien obytných nehnuteľností vo všeobecnosti zodpovedal rastu miezd. Podľa odhadov boli ceny obytných nehnuteľností v roku 2021 nadhodnotené o 10 %. Miera poskytovania hypotekárnych úverov je mierna a dlh domácností je nízky a naďalej klesá.

- **Bankový sektor** je zdravý a dobre kapitalizovaný. Ziskovosť sa v roku 2021 zlepšila nad priemer EÚ a podiel nesplácaných úverov sa znížil o viac než 2 percentuálne body na 2,1 %. Dynamika poskytovania úverov bola utlmená a dlh súkromného sektora naďalej klesal.

- **Trh práce** sa zhoršil počas krízy spôsobenej pandémiou COVID-19 a zatiaľ sa plne nezotavil. Miera nezamestnanosti v roku 2021 klesla na 7,6 % a pokles sa predpokladá aj v roku 2022 pred tým, ako v roku 2023 opäť stúpne. Miera účasti na trhu práce v roku 2021 výrazne

poklesla, čím sa prerušil takmer desaťročný trend jej zlepšovania, no predpokladá sa, že v roku 2022 sa začne opäť zvyšovať. Miera nezamestnanosti mladých ľudí sa od zvýšenia v roku 2020 zatiaľ nezlepšila.

Graf 3.14.1: **Vybrané grafy: Lotyšsko**



Zdroj: Eurostat a útvary Európskej komisie.

Tabuľka 3.14.1: **Kľúčové ekonomické a finančné ukazovatele, Lotyšsko**

	Prahové hodnoty	Referenčná hodnota I	Referenčná hodnota II	2019	2020	2021	prognóza 2022	prognóza 2023
Zahraničná pozícia								
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP, 3-ročný priemer)	**-4%/6%**			**0.2**	**0.6**	**-0.7**	**-3.2**	**-6.9**
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP)		-0.4 (1)	-3.8 (2)	-0.6	2.6	-4.2	-8.1	-8.4
Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	**-35%**	**-50.5 (3)**	**-13.3 (4)**	**-40.3**	**-34.1**	**-27.4**	**-24.4**	**-25.0**
NENDI – Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (% HDP) (5)				5.8	14.1	18.9		
Konkurencieschopnosť								
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (zmena za 3 roky v %)	**9% (EZ) 12% (mimo EZ)**			**15.3**	**16.1**	**14.5**	**22.4**	**25.5**
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (medziročná zmena v %)				5.0	4.8	4.0	12.3	7.4
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 3 roky v %)	**±5% (EZ) ±11% (mimo EZ)**			**3.8**	**5.9**	**2.3**	**-2.9**	**-7.5**
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 1 rok v %)				0.0	2.0	0.3	-5.2	-2.8
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 5 rokov v %)	**-6%**			**3.3**	**19.7**	**13.4**	**15.6**	**10.0**
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 1 rok v %)				-1.3	11.8	-1.8	3.7	-2.1
Dlh súkromného sektora								
Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	**133%**			**66.2**	**64.7**	**58.0**	**53.1**	**51.4**
Úverový tok v súkromnom sektore, konsolidovaný (% HDP)	**14%**			**1.1**	**-1.9**	**0.9**	**1.8**	**3.0**
Dlh domácností, konsolidovaný (% HDP)		61.9 (6)	18.2 (7)	20.2	20.3	19.4	18,1	18,1
Dlh nefinančných korporácií, konsolidovaný (% HDP)		83.5 (6)	68.9 (7)	46,0	44,4	38,6	35,0	33,3
Trh s bývaním								
Index cien nehnuteľností na bývanie, deflovaný (zmena za 1 rok v %)	**6%**			**5.8**	**2.7**	**7.3**	**-2.5**	**-2.2**
Index cien nehnuteľností na bývanie, nominálny (zmena za 1 rok v %)		10.3 (8)		9,0	3,5	10,9	11,1	-0,4
Dlh verejnej správy								
Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)	**60%**			**36.5**	**42.0**	**43.6**	**42.4**	**44.0**
Saldo verejnej správy (% HDP)				-0,6	-4,3	-7,0	-7,1	-3,4
Bankový sektor								
Záväzky finančného sektora spolu, nekonsolidované (zmena za 1 rok v %)	**16.5%**			**4.6**	**10.8**	**13.2**	**1.8**	
Rentabilita vlastného kapitálu (v %)				9,6	5,2	4,5		
Podiel vlastného kapitálu Tier 1		10.6 (9)		22,0	25,7	29,2		
Hrubé nesplácané úvery, domáce a zahraničné subjekty (% hrubých úverov)				3.9e	4.6e	2.1p	1,8	
Trh práce								
Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	**10%**			**7.5**	**7.3**	**7.3**	**7.6**	**7.6**
Miera nezamestnanosti (ročná úroveň)		7.4 (10)		6.3	8.1	7.6	7.1	8.1
Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva – % populácie vo veku 15 – 64 rokov (zmena za 3 roky v percentuálnych bodoch)	**-0.2 p. b.**			**1.1**	**1.1**	**-1.8**	**2.0**	**2.5**
Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**0.5 p. b.**			**-1.7**	**-1.2**	**-1.1**		
Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**2 p. b.**			**-4.8**	**-2.1**	**2.6**		

Poznámky: pozri prílohu 1.

Zdroj: útvary Komisie, Eurostat a ECB, Európska komisia v prípade prognózovaných údajov (prognóza z jesene 2022).

3.15. LITVA

V Litve obavy súvisiace s nákladovou konkurencieschopnosťou existovali už pred pandémiou COVID-19 a v rámci súčasného vývoja sa dostali ešte viac do popredia. Rast nominálnych jednotkových nákladov práce bol v posledných rokoch vysoký a očakáva sa, že to tak aj zostane. Jadrová inflácia v porovnaní s partnermi Litvy v eurozóne je takisto vysoká. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností patrí k najvyšším v EÚ a naďalej rastú aj úvery.

IV predchádzajúcom kole PMN Komisia v prípade Litvy nevykonala hĺbkové preskúmanie a neidentifikovala makroekonomické nerovnováhy. Tento rok Komisia považuje v prípade Litvy za vhodné preskúmať novovznikajúce slabé miesta a ich dôsledky prostredníctvom hĺbkového preskúmania.

Rast reálneho HDP sa predpokladá na úrovni 2,5 % v roku 2022 a 0,5 % v roku 2023. Inflácia je vysoká, dokonca aj v porovnaní s obchodnými partnermi Litvy v eurozóne. V októbri 2022 medziročne klesla na 22 %, pričom jadrová inflácia sa v septembri odhadovala na 11,9 %. Ceny budú rásť rýchlejšie ako mzdy.

Zo záverov hodnotiacej tabuľky pre Litvu vyplýva, že v roku 2021 päť ukazovateľov prekračovalo svoje orientačné prahové hodnoty, a to rast nominálnych jednotkových nákladov práce, rast reálnych cien obytných nehnuteľností, rast záväzkov finančného sektora, zmena dlhodobej nezamestnanosti a zmena nezamestnanosti mladých ľudí. Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky poukazujú na tento relevantný vývoj:

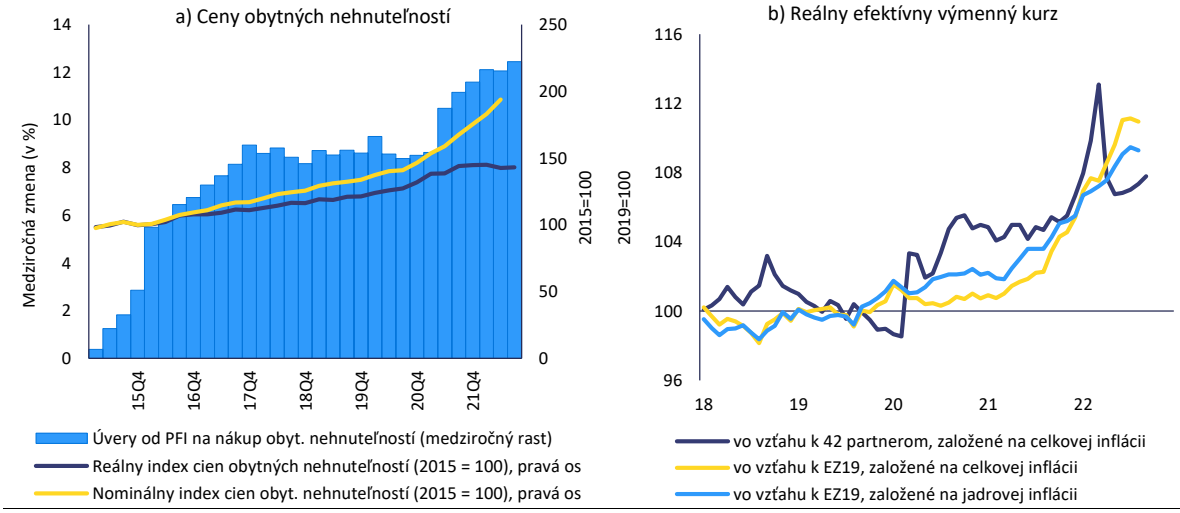
- Riziká týkajúce sa **vonkajšej udržateľnosti** napriek zhoršujúcim sa vyhliadkam zostávajú obmedzené. Prebytok bežného účtu sa v roku 2021 zmenšil na 1,1 %, čím sa zvrátil jeho dočasný nárast počas pandémie, a to v dôsledku zhoršenia bilancie obchodu s energiou aj iným tovarom. V roku 2022 sa predpokladá zhoršenie salda bežného účtu na značný deficit. Predpokladá sa, že deficit verejných financií po výraznom znížení v roku 2021 v roku 2022 stúpne na 1,9 % a bude naďalej rásť aj v roku 2023. Čistá medzinárodná investičná pozícia je takmer vyrovnaná a predpokladá sa, že sa bude naďalej zlepšovať. Keďže veľkú časť záväzkov tvoria priame zahraničné investície, čistá medzinárodná investičná pozícia zbavená nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania, je kladná.

- Obavy týkajúce sa **nákladovej konkurencieschopnosti**, ktoré existovali ešte pred pandémiou COVID-19, sú naďalej vážne. Nominálne jednotkové náklady práce v posledných rokoch výrazne stúpali a predpokladá sa, že ich nárast sa v roku 2022 ešte zrýchli, v súvislosti so značným nárastom nominálnych miezd v Litve. Ďalšie zvýšenia, aj keď oveľa menej výrazné, sa očakávajú aj po zvyšok prognózovaného obdobia. Reálny efektívny výmenný kurz založený na HICP sa v roku 2021 zhodnotil. Medziročne však do augusta 2022 zostal vo všeobecnosti bezo zmeny.

- Vysoký rast **cien obytných nehnuteľností** naďalej vyvoláva obavy. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností sa zrýchlil zo 7,3 % v roku 2020 na 16,1 % v roku 2021, pričom toto zrýchlenie patrí medzi najvýraznejšie v EÚ. Medziročný rast nominálnych cien obytných nehnuteľností v druhom štvrťroku 2022 stúpol na 22,1 %. Metriky cien obytných nehnuteľností pre rok 2021 nepoukazujú na známky potenciálneho nadhodnotenia. Poskytovanie úverov domácnostiam sa za posledné mesiace zintenzívnilo.

- **Miera nezamestnanosti** opäť nabrala klesajúci trend, pričom v roku 2021 dosiahla 7,1 % a pokles sa predpokladá aj v roku 2022 predtým, ako v roku 2023 opäť stúpne. Miera nezamestnanosti je naďalej vyššia než v mnohých iných krajinách EÚ, zatiaľ čo miera voľných pracovných miest sa zvýšila na historicky najvyššiu úroveň. Miera dlhodobej nezamestnanosti sa v roku 2021 mierne zvýšila. Miera nezamestnanosti mladých ľudí sa v roku 2021 znížila.

Graf 3.15.1: **Vybrané grafy: Litva**



Zdroj: Eurostat a útvary Európskej komisie.

Tabuľka 3.15.1: **Kľúčové ekonomické a finančné ukazovatele, Litva**

							prognóza	
	Prahové hodnoty	*Referenčná hodnota I*	*Referenčná hodnota II*	*2019*	*2020*	*2021*	*2022*	*2023*
Zahraničná pozícia								
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP, 3-ročný priemer)	**-4%/6%**			**1.5**	**3.7**	**4.0**	**1.5**	**-1.8**
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP)		0.7 (1)	-2.5 (2)	3.5	7.3	1.1	-3.9	-2.8
Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	**-35%**	**-61.2 (3)**	**1.5 (4)**	**-23.5**	**-15.6**	**-7.4**	**-3.4**	**-4.2**
NENDI – Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (% HDP) (5)				5.6	15.2	22.2		
Konkurencieschopnosť								
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (zmena za 3 roky v %)	**9% (EZ) 12% (mimo EZ)**			**16.6**	**17.4**	**19.2**	**26.0**	**24.2**
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (medziročná zmena v %)				6.3	4.9	6.8	12.4	3.4
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 3 roky v %)	**±5% (EZ) ±11% (mimo EZ)**			**3.8**	**6.9**	**4.4**	**-0.7**	**-8.7**
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 1 rok v %)				-0.7	3.3	1.8	-5.5	-5.2
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 5 rokov v %)	**-6%**			**16.4**	**38.7**	**37.9**	**30.0**	**21.7**
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 1 rok v %)				6.5	8.9	3.4	3.3	-1.7
Dlh súkromného sektora								
Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	**133%**			**55.2**	**54.4**	**53.9**	**51.1**	**46.8**
Úverový tok v súkromnom sektore, konsolidovaný (% HDP)	**14%**			**2.6**	**0.3**	**5.9**	**6.0**	**5.6**
Dlh domácností, konsolidovaný (% HDP)		63.9 (6)	14.9 (7)	23.0	24.2	23.6	22,6	22,7
Dlh nefinančných korporácií, konsolidovaný (% HDP)		86.7 (6)	48.8 (7)	32,2	30,2	30,3	28,5	24,1
Trh s bývaním								
Index cien nehnuteľností na bývanie, deflovaný (zmena za 1 rok v %)	**6%**			**4.5**	**6.1**	**11.0**	**-1.6**	**-2.8**
Index cien nehnuteľností na bývanie, nominálny (zmena za 1 rok v %)		-7.0 (8)		6,8	7,3	16,1	14,1	2,8
Dlh verejnej správy								
Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)	**60%**			**35.8**	**46.3**	**43.7**	**38.0**	**41.0**
Saldo verejnej správy (% HDP)				0,5	-7,0	-1,0	-1,9	-4,4
Bankový sektor								
Záväzky finančného sektora spolu, nekonsolidované (zmena za 1 rok v %)	**16.5%**			**6.2**	**28.5**	**25.2**	**8.1**	
Rentabilita vlastného kapitálu (v %)				14,5	10,0	10,4		
Podiel vlastného kapitálu Tier 1		10.6 (9)		19,5	21,5	23,2		
Hrubé nesplácané úvery, domáce a zahraničné subjekty (% hrubých úverov)				1.7e	2.2e	1.2p	1,0	
Trh práce								
Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	**10%**			**6.5**	**7.0**	**7.3**	**7.2**	**6.7**
Miera nezamestnanosti (ročná úroveň)		6.4 (10)		6.3	8.5	7.1	6.0	7.1
Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva – % populácie vo veku 15 – 64 rokov (zmena za 3 roky v percentuálnych bodoch)	**-0.2 p. b.**			**2.5**	**2.6**	**0.9**	**1.0**	**-1.2**
Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**0.5 p. b.**			**-1.1**	**-0.2**	**0.6**		
Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**2 p. b.**			**-2.6**	**6.3**	**3.2**		

Poznámky: pozri prílohu 1.

Zdroj: útvary Komisie, Eurostat a ECB, Európska komisia v prípade prognózovaných údajov (prognóza z jesene 2022).

3.16. LUXEMBURSKO

V Luxembursku sa zvýšili obavy v súvislosti s vývojom cien obytných nehnuteľností a vysokým dlhom domácností. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností patrí k najvyšším v EÚ, takže vyvoláva obavy týkajúce sa nadhodnotenia a vysokého dlhu domácností. Dlh domácností ako percentuálny podiel hrubého disponibilného príjmu domácností klesá, stále však zostáva veľmi vysoký. Bankový sektor je stabilný, no čelí určitým rizikám. V dôsledku pretrvávajúceho rastu jednotkových nákladov práce sa môžu objavovať určité obavy týkajúce sa konkurencieschopnosti.

V predchádzajúcom kole PMN Komisia v prípade Luxemburska nevykonala hĺbkové preskúmanie a neidentifikovala makroekonomické nerovnováhy. Tento rok Komisia považuje v prípade Luxemburska za vhodné preskúmať novovznikajúce slabé miesta a ich dôsledky prostredníctvom hĺbkového preskúmania.

Rast reálneho HDP sa predpokladá na úrovni 1,5 % v roku 2022 a 1 % v roku 2023. Inflácia je vysoká. Medziročne v októbri zostávala na úrovni 8,8 %, pričom jadrová inflácia sa v septembri odhadovala na 4,9 %, čo je menej ako v mnohých ďalších krajinách eurozóny. Ceny budú rásť rýchlejšie ako mzdy.

Zo záverov hodnotiacej tabuľky pre Luxembursko vyplýva, že v roku 2021 päť ukazovateľov prekračovalo svoje orientačné prahové hodnoty, a to rast nominálnych jednotkových nákladov práce, rast reálnych cien obytných nehnuteľností, úverový tok v súkromnom sektore, dlh súkromného sektora a zmena nezamestnanosti mladých ľudí. Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky poukazujú na tento relevantný vývoj:

- **Nákladová konkurencieschopnosť** môže začať vzbudzovať obavy. Nominálne jednotkové náklady práce sa v roku 2021 zvýšili o 3,9 % a v rokoch 2022 a 2023 sa predpokladá ešte výraznejšie zvýšenie. Očakáva sa, že rozsiahly balík opatrení prijatých na obmedzenie inflácie výhľadovo zníži nárast nominálnych miezd. Reálny efektívny výmenný kurz založený na HICP sa v roku 2021 mierne zhodnotil. Medziročne sa do augusta 2022 znehodnotil.

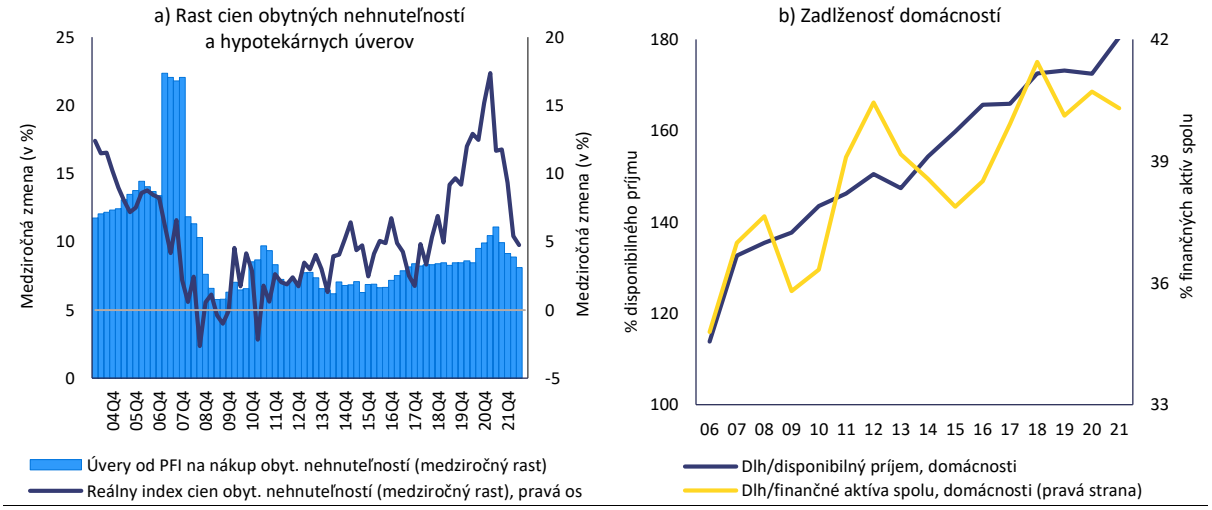
- Pomer **dlhu nefinančných korporácií** k HDP je najvyšší v EÚ, hoci v roku 2021 sa mierne znížil na 274 % HDP. Stále sa drží nad obozretnými aj základnými referenčnými hodnotami a je o 31 percentuálnych bodov vyšší ako v roku 2019. Vysoký podiel cezhraničných vnútroskupinových úverov na podnikových dlhoch znižuje tieto riziká. Podiel podnikových úverov denominovaných v cudzej mene patrí s výškou 11 % medzi najvyššie medzi krajinami eurozóny. Miera zadlženosti nefinančných korporácií sa v prvej polovici roku 2022 znížila, existujú však rizikové faktory súvisiace s makroekonomickým prostredím. Úverové toky do nefinančných korporácií sa znížili, no takisto zostávajú veľmi vysoké, na úrovni 16,7 % HDP.

- **Dlh domácností** ako percentuálny podiel hrubého disponibilného príjmu domácností klesá, stále však patrí medzi najvyššie v EÚ. Čisté úverové toky do domácností sa v druhom štvrťroku 2022 zmiernili. Objem dlhu sa znížil v dôsledku rastu nominálneho HDP a v prvej polovici roka 2022 naďalej klesal. Náklady domácností na financovanie začali narastať, čiastočne vplyvom vysokého podielu hypotekárnych úverov s pohyblivou sadzbou a v súlade s nárastom týchto nákladov v rámci eurozóny, pričom podmienky poskytovania hypotekárnych úverov sa sprísnili.

