EURÓPSKA
KOMISIA

V Bruseli 21. 11. 2018
COM(2018) 758 final

SPRÁVA KOMISIE

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

Správa o mechanizme varovania 2019

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

{SWD(2018) 466 final}

Správa o mechanizme varovania (SMV) predstavuje východiskový bod každoročného cyklu postupu pri makroekonomickej nerovnováhe (PMN), ktorého cieľom je zistenie a riešenie nerovnováh, ktoré bránia bezproblémovému fungovaniu hospodárstiev členských štátov, resp. hospodárstva EÚ a ktoré môžu ohroziť riadne fungovanie hospodárskej a menovej únie.

V správe o mechanizme varovania sa používa hodnotiaca tabuľka, ktorá obsahuje vybrané ukazovatele, ako aj širší súbor pomocných ukazovateľov a dodatočné relevantné informácie, ktorými sa sledujú potenciálne hospodárske nerovnováhy členských štátov, ktoré si vyžadujú opatrenia v príslušných oblastiach politiky. V rámci správy o mechanizme varovania sa identifikujú členské štáty, pre ktoré sa vyžaduje hĺbkové preskúmanie s cieľom posúdiť, ako sa makroekonomické riziká v členských štátoch akumulujú alebo odstraňujú, a s cieľom rozhodnúť, či existujú nerovnováhy alebo nadmerné nerovnováhy. Komisia so zreteľom na diskusie s Európskym parlamentom a v rámci Rady a Euroskupiny o správe o mechanizme varovania následne vypracuje hĺbkové preskúmania pre príslušné členské štáty. Podľa zavedenej praxe sa hĺbkové preskúmanie v každom prípade pripravuje pre členské štáty, v ktorých boli zistené nerovnováhy v predchádzajúcom kole hĺbkových preskúmaní. Zistenia z hĺbkového preskúmania sa použijú ako vstupy pri odporúčaniach pre jednotlivé krajiny v rámci európskeho semestra koordinácie hospodárskych politík. Zverejnenie hĺbkových preskúmaní sa očakáva vo februári 2019, ešte pred zverejnením balíka odporúčaní pre jednotlivé krajiny v rámci európskeho semestra.

1. ZHRNUTIE

Touto správou sa začína ôsme ročné kolo postupu pri makroekonomickej nerovnováhe (PMN)[1]. Postup je zameraný na zistenie nerovnováh, ktoré bránia bezproblémovému fungovaniu hospodárstiev členských štátov, a podporu vhodných opatrení v príslušných oblastiach politiky. Vykonávanie postupu pri makroekonomickej nerovnováhe je zakotvené v európskom semestri pre koordináciu hospodárskych politík, aby sa zabezpečila konzistentnosť s analýzami a odporúčaniami v rámci iných nástrojov hospodárskeho dohľadu. V ročnom prieskume rastu (RPR), ktorý sa prijíma v rovnakom čase ako táto správa, sa analyzuje hospodárska a sociálna situácia v Európe a stanovujú sa v ňom všeobecné politické priority pre EÚ ako celok na nasledujúci rok.

V správe sú identifikované členské štáty, v prípade ktorých by sa mali vykonať hĺbkové preskúmania s cieľom posúdiť, či sú postihnuté nerovnováhami, ktoré si vyžadujú opatrenia v príslušných oblastiach politiky[2]. Správa o mechanizme varovania (SMV) je nástrojom kontroly hospodárskych nerovnováh a uverejňuje sa na začiatku každého ročného cyklu koordinácie hospodárskych politík. Je založená najmä na ekonomických záveroch hodnotiacej tabuľky ukazovateľov s orientačnými prahovými hodnotami spolu so súborom pomocných ukazovateľov. Správa o mechanizme varovania obsahuje aj analýzu dôsledkov nerovnováh členských štátov na celú eurozónu a skúma, do akej miery treba koordinovaný prístup k politickým reakciám v súvislosti so vzájomnými závislosťami v rámci eurozóny[3].

---

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

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

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

V tejto konkrétnej súvislosti analýza zahrnutá v tejto správe dopĺňa posúdenie zahrnuté v pracovnom dokumente útvarov Komisie „Analýza hospodárstva eurozóny“, ktorý je sprievodným dokumentom k odporúčaniu Komisie na odporúčanie Rady týkajúce sa hospodárskej politiky eurozóny.

Kontextom posúdenia správy o mechanizme varovania je hospodársky rast, ktorý zostáva rozšírený aj napriek určitému spomaleniu. V hospodárskej prognóze Európskej komisie z jesene 2018 sa odhaduje, že rast reálneho HDP je v roku 2018 na úrovni 2,1 % a v roku 2019 bude na úrovni 1,9 %, pričom tieto údaje platia tak pre EÚ, ako aj pre eurozónu, čo v porovnaní s rastom zaznamenaným v roku 2017 na úrovni 2,4 % predstavuje mierne spomalenie. Vo všetkých členských štátoch sa očakáva pozitívny rast. Očakáva sa, že podmienky týkajúce sa zamestnanosti sa budú ďalej zlepšovať a postupne sa premietnu do trvalejšieho rastu miezd, ktorý podporí spotrebu a časom posilní dynamiku hlavnej inflácie, ktorá sa približuje k cieľu v oblasti inflácie stanovenému menovými orgánmi. Rast investícií má zostať aj napriek miernemu spomaleniu stabilný. Existujú naopak náznaky, že v kontexte rastúcej neistoty súvisiacej s prostredím obchodnej politiky a nedávneho posilnenia eura vplyv čistého vývozu na rast slabne. Celkovo možno konštatovať, že vyhliadky na rast stále stoja na pevných základoch, ako sú vo všeobecnosti silné trhy práce, priaznivé úverové podmienky, zlepšené súvahy a zisky bánk a nefinančných korporácií, ale pravdepodobne sa budú spomaľovať zároveň s tým, ako dozrieva cyklus v hlavných svetových oblastiach[4].

Hoci náprava makroekonomických nerovnováh v EÚ v dôsledku posilnenia rastu nominálneho HDP napreduje, strednodobý horizont je poznačený zvýšenou neistotou. Vďaka hospodárskej expanzii a mieram inflácie, ktoré sa postupne približujú k cieľu, sa pomery dlhu k HDP znižujú. Zadlženosť v súkromnom a verejnom sektore je však stále na historicky vysokej úrovni a vo finančnom sektore pretrvávajú ohniská slabých miest v súvahách. Keďže inflácia sa postupne približuje k cieľu ECB, argumenty za normalizáciu menovej politiky by sa mohli posilniť, čo by malo vplyv na náklady na prijaté úvery a pôžičky, ceny aktív a súvahy. V tomto kontexte by k zvráteniu postojov k rizikám mohlo viesť niekoľko podnetov, pričom vplyv na dôveru by sa týkal členských štátov so zhoršenými vyhliadkami v oblasti verejných financií alebo vo finančnom sektore alebo krajín zasiahnutých nepriaznivými otrasmi súvisiacimi s produkciou (vrátane tých, ktoré súvisia s dôsledkami vystúpenia Spojeného kráľovstva z EÚ). Niekoľko rizík poklesu vyplýva z prostredia mimo EÚ, a to najmä pokiaľ ide o realizáciu opatrení protekcionistickej obchodnej politiky, dôsledky geopolitického napätia, najmä v súvislosti s cenami energií, ukončenie fiškálnej expanzie USA v kontexte sprísňovania menovej politiky a dôsledky pre kapitálové toky a výmenné kurzy vyplývajúce z asynchrónnej normalizácie menovej politiky v rôznych oblastiach svetového hospodárstva[5]. Vzájomné prepojenie medzi uvedenými zdrojmi rizík vedie ku klesajúcej rovnováhe rizík a čoraz neistejším vyhliadkam, pričom možnosť tlmenia otrasov prostredníctvom súkromných a verejných úspor je vo významnom počte členských štátov obmedzená.

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

4 Pozri napr. Ekonomický bulletin ECB, číslo 5/2018.

5 Pozri aj Medzinárodný menový fond, World Economic Outlook, október 2018.

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

- **Obnova rovnováhy stavov bežných účtov musí pokračovať.** Vo väčšine členských štátov došlo k náprave veľkých deficitov bežného účtu, ale v malom počte prípadov sú na udržanie primeraného tempa znižovania objemu čistých zahraničných záväzkov potrebné obozretnejšie zahraničné pozície. Zníženie niektorých z najväčších prebytkov bežného účtu sa prejavilo len nedávno a zostalo mierne. V niekoľkých členských štátoch sú údaje týkajúce sa bežného účtu čoraz viac ovplyvnené cezhraničnými transakciami súvisiacimi s činnosťami nadnárodných spoločností a medzinárodne orientovaných sektorov služieb, ktoré ovplyvňujú obchodnú bilanciu aj saldo príjmov.

- **Pozície vonkajších stavov zostávajú nevyvážené a postupne sa vykonávajú úpravy.** Veľké záporné čisté medzinárodné investičné pozície (NIIP) zaznamenané v členských štátoch, ktoré mali v minulosti veľké deficity bežného účtu, sa vzhľadom na pozície vonkajších tokov, ktoré sú blízko vyrovnaného stavu alebo v prebytku, a obnovený rast nominálneho HDP naprávajú, čo treba v záujme dosiahnutia zníženia záväzkov na obozretnejšiu úroveň udržať. Čisté medzinárodné investičné pozície v krajinách s vysokými prebytkami naďalej rastú.

- **Podmienky nákladovej konkurencieschopnosti sú v niekoľkých členských štátoch čoraz menej priaznivé a celkovo sú čoraz menej priaznivé pre symetrickejšiu obnovu rovnováhy.** Od roku 2016 rastú jednotkové náklady práce vo väčšine členských štátov rýchlejšie, pričom vysoké zrýchlenie sa zaznamenalo najmä v niekoľkých krajinách EÚ v strednej a vo východnej Európe, sčasti z dôvodu obmedzenej ponuky pracovnej sily. Nákladová konkurencieschopnosť sa po kríze rýchlejšie zlepšovala v krajinách eurozóny, ktoré sú čistými dlžníkmi, než v krajinách, ktoré sú čistými veriteľmi. Výhoda krajín, ktoré sú čistými dlžníkmi, pokiaľ ide o dynamiku nákladovej konkurencieschopnosti, sa však nedávno z dôvodu prehrievania na trhoch práce a zníženého tempa zvyšovania produktivity relatívne spomalila, pričom prehriate trhy práce v krajinách, ktoré sú čistými veriteľmi, zatiaľ nepriniesli významné zrýchlenie rastu miezd. Tento nedávny vývoj v oblasti nákladovej konkurencieschopnosti sa nepremietol v plnej miere do zodpovedajúceho zhoršenia cenovej konkurencieschopnosti, možno vďaka kompenzačnému vplyvu nižších rozpätí cien a nákladov. Tento vplyv by mohol byť jedným z dôvodov, prečo neexistujú dôkazy *prima facie* o tom, že pokles nákladovej konkurencieschopnosti už otriasol rastom podielov na vývoznom trhu. Ak však tieto trendy pretrvajú, účinky by mohli začať byť viditeľné.

- **V súkromnom sektore prebieha znižovanie miery zadlženosti, a to čoraz viac v dôsledku obnoveného nominálneho rastu.** Pomer dlhu súkromného sektora k HDP sa znižuje vo väčšom počte členských štátov než pred rokom. Je to spôsobené väčším rastom nominálneho HDP, keďže aktívne znižovanie miery zadlženosti, t. j. znižovanie miery zadlženosti v dôsledku klesajúcej úrovne dlhu v nominálnom vyjadrení, sa uskutočňuje len v niekoľkých krajinách a pomalším tempom. Aktívne znižovanie miery zadlženosti je väčšinou obmedzené na podnikový sektor, keďže pôžičky domácností opäť nadobudli dynamickejší charakter. Tempo znižovania miery zadlženosti je stále rýchlejšie v podnikovom sektore než v sektore domácností, a to aj preto, že objem dlhu v podnikovom sektore je vyšší a rast nominálneho HDP má tak väčší vplyv na mieru zadlženosti.

- **V krajinách s vysokou úrovňou verejného dlhu sa znižovanie miery zadlženosti zo strany vlád začalo len nedávno a pokračuje pomaly.** Napriek tomu, že obnovený nominálny rast a znížené úrokové platby prispeli k zníženiu pomeru verejného dlhu k HDP vo väčšine členských štátov, v čoraz väčšom počte krajín dochádza k procyklickému fiškálnemu uvoľneniu s dôsledkami na priestor na tlmenie otrasov v nepriaznivých obdobiach.

- **Podmienky v bankovom sektore EÚ sa zlepšujú, ale v niektorých členských štátoch pretrvávajú nízke úrovne ziskovosti a veľké objemy zlyhaných úverov (NPL).** Ziskovosť sa zlepšila najmä v krajinách, ktorých bankový sektor sa vyznačuje nízkou ziskovosťou. Pomer zlyhaných úverov sa ešte viac znížil, a to najmä v členských štátoch, v ktorých je ich objem najväčší. Miery kapitalizácie sa vo väčšine krajín ďalej zlepšili. Oceňovanie vlastného kapitálu bánk rástlo do začiatku roka 2018 a následne došlo ku korekcii smerom nadol.