- Veľmi vysoký **rast cien obytných nehnuteľností** naďalej vyvoláva obavy. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností bol aj naďalej veľmi vysoký, na úrovni 13,9 % v roku 2021 v porovnaní so 14,5 % v roku 2020, pričom toto zrýchlenie patrí medzi najvýraznejšie v EÚ. Medziročný rast nominálnych cien obytných nehnuteľností bol v druhom štvrťroku 2022 na úrovni 11,5 %. Jeden z najvyšších pomerov cien a príjmov v EÚ vzbudzuje obavy týkajúce sa cenovej dostupnosti. Odhaduje sa, že ceny obytných nehnuteľností boli v roku 2021 podľa modelu oceňovania Komisie najviac nadhodnotené spomedzi členských štátov EÚ, a to na úrovni 61 %. Riziko prudkej korekcie cien obytných nehnuteľností je obmedzené v dôsledku limitovanej ponuky, no vzhľadom na prísnejšie podmienky financovania a nižší rast sa zvýšilo.

- **Bankový sektor** je stabilný, no čelí určitým rizikám. Banky sú dobre kapitalizované a likvidné. Ziskovosť sa v roku 2021 zvýšila, ale stále zostáva výrazne pod priemerom EÚ. Podiel nesplácaných úverov je najnižší v EÚ. Dynamický rast hypotekárnych úverov napriek nedávnemu spomaleniu predstavuje hlavné riziko pre bankový sektor, pri už aj tak vysokej zadlženosti domácností a nadhodnotených cenách obytných nehnuteľností.

Graf 3.16.1: **Vybrané grafy: Luxembursko**



Zdroj: Eurostat a útvary Európskej komisie.

Tabuľka 3.16.1: **Vybrané ekonomické a finančné ukazovatele, Luxembursko**

	Prahové hodnoty	Referenčná hodnota I	Referenčná hodnota II	2019	2020	2021	prognóza 2022	prognóza 2023
Zahraničná pozícia								
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP, 3-ročný priemer)	**-4%/6%**			**4.0**	**3.9**	**4.2**	**4.0**	**3.4**
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP)		5.5 (1)	3.0 (2)	3.4	4.6	4.7	2.9	2.5
Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	**-35%**	**-171.4 (3)**	**53.7 (4)**	**67.8**	**55.7**	**30.6**	**33.9**	**35.3**
NENDI – Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (% HDP) (5)				-4153.8	-4172.4	-4766.5		
Konkurencieschopnosť								
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (zmena za 3 roky v %)	**9% (EZ) 12% (mimo EZ)**			**14.7**	**13.0**	**11.2 p**	**15.0**	**17.4**
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (medziročná zmena v %)				3.1	3.8	3.9 p	6.7	5.9
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 3 roky v %)	**±5% (EZ) ±11% (mimo EZ)**			**2.0**	**1.5**	**0.6**	**-1.9**	**-4.7**
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 1 rok v %)				-0.6	0.4	0.8	-3.0	-2.5
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 5 rokov v %)	**-6%**			**7.0**	**17.6**	**13.1**	**13.9**	**14.2**
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 1 rok v %)				3.1	15.2	-1.4	-1.2	-1.3
Dlh súkromného sektora								
Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	**133%**			**310.8**	**320.3**	**340.6 p**	**329.7**	**309.9**
Úverový tok v súkromnom sektore, konsolidovaný (% HDP)	**14%**			**24.9**	**42.9**	**53.9 p**	**12.2**	**8.0**
Dlh domácností, konsolidovaný (% HDP)		91.7 (6)	88.5 (7)	67.2	68.5	66.0	67,2	67,6
Dlh nefinančných korporácií, konsolidovaný (% HDP)		104.6 (6)	89.7 (7)	243,6	251,8	274,6	262,5	242,3
Trh s bývaním								
Index cien nehnuteľností na bývanie, deflovaný (zmena za 1 rok v %)	**6%**			**8.3**	**13.1**	**12.4**	**3.9**	**2.2**
Index cien nehnuteľností na bývanie, nominálny (zmena za 1 rok v %)		60.9 (8)		10,1	14,5	13,9	10,0	3,1
Dlh verejnej správy								
Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)	**60%**			**22.4**	**24.5**	**24.5**	**24.3**	**26.0**
Saldo verejnej správy (% HDP)				2,2	-3,4	0,8	-0,1	-1,7
Bankový sektor								
Záväzky finančného sektora spolu, nekonsolidované (zmena za 1 rok v %)	**16.5%**			**3.7**	**-2.6**	**11.4**	**0.2**	
Rentabilita vlastného kapitálu (v %)				5,2	4,4	5,5		
Podiel vlastného kapitálu Tier 1		10.6 (9)		18,8	19,5	18,3		
Hrubé nesplácané úvery, domáce a zahraničné subjekty (% hrubých úverov)				0.6e	0.7e	0.6p	0,7	
Trh práce								
Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	**10%**			**5.6**	**6.0**	**5.9**	**5.6**	**5.0**
Miera nezamestnanosti (ročná úroveň)		5.7 (10)		5.6	6.8	5.3	4.7	5.1
Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva – % populácie vo veku 15 – 64 rokov (zmena za 3 roky v percentuálnych bodoch)	**-0.2 p. b.**			**2.0**	**2.0**	**2.1**	**-1.2**	**-2.3**
Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**0.5 p. b.**			**-0.9**	**-0.4**	**0.4**		
Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**2 p. b.**			**-1.9**	**7.8**	**2.7**		

Poznámky: pozri prílohu 1.

Zdroj: útvary Komisie, Eurostat a ECB, Európska komisia v prípade prognózovaných údajov (prognóza z jesene 2022).

3.17. MAĎARSKO

V Maďarsku naďalej narastajú obavy týkajúce sa vonkajšej udržateľnosti, nákladovej konkurencieschopnosti, fiškálnej udržateľnosti a vývoja cien obytných nehnuteľností. Deficit bežného účtu sa v roku 2021 zväčšil a predpokladá sa, že bude ďalej rásť, a naďalej pokračuje trend znehodnocovania výmenného kurzu. Jednotkové náklady práce už niekoľko rokov výrazne stúpajú a stále sú značné, pričom nákladová konkurencieschopnosť zatiaľ zostáva zachovaná vďaka nominálnemu znehodnocovaniu. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností patril v poslednom čase k najvyšším v EÚ, pri obmedzenej ponuke a odhadovanom nadhodnotení cien obytných nehnuteľností. Deficit verejných financií je naďalej vysoký.

V predchádzajúcom kole PMN Komisia v prípade Maďarska nevykonala hĺbkové preskúmanie a neidentifikovala žiadne makroekonomické nerovnováhy. Tento rok Komisia považuje v prípade Maďarska za vhodné preskúmať novovznikajúce slabé miesta a ich dôsledky prostredníctvom hĺbkového preskúmania.

Rast reálneho HDP sa predpokladá na úrovni 5,5 % v roku 2022 a 0,1 % v roku 2023. Inflácia je veľmi vysoká, a to aj v porovnaní s obchodnými partnermi Maďarska v eurozóne. V septembri sa medziročne zvýšila na 20,7 %, pričom jadrová inflácia sa odhadovala na 13,2 %. Ceny budú rásť rýchlejšie ako mzdy.

Zo záverov hodnotiacej tabuľky pre Maďarsko vyplýva, že v roku 2021 päť ukazovateľov prekračovalo svoje orientačné prahové hodnoty, a to čistá medzinárodná investičná pozícia, rast nominálnych jednotkových nákladov práce, rast reálnych cien obytných nehnuteľností, verejný dlh a zmena nezamestnanosti mladých ľudí. Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky poukazujú na tento relevantný vývoj:

- Riziká týkajúce sa **vonkajšej udržateľnosti** sa zvýšili v súvislosti so zhoršujúcimi sa vonkajšími tokmi. Deficit bežného účtu sa v roku 2021 zvýšil na 4 % HDP, pričom v roku 2022 sa zjavne ďalej zvyšuje. Vysoký čistý dovoz energií do Maďarska spôsobuje, že vonkajšie saldo je citlivé na vývoj medzinárodných cien energií. Záporná čistá medzinárodná investičná pozícia zostala v roku 2021 vo všeobecnosti nezmenená. Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania, je takmer vyrovnaná. Devízové rezervy pokrývajú o niečo viac ako 3 mesiace dovozu a prevyšujú krátkodobý zahraničný dlh.

- Obavy týkajúce sa **nákladovej konkurencieschopnosti**, ktoré existovali už pred pandémiou COVID-19, pretrvávajú. Pretrvávajúce nominálne znehodnocovanie forintu čiastočne kompenzovalo veľký nárast nominálnych jednotkových nákladov práce v posledných rokoch. Jednotkové náklady práce opäť v roku 2021 narástli v súvislosti s napätým trhom práce a očakáva sa, že v rokoch 2022 a 2023 výrazne stúpnu. Reálny efektívny výmenný kurz založený na HICP zostal v roku 2021 v podstate nezmenený a následne sa do augusta 2022 výrazne znehodnotil.

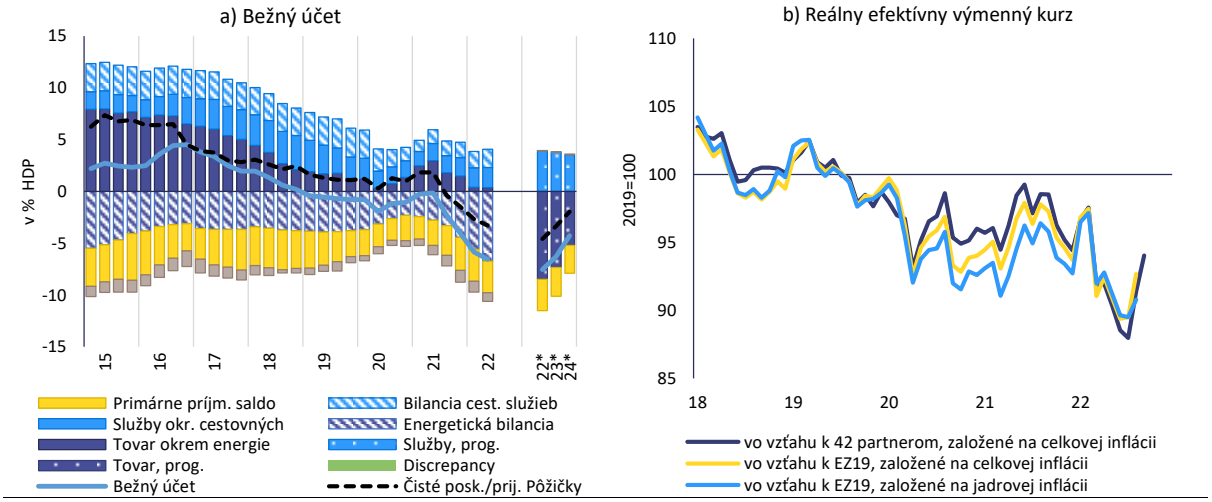
- Veľmi vysoký rast cien **obytných nehnuteľností** naďalej vyvoláva obavy. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností sa zrýchlil zo 4,9 % na 16,5 % v roku 2021, pričom tento rast bol jedným z najrýchlejších v EÚ. V druhom štvrťroku 2022 sa nominálny medziročný rast cien nehnuteľností zrýchlil na 22,8 %. Podľa odhadov boli ceny obytných nehnuteľností v roku 2021 nadhodnotené o 17 %. V roku 2021 boli zároveň investície do bývania výrazne pod priemerom EÚ a predstavovali 3,9 % HDP.

- **Verejný dlh** sa v roku 2021 mierne znížil na 76,8 % HDP vďaka výraznému rastu nominálneho HDP a predpokladá sa, že sa na tejto úrovni stabilizuje. Deficit verejných financií sa v roku 2021 znížil na 7,1 % HDP a podľa prognóz sa bude zmierňovať vďaka opatreniam, ktoré ohlásila vláda. Podiel verejného dlhu denominovaného v cudzej mene alebo v držbe nerezidentov je vysoký. Výnosy zo štátnych dlhopisov narástli v prípade všetkých splatností, najmä od leta minulého roku. Hrubé potreby financovania verejnej správy sú zároveň vysoké. Riziká fiškálnej

udržateľnosti sú zo strednodobého hľadiska stredne vysoké a z dlhodobého hľadiska vysoké, a to aj z dôvodu starnúcej populácie.

- **Bankový sektor** zostáva celkovo zdravý, ale čakajú ho výzvy v budúcnosti. Ziskovosť je jedna z najvyšších v EÚ, podiel kapitálu Tier 1 je blízko k priemeru EÚ a podiel nesplácaných úverov zostal nízky, hoci v roku 2021 vzrástli dlhy s odkladom splatnosti. Daň z neočakávaných ziskov, ktorá bola práve zavedená na roky 2022 a 2023, a regulačný strop na flexibilné sadzby hypotekárnych úverov do polovice roka 2023 pravdepodobne výrazne znížia zisky bánk. Držba verejného dlhu predstavuje takmer jednu pätinu bankových aktív. Pomer dlhu súkromného sektora k HDP je nízky, no pôžičky domácností a podnikov sa od roku 2020 výrazne zvýšili a úvery v cudzej mene sú štatisticky významné, najmä v prípade komerčných nehnuteľností.

Graf 3.17.1: **Vybrané grafy: Maďarsko**



Zdroj: Eurostat, Comext a útvary Európskej komisie.

Tabuľka 3.17.1: **Vybrané ekonomické a finančné ukazovatele, Maďarsko**

	Prahové hodnoty	*enčná hodenčná hodn*		*2019*	*2020*	*2021*	prognóza *2022*	*2023*
Zahraničná pozícia								
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP, 3-ročný priemer)	**-4%/6%**			**0.5**	**-0.5**	**-1.9**	**-4.2**	**-6.0**
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP)		0.0 (1)	-6.1 (2)	-0.8	-1.1	-4.0	-7.6	-6.3
Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	**-35%**	**-52.0 (3)**	**-14.4 (4)**	**-49.8**	**-52.2**	**-53.1**	**-46.1**	**-44.7**
NENDI – Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (% HDP) (5)				-2.6	-2.4	-1.5		
Konkurencieschopnosť								
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (zmena za 3 roky v %)	**9% (EZ) 12% (mimo EZ)**			**11.5**	**13.7**	**12.4 p**	**20.6**	**27.8**
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (medziročná zmena v %)				3.1	6.7	2.1 p	10.7	13.0
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 3 roky v %)	**±5% (EZ) ±11% (mimo EZ)**			**0.4**	**-4.9**	**-4.1**	**-13.1**	**-13.5**
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 1 rok v %)				-0.8	-3.6	0.3	-10.0	-4.2
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 5 rokov v %)	**-6%**			**5.0**	**7.4**	**0.0**	**2.0**	**3.3**
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 1 rok v %)				1.1	2.6	-3.8	2.6	0.9
Dlh súkromného sektora								
Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	**133%**			**67.3**	**76.8**	**80.5 p**	**75.9**	**65.5**
Úverový tok v súkromnom sektore, konsolidovaný (% HDP)	**14%**			**4.2**	**8.1**	**12.7 p**	**6.0**	**2.0**
Dlh domácností, konsolidovaný (% HDP)		46.4 (6)	26.0 (7)	18.5	20.8	21.0	19,7	18,6
Dlh nefinančných korporácií, konsolidovaný (% HDP)		63.4 (6)	35.1 (7)	48,8	56,0	59,5	56,2	46,9
Trh s bývaním								
Index cien nehnuteľností na bývanie, deflovaný (zmena za 1 rok v %)	**6%**			**11.8**	**1.5**	**10.0 p**	**4.5**	**-15.3**
Index cien nehnuteľností na bývanie, nominálny (zmena za 1 rok v %)		16.8 (8)		17,0	4,9	16,5	17,1	3,5
Dlh verejnej správy								
Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)	**60%**			**65.3**	**79.3**	**76.8**	**76.4**	**75.2**
Saldo verejnej správy (% HDP)				-2,0	-7,5	-7,1	-6,2	-4,4
Bankový sektor								
Záväzky finančného sektora spolu, nekonsolidované (zmena za 1 rok v %)	**16.5%**			**36.8**	**55.0**	**16.4**	**0.0**	
Rentabilita vlastného kapitálu (v %)				14,3	7,6	12,7		
Podiel vlastného kapitálu Tier 1		10.6 (9)		15,8	15,9	17,7		
Hrubé nesplácané úvery, domáce a zahraničné subjekty (% hrubých úverov)				4.2e	3.6e	3.2p	3,4	
Trh práce								
Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	**10%**			**3.6**	**3.7**	**3.8**	**3.9**	**4.0**
Miera nezamestnanosti (ročná úroveň)		3.3 (10)		3.3	4.1	4.1	3.6	4.2
Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva – % populácie vo veku 15 – 64 rokov (zmena za 3 roky v percentuálnych bodoch)	**-0,2 p. b.**			**2.6**	**2.0**	**2.1**	**3.4**	**3.8**
Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**0,5 p. b.**			**-1.2**	**-0.5**	**-0.1**		
Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**2 p. b.**			**-1.5**	**2.0**	**3.6**		

Poznámky: pozri prílohu 1.

Zdroj: útvary Komisie, Eurostat a ECB, Európska komisia v prípade prognózovaných údajov (prognóza z jesene 2022).

3.18. MALTA

Na Malte zostáva deficit bežného účtu značný a dlh nefinančných korporácií vysoký, hoci súvisiace riziká sa zdajú obmedzené. Pomer dlhu nefinančných korporácií k HDP naďalej klesá. Odhaduje sa, že nominálne ceny obytných nehnuteľností sú mierne nadhodnotené.

V predchádzajúcom kole PMN Komisia v prípade Malty nevykonala hĺbkové preskúmanie a neidentifikovala žiadne makroekonomické nerovnováhy. Tento rok Komisia nepovažuje za potrebné vykonať v prípade Malty ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Rast reálneho HDP sa predpokladá na úrovni 5,7 % v roku 2022 a 2,8 % v roku 2023. Inflácia je vysoká, aj keď nižšia ako vo väčšine ostatných krajín EÚ. V októbri sa medziročne zvýšila na 7,5 %, pričom jadrová inflácia sa odhadovala na 6,7 %. Ceny budú rásť rýchlejšie ako mzdy.

Zo záverov hodnotiacej tabuľky pre Maltu vyplýva, že v roku 2021 jeden ukazovateľ prekračoval svoje orientačné prahové hodnoty, a to rast nominálnych jednotkových nákladov práce. Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky poukazujú na tento relevantný vývoj:

- Výhľad týkajúci sa **vonkajšej udržateľnosti** sa zhoršuje. Deficit bežného účtu sa v roku 2021 zvýšil na 4,6 % a očakáva sa, že v roku 2022 sa ešte zhorší. ([46]) Zlepšenie bilancie cestovných služieb bolo kompenzované zhoršením bilancie obchodu s energetickým tovarom. Celkové zhoršenie bolo prevažne spôsobené deficitom v obchodovaní s neenergetickým tovarom. Čistá medzinárodná investičná pozícia zostáva značná a kladná, čo odráža postavenie krajiny ako medzinárodného finančného centra. Predpokladá sa, že zostane na podobnej úrovni napriek súčasným vysokým deficitom bežného účtu.

- Obavy týkajúce sa **nákladovej konkurencieschopnosti** sa zdajú obmedzené. Po výraznom náraste v roku 2020 nominálne jednotkové náklady práce v roku 2021 klesli, ale očakáva sa, že v roku 2022 opäť mierne stúpnu. Rast jednotkových nákladov práce zostáva pod priemerom eurozóny. Reálny efektívny výmenný kurz založený na HICP sa v roku 2021 znehodnotil. Medziročne sa do augusta 2022 naďalej znehodnocoval.

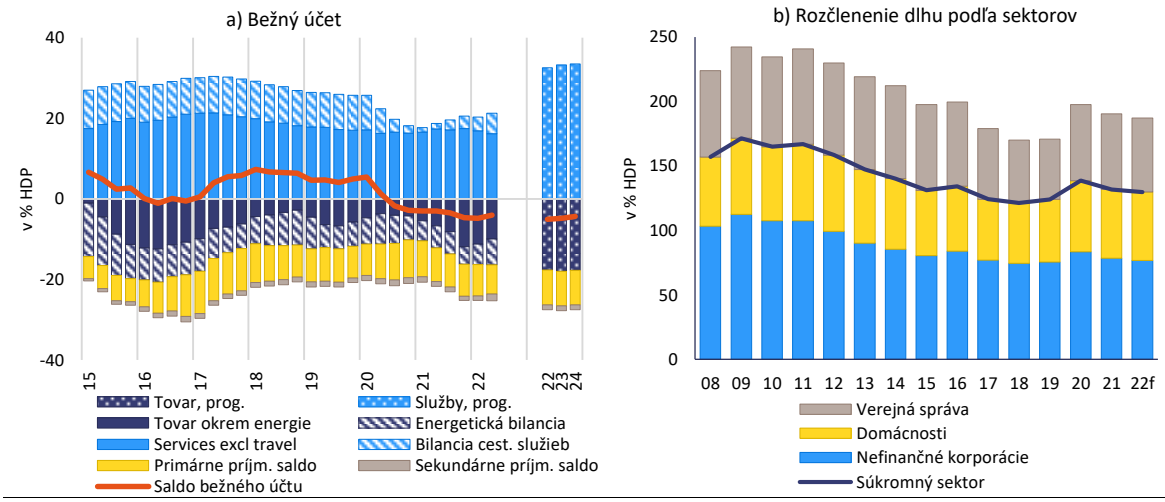
- Slabé miesta spojené s pomerom **dlhu nefinančných korporácií** k HDP pretrvávajú, hoci tento pomer má klesajúcu tendenciu. V roku 2021 sa mierne znížil na 78,4 %. Miera zadlženosti nefinančných korporácií sa v prvej polovici roku 2022 naďalej znižovala, existujú však rizikové faktory súvisiace s makroekonomickým prostredím. Tento ukazovateľ zostáva nad obozretnými aj základnými referenčnými hodnotami a je o 3 percentuálne body vyšší než v roku 2019. Úverové toky do nefinančných korporácií, vyjadrené v % HDP, zostávajú vysoké.