- **Rast cien obytných nehnuteľností sa zrýchlil a dosahuje kladné hodnoty v čoraz väčšom počte členských štátov, pričom viac krajín vykazuje možné známky nadhodnocovania.** Zároveň sa v poslednom čase zmiernil rast cien obytných nehnuteľností v krajinách, v prípade ktorých existuje najviac dôkazov o nadhodnotení. Naopak, výrazné zrýchlenie možno pozorovať najmä v krajinách, v prípade ktorých v súčasnosti neexistujú žiadne alebo existujú len mierne dôkazy o nadhodnotení.

- **Trhy práce sa aj naďalej zlepšujú a rast miezd sa postupne obnovuje.** Miery nezamestnanosti sa ďalej znižujú, a to aj medzi mladými ľuďmi a dlhodobo nezamestnanými osobami. V niektorých členských štátoch je však nezamestnanosť stále vysoká a účasť na trhu práce je nízka, hoci často rastie. Sociálne napätie klesá aj napriek dlhodobej nezamestnanosti, ktorá je dedičstvom minulosti, a zníženým zárobkom v niekoľkých krajinách[6]. Rast miezd na úrovni eurozóny zostáva pod úrovňou toho, čo by sa pri súčasnej úrovni nezamestnanosti dalo očakávať na základe historických údajov. Mzdy v krajinách EÚ sa však postupne obnovujú rôznymi rýchlosťami, ktoré zhruba odrážajú rozsah prehriatia trhu práce a ťažkosti v oblasti ponuky pracovnej sily v niektorých krajinách.

Osobitnú pozornosť si aj naďalej zaslúžia otázky týkajúce sa obnovovania rovnováhy v eurozóne. Prebytok bežného účtu eurozóny sa v roku 2016 stabilizoval a odvtedy ostáva zhruba konštantný. Jeho úroveň je najvyššia na svete a presahuje úroveň, ktorá je v súlade s ekonomickými fundamentmi. Vzhľadom na vzájomnú previazanosť a presahovanie v eurozóne je na zabezpečenie toho, aby obnovujúci sa rast bol udržateľný a v súlade s makroekonomickou stabilitou, potrebná vhodná kombinácia politík v krajinách eurozóny. V krajinách, ktoré sú čistými dlžníkmi, si znižovanie veľkých objemov zahraničného a domáceho dlhu vyžaduje udržiavanie obozretných sáld bežných účtov a zabezpečenie primeraného tempa znižovania dlhu bez toho, aby sa ohrozil cieľ zvýšiť rastový potenciál, a s cieľom zabrániť riziku procyklického prehriatia v nepriaznivých obdobiach. V krajinách, ktoré sú čistými veriteľmi, by riešenie pretrvávajúcich veľkých prebytkov prostredníctvom politík stimulujúcich investície a prekonanie stagnácie miezd prispelo k podpore rastového potenciálu a dosiahlo by sa ním, že vyhliadky na rast by boli menej závislé od zahraničného dopytu. V rámčeku 2 je podrobnejšie zobrazený rozmer nerovnováh v eurozóne.

[6] Pozri prehľad hlavného najnovšieho vývoja v oblasti zamestnanosti a sociálnej situácie v EÚ uvedený v rámčeku 3.

Celkovo riziká týkajúce sa existujúcich nerovnováh naďalej ustupujú v dôsledku hospodárskej expanzie, ale slabé miesta spojené s nerovnováhami súvisiacimi so stavmi pretrvávajú a sú viditeľné náznaky možných trvalo neudržateľných trendov. Potenciálne zdroje rizika sú zhruba rovnaké ako tie, ktoré boli zistené v správe o mechanizme varovania na rok 2018. Pretrvávajú veľké prebytky, pričom vývoj v oblasti konkurencieschopnosti sa stal menej priaznivým pre obnovu rovnováhy. Znižovanie miery zadlženosti v súkromnom sektore profitovalo z hospodárskej expanzie, ale zostáva nerovnomerné, pričom veľké objemy dlhov sa neopravujú dostatočným tempom. Ešte podstatnejšie je, že obmedzenie aktívneho znižovania miery zadlženosti v súkromnom, a najmä vo verejnom sektore prináša so sebou otázku, či by sa znižovanie miery zadlženosti mohlo čoraz viac spoliehať na potenciálny rast HDP v budúcnosti. Takáto výzva zdôrazňuje potrebu pokračovať v procese reforiem, ktorý sa v posledných rokoch začal v niekoľkých krajinách EÚ, a udržať politiky a reformy zamerané na zvýšenie rastového potenciálu medzi najdôležitejšími bodmi programu[7]. Vzhľadom na čoraz neistejšie strednodobé vyhliadky je úsilie znižovať mieru zadlženosti v súkromnom a verejnom sektore v súčasnom období pokračujúcej hospodárskej expanzie rozhodujúce aj v súvislosti s cieľom vytvoriť priestor na zmiernenie nepriaznivých otrasov súvisiacich s produkciou v prípade, že hospodárske podmienky sa stanú menej priaznivými a objavia sa riziká. Zároveň sa vo viacerých krajinách objavujú známky možného prehriatia, najmä v súvislosti s rýchlo rastúcimi jednotkovými nákladmi práce, ktoré so sebou prinášajú zníženú nákladovú konkurencieschopnosť, a s dynamickým rastom cien obytných nehnuteľností, ktoré sú už aj tak na relatívne vysokej úrovni. Vzhľadom na nápravu väčšiny nerovnováh v tokoch, postupné znižovanie závažnosti nerovnováh súvisiacich so stavmi a možné známky prehriatia vo viacerých krajinách sa dohľad v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe postupne čoraz viac zameriava na monitorovanie možných neudržateľných trendov a na predchádzanie zoskupeniu rizík, ktoré by sa mohlo vykryštalizovať v strednodobom horizonte.

V prípade niekoľkých členských štátov identifikovaných v správe o mechanizme varovania budú v hĺbkových preskúmaniach zahrnuté podrobnejšie a obsažnejšie analýzy. Podobne ako v nedávnych ročných cykloch sa hĺbkové preskúmania zapracujú do správ o jednotlivých krajinách, ktoré budú obsahovať analýzu útvarov Komisie týkajúcu sa hospodárskych a sociálnych výziev v členských štátoch EÚ. Pri vypracovaní hĺbkových preskúmaní bude Komisia pri svojej analýze vychádzať z bohatého súboru údajov a relevantných informácií a z rámcov posudzovania vypracovaných Komisiou v spolupráci s výbormi a pracovnými skupinami Rady. Analýza zahrnutá v hĺbkových preskúmaniach bude predstavovať základ na zisťovanie nerovnováh alebo nadmerných nerovnováh v členských štátoch a na možné aktualizácie v odporúčaniach pre jednotlivé krajiny vydaných pre členské štáty.[8] Krajiny, v ktorých sa zistila existencia nerovnováh alebo nadmerných nerovnováh, podliehajú a naďalej budú podliehať osobitnému monitorovaniu s cieľom zabezpečiť nepretržitý dohľad nad politikami vykonávanými v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe.

Hĺbkové preskúmania sa vypracujú pre členské štáty, pri ktorých už boli zistené nerovnováhy alebo nadmerné nerovnováhy. V súlade s ustálenou praxou obozretného postupu sa vydajú hĺbkové preskúmania na posúdenie toho, či sa existujúce nerovnováhy odstraňujú, či pretrvávajú alebo sa zhoršujú, pričom sa budú hodnotiť vykonávané nápravné politiky. Vypracovanie hĺbkových preskúmaní sa preto plánuje v prípade 11 členských štátov, pri ktorých boli zistené nerovnováhy

[7] Pozri aj Európska komisia, ročný prieskum rastu na rok 2019.

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

v súvislosti so závermi hĺbkových preskúmaní z roku 2018.[9] Ide o **Bulharsko, Chorvátsko, Cyprus, Francúzsko, Nemecko, Írsko, Taliansko, Holandsko, Portugalsko, Španielsko** a **Švédsko**.

Hĺbkové preskúmania sa vypracujú aj pre Grécko, ktoré je predmetom dohľadu v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe po prvýkrát, a pre Rumunsko. V súvislosti s analýzou správy o mechanizme varovania sa vydá hĺbkové preskúmanie pre **Grécko**, ktoré bolo predtým z dohľadu v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe vyňaté z dôvodu, že sa naň vzťahoval program makroekonomických úprav v súvislosti s finančnou pomocou do augusta 2018[10]. Posúdenie správy o mechanizme varovania nepoukazuje na významné dodatočné riziká v porovnaní s tými, ktoré boli zistené v posledných dostupných hĺbkových preskúmaniach pri niekoľkých členských štátoch, ktoré v posledných rokoch neboli predmetom dohľadu v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe, konkrétne pri Slovinsku (v prípade ktorého neboli v roku 2018 zistené žiadne nerovnováhy), Fínsku (ktoré nebolo predmetom dohľadu v rámci PMN v roku 2017), Belgicku a Maďarsku (ktoré neboli predmetom dohľadu v rámci PMN v roku 2016). V Rakúsku sa od posúdenia zahrnutého v hĺbkovom preskúmaní z roku 2016, v rámci ktorého sa nezistili žiadne nerovnováhy, podmienky významne nezmenili. V hĺbkovom preskúmaní v roku 2016 sa analyzoval aj prípad Estónska, pri ktorom sa nezistili žiadne nerovnováhy. Napriek tomu, že odvtedy došlo k výraznému rastu jednotkových nákladov práce, neexistovali žiadne významné dôsledky pre vonkajšie saldo a argumenty za nové hĺbkové preskúmanie v prípade Estónska nie sú presvedčivé, hoci pripravovaná správa o krajine si vyžaduje dôkladné monitorovanie. Zdá sa opodstatnené, aby sa namiesto toho vydalo hĺbkové preskúmanie na analýzu situácie **Rumunska** s cieľom preskúmať vývoj a možné opätovné objavenie rizikového vývoja zisteného už v predchádzajúcich hĺbkových preskúmaniach (v rokoch 2015 a 2016), najmä v súvislosti s konkurencieschopnosťou a vonkajším saldom. Dôkladná analýza v správach o jednotlivých krajinách sa zdá opodstatnená, pokiaľ ide o riziká spojené s vývojom na trhu s obytnými nehnuteľnosťami v niekoľkých členských štátoch (Rakúsko, Belgicko, Česko, Dánsko, Maďarsko, Luxembursko a Spojené kráľovstvo), a v súvislosti s vývojom v oblasti konkurencieschopnosti (Česko, Estónsko, Maďarsko, Lotyšsko a Litva)[11]. Celkovo si teda správa o mechanizme varovania vyžiada vypracovanie hĺbkového preskúmania v prípade 13 členských štátov v porovnaní s 12 v predchádzajúcom cykle.

Rámček 1: **Úpravy pomocných ukazovateľov hodnotiacej tabuľky PMN**

Hodnotiacu tabuľku PMN dopĺňa súbor pomocných ukazovateľov. Ako sa stanovuje v nariadení o postupe pri makroekonomickej nerovnováhe [nariadenie (EÚ) č. 1176/2011], ekonomické čítanie hodnotiacej tabuľky nevychádza len z celkových ukazovateľov hodnotiacej tabuľky, ale aj z dodatočných relevantných ukazovateľov a informácií. Od vzniku dohľadu v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe doplnil ekonomické závery hlavných ukazovateľov súbor pomocných ukazovateľov. Na rozdiel od hlavných ukazovateľov neexistujú v prípade pomocných ukazovateľov prahové hodnoty (pozri tabuľku 2.1).

9 Pozri Európsky semester na rok 2018: hodnotenie pokroku pri štrukturálnych reformách a pri prevencii a náprave makroekonomických nerovnováh a výsledky hĺbkových preskúmaní podľa nariadenia (EÚ) č. 1176/2011, COM(2018) 120 final, 7. 3. 2018.

10 Členské štáty, na ktoré sa vzťahuje program makroekonomických úprav súvisiaci s finančnou pomocou, sú vyňaté z dohľadu v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe [článok 11 nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 472/2013 z 21. mája 2013 o sprísnení hospodárskeho a rozpočtového dohľadu nad členskými štátmi v eurozóne, ktoré majú závažné ťažkosti v súvislosti so svojou finančnou stabilitou, alebo im takéto ťažkosti hrozia].

11 Európsky výbor pre systémové riziká (ESRB) vydal v novembri 2016 varovania pre jednotlivé krajiny týkajúce sa strednodobých slabých miest v sektore obytných nehnuteľností pre osem členských štátoch EÚ: Rakúsko, Belgicko, Dánsko, Fínsko, Luxembursko, Holandsko, Švédsko a Spojené kráľovstvo.