- Obavy vyplývajúce z vývoja **cien obytných nehnuteľností** pretrvávajú. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností sa v roku 2021 zrýchlil na 5,1 %. Nominálny medziročný rast cien obytných nehnuteľností sa v druhom štvrťroku 2022 zvýšil na 7,7 %. Podľa odhadov boli ceny obytných nehnuteľností v roku 2021 nadhodnotené o 9 %. Bankový sektor zostáva celkovo zdravý s vysokou úrovňou kapitalizácie, ale nízkou ziskovosťou. Expozícia bánk voči sektoru nehnuteľností je naďalej veľmi vysoká.

- Miera **zadlženosti verejnej správy** vzrástla na 56,3 % HDP a predpokladá sa, že bude ďalej rásť a priblíži sa k prahovej hodnote 60 % HDP. Deficit verejných financií sa v roku 2021 znížil na 7,8 % HDP a podľa prognóz sa bude ďalej znižovať. Riziká fiškálnej udržateľnosti sú zo strednodobého hľadiska stredne vysoké a z dlhodobého hľadiska vysoké, a to z dôvodu starnúcej populácie a vysokého počiatočného rozpočtového deficitu.

([46]) Pri bežnom účte je veľký rozdiel medzi údajmi platobnej bilancie a údajmi národného účtu, pričom národný účet vykazuje za rok 2021 značný prebytok, hoci podstatne nižší ako v rokoch pred pandémiou. Hodnotiaca tabuľka a posúdenia v správe o mechanizme varovania vychádzajú z údajov platobnej bilancie.

Graf 3.18.1: **Vybrané grafy: Malta**



Zdroj: Eurostat, Comext a útvary Európskej komisie.

Tabuľka 3.18.1: **Vybrané ekonomické a finančné ukazovatele, Malta**

	Prahové hodnoty	Referenčná hodnota I	Referenčná hodnota II	2019	2020	2021	prognóza 2022	prognóza 2023
Zahraničná pozícia								
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP, 3-ročný priemer)	**-4%/6%**			**5.7**	**2.8**	**-0.8**	**-4.2**	**-4.8**
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP)		-2.4 (1)	3.2 (2)	5.0	-2.9	-4.6	-5.1	-4.8
Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	**-35%**	**-71.1 (3)**	**-15.8 (4)**	**53.5**	**51.0**	**52.8**	**50.3**	**52.8**
NENDI – Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (% HDP) (5)				234.8	254.6	259.4		
Konkurencieschopnosť								
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (zmena za 3 roky v %)	**9% (EZ) 12% (mimo EZ)**			**7.2**	**19.6**	**12.9**	**9.7**	**0.6**
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (medziročná zmena v %)				3.6	11.4	-2.2	0.7	2.1
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 3 roky v %)	**±5% (EZ) ±11% (mimo EZ)**			**1.8**	**2.1**	**-1.2**	**-4.8**	**-8.1**
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 1 rok v %)				-1.2	1.4	-1.3	-5.0	-2.2
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 5 rokov v %)	**-6%**			**20.0**	**12.5**	**-0.9**	**-1.4**	**2.2**
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 1 rok v %)				4.0	4.1	-8.9	3.2	0.4
Dlh súkromného sektora								
Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	**133%**			**124.1**	**138.6**	**131.8**	**129.9**	**120.9**
Úverový tok v súkromnom sektore, konsolidovaný (% HDP)	**14%**			**12.7**	**6.6**	**9.4**	**11.0**	**9.8**
Dlh domácností, konsolidovaný (% HDP)		56.4 (6)	54.8 (7)	48.5	55.1	53.4	53,0	53,6
Dlh nefinančných korporácií, konsolidovaný (% HDP)		47.8 (6)	52.6 (7)	75,6	83,5	78,4	76,9	67,3
Trh s bývaním								
Index cien nehnuteľností na bývanie, deflovaný (zmena za 1 rok v %)	**6%**			**4.2**	**2.2**	**3.8 p**	**0.5**	**-1.5**
Index cien nehnuteľností na bývanie, nominálny (zmena za 1 rok v %)		8.6 (8)		6,1	3,4	5,1	7,0	7,0
Dlh verejnej správy								
Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)	**60%**			**40.7**	**53.3**	**56.3**	**57.4**	**59.9**
Saldo verejnej správy (% HDP)				0,6	-9,4	-7,8	-6,0	-5,7
Bankový sektor								
Záväzky finančného sektora spolu, nekonsolidované (zmena za 1 rok v %)	**16.5%**			**7.5**	**1.7**	**7.7**	**0.2**	
Rentabilita vlastného kapitálu (v %)				6,0	0,3	3,5		
Podiel vlastného kapitálu Tier 1		10.6 (9)		20,2	21,3	20,6		
Hrubé nesplácané úvery, domáce a zahraničné subjekty (% hrubých úverov)				3.2e	3.6e	3.0p	2,8	
Trh práce								
Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	**10%**			**3.8**	**3.9**	**3.8**	**3.7**	**3.2**
Miera nezamestnanosti (ročná úroveň)		3.8 (10)		3.6	4.4	3.4	3.2	3.1
Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva – % populácie vo veku 15 – 64 rokov (zmena za 3 roky v percentuálnych bodoch)	**-0.2 p. b.**			**5.3**	**4.9**	**3.5**	**1.5**	**0.9**
Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**0.5 p. b.**			**-1.5**	**-0.9**	**-0.9**		
Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**2 p. b.**			**-1.4**	**0.3**	**0.3**		

Poznámky: pozri prílohu 1.

Zdroj: útvary Komisie, Eurostat a ECB, Európska komisia v prípade prognózovaných údajov (prognóza z jesene 2022).

3.19. HOLANDSKO

Prebytok bežného účtu, pomery dlhu domácností a nefinančných korporácií k HDP a nadhodnotenie cien obytných nehnuteľností zostávajú v Holandsku značné. Prebytok bežného účtu a nedávny vývoj v oblasti nákladovej konkurencieschopnosti si vyžadujú pozorné monitorovanie, a to aj z hľadiska obnovy rovnováhy v eurozóne. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností bol v roku 2021 jedným z najvyšších v EÚ pri odhadovanom nadhodnotení cien obytných nehnuteľností.

V predchádzajúcom kole PMN Komisia uskutočnila hĺbkové preskúmanie a dospela k záveru, že v Holandsku existujú makroekonomické nerovnováhy. Tento rok Komisia považuje v prípade Holandska za vhodné preskúmať pretrvávanie nerovnováh alebo ich odstránenie prostredníctvom hĺbkového preskúmania.

Rast reálneho HDP sa predpokladá na úrovni 4,6 % v roku 2022 a 0,6 % v roku 2023. Inflácia je vysoká. V októbri medziročne klesla na 16,8 %, pričom jadrová inflácia sa odhadovala na 6,8 %. Inflácia bude rásť rýchlejšie ako mzdy.

Zo záverov hodnotiacej tabuľky pre Holandsko vyplýva, že v roku 2021 štyri ukazovatele prekračovali svoje orientačné prahové hodnoty, a to saldá bežného účtu, rast nominálnych jednotkových nákladov práce, rast reálnych cien obytných nehnuteľností a dlh súkromného sektora. Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky poukazujú na tento relevantný vývoj:

- Problémy **vonkajšieho sektora** súvisia s vysokým a dlhodobým prebytkom bežného účtu, napriek tomu, že sa upravil smerom nadol. V roku 2021 sa zvýšil na 7,2 % HDP, najmä z dôvodu vyššieho príjmového salda. Predpokladá sa, že sa v roku 2022 zníži z dôvodu zhoršujúcich sa obchodných podmienok a vplyvu presunutia spoločnosti Shell do Spojeného kráľovstva, zostáva však nad orientačnými prahovými hodnotami. Čistá medzinárodná investičná pozícia ako podiel HDP na úrovni 93 % v roku 2021 zostáva najvyššia v EÚ, a to aj napriek výraznému poklesu spôsobenému najmä negatívnymi vplyvmi oceňovania. Predpokladá sa, že v roku 2022 bude ďalej klesať.

- Vývoj **nákladovej konkurencieschopnosti** môže brániť obnoveniu rovnováhy v eurozóne. Nominálne jednotkové náklady práce v roku 2021 mierne klesli napriek ďalšiemu zhoršeniu napätej situácie na trhu práce, podľa prognózy sa však zvýšia, no nie nad priemer v eurozóne. Reálny efektívny výmenný kurz založený na HICP zostal v roku 2021 v podstate nezmenený, a takisto aj v medziročnom vyjadrení k augustu 2022.

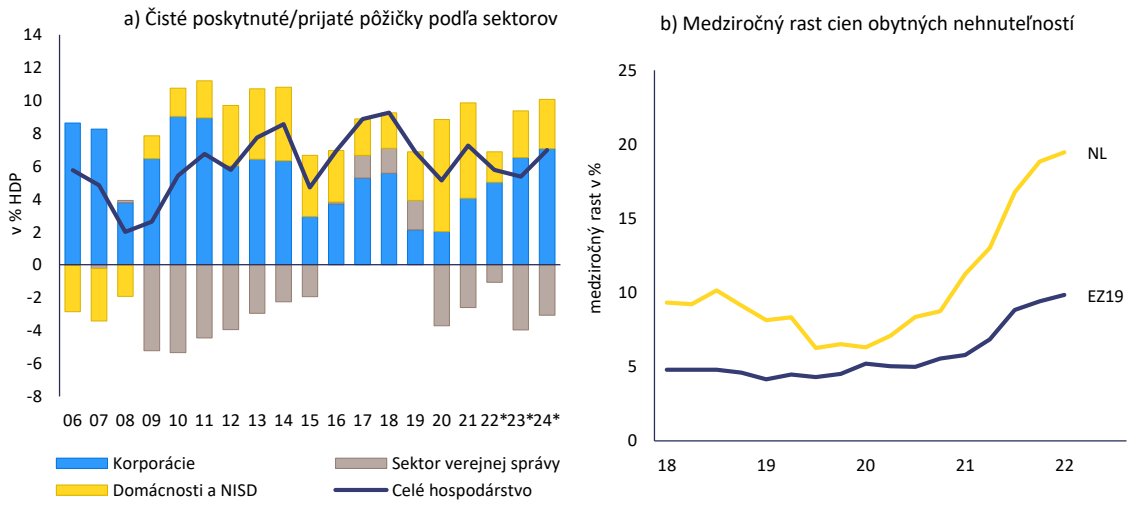
- Pomer **dlhu nefinančných korporácií** k HDP zostáva jedným z najvyšších v EÚ, hoci má klesajúcu tendenciu. V roku 2021 mierne klesol na 129 %. Miera zadlženosti nefinančných korporácií sa v prvej polovici roku 2022 naďalej znižovala, existujú však rizikové faktory súvisiace s makroekonomickým prostredím. Tento ukazovateľ zostáva nad obozretnými aj základnými referenčnými hodnotami. Vysoký podiel cezhraničných vnútroskupinových úverov a vysoké vankúše likvidity podnikov znižujú riziká. Úverové toky do nefinančných korporácií sa ako podiel HDP v roku 2021 zvýšili.

- Pomer **dlhu domácností** k HDP zostáva najvyšším v EÚ a v roku 2021 predstavoval 100 % HDP, čo presahuje obozretné referenčné hodnoty aj referenčné hodnoty založené na fundamentoch. Tento pomer však v roku 2021 aj napriek pozitívnym príspevkom úverových tokov poklesol a v prvej polovici roku 2022 klesal naďalej. Nesplácaný dlh domácností zostáva nízky.

- Vysoký rast **cien obytných nehnuteľností** naďalej vyvoláva obavy. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností sa zrýchlil zo 7,6 % v roku 2020 na 15 % v roku 2021, pričom tento rast bol jedným z najrýchlejších v EÚ. V druhom štvrťroku 2022 medziročne dosiahol 18,2 %. Podľa odhadov boli ceny obytných nehnuteľností v roku 2021 nadhodnotené o 21 %. Riziká spojené s korekciami cien si vyžadujú monitorovanie, a to aj napriek tomu, že bankový sektor je stabilný

a dobre kapitalizovaný a jeho ziskovosť sa v roku 2021 zvýšila. Podiel nesplácaných úverov je nízky. Rast hypotekárnych úverov takisto zostáva nízky.

Graf 3.19.1: **Vybrané grafy: Holandsko**



Zdroj: Eurostat, Ameco a útvary Európskej komisie.

Tabuľka 3.19.1: **Kľúčové ekonomické a finančné ukazovatele, Holandsko**

	Prahové hodnoty	Referenčná hodnota I	Referenčná hodnota II	2019	2020	2021	prognóza 2022	prognóza 2023
Zahraničná pozícia								
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP, 3-ročný priemer)	**-4%/6%**			**8.4**	**7.1**	**6.4**	**6.0**	**6.1**
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP)		2.3 (1)	5.6 (2)	6.9	5.1	7.2	5.7	5.3
Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	**-35%**	**-88.8 (3)**	**35.0 (4)**	**89.6**	**113.0**	**93.0**	**82.7**	**85.2**
NENDI – Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (% HDP) (5)				-0.3	12.9	26.0		
Konkurencieschopnosť								
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (zmena za 3 roky v %)	**9% (EZ) 12% (mimo EZ)**			**6.0**	**14.4 p**	**11.2 p**	**9.5**	**5.3**
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (medziročná zmena v %)				3.2	8.5 p	-0.6 p	1.6	4.3
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 3 roky v %)	**±5% (EZ) ±11% (mimo EZ)**			**2.4**	**3.8**	**2.2**	**-2.4**	**-5.6**
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 1 rok v %)				0.4	1.8	0.0	-4.2	-1.5
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 5 rokov v %)	**-6%**			**-0.3**	**6.8**	**1.1**	**0.7**	**-2.1**
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 1 rok v %)				-1.3	5.0	-5.0	0.7	-1.2
Dlh súkromného sektora								
Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	**133%**			**229.9**	**233.1 p**	**229.3 p**	**218.7**	**213.8**
Úverový tok v súkromnom sektore, konsolidovaný (% HDP)	**14%**			**-0.3**	**-0.7 p**	**11.7 p**	**6.9**	**13.4**
Dlh domácností, konsolidovaný (% HDP)		63.5 (6)	73.4 (7)	99.7	103.8p	100.4p	95,9	92,7
Dlh nefinančných korporácií, konsolidovaný (% HDP)		94.1 (6)	113.5 (7)	130,2			122,8	121,1
Trh s bývaním								
Index cien nehnuteľností na bývanie, deflovaný (zmena za 1 rok v %)	**6%**			**4.6**	**6.2**	**11.2 p**	**8.4**	**-0.7**
Index cien nehnuteľností na bývanie, nominálny (zmena za 1 rok v %)		20.7 (8)		7,3	7,6	15,0	16,8	3,3
Dlh verejnej správy								
Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)	**60%**			**48.5**	**54.7**	**52.4**	**50.3**	**52.4**
Saldo verejnej správy (% HDP)				1,8	-3,7	-2,6	-1,1	-4,0
Bankový sektor								
Záväzky finančného sektora spolu, nekonsolidované (zmena za 1 rok v %)	**16.5%**			**7.9**	**1.4 p**	**-0.3 p**	**3.4**	
Rentabilita vlastného kapitálu (v %)				7,7	3,1	8,3		
Podiel vlastného kapitálu Tier 1		10.6 (9)		16,9	17,9	17,8		
Hrubé nesplácané úvery, domáce a zahraničné subjekty (% hrubých úverov)				1.8e	1.9e	1.4p	1,3	
Trh práce								
Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	**10%**			**5.1**	**4.7**	**4.5**	**4.3**	**4.1**
Miera nezamestnanosti (ročná úroveň)		4.7 (10)		4.4	4.9	4.2	3.7	4.3
Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva – % populácie vo veku 15 – 64 rokov (zmena za 3 roky v percentuálnych bodoch)	**-0.2 p. b.**			**1.2**	**1.2**	**1.0**	**1.9**	**2.5**
Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**0.5 p. b.**			**-1.4**	**-1.0**	**-0.4**		
Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**2 p. b.**			**-3.6**	**0.2**	**0.4**		

Poznámky: pozri prílohu 1.

Zdroj: útvary Komisie, Eurostat a ECB, Európska komisia v prípade prognózovaných údajov (prognóza z jesene 2022).

3.20. RAKÚSKO

V Rakúsku sa zrýchlil rast cien obytných nehnuteľností a pomery dlhu nefinančných korporácií a verejného dlhu k HDP zostávajú vysoké, hoci súvisiace riziká sa zdajú obmedzené. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností sa už roky výrazne zrýchľuje, a to pri odhadovanom výraznom nadhodnotení cien obytných nehnuteľností. Pomer dlhu nefinančných korporácií k HDP vzrástol a zostáva nad obozretnými aj základnými referenčnými hodnotami. Verejný dlh klesá, hoci je stále vyšší ako v roku 2019.

V predchádzajúcom kole PMN Komisia v prípade Rakúska nevykonala hĺbkové preskúmanie a neidentifikovala žiadne makroekonomické nerovnováhy. Tento rok Komisia nepovažuje za potrebné vykonať v prípade Rakúska ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Rast reálneho HDP sa predpokladá na úrovni 4,6 % v roku 2022 a 0,3 % v roku 2023. Inflácia je vysoká. V októbri sa medziročne zvýšila na 11,5 %, pričom jadrová inflácia sa v septembri odhadovala na 5,7 %. Ceny budú rásť rýchlejšie ako mzdy.

Zo záverov hodnotiacej tabuľky pre Rakúsko vyplýva, že v roku 2021 tri ukazovatele prekračovali svoje orientačné prahové hodnoty, a to rast nominálnych jednotkových nákladov práce, rast reálnych cien obytných nehnuteľností a verejný dlh. Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky poukazujú na tento relevantný vývoj:

- Obavy týkajúce sa **dlhu nefinančných korporácií** sa prehĺbili. Pomer dlhu nefinančných korporácií k HDP vzrástol v roku 2021 na 78 % a zostáva nad obozretnými aj základnými referenčnými hodnotami. Zostáva tak o 6 percentuálnych bodov vyšší ako v roku 2019. V prvom polroku 2022 sa zároveň znížila miera zadlženosti nefinančných korporácií, a to aj napriek nárastu úverových tokov v % HDP. Obavy týkajúce sa nákladovej konkurencieschopnosti sú obmedzené. Rast nominálnych jednotkových nákladov práce sa v roku 2021 výrazne zmiernil, ale podľa prognóz sa bude v nasledujúcich rokoch zvyšovať o niečo rýchlejšie ako v iných krajinách eurozóny.

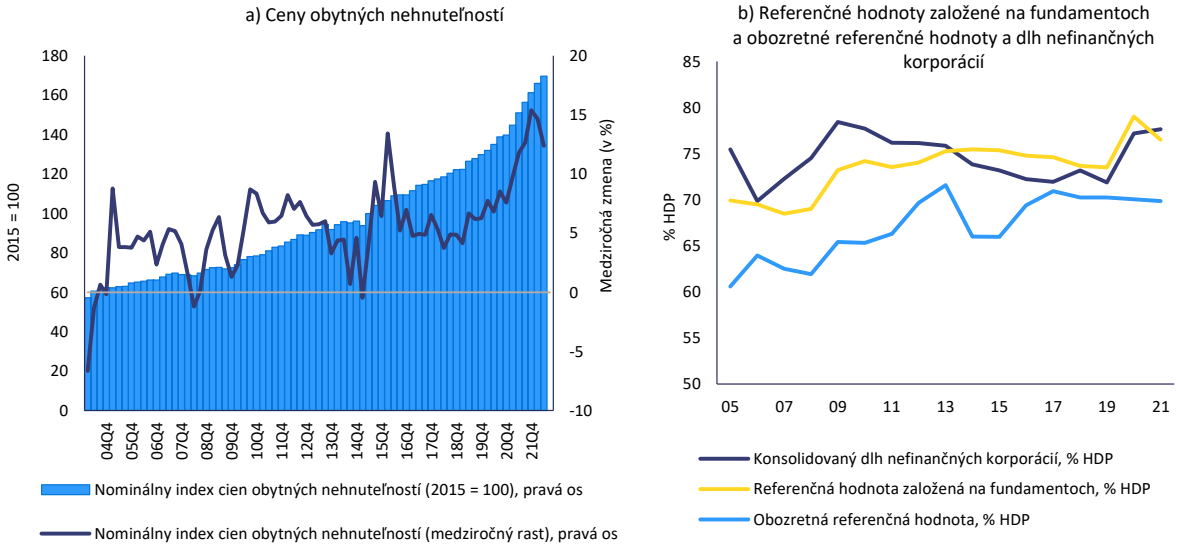
- Pomer **dlhu domácností** k HDP je na úrovni obozretných referenčných hodnôt a pod úrovňou referenčných hodnôt založených na fundamentoch. V roku 2021 sa znížil a počas prvej polovice roku 2022 zostal celkovo nezmenený. Nesplácaný dlh domácností zostáva nízky.

- Veľmi vysoký **rast cien obytných nehnuteľností** naďalej vyvoláva obavy. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností sa zrýchlil zo 7,7 % v roku 2020 na 12,4 % v roku 2021, pričom tento rast bol jedným z najrýchlejších v EÚ. Nominálny medziročný rast cien obytných nehnuteľností sa mierne znížil, no zostal veľmi vysoký, a to na úrovni 12,4 % v druhom štvrťroku 2022. Podľa odhadov boli ceny obytných nehnuteľností nadhodnotené o 27 %. Nízka expozícia voči pohyblivým sadzbám, nízky pomer dlhu domácností k HDP, nízky pomer vlastníctva k prenájmom, zdravý finančný sektor a nízka miera nesplácaných úverov však obmedzujú makroekonomické riziká.

- Obavy súvisiace s **verejným dlhom** sú obmedzené. Verejný dlh v roku 2021 mierne klesol na 82,3 % HDP a predpokladá sa, že bude ďalej klesať, no zostáva vyšší ako v roku 2019. Deficit verejných financií zostáva vysoký, hoci sa v roku 2021 znížil na 5,9 % HDP a podľa prognóz sa bude ďalej znižovať. Riziká fiškálnej udržateľnosti sú na strednej úrovni tak zo strednodobého, ako aj z dlhodobého hľadiska.