V nariadení o postupe pri makroekonomickej nerovnováhe sa od Komisie vyžaduje, aby pravidelne preskúmavala a v prípade potreby revidovala hodnotiacu tabuľku PMN. Hodnotiaca tabuľka prešla od vzniku dohľadu v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe niekoľkými revíziami. V roku 2012 bol pridaný hlavný ukazovateľ finančného sektora (celkové záväzky finančného sektora). V roku 2013 sa zrevidovala definícia niekoľkých hlavných premenných hodnotiacej tabuľky (reálny efektívny výmenný kurz, dlh súkromného sektora a úverový tok) a pridali sa niektoré pomocné ukazovatele (vrátane súboru sociálnych ukazovateľov a ukazovateľov zamestnanosti). V roku 2015 boli pridané hlavné ukazovatele zamestnanosti. Celkovo boli zmeny cielené a výstižné.

Táto správa o mechanizme varovania prináša určité revízie pomocných ukazovateľov s cieľom využiť zlepšenia dostupných štatistických údajov a zabezpečiť relevantnosť ukazovateľov. Cieľom týchto najnovších revízií súboru pomocných ukazovateľov je využiť zlepšené štatistické údaje, pokiaľ ide o platobnú bilanciu a údaje bankového sektora (najmä o zlyhaných úveroch), a pomôcť dosiahnuť, aby hodnotiaca tabuľka odrážala ukazovatele, ktoré sa už vo veľkej miere používajú v analýze správy o mechanizme varovania a hĺbkového preskúmania. Tak ako v prípade predchádzajúcich revízií hodnotiacej tabuľky sa riadne konzultovalo s Európskym parlamentom a Radou (vrátane jej výborov expertov) a ESRB bol informovaný. Uvedené revízie možno zhrnúť takto[12]:

- *Čistý zahraničný dlh* sa nahrádza *čistou medzinárodnou investičnou pozíciou bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania* (NENDI) s cieľom získať širšie zastúpenie vonkajších stavov (aktív aj pasív), ktoré podliehajú rizikám zlyhania. Nový ukazovateľ ťaží z revidovanej metodiky pre štatistiku platobnej bilancie (z BPM5 na BPM6), ktorá umožňuje podrobnejšie členenie zahraničných aktív a pasív. V porovnaní s čistým zahraničným dlhom, čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania: i) nezahŕňa dlh z čistých vnútropodnikových priamych zahraničných investícií (PZI), ktorý v niektorých prípadoch predstavuje veľký podiel na cezhraničnom dlhu bez toho, aby predstavoval problémy v oblasti solventnosti; ii) obsahuje akcie podielových fondov, ktoré niekedy predstavujú veľmi veľkú položku a väčšinou sú zabezpečené dlhopismi a iii) zahŕňa čisté finančné deriváty. Z iného uhla pohľadu je čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania, podskupinou čistej medzinárodnej investičnej pozície, z ktorej sú vylúčené zložky týkajúce sa vlastného kapitálu, najmä vlastný kapitál PZI a kapitálové akcie, a vnútropodnikový cezhraničný dlh PZI.
- *Nekonsolidovaný ukazovateľ pákového efektu vo finančnom sektore* z národných účtov sa nahrádza *konsolidovaným ukazovateľom finančnej páky bankového sektora pre domáce a zahraničné subjekty* z konsolidovaných bankových údajov ECB, ktorý má jasnejší hospodársky výklad, umožňuje porovnanie medzi krajinami a konzistentne vychádza z účtovných hodnôt, hoci sa vzťahuje len na bankový sektor.
- Pridávajú sa dva ukazovatele, ktoré sa pravidelne používajú pri analýze postupu pri makroekonomickej nerovnováhe: prvým je *dlh domácností (konsolidovaný)*, ktorý doplní hlavný ukazovateľ týkajúci sa dlhu súkromného sektora; druhým sú *hrubé zlyhané úvery*, ktoré poskytnú doplňujúce informácie na posúdenie dlhu súkromného sektora. Pridanie druhého ukazovateľa bolo možné vďaka tomu, že v konsolidovanej bankovej štatistike ECB sú od roku 2015 dostupné údaje, ktoré umožňujú porovnanie medzi jednotlivými krajinami.

[12] Pre viac informácií o štatistických definíciách nových ukazovateľov pozri dokument Európskej komisie s názvom „Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard“, technická poznámka; https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

- V záujme toho, aby hodnotiaca tabuľka zostala relevantná a výstižná, ostáva celkový počet 28 ukazovateľov nezmenený. Vypúšťajú sa dva predtým zahrnuté pomocné ukazovatele: i) zmena nominálnych jednotkových nákladov práce za desať rokov (keďže sa prekrýva s údajmi o zmene jednotkových nákladoch práce za tri roky, ktoré sú zahrnuté v hlavných ukazovateľoch, a s údajmi o zmene jednotkových nákladov práce za desať rokov v porovnaní s eurozónou, ktoré sú takisto zahrnuté v pomocných ukazovateľoch) a ii) nekonsolidovaný dlh súkromného sektora (ktorý bol nahradený hlavným ukazovateľom konsolidovaného dlhu súkromného sektora).

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

Správa o mechanizme varovania vychádza z ekonomických záverov hodnotiacej tabuľky ukazovateľov pri postupe pri makroekonomickej nerovnováhe, ktorá poskytuje filtrujúci nástroj, pomocou ktorého možno odhaliť dôkazy *prima facie* o možných rizikách a slabých miestach. Hodnotiaca tabuľka obsahuje škálu 14 ukazovateľov a orientačných prahových hodnôt v oblastiach, ako sú zahraničné pozície, konkurencieschopnosť, súkromný dlh, trhy s obytnými nehnuteľnosťami, bankový sektor a zamestnanosť. Vychádza zo skutočných kvalitných štatistických údajov, aby bolo možné zabezpečiť stabilitu údajov a konzistentnosť medzi jednotlivými krajinami. Hodnotiaca tabuľka použitá pre túto správu preto zohľadňuje údaje do roku 2017. V súlade s nariadením o postupe pri makroekonomickej nerovnováhe [nariadenie (EÚ) č. 1176/2011] sa hodnoty hodnotiacej tabuľky v rámci posúdení zahrnutých v správe o mechanizme varovania neinterpretujú mechanicky, ale namiesto toho sú predmetom ekonomických záverov, ktoré umožňujú hlbšie pochopenie celkového hospodárskeho kontextu a zohľadnenie aspektov špecifických pre jednotlivé krajiny.[13] Závery hodnotiacej tabuľky dopĺňa súbor pomocných ukazovateľov. V posúdení správy o mechanizme varovania sa zohľadňujú aj novšie údaje a ďalšie informácie, poznatky z hodnotiacich rámcov, zistenia uvedené v existujúcich hĺbkových preskúmaniach a príslušných analýzach a prognóza útvarov Komisie z jesene 2018.

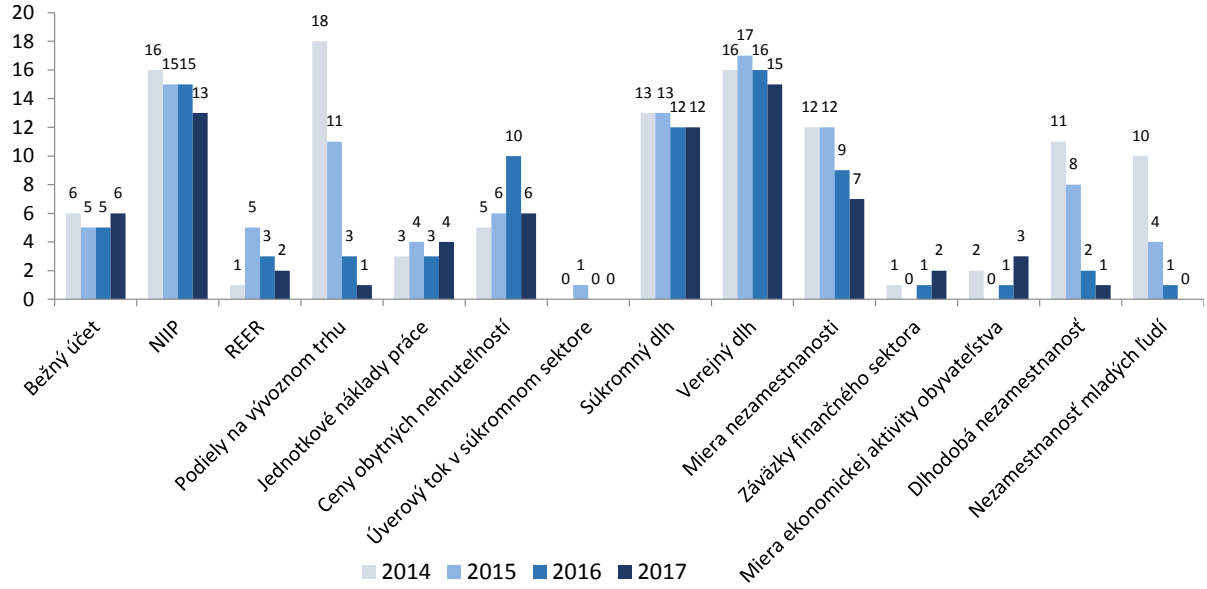
Premenné hodnotiacej tabuľky týkajúce sa roku 2017 poukazujú na pretrvávanie nerovnováh súvisiacich so stavmi, ktoré však postupne klesajú. Hodnoty, ktoré presahujú prahové hodnoty v hodnotiacej tabuľke správy o mechanizme varovania, sa aj naďalej často týkajú verejného dlhu, čistých medzinárodných investičných pozícií a súkromného dlhu (graf 1)[14]. Počet členských štátov s výsledkami nad prahovými hodnotami pre uvedené tri ukazovatele je mierne nižší než v predchádzajúcich ročníkoch hodnotiacej tabuľky, čo potvrdzuje dlhodobý charakter týchto nerovnováh súvisiacich so stavmi a úpravy, ktoré sa postupne uskutočňujú. Väčšina prípadov sáld bežného účtu, ktoré prekračujú prahovú hodnotu, väčšinou súvisí s dlhodobo veľkými prebytkami; nárast počtu hodnôt nad prahovou hodnotou v roku 2017 je spôsobený vyšším počtom veľkých deficitov. Prebiehajúce oživenie zamestnanosti sa prejavuje ďalším znižovaním počtu krajín EÚ

[13] Pre ďalšie informácie o základných princípoch vypracovania hodnotiacej tabuľky správy o mechanizme varovania a jej interpretácii pozri dokument Európskej komisie z roku 2016 s názvom *„The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium“*, European Economy, Institutional Paper 039.

[14] Podrobné ukazovatele hodnotiacej tabuľky sú spolu s príslušnými orientačnými prahovými hodnotami uvedené v tabuľke 1.1 v prílohe; pomocné ukazovatele sú uvedené v tabuľke 2.1. Ako je vysvetlené v poznámke ku grafu 1, závery o vývoji údajov hodnotiacej tabuľky vychádzajú z údajov dostupných v čase každej správy o mechanizme varovania. Koncovým dátumom na zohľadnenie údajov v správe o mechanizme varovania na rok 2019 bol 24. október 2018.

s výsledkami nad prahovou hodnotou miery nezamestnanosti a výraznejšie zníženie sa týka ukazovateľov nezamestnanosti mladých ľudí a dlhodobej nezamestnanosti vzhľadom na ich zvyčajnú väčšiu citlivosť na situáciu na trhu práce. Napriek rozsiahlemu a solídnemu oživeniu cien obytných nehnuteľností v celej Európe sa v hodnotiacej tabuľke uvádza menej členských štátov, ktoré prekračujú prahovú hodnotu rastu cien obytných nehnuteľností, keďže niektoré krajiny s hodnotami nepatrne nad prahovou hodnotou medzičasom klesli pod ňu. Počet krajín s rastom jednotkových nákladov práce nad prahovou hodnotou zostal zhruba stabilný, pričom menší počet krajín prekračuje prahové hodnoty reálneho efektívneho výmenného kurzu, a to len v prípadoch, keď reálny výmenný kurz klesne pod nižšiu prahovú hodnotu. Počet členských štátov, ktorých straty podielov na vývozných trhoch prekročili prahovú hodnotu, sa ešte viac znížil.

Graf 1: Počet krajín, ktorých premenné hodnotiacej tabuľky prekračujú prahovú hodnotu



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

Väčšina krajín EÚ aj naďalej zaznamenáva bežné účty v rovnováhe alebo v prebytku, pričom v niektorých krajinách pretrvávajú veľké prebytky bežného účtu, ktoré v najlepšom prípade nepatrne klesajú. Celkovo boli nedávne zmeny sáld bežného účtu relatívne obmedzené (graf 3). Väčšina veľkých a neudržateľných deficitov bežného účtu sa upravila už v prvých rokoch tohto desaťročia a zmenila sa na prebytky alebo vyrovnané pozície, ktoré sa za posledné roky zachovali a často nepatrne narástli. Veľké prebytky v krajinách, ktoré sú čistými veriteľmi, zostali celkovo takmer nezmenené alebo sa dokonca zvýšili. Saldá bežného účtu sú ovplyvňované cyklickými faktormi len v obmedzenej miere: rozdiel medzi skutočnými bežnými účtami a bežnými účtami očistenými od cyklických vplyvov je vo všeobecnosti malý a v dôsledku zužovania produkčných

medzier sa ešte viac zmenšuje (graf 2)[15]. V prípade väčšiny krajín EÚ sú nedávne výsledky bežného účtu vyššie, než by sa dalo očakávať na základe fundamentov (napr. starnutie a príjem na obyvateľa)[16]. V niektorých prípadoch však nedávne výsledky stále nemusia byť dostatočné na to, aby primeraným tempom znížili objem čistých zahraničných záväzkov. Pod to, že pozície bežného účtu v roku 2017 boli vo všeobecnosti vyvážené, sa cyklické podmienky podpísali menej než predtým, keďže záporné produkčné medzery v členských štátoch sa zužujú alebo sa menia na kladné. Vývoj energetickej bilancie, ktorý je poháňaný rastúcimi cenami ropy, narušoval celkovú rovnováhu takmer všade, často však len veľmi mierne (pozri údaje o energetickej bilancii v tabuľke 2.1 v prílohe).