- **Bankový sektor** je celkovo zdravý. Zatiaľ čo podiel kapitálu Tier 1 bol pod priemerom EÚ, ziskovosť bola nad ním. Podiel nesplácaných úverov bol takisto veľmi nízky, ale podiel nedostatočne splácaných úverov (2. fáza) je veľmi vysoký. Expozícia banky Raiffeisen Bank International voči Rusku predstavuje mierny zdroj rizika.

Graf 3.20.1: **Vybrané grafy: Rakúsko**



Zdroj: Eurostat, ECB a útvary Európskej komisie.

Tabuľka 3.20.1: **Kľúčové ekonomické a finančné ukazovatele, Rakúsko**

	Prahové hodnoty	*enčná hodenčná hodn*		*2019*	*2020*	*2021*	prognóza *2022*	*2023*
Zahraničná pozícia								
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP, 3-ročný priemer)	**-4%/6%**			**1.6**	**2.1**	**1.9**	**1.2**	**0.1**
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP)		1.5 (1)	0.5 (2)	2.4	3.0	0.4	0.2	-0.1
Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	**-35%**	**-82.1 (3)**	**12.3 (4)**	**14.4**	**11.5**	**14.7**	**16.8**	**16.1**
NENDI – Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (% HDP) (5)				-0.6	-4.6	-4.2		
Konkurencieschopnosť								
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (zmena za 3 roky v %)	**9% (EZ) 12% (mimo EZ)**			**5.6**	**12.0**	**9.9**	**9.6**	**9.5**
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (medziročná zmena v %)				2.3	7.1	0.3	2.1	6.9
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 3 roky v %)	**±5% (EZ) ±11% (mimo EZ)**			**2.1**	**3.2**	**1.2**	**-2.9**	**-6.7**
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 1 rok v %)				-1.0	2.1	0.1	-5.0	-2.0
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 5 rokov v %)	**-6%**			**1.2**	**5.4**	**-2.7**	**4.9**	**1.5**
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 1 rok v %)				-0.1	0.5	-3.8	6.4	-1.2
Dlh súkromného sektora								
Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	**133%**			**121.5**	**130.4**	**129.7**	**125.1**	**115.6**
Úverový tok v súkromnom sektore, konsolidovaný (% HDP)	**14%**			**5.1**	**4.4**	**7.4**	**8.3**	**5.4**
Dlh domácností, konsolidovaný (% HDP)		50.7 (6)	77.4 (7)	49.6	53.2	52.1	49,5	48,7
Dlh nefinančných korporácií, konsolidovaný (% HDP)		69.9 (6)	76.5 (7)	71,9	77,2	77,6	75,6	66,9
Trh s bývaním								
Index cien nehnuteľností na bývanie, deflovaný (zmena za 1 rok v %)	**6%**			**4.0**	**6.1**	**9.9**	**2.1**	**1.3**
Index cien nehnuteľností na bývanie, nominálny (zmena za 1 rok v %)		26.7 (8)		5,8	7,7	12,4	8,9	-0,1
Dlh verejnej správy								
Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)	**60%**			**70.6**	**82.9**	**82.3**	**78.5**	**76.6**
Saldo verejnej správy (% HDP)				0,6	-8,0	-5,9	-3,4	-2,8
Bankový sektor								
Záväzky finančného sektora spolu, nekonsolidované (zmena za 1 rok v %)	**16.5%**			**3.6**	**11.4**	**8.0**	**3.9**	
Rentabilita vlastného kapitálu (v %)				7,8	4,1	6,4		
Podiel vlastného kapitálu Tier 1		10.6 (9)		15,6	16,1	16,0		
Hrubé nesplácané úvery, domáce a zahraničné subjekty (% hrubých úverov)				2.2e	2.0e	1.8p	1,8	
Trh práce								
Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	**10%**			**5.3**	**5.3**	**5.7**	**5.7**	**5.5**
Miera nezamestnanosti (ročná úroveň)		5.4 (10)		4.8	6.0	6.2	5.0	5.2
Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva – % populácie vo veku 15 – 64 rokov (zmena za 3 roky v percentuálnych bodoch)	**-0,2 p. b.**			**0.7**	**-0.4**	**0.1**	**1.9**	**3.0**
Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**0,5 p. b.**			**-1.0**	**-0.6**	**0.3**		
Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**2 p. b.**			**-2.9**	**1.2**	**1.0**		

Poznámky: pozri prílohu 1.

Zdroj: útvary Komisie, Eurostat a ECB, Európska komisia v prípade prognózovaných údajov (prognóza z jesene 2022).

3.21. POĽSKO

V Poľsku jednotkové náklady práce a ceny obytných nehnuteľností rastú, ale súvisiace riziká sa javia obmedzené. Rast nominálnych jednotkových nákladov práce by sa mal zvýšiť z dôvodu veľmi vysokej jadrovej inflácie a nedostatku pracovnej sily. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností je jedným z najvyšších v EÚ, a to pri odhadovanom obmedzenom nadhodnotení cien obytných nehnuteľností. Znehodnocovanie výmenného kurzu vyvíja určitý tlak na infláciu, pričom bežný účet sa v dôsledku jednorazových faktorov dostal do deficitu.

V predchádzajúcom kole PMN Komisia v prípade Poľska nevykonala hĺbkové preskúmanie a neidentifikovala žiadne makroekonomické nerovnováhy. Tento rok Komisia nepovažuje za potrebné vykonať v prípade Poľska ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Rast reálneho HDP sa predpokladá na úrovni 4 % v roku 2022 a 0,7 % v roku 2023. Inflácia je momentálne veľmi vysoká, a to aj v porovnaní s obchodnými partnermi Poľska v eurozóne, ale očakáva sa, že sa spomalí. V septembri sa medziročne zvýšila na 15,7 %, pričom jadrová inflácia sa odhadovala na 11,5 %. Očakáva sa, že ceny budú rásť rýchlejšie ako mzdy.

Zo záverov hodnotiacej tabuľky pre Poľsko vyplýva, že v roku 2021 jeden ukazovateľ prekračoval svoje orientačné prahové hodnoty, a to čistá medzinárodná investičná pozícia. Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky poukazujú na tento relevantný vývoj:

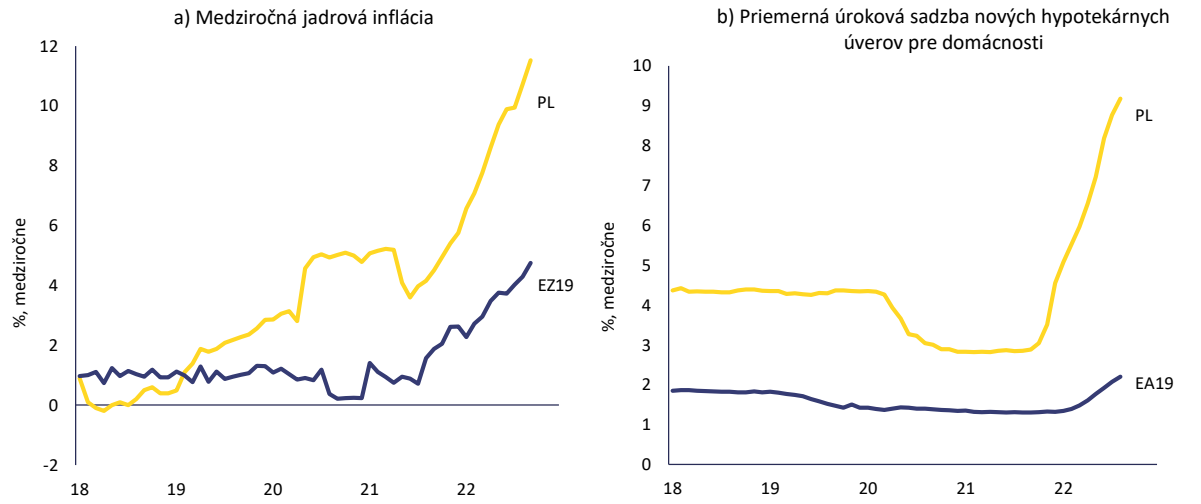
- Obavy týkajúce sa **vonkajšej udržateľnosti** zatiaľ nie sú výrazné. Vzhľadom na silný dopyt a nepriaznivé obchodné podmienky sa bežný účet v roku 2021 dostal do deficitu vo výške 1,4 % HDP a na rok 2022 sa predpokladá jeho ďalšie zhoršenie. Napriek tomu sa predpokladá, že čistá medzinárodná investičná pozícia sa bude ďalej zlepšovať a od roku 2022 zostane na úrovni – 35 %, čo nepresahuje orientačnú prahovú hodnotu PMN. Prevažnú časť čistej medzinárodnej investičnej pozície tvoria priame investície, čo zmierňuje bezprostredné obavy týkajúce sa zahraničnej pozície.

- Ak bude naďalej pretrvávať vysoká inflácia a výrazný rast nominálnej mzdy, mohlo by to vyvolať obavy týkajúce sa **nákladovej konkurencieschopnosti**. Nominálne jednotkové náklady práce v roku 2021 klesli, ale podľa prognózy sa v budúcnosti výrazne zvýšia. Reálny efektívny výmenný kurz sa voči obchodným partnerom Poľska znehodnotil.

- Nominálne **ceny obytných nehnuteľností** za posledné roky rýchlo rástli, ale v kontexte silného rastu príjmov zostávajú v súlade s fundamentmi. Sprísňovanie menovej politiky v rokoch 2021 a 2022 spôsobilo prudký nárast sadzieb hypotekárnych úverov v EÚ, ako aj výrazné oslabenie úverových tokov domácností. Prevaha hypotekárnych úverov s pohyblivou sadzbou pravdepodobne prenesie tieto úrokové náklady priamo na nových aj existujúcich držiteľov hypotekárnych úverov. Poľský **bankový sektor** je však naďalej dobre kapitalizovaný v kontexte nízkeho zadlženia domácností a relatívne nízkych pomerov výšky úveru k hodnote zabezpečenia. Úroveň nesplácaných úverov zostáva nízka a naďalej sa znižuje.

- **Nedostatok pracovnej sily** zosilňuje tlak na infláciu. Rast nominálnej mzdy v auguste 2022 medziročne dosiahol 12,4 %. Miera nezamestnanosti zostáva medzi najnižšími v EÚ, a to na úrovni 3,4 % v roku 2021, pričom podľa prognóz pred nárastom v roku 2023 v roku 2022 klesne. Miera účasti na trhu ďalej rástla. Očakáva sa, že zvýšenie ponuky pracovných síl spôsobené prílevom vysídlených osôb z Ukrajiny zmierni nedostatok pracovných síl, čo sa už aj prejavilo v niektorých odvetviach, ako sú služby.

Graf 3.21.1: **Vybrané grafy: Poľsko**



Zdroj: Eurostat a útvary Európskej komisie.

Tabuľka 3.21.1: **Kľúčové ekonomické a finančné ukazovatele, Poľsko**

	Prahové hodnoty	Referenčná hodnota I	Referenčná hodnota II	2019	2020	2021	prognóza 2022	prognóza 2023
Zahraničná pozícia								
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP, 3-ročný priemer)	**-4%/6%**			**-1.1**	**0.1**	**0.3**	**-1.0**	**-3.0**
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP)		0.3 (1)	-4.4 (2)	-0.2	2.5	-1.4	-4.1	-3.5
Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	**-35%**	**-52.7 (3)**	**-4.1 (4)**	**-48.8**	**-43.9**	**-39.5**	**-29.4**	**-27.0**
NENDI – Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (% HDP) (5)				-10.7	-4.5	0.8		
Konkurencieschopnosť								
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (zmena za 3 roky v %)	**9% (EZ) 12% (mimo EZ)**			**8.0**	**14.0**	**9.9 b**	**14.4**	**16.9**
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (medziročná zmena v %)				3.9	7.5	-1.6 b	8.1	9.8
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 3 roky v %)	**±5% (EZ) ±11% (mimo EZ)**			**2.8**	**1.1**	**-0.4**	**-0.7**	**-0.2**
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 1 rok v %)				-0.9	1.1	-0.6	-1.2	1.5
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 5 rokov v %)	**-6%**			**22.0**	**33.6**	**24.9**	**19.1**	**15.2**
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 1 rok v %)				3.8	11.3	-0.7	0.3	0.1
Dlh súkromného sektora								
Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	**133%**			**74.2**	**76.1**	**71.6**	**63.5**	**57.8**
Úverový tok v súkromnom sektore, konsolidovaný (% HDP)	**14%**			**3.6**	**1.8**	**4.0**	**2.4**	**2.8**
Dlh domácností, konsolidovaný (% HDP)		54.3 (6)	22.2 (7)	34.4	34.6	32.3	26,8	24,3
Dlh nefinančných korporácií, konsolidovaný (% HDP)		82.4 (6)	34.5 (7)	39,8	41,5	39,3	36,7	33,5
Trh s bývaním								
Index cien nehnuteľností na bývanie, deflovaný (zmena za 1 rok v %)	**6%**			**6.4**	**6.7**	**3.7**	**-2.6**	**-5.8**
Index cien nehnuteľnosti na bývanie, nominálny (zmena za 1 rok v %)		-1.9 (8)		8,7	10,5	9,2	9,9	5,0
Dlh verejnej správy								
Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)	**60%**			**45.7**	**57.2**	**53.8**	**51.3**	**52.9**
Saldo verejnej správy (% HDP)				-0,7	-6,9	-1,8	-4,8	-5,5
Bankový sektor								
Záväzky finančného sektora spolu, nekonsolidované (zmena za 1 rok v %)	**16.5%**			**4.3**	**11.6**	**13.6**	**0.1**	
Rentabilita vlastného kapitálu (v %)				6,9	3,1	4,8		
Podiel vlastného kapitálu Tier 1		10.6 (9)		15,9	17,5	16,1		
Hrubé nesplácané úvery, domáce a zahraničné subjekty (% hrubých úverov)				6.1e	6.0e	5.0p	4,7	
Trh práce								
Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	**10%**			**4.1**	**3.5**	**3.3**	**3.1**	**3.0**
Miera nezamestnanosti (ročná úroveň)		3.4 (10)		3.3	3.2	3.4	2.7	3.0
Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva – % populácie vo veku 15 – 64 rokov (zmena za 3 roky v percentuálnych bodoch)	**-0.2 p. b.**			**2.1**	**1.4**	**3.4**	**1.7**	**1.2**
Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**0.5 p. b.**			**-1.5**	**-0.9**	**-0.1**		
Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**2 p. b.**			**-7.9**	**-4.0**	**0.1**		

Poznámky: pozri prílohu 1.
Zdroj: útvary Komisie, Eurostat a ECB, Európska komisia v prípade prognózovaných údajov (prognóza z jesene 2022).

3.22. PORTUGALSKO

V Portugalsku pretrvávajú obavy súvisiace s pomermi dlhu domácností a nefinančných korporácií, verejného dlhu a zahraničného dlhu k HDP, hoci po kríze spôsobenej pandémiou COVID-19 začali tieto pomery opäť klesať. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností sa zrýchľuje a objavujú sa známky nadhodnotenia cien obytných nehnuteľností. Riziká spojené so spätnou väzbou medzi finančným a verejným sektorom pretrvávajú.

V predchádzajúcom kole PMN Komisia uskutočnila hĺbkové preskúmanie a dospela k záveru, že v Portugalsku sa vyskytujú makroekonomické nerovnováhy. Tento rok Komisia považuje v prípade Portugalska za vhodné preskúmať pretrvávanie nerovnováh alebo ich odstránenie prostredníctvom hĺbkového preskúmania.

Rast reálneho HDP sa predpokladá na úrovni 6,6 % v roku 2022 a 0,7 % v roku 2023. Inflácia je vysoká a predpokladá sa, že sa celkovo bude pohybovať v súlade s priemerom v eurozóne. V októbri sa medziročne zvýšila na 10,6 %, pričom jadrová inflácia sa v septembri odhadovala na 6,5 %. Ceny budú rásť rýchlejšie ako mzdy.

Zo záverov hodnotiacej tabuľky pre Portugalsko vyplýva, že v roku 2021 šesť ukazovateľov prekračovalo svoje orientačné prahové hodnoty, a to čistá medzinárodná investičná pozícia, rast nominálnych jednotkových nákladov práce, rast reálnych cien obytných nehnuteľností, dlh súkromného sektora, verejný dlh a zmena nezamestnanosti mladých ľudí. Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky poukazujú na tento relevantný vývoj:

- **Vonkajšia udržateľnosť** zostáva problémom. Hoci sa čistá medzinárodná investičná pozícia výrazne zlepšila a dosiahla najvyššiu úroveň za posledných 15 rokov, je stále významná a záporná, pričom do roku 2024 sa predpokladajú ďalšie zlepšenia. Deficit bežného účtu sa v roku 2021 zvýšil na 1,2 % HDP, pretože zlepšenie bilancie cestovných služieb a vývozu tovaru bolo viac než kompenzované zhoršením bilancie obchodu s energetickým tovarom. Očakáva sa, že tento deficit sa v roku 2022 mierne zhorší z dôvodu cenových vplyvov. Rast nominálnych jednotkových nákladov práce bol v roku 2021 mierny a v roku 2022 by sa mal stať záporným. Reálny efektívny výmenný kurz založený na HICP sa v roku 2021 znehodnotil. Aj medziročne sa do augusta 2022 znehodnotil.

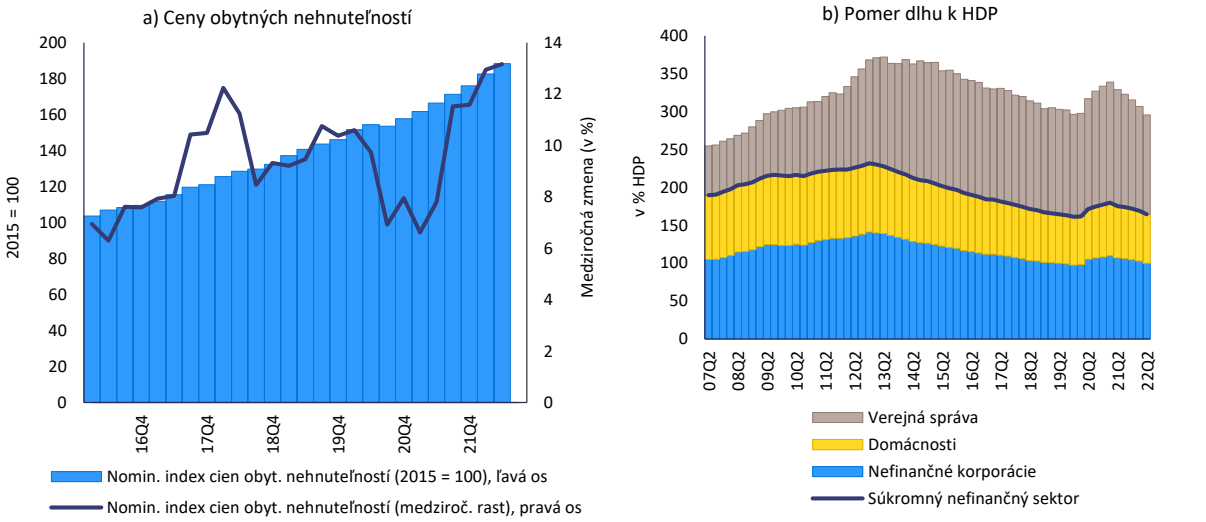
- Slabé miesta týkajúce sa pomeru **dlhu nefinančných korporácií** k HDP pretrvávajú, napriek tomu, že tento pomer má klesajúcu tendenciu. V roku 2021 sa znížil na 90,5 %, ale je stále viac ako o 4 percentuálne body vyšší ako v roku 2019. Miera zadlženosti nefinančných korporácií sa v prvej polovici roku 2022 naďalej znižovala, existujú však rizikové faktory súvisiace s makroekonomickým prostredím. Tento ukazovateľ zostáva nad obozretnými aj základnými referenčnými hodnotami. Podiel nesplácaných podnikových úverov ako percento podnikových úverov bánk naďalej klesal. Pomer **dlhu domácností** k HDP zostáva nad obozretnými referenčnými hodnotami aj referenčnými hodnotami založenými na fundamentoch napriek tomu, že sa v roku 2021 znížil a ďalej sa znižoval v prvej polovici roku 2022.

- Obavy vyplývajúce z vývoja **cien obytných nehnuteľností** stúpajú. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností sa zrýchlil z 8,8 % na 9,4 % v roku 2021. V druhom štvrťroku 2022 sa nominálny medziročný rast cien nehnuteľností zrýchlil na 13,2 %. Podľa odhadov boli ceny obytných nehnuteľností v roku 2021 nadhodnotené o 23 %. Viac ako dve tretiny hypotekárnych úverov majú pevnú úrokovú sadzbu najviac na jeden rok.

- Obavy týkajúce sa **verejného dlhu** zostávajú výrazné. V roku 2021 sa znížil o 9 percentuálnych bodov na 125,5 % HDP a podľa prognóz bude ďalej klesať a v roku 2022 dosiahne nižšiu úroveň v porovnaní s úrovňou spred pandémie. Deficit verejných financií sa v roku 2021 znížil na 2,9 % HDP a v horizonte prognózy sa predpokladá jeho ďalší pokles. Riziká fiškálnej udržateľnosti sú vysoké zo strednodobého hľadiska a stredné z dlhodobého hľadiska.

- Obavy týkajúce sa **bankového** sektora sa zmiernili, ale niektoré nedostatky pretrvávajú. Ziskovosť vzrástla a pomery platobnej schopnosti zostali odolné. Podiel kapitálu Tier 1 je však v porovnaní s európskymi partnermi nízky, hoci nad regulatórnymi požiadavkami, pričom ziskovosť zostáva pomerne nízka. Podiel nesplácaných úverov pokračoval v klesajúcej trajektórii, ale zostáva nad priemerom v EÚ, a úroveň nedostatočne splácaných úverov (2. fáza) je takisto vysoká. Navyše pretrvávajú riziká spojené so spätnou väzbou medzi finančným a verejným sektorom.

Graf 3.22.1: **Vybrané grafy: Portugalsko**



Zdroj: Eurostat a útvary Európskej komisie.

Tabuľka 3.22.1: **Kľúčové ekonomické a finančné ukazovatele, Portugalsko**

							prognóza	
	Prahové hodnoty	*Referenčná hodnota I*	*Referenčná hodnota II*	*2019*	*2020*	*2021*	*2022*	*2023*
Zahraničná pozícia								
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP, 3-ročný priemer)	**-4%/6%**			**0.8**	**0.0**	**-0.6**	**-1.2**	**-1.1**
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP)		0.0 (1)	-2.4 (2)	0.4	-1.0	-1.2	-1.4	-0.8
Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	**-35%**	**-52.3 (3)**	**-15.7 (4)**	**-100.0**	**-104.6**	**-94.7**	**-85.2**	**-79.3**
NENDI – Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (% HDP) (5)				-46.7	-46.7	-36.1		
Konkurencieschopnosť								
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (zmena za 3 roky v %)	**9% (EZ) 12% (mimo EZ)**			**8.5**	**15.6**	**12.5 p**	**8.4**	**3.4**
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (medziročná zmena v %)				2.8	8.7	0.6 p	-0.9	3.8
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 3 roky v %)	**±5% (EZ) ±11% (mimo EZ)**			**-0.3**	**0.0**	**-2.8**	**-5.3**	**-7.3**
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 1 rok v %)				-1.9	0.8	-1.8	-4.4	-1.4
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 5 rokov v %)	**-6%**			**8.3**	**-1.5**	**-5.3**	**3.3**	**1.3**
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 1 rok v %)				0.8	-10.2	0.1	12.2	-0.3
Dlh súkromného sektora								
Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	**133%**			**149.5**	**163.7**	**156.9 p**	**147.8**	**137.6**
Úverový tok v súkromnom sektore, konsolidovaný (% HDP)	**14%**			**2.6**	**4.4**	**4.0 p**	**5.7**	**3.5**
Dlh domácností, konsolidovaný (% HDP)		40.4 (6)	31.5 (7)	63.5	69.1	66.4	63,0	61,4
Dlh nefinančných korporácií, konsolidovaný (% HDP)		64.4 (6)	62.0 (7)	86,0	94,6	90,5	84,8	76,2
Trh s bývaním								
Index cien nehnuteľností na bývanie, deflovaný (zmena za 1 rok v %)	**6%**			**9.0**	**8.1**	**7.9**	**5.7**	**2.0**
Index cien nehnuteľností na bývanie, nominálny (zmena za 1 rok v %)		22.5 (8)		10,0	8,8	9,4	10,9	2,1
Dlh verejnej správy								
Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)	**60%**			**116.6**	**134.9**	**125.5**	**115.9**	**109.1**
Saldo verejnej správy (% HDP)				0,1	-5,8	-2,9	-1,9	-1,1
Bankový sektor								
Záväzky finančného sektora spolu, nekonsolidované (zmena za 1 rok v %)	**16.5%**			**-0.2**	**6.6**	**7.1**	**1.8**	
Rentabilita vlastného kapitálu (v %)				4,3	0,0	4,9		
Podiel vlastného kapitálu Tier 1		10.6 (9)		14,1	15,4	15,5		
Hrubé nesplácané úvery, domáce a zahraničné subjekty (% hrubých úverov)				6.1e	4.9e	3.6p	3,4	
Trh práce								
Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	**10%**			**7.7**	**7.0**	**6.8**	**6.5**	**6.1**
Miera nezamestnanosti (ročná úroveň)		6.2 (10)		6.7	7.0	6.6	5.9	5.9
Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva – % populácie vo veku 15 – 64 rokov (zmena za 3 roky v percentuálnych bodoch)	**-0.2 p. b.**			**2.2**	**0.0**	**0.7**	**0.3**	**1.4**
Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**0.5 p. b.**			**-3.6**	**-2.3**	**-0.3**		
Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**2 p. b.**			**-9.7**	**-1.4**	**3.1**		

Poznámky: pozri prílohu 1.
Zdroj: útvary Komisie, Eurostat a ECB, Európska komisia v prípade prognózovaných údajov (prognóza z jesene 2022).

3.23. RUMUNSKO

V Rumunsku sa naďalej zvyšujú obavy súvisiace s vonkajšou udržateľnosťou a deficitom verejných financií. Deficit bežného účtu sa v roku 2021 zvýšil a v súčasnosti sa ďalej zvyšuje. Deficit verejných financií sa zlepšil a podľa prognóz sa má ďalej znižovať, zostáva však vysoký. Predpokladá sa, že nominálne jednotkové náklady práce sa v kontexte vysokej inflácie, nedostatku pracovnej sily a výrazného rastu nominálnych miezd zvýšia, čo vyvoláva určité obavy týkajúce sa konkurencieschopnosti.

V predchádzajúcom kole PMN Komisia uskutočnila hĺbkové preskúmanie a dospela k záveru, že v Rumunsku sa vyskytujú makroekonomické nerovnováhy. Tento rok Komisia považuje v prípade Rumunska za vhodné preskúmať pretrvávanie nerovnováh alebo ich odstránenie prostredníctvom hĺbkového preskúmania.

Rast reálneho HDP sa predpokladá na úrovni 5,8 % v roku 2022 a 1,8 % v roku 2023. Inflácia je vysoká. V septembri sa medziročne zvýšila na 13,4 %, pričom jadrová inflácia sa odhadovala na 6,5 %. Ceny budú rásť rýchlejšie ako mzdy.

Zo záverov hodnotiacej tabuľky pre Rumunsko vyplýva, že v roku 2021 tri ukazovatele prekračovali svoje orientačné prahové hodnoty, a to saldo bežného účtu, čistá medzinárodná investičná pozícia a rast nominálnych jednotkových nákladov práce. Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky poukazujú na tento relevantný vývoj:

- Obavy týkajúce sa **vonkajšej udržateľnosti** sa prehĺbili. Deficit bežného účtu sa v roku 2021 zvýšil na 7,3 % HDP, pričom v roku 2022 sa predpokladá ďalšie zhoršenie. Čistá medzinárodná investičná pozícia sa v roku 2021 o niečo zlepšila na –47,2 % HDP v dôsledku silného nominálneho rastu HDP a určitých kladných účinkov oceňovania a podľa prognózy sa v roku 2022 ďalej zlepší, no v roku 2023 opäť klesne. Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania, zostala záporná, ale blíži sa k vyrovnanej.

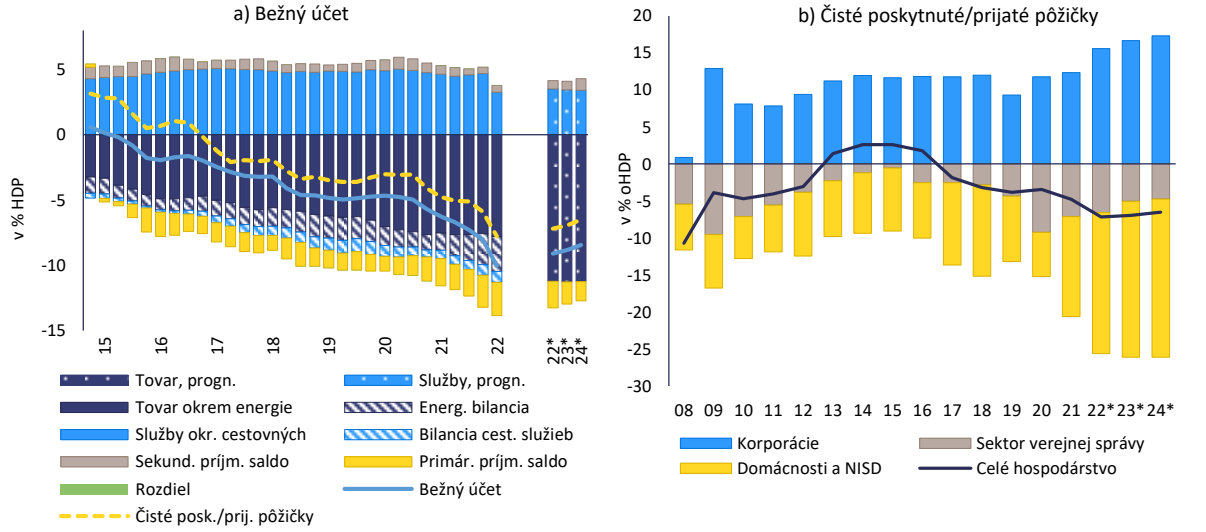
- Obavy týkajúce sa **nákladovej konkurencieschopnosti**, ktoré existovali už pred pandémiou COVID-19, ďalej narastajú. Nominálne jednotkové náklady práce sa v roku 2021 mierne zvýšili a podľa prognóz sa v roku 2022 a neskôr zvýšia ešte výraznejšie z dôvodu vysokej inflácie, nedostatku pracovnej sily a výrazného rastu nominálnych miezd. Reálny efektívny výmenný kurz založený na HICP zostal v roku 2021 v podstate nezmenený a do augusta 2022 zostal medziročne celkovo stabilný.

- Obavy vyplývajúce z vývoja **cien obytných nehnuteľností** sú naďalej obmedzené. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností sa mierne spomalil zo 4,7 % na 4,4 % v roku 2021. V druhom štvrťroku 2022 sa nominálny medziročný rast cien nehnuteľností zrýchlil na 8,5 %. Metriky rozdielov v oceňovaní nevykazujú známky potenciálneho nadhodnotenia cien obytných nehnuteľností.

- Riziká súvisiace s **verejným dlhom** sa zvyšujú. Deficit verejných financií sa zlepšil, ale zostáva vysoký na úrovni 7,1 % HDP v roku 2021. Podľa prognóz sa bude ďalej znižovať. Verejný dlh sa zvýšil na 48,9 % HDP v roku 2021 a podľa prognóz sa tento rok a budúci rok bude mierne znižovať. Naďalej výrazne prevyšuje úrovne spred pandémie COVID-19. Výnosy zo štátnych dlhopisov patria k najvyšším v EÚ. Menové riziká sú vysoké, keďže na konci roka 2021 približne polovica dlhu pripadajúceho na ústrednú štátnu správu bola denominovaná v cudzích menách a približne polovica verejného dlhu bola v držbe nerezidentov. Riziká fiškálnej udržateľnosti sú vysoké zo strednodobého hľadiska a stredné z dlhodobého hľadiska.

- **Bankový sektor** je stabilný. Podiel nesplácaných úverov sa znížil na 3,4 % všetkých úverov v roku 2021. Zatiaľ čo podiel Tier 1 je blízko k priemeru EÚ, ziskovosť je veľmi vysoká. Po sprísnení menovej politiky sa úrokové sadzby v rokoch 2021 a 2022 výrazne zvýšili.

Graf 3.23.1: **Vybrané grafy: Rumunsko**



Zdroj: Eurostat, Comext a útvary Európskej komisie.

Tabuľka 3.23.1: **Kľúčové ekonomické a finančné ukazovatele, Rumunsko**

	Prahové hodnoty	*Referenčná hodnota I*	*Referenčná hodnota II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognóza *2022*	prognóza *2023*
Zahraničná pozícia								
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP, 3-ročný priemer)	**-4%/6%**			**-4.2**	**-4.8**	**-5.7**	**-7.2**	**-8.7**
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP)		0.3 (1)	-5.0 (2)	-4.9	-4.9	-7.3	-9.5	-9.2
Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	**-35%**	**-47.5 (3)**	**-8.0 (4)**	**-43.4**	**-47.6**	**-47.2**	**-39.8**	**-42.3**
NENDI – Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (% HDP) (5)				-4.0	-7.0	-6.5		
Konkurencieschopnosť								
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (zmena za 3 roky v %)	**9% (EZ) 12% (mimo EZ)**			**24.0**	**20.7**	**14.4 p**	**10.0**	**9.4**
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (medziročná zmena v %)				6.9	5.8	1.2 p	2.8	5.2
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 3 roky v %)	**±5% (EZ) ±11% (mimo EZ)**			**0.2**	**3.4**	**1.0**	**2.8**	**0.5**
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 1 rok v %)				-0.3	1.4	0.0	1.5	-0.9
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 5 rokov v %)	**-6%**			**17.4**	**19.9**	**10.6**	**12.1**	**9.2**
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 1 rok v %)				1.5	1.9	0.5	4.1	0.8
Dlh súkromného sektora								
Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	**133%**			**46.5**	**48.0**	**48.1 p**	**45.8**	**39.5**
Úverový tok v súkromnom sektore, konsolidovaný (% HDP)	**14%**			**2.0**	**1.3**	**3.8 p**	**5.0**	**3.1**
Dlh domácností, konsolidovaný (% HDP)		59.8 (6)	20.4 (7)	15.4	16.1	15.8	14,8	14,2
Dlh nefinančných korporácií, konsolidovaný (% HDP)		97.9 (6)	39.9 (7)	31,1	31,9	32,3	31,0	25,3
Trh s bývaním								
Index cien nehnuteľností na bývanie, deflovaný (zmena za 1 rok v %)	**6%**			**-1.9**	**2.3**	**-1.1**	**-4.5**	**-5.8**
Index cien nehnuteľností na bývanie, nominálny (zmena za 1 rok v %)		-19.8 (8)		3,4	4,7	4,4	8,9	1,4
Dlh verejnej správy								
Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)	**60%**			**35.1**	**46.9**	**48.9**	**47.9**	**47.3**
Saldo verejnej správy (% HDP)				-4,3	-9,2	-7,1	-6,5	-5,0
Bankový sektor								
Záväzky finančného sektora spolu, nekonsolidované (zmena za 1 rok v %)	**16.5%**			**10.3**	**13.4**	**14.3**	**0.8**	
Rentabilita vlastného kapitálu (v %)				12,3	9,0	13,1		
Podiel vlastného kapitálu Tier 1		10.6 (9)		19,0	21,8	19,9		
Hrubé nesplácané úvery, domáce a zahraničné subjekty (% hrubých úverov)				4.3e	3.9e	3.4p	3,1	
Trh práce								
Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	**10%**			**5.4**	**5.4**	**5.5**	**5.7**	**5.6**
Miera nezamestnanosti (ročná úroveň)		5.5 (10)		4.9	6.1	5.6	5.4	5.8
Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva – % populácie vo veku 15 – 64 rokov (zmena za 3 roky v percentuálnych bodoch)	**-0.2 p. b.**			**3.1**	**2.3**	**3.2**	**2.2**	**2.2**
Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**0.5 p. b.**			**-1.4**	**-0.6**	**-0.2**		
Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**2 p. b.**			**-4.9**	**-1.4**	**0.5**		

Poznámky: pozri prílohu 1.

Zdroj: útvary Komisie, Eurostat a ECB, Európska komisia v prípade prognózovaných údajov (prognóza z jesene 2022).

3.24. SLOVINSKO

V Slovinsku pretrvávajú určité obavy týkajúce sa vývoja cien obytných nehnuteľností a deficitu verejných financií, hoci súvisiace riziká sa zdajú obmedzené. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností patrí k najrýchlejším v EÚ, ceny obytných nehnuteľností však nevykazujú známky potenciálneho nadhodnotenia. Obmedzenia na strane ponuky a vysoká inflácia môžu zo strednodobého hľadiska negatívne ovplyvniť konkurencieschopnosť a rast. Deficit verejných financií zostáva vysoký.

V predchádzajúcom kole PMN Komisia v prípade Slovinska nevykonala hĺbkové preskúmanie a neidentifikovala žiadne makroekonomické nerovnováhy. Tento rok Komisia nepovažuje za potrebné vykonať v prípade Slovinska ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Rast reálneho HDP sa predpokladá na úrovni 6,2 % v roku 2022 a 0,8 % v roku 2023. Inflácia je vysoká. V októbri medziročne klesla na 10,3 %, pričom jadrová inflácia sa v septembri odhadovala na 6,6 %. Ceny budú rásť rýchlejšie ako mzdy.

Zo záverov hodnotiacej tabuľky pre Slovinsko, vyplýva, že v roku 2021 štyri ukazovatele prekračovali svoje orientačné prahové hodnoty, a to rast nominálnych jednotkových nákladov práce, rast reálnych cien obytných nehnuteľností, verejný dlh a zmena nezamestnanosti mladých ľudí. Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky poukazujú na tento relevantný vývoj:

- Obavy týkajúce sa **vonkajšej udržateľnosti** nie sú výrazné. Po viacerých rokoch veľmi veľkých zaznamenaných prebytkov sa saldo bežného účtu v roku 2021 znížilo na 3,8 % HDP. Hlavnou príčinou bola zhoršujúca sa bilancia obchodu s tovarom, a to v menšej miere aj s energetickým tovarom. Predpokladá sa, že saldo bežného účtu sa bude ďalej znižovať a v roku 2022 bude záporné. Čistá medzinárodná investičná pozícia pokračovala v neustálom raste a v roku 2021 dosiahla –6,8 %, pričom sa predpokladá, že do roku 2024 bude vyrovnaná. Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania, je mierne kladná.

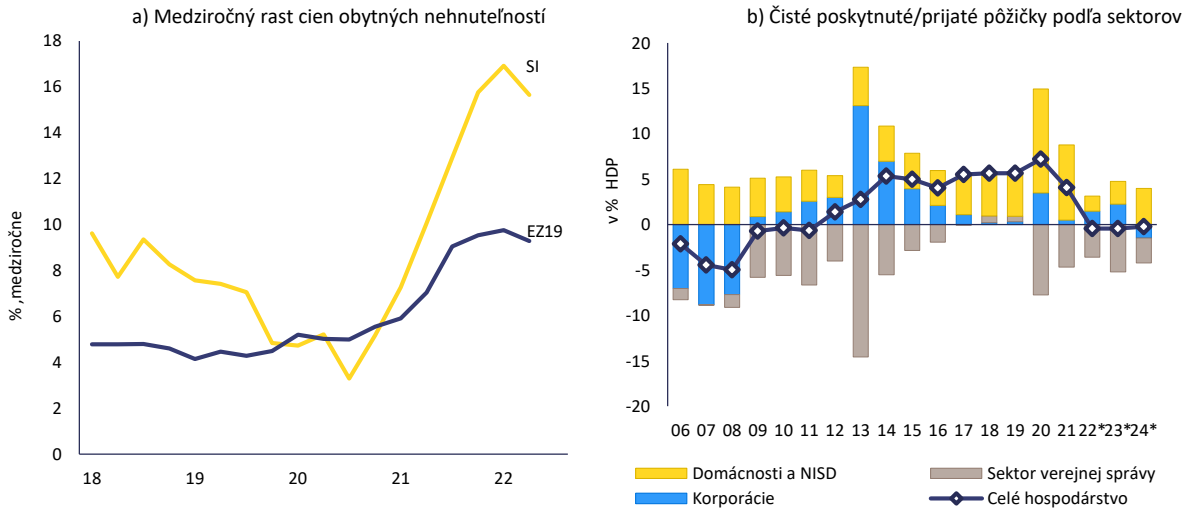
- **Nákladová konkurencieschopnosť** zatiaľ nevyvoláva výrazné obavy. Rast nominálnych jednotkových nákladov práce sa v roku 2021 výrazne zmiernil a v roku 2022 by sa mal stať záporným. Podľa prognóz sa jednotkové náklady práce v roku 2023 zvýšia. Reálny efektívny výmenný kurz založený na HICP sa v roku 2021 nepatrne znehodnotil. Medziročne do augusta 2022 sa znehodnotil.

- Veľmi vysoký rast **cien obytných nehnuteľností** naďalej vyvoláva obavy. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností sa zrýchlil zo 4,6 % v roku 2020 na 11,5 % v roku 2021, pričom tento rast bol jedným z najrýchlejších v EÚ. Medziročný rast nominálnych cien obytných nehnuteľností bol v druhom štvrťroku 2022 na úrovni 15,6 %. Metriky rozdielov v oceňovaní nevykazujú známky potenciálneho nadhodnotenia cien obytných nehnuteľností. Nedávne údaje o transakciách poukazujú na možné spomalenie trhu.

- Dynamika **verejného dlhu** vyvoláva napriek zlepšeniam obavy. Verejný dlh sa v roku 2021 znížil na 74,5 % HDP a predpokladá sa, že sa bude ďalej postupne znižovať. Deficit verejných financií sa v roku 2021 znížil na 4,7 % HDP. Podľa prognóz sa bude v roku 2022 ďalej znižovať, ale v roku 2023 sa zvýši. Riziká fiškálnej udržateľnosti sú vysoké tak zo strednodobého hľadiska, ako aj z dlhodobého hľadiska z dôvodu nepriaznivej počiatočnej rozpočtovej pozície, ako aj starnúcej populácie.

- **Bankový sektor** zostáva stabilný. Zatiaľ čo kapitalizácia je pod priemerom EÚ, ziskovosť sa v roku 2021 zvýšila a je výrazne nad ním. Podiel nesplácaných úverov sa počas posledných rokov výrazne znížil a zostáva nízky.

Graf 3.24.1: **Vybrané grafy: Slovinsko**



Zdroj: Eurostat, Ameco a útvary Európskej komisie.