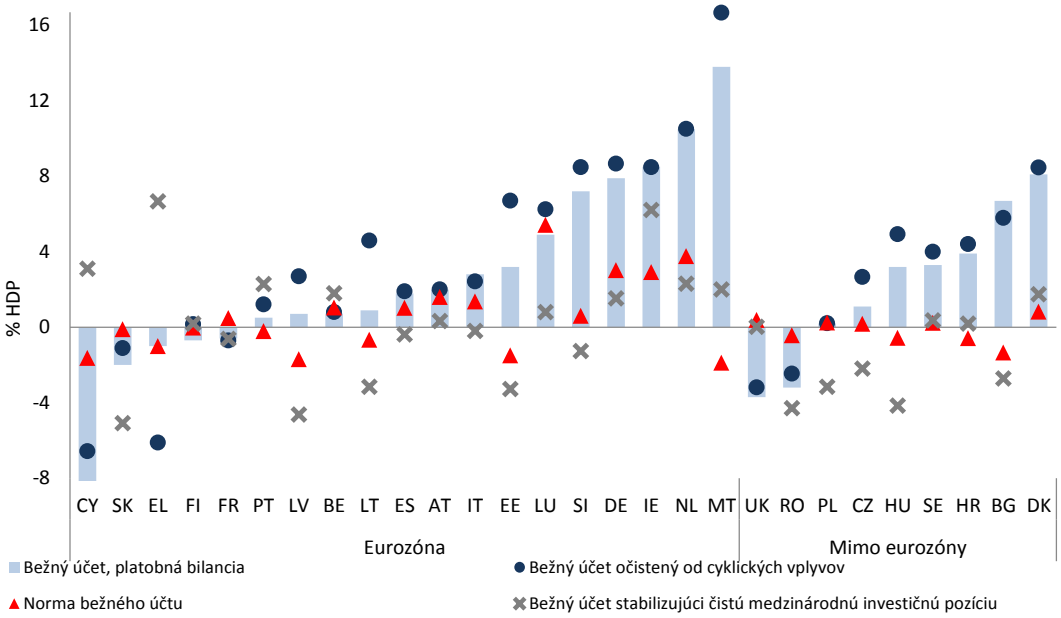
- **Cyprus je členským štátom, ktorý zaznamenáva najväčší deficit bežného účtu nad prahovou hodnotou PMN** (na základe priemeru za tri roky pred rokom 2017). Hodnoty ročných údajov sa v posledných rokoch zhoršili len v prípade Cypru. Výsledky sú **nižšie, než by sa dalo očakávať na základe fundamentov a než je nevyhnutné na zlepšenie čistej medzinárodnej investičnej pozície primeraným tempom**, a zhoršenie týkajúce sa bežného účtu v roku 2017 nemožno pripísať vplyvom cyklu. Mimo eurozóny je pod prahovou hodnotou hodnotiacej tabuľky PMN aj bežný účet Spojeného kráľovstva.
- V roku 2017 **zaznamenalo deficity bežného účtu len päť ďalších členských štátov**: Fínsko, Francúzsko, Grécko, Rumunsko a Slovensko, pričom len posledné dve krajiny zaznamenali hodnoty horšie ako 1 % HDP. **Rumunsko zaznamenalo zhoršenie** svojho deficitu bežného účtu, ktorý je pod úrovňou fundamentov na rok 2017. **Grécko vyniká veľkým účinkom zápornej produkčnej medzery** na nízky celkový deficit bežného účtu. Ak sa vezme do úvahy cyklus, bežný účet je pod úrovňou potrebnou na zníženie čistej medzinárodnej investičnej pozície rýchlym tempom, ako aj pod úrovňou normy bežného účtu.
- V prípade **krajín s výrazne negatívnymi čistými medzinárodnými investičnými pozíciami**, ako sú Portugalsko a Španielsko, boli výsledky bežného účtu vyššie, než by sa na dalo očakávať na základe fundamentov, ale v prípade Portugalska neboli dostatočné na to, aby zabezpečili zlepšenie čistej medzinárodnej investičnej pozície primeraným tempom. Chorvátsko vykázalo prebytok, ktorý smeruje k zníženiu čistej medzinárodnej investičnej pozície primeraným tempom. Írsko po nedávnych značných revíziách smerom nadol a spätných revíziách vykázalo v roku 2017 veľký prebytok bežného účtu, pričom v roku 2016 vykázalo deficit. V prípade Írska sú údaje bežného účtu výrazne ovplyvnené cezhraničnými transakciami spojenými s činnosťami nadnárodných korporácií.

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

[16] Bežné účty v súlade s fundamentmi (normami 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. Táto metodika je podobná metodike vypracovanej v dokumente S. Phillips a kol. (2013), „The External Balance Assessment (EBA) Methodology“, IMF Working Paper, 13/272. Pozri L. Coutinho a kol. (2018), „Methodologies for the assessment of current account benchmarks“, diskusný dokument o európskom hospodárstve (European Economy Discussion Paper) č. 86 z roku 2018 pre opis metodiky na výpočet bežného účtu založeného na fundamentoch použitej v tejto správe o mechanizme varovania.

- **Štyri krajiny EÚ v súčasnosti prekračujú prahovú hodnotu hodnotiacej tabuľky PMN z dôvodu prebytkov.** Hodnoty nad prahovou hodnotou sa pozorujú už niekoľko rokov v Dánsku, Nemecku a Holandsku, pričom nedávno sa zaznamenali aj na Malte. Prebytok Nemecka klesol v roku 2017 o 0,5 % HDP, pričom prebytok Holandska narástol o 2,5 % HDP. Vo všetkých štyroch prípadoch sú tieto výsledné hodnoty prebytkov vysoko **nad úrovňou toho, čo možno vysvetliť na základe fundamentov**, a to vždy aspoň o 5 percentuálnych bodov HDP. Dynamika prebytku v Holandsku a na Malte bola výrazne stimulovaná cezhraničnými transakciami spojenými s činnosťou nadnárodných spoločností a medzinárodne orientovaných sektorov služieb, ktoré ovplyvňujú obchod aj saldá príjmov. Niekoľko ďalších krajín zaznamenáva prebytky bežného účtu už niekoľko rokov, hoci sú pod prahovou hodnotou, čo je aj prípad veľkých krajín eurozóny, konkrétne Talianska (viac informácií o prebytku bežného účtu eurozóny nájdete v rámčeku 2).