Tabuľka 3.24.1: **Vybrané ekonomické a finančné ukazovatele, Slovinsko**

	Prahové hodnoty	*Referenčná hodnota I*	*Referenčná hodnota II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognóza *2022*	prognóza *2023*
Zahraničná pozícia								
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP, 3-ročný priemer)	**-4%/6%**			**6.0**	**6.5**	**5.8**	**3.5**	**0.8**
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP)		0.8 (1)	-1.1 (2)	5.9	7.6	3.8	-0.7	-0.6
Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	**-35%**	**-63.0 (3)**	**5.1 (4)**	**-16.2**	**-15.6**	**-6.8**	**-2.0**	**0.2**
NENDI – Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (% HDP) (5)				0.8	1.6	9.7		
Konkurencieschopnosť								
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (zmena za 3 roky v %)	**9% (EZ) 12% (mimo EZ)**			**8.0**	**14.5**	**12.8**	**7.4**	**5.8**
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (medziročná zmena v %)				3.9	7.3	1.1	-1.0	5.7
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 3 roky v %)	**±5% (EZ) ±11% (mimo EZ)**			**1.0**	**1.9**	**-0.4**	**-4.5**	**-6.6**
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 1 rok v %)				-0.5	0.6	-0.5	-4.5	-1.8
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 5 rokov v %)	**-6%**			**15.8**	**19.5**	**11.6**	**9.1**	**5.8**
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 1 rok v %)				0.7	1.7	-0.5	3.1	0.7
Dlh súkromného sektora								
Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	**133%**			**68.6**	**69.5**	**66.4**	**64.4**	**59.0**
Úverový tok v súkromnom sektore, konsolidovaný (% HDP)	**14%**			**0.8**	**-0.9**	**3.5**	**5.8**	**4.3**
Dlh domácností, konsolidovaný (% HDP)		43.9 (6)	37.2 (7)	26.8	27.8	26.4	25,5	25,4
Dlh nefinančných korporácií, konsolidovaný (% HDP)		65.9 (6)	57.3 (7)	41,8	41,7	40,0	38,9	33,6
Trh s bývaním								
Index cien nehnuteľností na bývanie, deflovaný (zmena za 1 rok v %)	**6%**			**5.3**	**5.2**	**7.8**	**2.5**	**1.9**
Index cien nehnuteľností na bývanie, nominálny (zmena za 1 rok v %)		0.4 (8)		6,7	4,6	11,5	10,5	3,3
Dlh verejnej správy								
Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)	**60%**			**65.4**	**79.6**	**74.5**	**69.9**	**69.6**
Saldo verejnej správy (% HDP)				0,6	-7,7	-4,7	-3,6	-5,2
Bankový sektor								
Záväzky finančného sektora spolu, nekonsolidované (zmena za 1 rok v %)	**16.5%**			**9.9**	**14.0**	**14.1**	**1.5**	
Rentabilita vlastného kapitálu (v %)				10,3	11,3	9,5		
Podiel vlastného kapitálu Tier 1		10.6 (9)		17,8	16,7	16,9		
Hrubé nesplácané úvery, domáce a zahraničné subjekty (% hrubých úverov)				3.4e	3.0e	2.1p	1,9	
Trh práce								
Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	**10%**			**5.4**	**4.8**	**4.7**	**4.6**	**4.4**
Miera nezamestnanosti (ročná úroveň)		6.0 (10)		4.4	5.0	4.8	4.1	4.3
Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva – % populácie vo veku 15 – 64 rokov (zmena za 3 roky v percentuálnych bodoch)	**-0.2 p. b.**			**3.5**	**0.2**	**0.6**	**2.1**	**2.8**
Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**0.5 p. b.**			**-2.4**	**-1.2**	**-0.3**		
Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**2 p. b.**			**-7.2**	**3.0**	**3.9**		

Poznámky: pozri prílohu 1.

Zdroj: útvary Komisie, Eurostat a ECB, Európska komisia v prípade prognózovaných údajov (prognóza z jesene 2022).

3.25. SLOVENSKO

Na Slovensku existovali obavy týkajúce sa nákladovej konkurencieschopnosti a vývoja cien obytných nehnuteľností už pred pandémiou COVID-19 a tieto obavy ďalej narastajú. Rast nominálnych jednotkových nákladov práce by sa mal zrýchliť a jadrová inflácia je v porovnaní s partnermi Slovenska z eurozóny veľmi vysoká. Rýchly rast cien obytných nehnuteľností pokračuje a sprevádza ho pretrvávajúci nárast dlhu domácností v posledných rokoch. Deficit bežného účtu sa výrazne zvyšuje. Vysoký deficit verejných financií si vyžaduje dôkladné monitorovanie.

V predchádzajúcom kole PMN Komisia v prípade Slovenska nevykonala hĺbkové preskúmanie a neidentifikovala žiadne makroekonomické nerovnováhy. Tento rok Komisia považuje v prípade Slovenska za vhodné preskúmať novovznikajúce slabé miesta a ich dôsledky prostredníctvom hĺbkového preskúmania.

Rast reálneho HDP sa predpokladá na úrovni 1,9 % v roku 2022 a 0,5 % v roku 2023. Inflácia je veľmi vysoká, a to aj v porovnaní s obchodnými partnermi v eurozóne. V septembri sa medziročne zvýšila na 14,5 %, pričom jadrová inflácia sa odhadovala na 9,3 %. Ceny budú rásť rýchlejšie ako mzdy.

Zo záverov hodnotiacej tabuľky pre Slovensko vyplýva, že v roku 2021 päť ukazovateľov prekračovalo svoje orientačné prahové hodnoty, a to čistá medzinárodná investičná pozícia, rast nominálnych jednotkových nákladov práce, verejný dlh, rast záväzkov finančného sektora a zmena nezamestnanosti mladých ľudí. Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky poukazujú na tento relevantný vývoj:

- Výhľad týkajúci sa **vonkajšej udržateľnosti** sa zhoršil. Saldo bežného účtu dosiahlo v roku 2021 deficit –2,5 % HDP. Predpokladá sa, že v tomto roku sa značne zhorší a zostane výrazne záporné, a to v dôsledku energetickej bilancie a výrazného zníženia bilancie neenergetického tovaru. Mierne zlepšenie čistej medzinárodnej investičnej pozície, ktorá v roku 2021 predstavovala –61 % HDP, bolo spôsobené rastom HDP a určitými kladnými účinkami oceňovania. Pred jej opätovným zlepšením sa v roku 2022 očakáva mierne zhoršenie. Prevažnú časť čistej medzinárodnej investičnej pozície tvoria priame investície, čo zmierňuje obavy týkajúce sa zahraničnej pozície.

- Obavy týkajúce sa **nákladovej konkurencieschopnosti**, ktoré existovali už pred pandémiou COVID-19, ďalej narastajú. Nominálne jednotkové náklady práce sa v roku 2021 zvýšili, aj keď menej ako v predchádzajúcich rokoch, ale podľa prognózy budú v rokoch 2022 a 2023 naďalej výrazne rásť, a to v kontexte vysokej jadrovej inflácie na Slovensku a výrazného rastu nominálnych miezd. Reálny efektívny výmenný kurz založený na HICP zostal v roku 2021 v podstate nezmenený a medziročne do augusta 2022 takisto zostal celkovo stabilný.

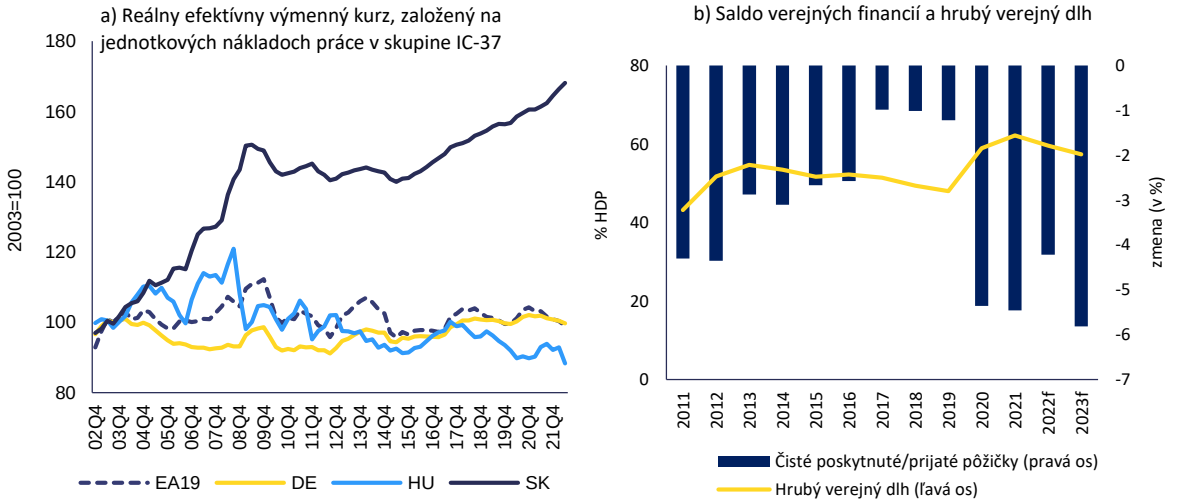
- Pomer **dlhu domácností** k HDP je nad referenčnými hodnotami založenými na fundamentoch a blízko k obozretným referenčným hodnotám. Dlh domácností je výrazne vyšší ako u partnerov Slovenska a predstavuje 50 % HDP. Čisté úverové toky do domácností boli v roku 2021 pomerne dynamické, a to na úrovni okolo 4 % HDP, a podľa prognóz sa v roku 2022 zvýšia. Počas prvej polovice roku 2022 zostal pomer dlhu domácností k HDP celkovo nezmenený. Nesplácanie úverov zo strany domácností je nízke a v roku 2021 naďalej klesalo.

- Vývoj **cien obytných nehnuteľností** naďalej vyvoláva obavy. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností sa spomalil z 9,6 % v roku 2020 na 6,4 % v roku 2021. V druhom štvrťroku 2022 sa nominálny medziročný rast cien nehnuteľností zvýšil na 16,6 %. Podľa odhadov boli ceny obytných nehnuteľností v roku 2021 nadhodnotené o 14 %. Oblasť hypotekárnych úverov je veľmi dynamická a predstavuje zdroj rizika. Rast cien nehnuteľností bol prudký najmä od druhej polovice roka 2021.

- Riziká spojené s **verejným dlhom** sú z krátkodobého hľadiska obmedzené. Verejný dlh narástol v roku 2021 na 62,2 % HDP, čím sa po prvýkrát presiahli prahové hodnoty hodnotiacej tabuľky.

Predpokladá sa, že sa bude ďalej mierne znižovať a v roku 2022 sa vráti pod 60 % HDP, čo je však stále o 12 percentuálnych bodov viac ako v roku 2019. Deficit verejných financií sa od pandémie zhoršil a v roku 2021 dosiahol 5,5 %. Podľa prognóz sa deficit verejných financií v roku 2022 zníži, ale v roku 2023 opäť narastie. Riziká fiškálnej udržateľnosti sú vysoké tak zo strednodobého hľadiska, ako aj z dlhodobého hľadiska vzhľadom na dlhodobý vývoj dlhu a rastúce náklady spojené so starnutím obyvateľstva.

Graf 3.25.1: **Vybrané grafy: Slovensko**



Zdroj: Eurostat, Ameco a útvary Európskej komisie.

Tabuľka 3.25.1: **Kľúčové ekonomické a finančné ukazovatele, Slovensko**

	Prahové hodnoty	Referenčná hodnota I	Referenčná hodnota II	2019	2020	2021	prognóza 2022	prognóza 2023
Zahraničná pozícia								
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP, 3-ročný priemer)	**-4%/6%**			**-2.5**	**-1.7**	**-1.8**	**-2.7**	**-4.7**
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP)		0.1 (1)	-3.2 (2)	-3.3	0.6	-2.5	-6.3	-5.4
Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	**-35%**	**-47.9 (3)**	**-1.5 (4)**	**-65.6**	**-64.8**	**-61.0**	**-62.6**	**-57.4**
NENDI – Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (% HDP) (5)				-14.1	-14.8	-14.7		
Konkurencieschopnosť								
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (zmena za 3 roky v %)	**9% (EZ) 12% (mimo EZ)**			**14.2**	**15.4**	**14.1**	**16.6**	**16.6**
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (medziročná zmena v %)				5.3	5.5	2.8	7.6	5.5
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 3 roky v %)	**±5% (EZ) ±11% (mimo EZ)**			**2.6**	**5.3**	**3.1**	**1.2**	**-0.8**
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 1 rok v %)				0.6	2.5	-0.1	-1.2	0.5
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 5 rokov v %)	**-6%**			**1.3**	**7.4**	**-2.9**	**-6.8**	**-9.3**
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 1 rok v %)				-2.3	3.3	-4.2	-5.4	-0.8
Dlh súkromného sektora								
Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	**133%**			**91.0**	**94.5**	**95.0**	**94.8**	**79.3**
Úverový tok v súkromnom sektore, konsolidovaný (% HDP)	**14%**			**4.5**	**2.5**	**5.5**	**8.0**	**2.3**
Dlh domácností, konsolidovaný (% HDP)		49.5 (6)	30.0 (7)	43.4	46.6	47.8	49,3	47,5
Dlh nefinančných korporácií, konsolidovaný (% HDP)		75.3 (6)	47.4 (7)	47,6	47,9	47,2	45,5	31,8
Trh s bývaním								
Index cien nehnuteľností na bývanie, deflovaný (zmena za 1 rok v %)	**6%**			**6.2**	**7.2**	**3.0**	**-0.5**	**-4.0**
Index cien nehnuteľností na bývanie, nominálny (zmena za 1 rok v %)		13.9 (8)		9,1	9,6	6,4	10,0	5,9
Dlh verejnej správy								
Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)	**60%**			**48.0**	**58.9**	**62.2**	**59.6**	**57.4**
Saldo verejnej správy (% HDP)				-1,2	-5,4	-5,5	-4,2	-5,8
Bankový sektor								
Záväzky finančného sektora spolu, nekonsolidované (zmena za 1 rok v %)	**16.5%**			**5.8**	**10.2**	**24.0**	**3.0**	
Rentabilita vlastného kapitálu (v %)				8,3	5,3	8,4		
Podiel vlastného kapitálu Tier 1		10.6 (9)		15,8	16,8	16,7		
Hrubé nesplácané úvery, domáce a zahraničné subjekty (% hrubých úverov)				2.9e	2.5e	2.0p	1,9	
Trh práce								
Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	**10%**			**6.8**	**6.3**	**6.4**	**6.6**	**6.5**
Miera nezamestnanosti (ročná úroveň)		7.4 (10)		5.7	6.7	6.8	6.3	6.4
Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva – % populácie vo veku 15 – 64 rokov (zmena za 3 roky v percentuálnych bodoch)	**-0.2 p. b.**			**0.8**	**0.4**	**0.2**	**1.0**	**1.6**
Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**0.5 p. b.**			**-2.9**	**-2.2**	**-0.8**		
Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**2 p. b.**			**-6.3**	**0.4**	**4.8**		

Poznámky: pozri prílohu 1.

Zdroj: útvary Komisie, Eurostat a ECB, Európska komisia v prípade prognózovaných údajov (prognóza z jesene 2022).

3.26. FÍNSKO

Vo Fínsku je dlh domácností vysoký, hoci súvisiace riziká sa zdajú obmedzené. Takmer všetky úvery na kúpu nehnuteľností na bývanie sú úročené pohyblivými úrokovými sadzbami, čo vystavuje domácnosti riziku možného zvýšenia sadzieb. Bankový systém sa javí silný a odolný, a to aj napriek značným cezhraničným expozíciám, najmä voči iným severským krajinám.

V predchádzajúcom kole PMN Komisia v prípade Fínska nevykonala hĺbkové preskúmanie a neidentifikovala žiadne makroekonomické nerovnováhy. Tento rok Komisia nepovažuje za potrebné vykonať v prípade Fínska ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Rast reálneho HDP sa predpokladá na úrovni 2,3 % v roku 2022 a 0,2 % v roku 2023. Inflácia je vysoká, aj keď nižšia ako vo väčšine ostatných krajín eurozóny. Inflácia v októbri medziročne klesla na 8,3 %, pričom jadrová inflácia sa odhadovala na 4,4 %. Ceny budú rásť rýchlejšie ako mzdy.

Zo záverov hodnotiacej tabuľky pre Fínsko vyplýva, že v roku 2021 dva ukazovatele prekračovali svoje orientačné prahové hodnoty, a to dlh súkromného sektora a verejný dlh. Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky poukazujú na tento relevantný vývoj:

- Obavy týkajúce sa **nákladovej konkurencieschopnosti** sú obmedzené. Nominálne jednotkové náklady práce sa v roku 2021 ďalej zvýšili a predpokladá sa, že budú ešte rásť, hoci vo Fínsku je jadrová inflácia nižšia ako v mnohých iných krajinách eurozóny. Reálny efektívny výmenný kurz založený na HICP sa v roku 2021 nepatrne znehodnotil. Medziročne sa do augusta 2022 znehodnotil.

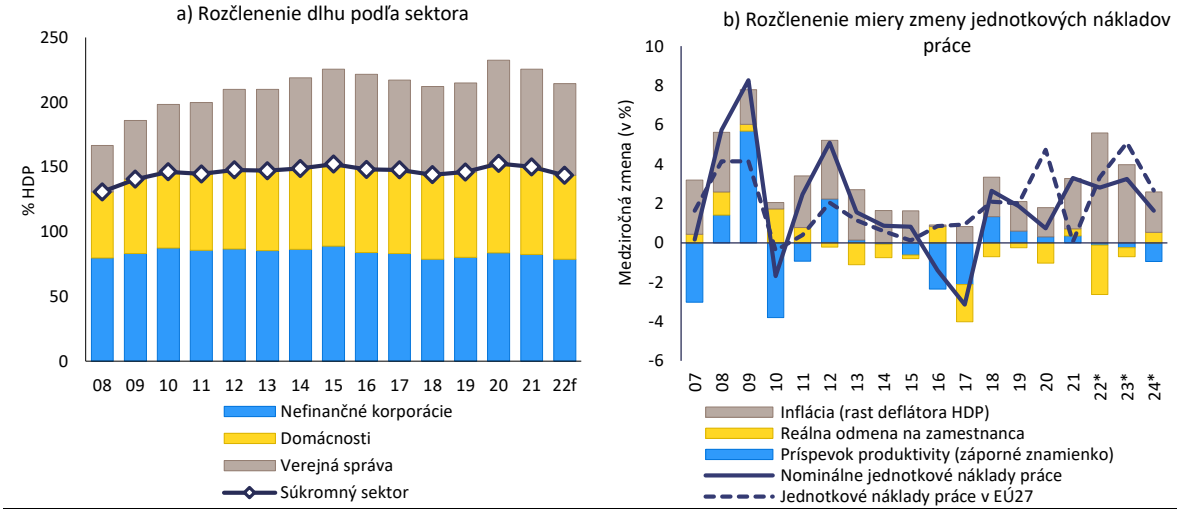
- Pomer **dlhu domácností** k HDP zostáva nad obozretnými referenčnými hodnotami aj referenčnými hodnotami založenými na fundamentoch, v roku 2021 sa však znížil a v prvej polovici roka 2022 zostal celkovo stabilný, pričom sa očakáva, že čisté úverové toky zostanú mierne. Podľa prognóz sa stále očakáva, že rast nominálneho HDP podporí v roku 2022 znižovanie dlhu. Nesplácaný dlh domácností zostáva nízky. Takmer všetky úvery na kúpu nehnuteľností na bývanie sú úročené pohyblivými úrokovými sadzbami.

- Vývoj **cien obytných nehnuteľností** naďalej vyvoláva len obmedzené obavy. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností sa v roku 2021 zrýchlil na 4,6 %. Medziročný rast nominálnych cien obytných nehnuteľností bol v druhom štvrťroku 2022 na úrovni 2,2 %. Metriky rozdielov v oceňovaní nevykazujú známky potenciálneho nadhodnotenia cien obytných nehnuteľností.

- Riziká súvisiace s **verejným dlhom** sú obmedzené. Ten sa znížil na 72,4 % HDP v roku 2021 a podľa prognóz sa približne na tejto úrovni stabilizuje, ale zostane nad úrovňou z roku 2019. Deficit verejných financií sa v roku 2021 znížil na 2,7 % HDP a predpokladá sa, že sa bude ďalej znižovať. Riziká fiškálnej udržateľnosti sú zo strednodobého aj z dlhodobého hľadiska stredne vysoké.

- **Bankový sektor** zostáva stabilný a odolný. Kapitál Tier 1 bol v roku 2021 vysoko nad priemerom EÚ a ziskovosť bola vysoká. Podiel nesplácaných úverov je veľmi nízky a v roku 2021 sa ešte viac znížil. Riziká pre finančnú stabilitu zostávajú obmedzené, a to aj napriek značným cezhraničným expozíciám, najmä voči iným severským krajinám.

Graf 3.26.1: **Vybrané grafy: Fínsko**



Zdroj: Eurostat, Ameco a útvary Európskej komisie.

Tabuľka 3.26.1: **Kľúčové ekonomické a finančné ukazovatele, Fínsko**

	Prahové hodnoty	*ročná hodnota*	*ročná hodnota*	*2019*	*2020*	*2021*	prognóza *2022*	prognóza *2023*
Zahraničná pozícia								
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP, 3-ročný priemer)	**-4%/6%**			**-1.0**	**-0.5**	**0.3**	**0.4**	**0.1**
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP)		-0.5 (1)	-0.2 (2)	-0.3	0.7	0.6	-0.2	-0.3
Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	**-35%**	**-79.3 (3)**	**2.0 (4)**	**4.0**	**-4.0**	**-1.4**	**4.7**	**4.3**
NENDI – Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (% HDP) (5)				6.9	5.8	15.8		
Konkurencieschopnosť								
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (zmena za 3 roky v %)	**9% (EZ) 12% (mimo EZ)**			**1.3**	**5.3**	**6.0**	**7.4**	**10.0**
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (medziročná zmena v %)				1.9	0.7	3.3	3.2	3.1
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 3 roky v %)	**±5% (EZ) ±11% (mimo EZ)**			**0.1**	**2.3**	**-0.7**	**-5.4**	**-10.2**
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 1 rok v %)				-1.5	1.6	-0.8	-6.2	-3.6
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 5 rokov v %)	**-6%**			**3.1**	**11.6**	**4.9**	**-1.5**	**-2.8**
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 1 rok v %)				2.7	1.0	-3.5	-2.4	-0.4
Dlh súkromného sektora								
Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	**133%**			**146.1**	**152.6**	**150.1**	**143.5**	**140.9**
Úverový tok v súkromnom sektore, konsolidovaný (% HDP)	**14%**			**6.6**	**6.1**	**6.1**	**4.2**	**6.9**
Dlh domácností, konsolidovaný (% HDP)		55.1 (6)	59.4 (7)	65.8	69.0	67.8	64,7	63,5
Dlh nefinančných korporácií, konsolidovaný (% HDP)		65.7 (6)	89.0 (7)	80,3	83,6	82,3	78,8	77,4
Trh s bývaním								
Index cien nehnuteľností na bývanie, deflovaný (zmena za 1 rok v %)	**6%**			**-0.6**	**1.3**	**2.8**	**-3.5**	**-1.9**
Index cien nehnuteľností na bývanie, nominálny (zmena za 1 rok v %)		-2.5 (8)		0,4	1,8	4,6	2,4	2,0
Dlh verejnej správy								
Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)	**60%**			**64.9**	**74.8**	**72.4**	**70.7**	**72.0**
Saldo verejnej správy (% HDP)				-0,9	-5,5	-2,7	-1,4	-2,3
Bankový sektor								
Záväzky finančného sektora spolu, nekonsolidované (zmena za 1 rok v %)	**16.5%**			**7.8**	**8.0**	**9.4**	**9.2**	
Rentabilita vlastného kapitálu (v %)				4,9	5,8	9,2		
Podiel vlastného kapitálu Tier 1		10.6 (9)		17,6	18,1	17,8		
Hrubé nesplácané úvery, domáce a zahraničné subjekty (% hrubých úverov)				1.4e	1.5e	1.2p	1,0	
Trh práce								
Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	**10%**			**7.7**	**7.3**	**7.4**	**7.5**	**7.3**
Miera nezamestnanosti (ročná úroveň)		6.7 (10)		6.8	7.7	7.7	7.0	7.2
Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva – % populácie vo veku 15 – 64 rokov (zmena za 3 roky v percentuálnych bodoch)	**-0,2 p. b.**			**2.3**	**1.5**	**1.8**	**2.8**	**3.4**
Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**0,5 p. b.**			**-1.4**	**-1.1**	**-0.2**		
Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**2 p. b.**			**-2.8**	**1.0**	**-0.2**		

Poznámky: pozri prílohu 1.

Zdroj: útvary Komisie, Eurostat a ECB, Európska komisia v prípade prognózovaných údajov (prognóza z jesene 2022).

3.27. ŠVÉDSKO

Vo Švédsku pretrvávajú obavy týkajúce sa neustále vysokého rastu cien obytných nehnuteľností a vysokého dlhu domácností a podnikov. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností zostáva vysoký, hoci sa znižuje, a to pri odhadovanom nadhodnotení cien obytných nehnuteľností.

V predchádzajúcom kole PMN Komisia uskutočnila hĺbkové preskúmanie a dospela k záveru, že vo Švédsku sa vyskytujú makroekonomické nerovnováhy. Tento rok Komisia považuje v prípade Švédska za vhodné preskúmať pretrvávanie nerovnováh alebo ich odstránenie prostredníctvom hĺbkového preskúmania.

Rast reálneho HDP sa predpokladá na úrovni 2,9 % v roku 2022 a -0,6 % v roku 2023. Inflácia je vysoká, hoci o niečo nižšia ako v mnohých iných krajinách EÚ, a to pri výraznom sprísňovaní menovej politiky. V septembri sa medziročne zvýšila na 10,3 %, pričom jadrová inflácia bola na úrovni 5,8 %. Ceny budú rásť rýchlejšie ako mzdy.

Zo záverov hodnotiacej tabuľky pre Švédsko vyplýva, že v roku 2021 štyri ukazovatele prekračovali svoje orientačné prahové hodnoty, a to rast reálnych cien obytných nehnuteľností, úverové toky v súkromnom sektore, dlh súkromného sektora a zmena nezamestnanosti mladých ľudí. Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky poukazujú na tento relevantný vývoj:

- Vývoj **nákladovej konkurencieschopnosti** sa v súčasnosti nejaví problematický. Nominálne jednotkové náklady práce v roku 2021 len mierne vzrástli, ale podľa prognóz výraznejšie narastú v rokoch 2022 a 2023. Reálny efektívny výmenný kurz založený na HICP sa v roku 2021 ešte zhodnotil. Medziročne sa však do augusta 2022 značne znehodnotil. Nominálny výmenný kurz sa v roku 2022 znehodnotil. Stabilný prebytok bežného účtu zmierňuje riziká veľkých menových výkyvov. Prebytok sa znížil na 5,4 % HDP a podľa prognóz bude v roku 2022 ďalej klesať. Čistá medzinárodná investičná pozícia je kladná a podľa prognóz bude narastať.

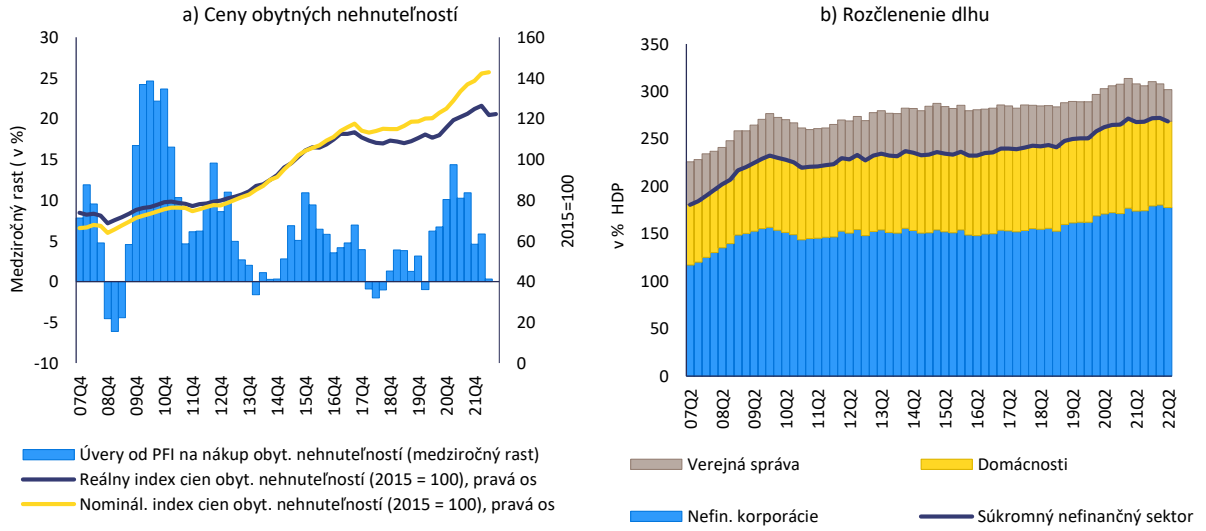
- Pomer **dlhu nefinančných korporácií** k HDP zostáva jedným z najvyšších v EÚ a v roku 2021 sa zvýšil na 123 %. Zostáva nad obozretnými aj základnými referenčnými hodnotami a je o 11 percentuálnych bodov vyšší než v roku 2019. Vysoký podiel cezhraničných vnútroskupinových úverov na podnikových dlhoch znižuje riziká. Zadlženosť podnikov je sprevádzaná vysokými a rastúcimi vankúšmi likvidity, ktoré ďalej znižujú riziká, aj keď časti podnikového sektora sú vystavené rastu cien energií a úrokových sadzieb. Úverové toky do nefinančných korporácií vyjadrené v % HDP sú vysoké. Komerčné nehnuteľnosti sú osobitným zdrojom obáv, a to aj z dôvodu spôsobu ich financovania.

- Pomer **dlhu domácností** k HDP zostáva medzi najvyššími v EÚ a presahuje obozretné referenčné hodnoty aj referenčné hodnoty založené na fundamentoch. Pomer dlhu domácností k HDP sa v roku 2021 znížil a v prvom polroku 2022 naďalej mierne klesal v dôsledku dynamických čistých úverových tokov. Dlh domácností vyjadrený ako pomer k hrubému disponibilnému príjmu domácností od roku 2013 stabilne rástol, až kým v roku 2021 nedosiahol 190 % HDP. Nesplácaný dlh domácností zostáva nízky, ceny služieb však prudko rastú spolu s úrokovými sadzbami. Viac ako dve tretiny hypotekárnych úverov majú pohyblivú sadzbu fixovanú len do jedného roka.

- Veľmi vysoký rast cien **obytných nehnuteľností** naďalej vyvoláva obavy. Rast nominálnych cien obytných nehnuteľností sa zrýchlil zo 4,2 % na 10,1 % v roku 2021, pričom tento rast bol jedným z najrýchlejších v EÚ. Nominálny medziročný rast cien obytných nehnuteľností sa v druhom štvrťroku 2022 spomalil na 7,1 %. Podľa odhadov boli ceny obytných nehnuteľností v roku 2021 nadhodnotené o 35 %, pričom boli jedny z najvyšších v EÚ. Ceny obytných nehnuteľností začali od polovice roka 2022 prudko klesať v dôsledku nárastu úrokových sadzieb a cien energií, čo vytvára tlak na financie domácností, pretože úrovne dlhu zostávajú vysoké.

- **Bankový sektor** zostáva zdravý. Podiel kapitálu Tier 1 je blízko k priemeru EÚ a ziskovosť je veľmi vysoká. Podiel nesplácaných úverov je veľmi nízky. Poskytovanie úverov podnikom aj domácnostiam je najvyššie v EÚ a v roku 2021 sa ešte zrýchlilo. Prebiehajúca korekcia cien obytných nehnuteľností a zmeny v podmienkach poskytovania úverov na kúpu nehnuteľností na bývanie predstavujú pre finančný sektor výzvu. Sektor sa pri financovaní vo veľkej miere spolieha aj na medzinárodné trhy a medzibankové pôžičky medzi švédskymi bankami, čo vystavuje bankový sektor globálnym trhovým rizikám.

Graf 3.27.1: **Vybrané grafy: Švédsko**



Zdroj: Eurostat, ECB (BSI) a útvary Európskej komisie.

Tabuľka 3.27.1: **Kľúčové ekonomické a finančné ukazovatele, Švédsko**

							prognóza	
	Prahové hodnoty	*Referenčná hodnota I*	*Referenčná hodnota II*	*2019*	*2020*	*2021*	*2022*	*2023*
Zahraničná pozícia								
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP, 3-ročný priemer)	**-4%/6%**			**3.7**	**4.7**	**5.6**	**4.9**	**4.0**
Saldo bežného účtu, platobná bilancia (% HDP)		0.7 (1)	0.3 (2)	5.5	5.9	5.4	3.3	3.4
Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	**-35%**	**-87.4 (3)**	**4.1 (4)**	**13.2**	**9.4**	**21.2**	**37.9**	**39.9**
NENDI – Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (% HDP) (5)				-11.4	-10.9	-2.0		
Konkurencieschopnosť								
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (zmena za 3 roky v %)	**9% (EZ) 12% (mimo EZ)**			**7.2**	**8.7**	**5.5**	**6.9**	**8.5**
Index nominálnych jednotkových nákladov práce (medziročná zmena v %)				1.5	3.4	0.5	2.8	4.9
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 3 roky v %)	**±5% (EZ) ±11% (mimo EZ)**			**-8.3**	**-4.8**	**2.1**	**-2.4**	**-8.6**
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 1 rok v %)				-3.8	3.0	3.0	-8.0	-3.5
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 5 rokov v %)	**-6%**			**-2.9**	**3.1**	**-1.0**	**1.8**	**1.5**
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 1 rok v %)				2.9	4.1	-3.2	0.4	-2.5
Dlh súkromného sektora								
Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	**133%**			**200.0**	**212.8**	**215.2**	**211.8**	**200.2**
Úverový tok v súkromnom sektore, konsolidovaný (% HDP)	**14%**			**9.7**	**14.4**	**16.6**	**15.0**	**12.0**
Dlh domácností, konsolidovaný (% HDP)		70.3 (6)	78.3 (7)	88.5	93.7	92.5	90,2	88,8
Dlh nefinančných korporácií, konsolidovaný (% HDP)		82.0 (6)	94.6 (7)	111,5	119,1	122,7	121,6	111,4
Trh s bývaním								
Index cien nehnuteľností na bývanie, deflovaný (zmena za 1 rok v %)	**6%**			**0.4**	**3.3**	**8.1**	**-5.9**	**-8.3**
Index cien nehnuteľností na bývanie, nominálny (zmena za 1 rok v %)		34.6 (8)		2,5	4,2	10,1	6,5	1,9
Dlh verejnej správy								
Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)	**60%**			**35.2**	**39.5**	**36.3**	**32.1**	**29.4**
Saldo verejnej správy (% HDP)				0,6	-2,8	-0,1	0,2	0,2
Bankový sektor								
Záväzky finančného sektora spolu, nekonsolidované (zmena za 1 rok v %)	**16.5%**			**11.5**	**10.7**	**10.9**	**0.9**	
Rentabilita vlastného kapitálu (v %)				10,9	8,4	10,0		
Podiel vlastného kapitálu Tier 1		10.6 (9)		17,7	19,2	19,2		
Hrubé nesplácané úvery, domáce a zahraničné subjekty (% hrubých úverov)				1.1e	1.0e	1.0p	0,8	
Trh práce								
Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	**10%**			**6.8 b**	**7.3 b**	**8.1**	**8.2**	**7.9**
Miera nezamestnanosti (ročná úroveň)		6.7 (10)		7.0	8.5	8.8	7.2	7.6
Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva – % populácie vo veku 15 – 64 rokov (zmena za 3 roky v percentuálnych bodoch)	**-0.2 p. b.**			**0.8**	**0.0**	**0.6 b**	**1.0**	**1.2**
Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**0.5 p. b.**			**-0.5**	**-0.2**	**0.2**		
Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov (zmena za 3 roky v p. b.)	**2 p. b.**			**1.1**	**6.3**	**7.9**		

Poznámky: pozri prílohu 1.

Zdroj: útvary Komisie, Eurostat a ECB, Európska komisia v prípade prognózovaných údajov (prognóza z jesene 2022).

Tabuľka A1.1: **Poznámky k tabuľkám v oddiele o krajinách**

Poznámka: Zvýraznené sú údaje, ktoré sú na úrovni prahovej hodnoty alebo ju presiahli. Značky: b: zlom v rade; d: rozdielne definície; e: odhad; p: predbežný údaj.
1. Bežné účty v súlade s fundamentmi (normy bežného účtu): odvodené od regresií zníženej formy zachytávajúcich hlavný faktor rovnováhy medzi úsporami a investíciami vrátane základných faktorov, politických faktorov a globálnych finančných podmienok. Pozri Coutinho, L., a kol. (2018), *Methodologies for the assessement of current account benchmarks* (Metodiky na posudzovanie referenčných hodnôt bežného účtu), European Economy, diskusný dokument 86/2018.
2. Bežný účet potrebný na stabilizáciu čistej medzinárodnej investičnej pozície nad úrovňou -35 % HDP počas nasledujúcich 20 rokov. Vo výpočtoch sa používajú projekcie Komisie T + 10. Pozri Coutinho, L., a kol. (2018), *Methodologies for the assessement of current account benchmarks* (Metodiky na posudzovanie referenčných hodnôt bežného účtu), European Economy, diskusný dokument 86/2018.
3. Obozretná referenčná hodnota čistej medzinárodnej investičnej pozície/NENDI: obozretná prahová hodnota pre čistú medzinárodnú investičnú pozíciu je úroveň špecifická pre krajinu, pri ktorej prekročení sa podľa odhadov zvyšuje pravdepodobnosť krízy jej platobnej bilancie. Zhodou okolností je prahová hodnota pre NENDI rovnaká. Turrini, A., a Zeugner, S., (2019), Benchmarks for Net International Investment Positions(Referenčné hodnoty čistých medzinárodných investičných pozícií), European Economy, diskusný dokument č. 097/máj 2019.
4. Referenčná hodnota čistej medzinárodnej investičnej pozície vysvetlená fundamentmi (norma čistej medzinárodnej investičnej pozície - norma NIIP): čistá medzinárodná investičná pozícia, ktorá sa dosiahne, keď krajina využíva saldo bežného účtu v súlade s fundamentmi od roku 1994. Referenčná hodnota tak predstavuje časť čistej medzinárodnej investičnej pozície, ktorú možno vysvetliť fundamentmi. Turrini, A., a Zeugner, S., (2019), Benchmarks for Net International Investment Positions (Referenčné hodnoty čistých medzinárodných investičných pozícií), European Economy, diskusný dokument č. 097/máj 2019.
5. Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (NENDI): podskupina čistej medzinárodnej investičnej pozície, z ktorej sú vylúčené zložky týkajúce sa vlastného kapitálu, t. j. vlastný kapitál PZI a kapitálové akcie, a vnútropodnikový cezhraničný dlh PZI, pričom predstavuje čistú medzinárodnú investičnú pozíciu bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania. Turrini, A., a Zeugner, S., (2019), *Benchmarks for Net International Investment Positions* (Referenčné hodnoty čistých medzinárodných investičných pozícií), European Economy, diskusný dokument č. 097/máj 2019.
6. Obozretná prahová hodnota pre pomer dlhu nefinančných korporácií a domácností k HDP: zodpovedá úrovni, pri prekročení ktorej sa zvyšuje riziko krízy. Je odvodená od regresií, ktoré minimalizujú pravdepodobnosť opomenutia krízy a pravdepodobnosť falošných varovaní. Bricongne, J. C., Coutinho, L., Turrini, A.,a Zeugner, S., (2019), *Is Private Debt Excessive?* (Je súkromný dlh nadmerný?), Open Economies Review, 1 – 42.
7. Základná referenčná hodnota pre pomer dlhu nefinančných korporácií a domácností k HDP: vymedzuje sa ako priemerný bežný účet potrebný na dosiahnutie a stabilizáciu čistej medzinárodnej investičnej pozície na úrovni -35 % HDP počas nasledujúcich 20 rokov. Bricongne, J. C., Coutinho, L., Turrini, A., Zeugner, S., (2019), *Is Private Debt Excessive?* (Je súkromný dlh nadmerný?), Open Economies Review, 1 – 42.
8. Priemerný rozdiel medzi cenami obytných nehnuteľností: je aritmetický priemer odchýlok v pomere medzi cenami a príjmami, medzi cenami a výškou nájomného a odchýlok od modelu oceňovania. Odchýlka od modelu oceňovania sa odhaduje v kointegračnom rámci s použitím systému piatich základných premenných: celkový počet obyvateľov, reálny bytový fond, reálny disponibilný príjem na obyvateľa, reálna dlhodobá úroková sadzba a cenový deflátor výdavkov na konečnú spotrebu. Založené na Philiponnet, N., Turrini, A., (2017), *Assessing House Price Developments in the EU* (Posúdenie vývoja cien obytných nehnuteľností v EÚ), European Economy, diskusný dokument 2015 – č. 048, Generálne riaditeľstvo pre hospodárske a finančné záležitosti (GR ECFIN), Európska komisia.
9. Podiel vlastného kapitálu Tier 1, ktorý požaduje ECB v rámci postupu preskúmania a hodnotenia orgánmi dohľadu z roku 2021.

Zdroj: útvary Európskej komisie.

PRÍLOHA 2: PROGNÓZY A NAJNOVŠIE ÚDAJE O UKAZOVATEĽOCH HODNOTIACEJ TABUĽKY

S cieľom posilniť výhľadové prvky v záveroch z hodnotiacej tabuľky vychádza analýza správy o mechanizme varovania vždy, keď je to možné, aj z predpokladov na rok 2022 a nasledujúce roky. Vždy, keď sú tieto údaje k dispozícii, vychádzajú z prognózy Komisie z jesene 2022. V opačnom prípade údaje predstavujú najmä prognózy, ktoré vypracovali útvary Komisie na účely tejto správy o mechanizme varovania.

V nasledujúcej tabuľke sú zhrnuté predpoklady použité pri prognózach pre hlavné ukazovatele hodnotiacej tabuľky. Údaje o HDP použité ako menovatele v niektorých pomeroch vyplývajú z prognózy Komisie z jesene 2022.

V prípade viacročných mier zmeny (napr. päťročná zmena podielov na vývoznom trhu) vychádza z prognóz len zložka na roky 2022 a 2023, zatiaľ čo zložky súvisiace s rokom 2021 alebo predchádzajúcimi rokmi využívajú údaje Eurostatu, z ktorých vychádza hodnotiaca tabuľka PMN.

Tabuľka 1: **Prístupy k prognózam a najnovšie údaje o hlavných ukazovateľoch hodnotiacej tabuľky PMN**

Ukazovateľ	Prístup	Zdroje údajov
Saldo bežného účtu, % HDP (3-ročný priemer)	Hodnoty z prognózy Komisie z jesene 2022 týkajúce sa salda bežného účtu (koncepcia platobnej bilancie)	AMECO
Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	Prognózy útvarov Komisie vyhotovené na základe prognózy z jesene 2022 vzťahujúce sa na celkové čisté poskytnuté/prijaté pôžičky v hospodárstve	Útvary Komisie
Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (zmena za 3 roky v %)	Hodnoty vychádzajúce z prognózy Komisie z jesene 2022	AMECO
Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (zmena za 5 rokov v %)	Údaje vychádzajú z prognózy Komisie z jesene 2022 týkajúcej sa i) nominálneho vývozu tovaru a služieb pre členské štáty (koncepcia národných účtov) a ii) prognózy Komisie týkajúcej sa vývozu tovaru a služieb v objemoch pre zvyšok sveta, ktorú Komisia premietla do nominálnych úrovní deflátora dovozu USA a prognóz výmenného kurzu EUR/USD.	AMECO
Index nominálnych jednotkových nákladov práce, 2010 = 100 (zmena za 3 roky v %)	Hodnoty z prognózy Komisie z jesene 2022	AMECO
Index cien obytných nehnuteľností (2015 = 100), deflovaný (zmena za 1 rok v %)	Prognózy útvarov Európskej komisie	Útvary Komisie
Úverový tok v súkromnom sektore, konsolidovaný (% HDP)	Prognózy útvarov Európskej komisie	Útvary Komisie
Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	Prognózy útvarov Európskej komisie	Útvary Komisie
Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)	Hodnoty z prognózy Komisie z jesene 2022	AMECO
Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	Hodnoty z prognózy Komisie z jesene 2022	AMECO
Záväzky finančného sektora spolu, nekonsolidované (zmena za 1 rok v %)	Prognózy útvarov Európskej komisie	Útvary Komisie
Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva – % celkovej populácie vo veku 15 – 64 rokov (zmena za 3 roky v percentuálnych bodoch)	Prognózy útvarov Európskej komisie	Útvary Komisie

Tabuľka 3.1: Hodnotiaca tabuľka PMN 2021

Rok 2021	External imbalances and competitiveness					Internal imbalances						Employment indicators[1]		
	Saldo bežného účtu - % HDP (3-ročný priemer)	**Čistá medzinárodná investičná pozícia** (% HDP)	**Reálny efektívny výmenný kurz - 42 obchodných partnerov, deflátor HICP** (3-ročná zmena v %)	**Podiel na vývoznom trhu - % svetového vývozu** (5-ročná zmena v %)	**Index nomin. jednotkových nákladov práce (2015=100)** (3-ročná zmena v %)	**Index cien obytných nehnuteľ. (2015=100), deflovaný** (1-ročná zmena v %)	**Úverové toky súkromného sektora, konsolidované (% HDP)**	**Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)**	**Hrubý dlh verejnej správy (% HDP)**	**Miera nezamestnanosti** (3-ročný priemer)	**Celkové záväzky fin. sektora, nekonsolidované** (1-ročná zmena v %)	**Miera účasti na trhu - % celkového počtu obyv. vo veku 15 - 64 rokov** (3-ročná zmena v perc. bodoch)	**Miera dlhodob. nezamestn. - % ekon. aktívneho obyv. vo veku 15 - 74 rokov** (3-ročná zmena v perc. bodoch)	**Nezamestnanosť mladých - % ekon. aktív. obyv. vo veku 15 - 24 rokov** (3-ročná zmena v perc.bodoch)
Prah. hodn.	-4 % / +6 %	-35 %	±5 % (EZ) ±11 % (mimo EZ)	-6 %	9 % (EZ) 12 % (mimo EZ)	6 %	14 %	133 %	60 %	10 %	16,5 %	-0,2 perc. bodu	0,5 perc.bodu	2 perc. body
BE	0,5	59,9	0,6	2,4	5,4p	4,5	3,8p	169,0p	109,2	5,9	7,5	1,1	0	2,2
BG	0,5	-18,4	3,8	12,2	16,4	2,5p	4,4	84,4	23,9	5,5	9,5	0,6	-1	-0,1
CZ	0,5	-15,6	5	-1,1	13,9	16,4	2,9	78,8	42	2,5	7,9	0	0,1	1,5
DK	8,5	77	-1,1	6,5	6,1	9,5	12,3	214,7	36,6	5,2	11,7	1,4	0	0,3
DE	7,3	70,7	0,5	-5,9	7,4p	8,2p	5,7p	120,4p	68,6	3,4b	7,2	1,2	-0,2	0,3
EE	-0,1	-13	1,9	17,8	10,7	10,4	6,5	95,3	17,6	5,9	17,5	-0,2	0,3	4,7
IE	-4,2	-145,5	-2,6	39,9	-7,9	4,2	2,6p	168,1p	55,4	5,7	18,8p	1,8	-0,3	0,7
EL	-5	-171,9	-3,1	9,6	4,0p	6,4e	-0,1p	120,7p	194,5	16,7	14,3	-0,8	-3,3	-5,7
ES	1,2	-71,5	-0,5	-10,5	12,3p	1,5	2,5p	139,1p	118,3	14,8d	6,6	0,0d	-0,2d	0,5d
FR	-0,3	-32,1	-0,4	-11,4	4,6p	4,7	6,5p	167,8p	112,8	8,1d	7,3p	0,2d	-0,2d	-3,1d
HR	1,8	-35,1	-1,5	7,9	6,4p	4,5	3,0p	88,5p	78,4	7,2	11,7	2,4	-0,6	-1,8
IT	3,4	8,1	-1,8	-6,2	4,6	0,9	3,3	113,5	150,3	9,6	6,2	-1,1	-1,1	-2,5
CY	-7,5	-117,8	-2,4	24,9	4,1p	-4,3	4,3p	248,4p	101	7,4	-0,8	1,7	-0,1	-3,1
LV	-0,7	-27,4	2,3	13,4	14,5	7,3	0,9	58	43,6	7,3	13,2	-1,8	-1,1	2,6
LT	4	-7,4	4,4	37,9	19,2	11	5,9	53,9	43,7	7,3	25,2	0,9	0,6	3,2
LU	4,2	30,6	0,6	13,1	11,2p	12,4	53,9p	340,6p	24,5	5,9	11,4	2,1	0,4	2,7
HU	-1,9	-53,1	-4,1	0	12,4p	10,0p	12,7p	80,5p	76,8	3,8	16,4	2,1	-0,1	3,6
MT	-0,8	52,8	-1,2	-0,9	12,9	3,8p	9,4	131,8	56,3	3,8	7,7	3,5	-0,9	0,3
NL	6,4	93	2,2	1,1	11,2p	11,2p	11,7p	229,3p	52,4	4,5	-0,3p	1	-0,4	0,4
AT	1,9	14,7	1,2	-2,7	9,9	9,9	7,4	129,7	82,3	5,7	8	0,1	0,3	1
PL	0,3	-39,5	-0,4	24,9	9,9b	3,7	4	71,6	53,8	3,3	13,6	3,4	-0,1	0,1
PT	-0,6	-94,7	-2,8	-5,3	12,5p	7,9	4,0p	156,9p	125,5	6,8	7,1	0,7	-0,3	3,1
RO	-5,7	-47,2	1	10,6	14,4p	-1,1	3,8p	48,1p	48,9	5,5	14,3	3,2	-0,2	0,5
SI	5,8	-6,8	-0,4	11,6	12,8	7,8	3,5	66,4	74,5	4,7	14,1	0,6	-0,3	3,9
SK	-1,8	-61	3,1	-2,9	14,1	3	5,5	95	62,2	6,4	24	0,2	-0,8	4,8
FI	0,3	-1,4	-0,7	4,9	6	2,8	6,1	150,1	72,4	7,4	9,4	1,8	-0,2	-0,2
SE	5,6	21,2	2,1	-1	5,5	8,1	16,6	215,2	36,3	8,1	10,9	0,6b	0,2	7,9

Zvýraznené údaje sú údaje, ktoré sú na úrovni prahovej hodnoty alebo ju presiahli. Značky: b = zlom v rade; d = rozdielne definície; e = odhad; p = predbežný údaj.

1) Ukazovatele zamestnanosti, pozri stranu 2 správy o mechanizme varovania 2016. 2) Index cien obyt. nehnuteľností e = odhad NCB v prípade EL. 3) Ukazovatele zamestnanosti, d = Španielsko a Francúzsko posúdili vzťah k zamestnaniu a do zamestnanosti zahrnuli tie osoby, ktoré mali neznámu dĺžku trvania neprítomnosti v práci, no očakáva sa, že sa vrátia na to isté pracovné miesto po tom, ako to dovolia opatrenia súvisiace s COVID-19.

Zdroj: Európska komisia, Eurostat a Generálne riaditeľstvo pre hospodárske a finančné záležitosti (v prípade reálneho efektívneho výmenného kurzu) a údaje Medzinárodného menového fondu, Svetový hospodársky výhľad (v prípade objemu svetového vývozu tovaru a služieb).

Tabuľka 3.2.1: Pomocné ukazovatele, 2021

Rok 2021	Reálny HDP (1-ročná zmena v %)	Tvorba hrubého fixného kapitálu (% HDP)	Hrubé domáce výdavky na výskum a vývoj (% HDP)	Bežný plus kapitálový účet (čisté požičky poskytnuté/prijaté) (% HDP)	Čistá medzinár. invest. pozícia s vylúčením nástr., ktoré nepodliehajú riziku zlyhania (% HDP)	Priame zahraničné investície vo vykazujúcej ekonomike - toky (% HDP)	Priame zahraničné investície vo vykazujúcej ekonomike - stav (% HDP)	Čistá obchodná bilancia energetických produktov (% HDP)	Reálny efektívny výmenný kurz - obchodní partneri eurozóny (3-ročná zmena v %)	Výsledky vývozu oproti vyspelým hospodárstvam (5-ročná zmena v %)	Obchodné podmienky (5-ročná zmena v %)	Podiel na vývoznom trhu, objem (1-ročná zmena v %)	Produktivita práce (1-ročná zmena v %)	Hrubé nesplácané úvery domácich a zahraničných subjektov (% hrubých úverov)	Výsledky jednot. nákladov práce oproti eurozóne (10-ročná zmena v %)	Index cien obyt. nehnuteľ. (2015=100) - nomin. vyjadrenie (3-ročná zmena v %)	Výstavba obytných nehnuteľností (% HDP)	Dlh domácností, konsolidovaný (vrátane NISD, % HDP)	Konsolid. ukazovateľ bankovej fin. páky, domáce a zahran. subjekty (celkové aktíva/celkové vl.
BE	6,1p	24,2p	na	0,6	37,3	4,0	166,7	-3,3p	0,4	7,1	-1,2p	1,0p	4,2p	1,6p	-3,3	16,1	6,3p	62,1	13,8p
BG	7,6	16,3	0,8p	0,2	49,8	2,6	80,8	-3,4	2,3	17,4	8,2	0,7	7,4	4,8p	54,2	20,5p	2,8	24,9	8,0p
CZ	3,5	26,0	2,0p	0,7	36,4	2,7	82,1	-2,5	4,5	3,4	0,8	-3,4	3,2	1,7p	15,1	41,7	4,6	34,4	12,3p
DK	4,9	22,6	2,8p	9,1	32,1	3,3	56,6	-0,5	-1,3	11,3	1,9	-2,3	2,3	1,8p	-6,6	20,2	6,0	104,3	16,2p
DE	2,6p	21,8p	3,1p	7,3	54,6	1,7	49,6	-1,9p	0,6	-1,6	-1,6p	-0,6p	2,5p	1,1p	12,9	27,1p	7,2p	56,7	14,1p
EE	8,0	28,9	1,7p	7,1	39,9	19,6	125,9	-0,3	1,4	23,2	1,4	9,6	7,9	1,1p	21,7	30,5	4,9	37,8	9,4p
IE	13,6	23,3	1,3p	15,1	-335,1	16,5	418,6	-1,2	-1,7	46,3	-4,4	3,8	7,1	2,4p	-37,6	11,2	2,1	29,7p	8,8p
EL	8,4p	13,3p	1,4p	-4,6	-150,2	3,1	23,4	-3,1p	-4,3	14,6	-5,2p	13,8p	5,6p	8,6p	-22,5	20,4e	1,3p	55,2	17,0p
ES	5,5p	19,8p	na	1,9	-39,7	3,0	76,4	-2,1p	-0,7	-6,4	0,0p	4,1p	3,0p	2,9p	-8,5	11,5	5,4p	58,4	15,8p
FR	6,8p	24,2	2,2	0,8	-37,2	3,0	51,9	-1,7	-0,5	-7,4	-1,0	-1,5p	4,2p	1,9p	-5,2	15,6	6,7p	66,7p	15,8p
HR	10,2p	21,6p	1,3p	5,5	12,0	6,9	63,4	-2,5p	-2,3	12,8	-1,8p	23,0p	8,9p	4,2p	-16,6	25,9	3,1p	34,7	7,8p
IT	6,7	20,0	1,5p	3,0	6,4	0,9	30,8	-2,5	-2,1	-1,9	-2,0	3,1	6,1	3,5p	-6,1	4,5	4,8	43,4	14,3p
CY	6,6p	19,5p	na	-6,4	-76,4	-123,3	1595,5	-4,4p	-2,4	30,6	-1,6p	3,3p	5,3p	5,6p	-16,3	0,0	7,6p	83,0	16,0p
LV	4,1	22,3	0,7p	-2,8	18,9	9,5	67,1	-2,5	1,1	18,5	7,7	-4,4	6,8	2,1p	35,8	25,0	2,2	19,4	10,3p
LT	6,0	21,4	1,1p	2,6	22,2	4,5	55,5	-4,8	3,2	44,2	-4,3	6,7	4,7	1,2p	30,7	33,0	3,0	23,6	15,7p
LU	5,1p	16,5p	na	5,9	-4766,5	-269,1	5498,4	-2,8p	0,6	18,2	2,0p	-0,6p	2,1p	0,6p	9,8	43,6	3,3p	66,0	15,2p
HU	7,1p	27,2p	1,6	-1,5	-1,5	16,1	323,0	-4,4p	-4,4	4,6	-2,2p	0,0p	6,0p	3,2p	14,9	43,0p	3,9p	21,0	10,8p
MT	10,3	22,1p	0,7	-3,6	259,4	25,1	1481,5	-4,4	-1,2	3,6	1,6	-1,3	7,2	3,0p	14,8	15,3p	3,7p	53,4	12,6p
NL	4,9p	21,6p	na	7,3	26,0	-14,4	549,9	-1,5p	2,4	5,7	-0,8p	-5,1p	2,8p	1,4p	1,6	32,8p	5,5p	100,4p	16,3p
AT	4,6	26,5	3,2p	0,4	-4,2	2,6	60,1	-2,4	1,1	1,7	-2,6	-0,7	2,5	1,8p	7,2	28,1	5,3	52,1	11,7p
PL	6,8	17,0	1,4p	-0,8	0,8	5,5	50,1	-2,0	-0,6	30,6	1,1	2,2	5,3b	5,0p	5,1	31,1	2,3	32,3	12,9p
PT	5,5p	20,3p	1,7p	0,6	-36,1	3,1	85,6	-2,7p	-3,0	-1,0	-0,5p	3,2p	3,5p	3,6p	2,3	30,9	3,8p	66,4	12,0p
RO	5,1p	24,1p	0,5p	-5,1	-6,5	4,1	46,6	-2,0p	0,2	15,7	5,6p	2,2p	3,2p	3,4p	35,4	13,0	2,6p	15,8	10,2p
SI	8,2	20,3	na	3,9	9,7	3,4	43,3	-2,8	-1,0	16,7	-1,5	4,2	6,8	2,1p	-0,4	24,5	2,4	26,4	9,6p
SK	3,0	18,9	1,0	-1,2	-14,7	0,8	66,5	-3,6	3,1	1,5	-2,6	0,3	3,6	2,0p	11,9	27,2	3,9	47,8	10,4p
FI	3,0	23,7	3,0	0,7	15,8	8,0	51,6	-1,9	-1,0	9,7	1,3	-4,9	-0,3	1,2p	-5,9	6,9	7,2	67,8	16,2p
SE	5,1	25,6	3,4	5,5	-2,0	9,2	91,7	-0,7	1,7	3,5	-0,1	-2,4	3,8	1,0p	4,2	17,6	5,3	92,5	16,4p

Značky : b = zlom v rade; e = odhad; p = predbežný údaj.

1) Oficiálnym termínom na zaslanie údajov o hrubých domácich výdavkoch na výskum a vývoj za rok 2021 je 31. október 2022, no údaje boli extrahované 21. októbra 2022. 2) Index cien obytných nehnuteľností e = odhad NCB v prípade EL.

Zdroj: Európska komisia, Eurostat a Generálne riaditeľstvo pre hospodárske a finančné záležitosti (v prípade reálneho efektívneho výmenného kurzu), Európska centrálna banka (v prípade konsolidovaného ukazovateľa bankovej finančnej páky a hrubých nesplácaných úverov domácich a zahraničných subjektov) a údaje Medzinárodného menového fondu, Svetový hospodársky výhľad (v prípade objemu svetového vývozu tovaru a služieb).

Rok 2021	Zamestnanosť (1-ročná zmena v %)	Miera účasti na trhu práce - % celkového počtu obyv. vo veku 15 - 64 rokov (%)	Miera dlhodobej nezamestnan. - % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 - 74 rokov (%)	Miera nezamestn. mladých ľudí - % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 - 24 rokov (%)	Mladí ľudia, ktorí nie sú zamestnaní, ani nie sú v proc. vzdeláv. alebo odb. prípravy - % celk. obyv. vo veku 15 - 24		Ľudia ohrození chudobou alebo sociálnym vylúčením - % celkového obyvateľstva		Ľudia ohrození chudobou po sociálnych transferoch - % celkového		Vážne materiálne a sociálne odkázané osoby - % celkového obyvateľstva		Osoby žijúce v domácnostiach s veľmi nízkou intenzitou práce - % celkového	
					%	3-ročná zmena v perc. bodoch	%	3-ročná zmena v perc. bodoch	%	3-ročná zmena v perc. bodoch	%	3-ročná zmena v perc. bodoch	%	3-ročná zmena v perc. bodoch
BE	1,9p	69,7	2,6	18,2	7,4b	-1,8b	18,8	-1,7	12,7	-3,7	6,3	-0,2	11,9	-1,2
BG	0,2	72,0	2,6	15,8	14,0b	-1,0b	31,7	-1,3	22,1	0,1	19,1	-3,2	8,4	-0,6
CZ	0,4	76,6	0,8	8,2	6,5b	0,9b	10,7	-1,1	8,6	-1,0	1,8	-0,6	5,4	0,9
DK	2,4	79,6	1,0	10,8	7,1b	-0,6b	17,3	-0,2	12,3	-0,4	3,1	-0,4	9,7	-0,3
DE	0,1p	78,7	1,2	6,9	7,5b	1,6b	20,7	2,2	15,8	-0,2	4,2	0,8	9,3	1,3
EE	0,1	79,1	1,6	16,7	10,9b	0,6b	22,2	-1,4	20,6	-1,3	1,9	-1,2	5,1	-0,2
IE	6,0	74,6	1,8	14,5	7,8b	-2,3b	20,0	-0,8	12,9	-2,0	5,1	-1,0	13,0	-0,2
EL	2,7p	67,3	9,2	35,5	11,0b	-3,1b	28,3	-2,0	19,6	1,1	13,9	-2,2	12,1	-1,5
ES	2,5p	73,7d	6,2d	34,8d	11,0bd	-1,4bd	27,8	0,5	21,7	0,2	8,3	-0,4	11,6	0,8
FR	2,5p	73,0d	2,3d	18,9d	10,6bd	-0,5bd	19,3	1,4	14,4	1,0	5,9	-0,8	10,7	3,2
HR	1,2	68,7	2,8	21,9	12,7b	-0,9b	20,9	-1,2	19,2	-0,1	3,5	-2,6	7,5	-1,8
IT	0,6	64,5	5,4	29,7	19,8b	0,6b	25,2p	-0,5p	20,1p	-0,2p	5,9p	-0,6p	10,8p	0,1p
CY	1,3p	76,7	2,6	17,1	12,8b	-0,4b	17,3	-1,8	13,8	-1,6	2,6	-1,2	5,8	-2,3
LV	-2,6	75,8	2,3	14,8	8,6b	0,8b	26,1	-2,3	23,4	0,1	5,3	-5,1	6,6	-0,7
LT	1,2	78,2	2,6	14,3	11,3b	3,3b	23,4	-5,1	20,0	-2,9	6,4	-5,6	7,8	-1,4
LU	3,0p	73,2	1,8	16,9	8,7b	3,4b	21,1b	1,0b	18,1b	1,4b	2,4b	0,8b	5,5b	-2,3b
HU	1,0p	76,2	1,3	13,5	10,6b	-0,1b	19,4	-1,2	12,7	-0,1	10,2	-1,7	5,3	-0,2
MT	2,9	78,2	0,9	9,4	9,8b	2,5b	20,3	1,1	16,9	0,1	5,4	0,7	5,3	0,0
NL	2,0p	83,7	0,8	9,3	5,1b	0,9b	16,6	0,1	14,4	1,1	2,1	-0,5	8,6	0,2
AT	2,0	77,2	2,0	11,0	8,5b	1,7b	17,3	0,5	14,7	0,4	1,8	-1,0	7,4	1,0
PL	1,5b	72,8	0,9	11,9	11,2b	2,5b	16,8p	-1,4p	14,8p	0,0p	2,9p	-1,6p	4,2p	-1,5p
PT	1,9p	75,2	2,9	23,4	7,6b	-0,8b	22,4	0,8	18,4	1,1	6,0	-0,6	5,3	-1,6
RO	1,8p	65,6	2,0	21,0	18,0b	3,5b	34,4	-4,3	22,6	-0,9	23,1	-5,2	3,5	-2,5
SI	1,3	75,0	1,9	12,8	6,6b	0,0b	13,2	-2,2	11,7	-1,6	1,8	-1,4	3,6	-0,8
SK	-0,6	74,6	3,9	20,6	11,0b	0,8b	15,6	0,4	12,3	0,1	5,7	0,3	5,0	-0,2
FI	3,3	78,8	1,8	17,1	7,7b	-0,8b	14,2	-2,4	10,8	-1,2	1,1	-1,1	8,6	-2,5
SE	1,2	82,9	1,9	24,7	5,1b	-0,9b	17,2	-0,5	15,7	-0,7	1,4	0,0	8,9	0,6

Značky: b = zlom v rade; d = rozdielne definície; p = predbežný údaj.

1) Ukazovatele zamestnanosti, d = Španielsko a Francúzsko posúdili vzťah k zamestnaniu a do zamestnanosti zahrnuli tie osoby, ktoré mali neznámu dĺžku trvania neprítomnosti v práci, no očakáva sa, že sa vrátia na to isté pracovné miesto po tom, ako to dovolia opatrenia súvisiace s COVID-19. 2) Mladí ľudia, ktorí nie sú zamestnaní, ani nie sú v procese vzdelávania alebo odbornej prípravy, b = zlom v rade údajov v dôsledku vykonávania nariadenia (EÚ) 2019/1700. 3) Príjem a životné podmienky, b = zavedenie komponentu CAWI pre novo vybraté domácnosti v roku 2021 v prípade LU.

Zdroj: Európska komisia, Eurostat.