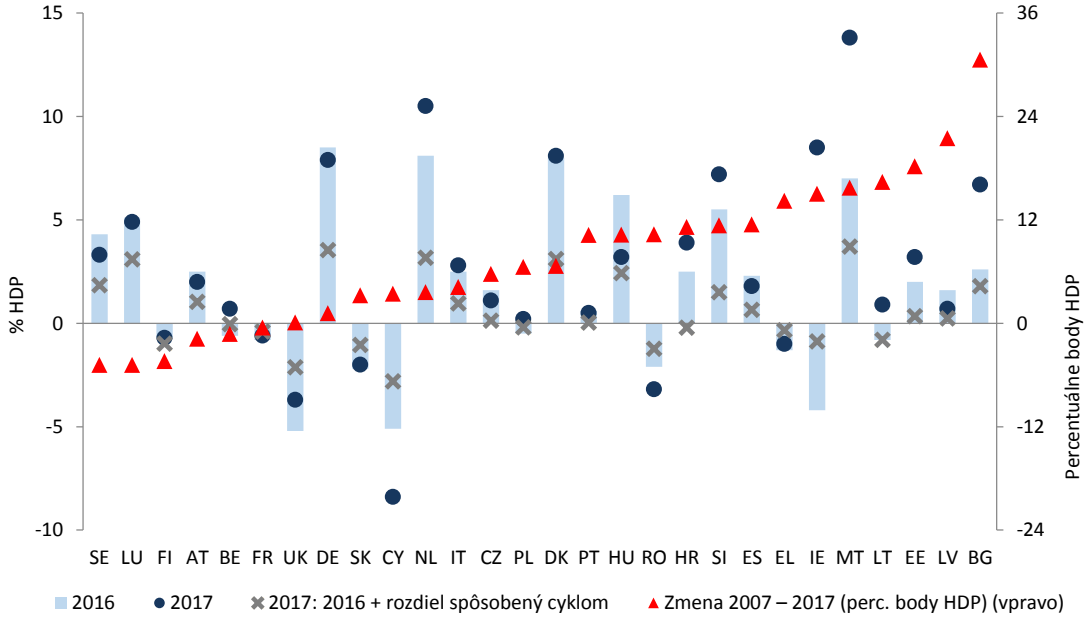
Graf 2: Saldá bežného účtu a referenčné hodnoty v roku 2017



Zdroj: Eurostat (údaje BPM6) a výpočty útvarov Komisie.
Poznámka: Krajiny sú zoradené podľa salda bežného účtu v roku 2017. *Saldá bežného účtu očistené od cyklických vplyvov:* pozri poznámku pod čiarou č. 15. *Normy bežného účtu:* pozri poznámku pod čiarou č. 16. Referenčná hodnota *bežného účtu stabilizujúceho čistú medzinárodnú investičnú pozíciu* je definovaná ako bežný účet potrebný na stabilizáciu čistej medzinárodnej investičnej pozície na súčasnej úrovni počas nasledujúcich desiatich rokov alebo, ak je súčasná čistá medzinárodná investičná pozícia pod obozretnou prahovou hodnotou pre príslušnú krajinu, bežný účet potrebný na dosiahnutie obozretnej prahovej hodnoty čistej medzinárodnej investičnej pozície počas nasledujúcich desiatich rokov[17].

[17] Pre informácie o metodikách referenčných hodnôt bežných účtov pozri L. Coutinho a kol. (2018); pre informácie o obozretných prahových hodnotách čistej medzinárodnej investičnej pozície pre jednotlivé krajiny pozri poznámku pod čiarou č. 18.

Graf 3: Vývoj sáld bežných účtov



Zdroj: Eurostat a výpočty útvarov Komisie.
Poznámka: Krajiny sú zoradené vzostupne podľa zmeny v pomere čistej medzinárodnej investičnej pozície k HDP v období 2007 – 2017. Rozdiel spôsobený cyklom sa vypočíta ako zmena bežného účtu, ktorá nie je spôsobená zmenou salda bežného účtu očisteného od cyklických vplyvov; pozri poznámku pod čiarou č. 15.

Čisté medzinárodné investičné pozície sa naďalej zlepšovali v takmer všetkých členských štátoch, v mnohých z nich však zostávajú problémom vysoko záporné pozície. V mnohých členských štátoch EÚ sú objemy čistých medzinárodných investičných pozícií do veľkej miery stále v záporných hodnotách (graf 4). Vo väčšine krajín EÚ, ktoré vykazujú zápornú čistú medzinárodnú investičnú pozíciu, presahuje objem zahraničných záväzkov čistú medzinárodnú investičnú pozíciu, ktorá by sa dala odôvodniť na základe ekonomických fundamentov, pričom sa zdá, že len v malom množstve prípadov je pod obozretnou prahovou hodnotou[18]. V niektorých krajinách je objem zahraničných záväzkov veľký, aj keď sa doň nezapočítajú menej rizikové finančné nástroje (čisté medzinárodné investičné pozície bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania). Čisté medzinárodné investičné pozície sa v roku 2017 naďalej zlepšovali vďaka výsledkom bežných účtov v kladných hodnotách a obnove rastu nominálneho HDP (graf 5). Zlepšenia boli zvyčajne skôr miernejšie než v predchádzajúcich rokoch, pričom účinky oceňovania často prispievali k zlepšeniu čistej medzinárodnej investičnej pozície menej, alebo ju dokonca nepatrne zhoršili. Výskyt a intenzita zmien v čistej medzinárodnej investičnej pozícii neboli výrazné prepojené s východiskovými úrovňami čistej medzinárodnej investičnej pozície, ale krajiny, ktoré sú čistými dlžníkmi, vo väčšine prípadov v roku 2017 zlepšili alebo stabilizovali svoje hodnoty.

[18] Čisté medzinárodné investičné pozície v súlade s fundamentmi sa získavajú kumuláciou noriem bežného účtu v priebehu času (pozri aj poznámku pod čiarou č. **Error! Bookmark not defined.**). Obozretné prahové hodnoty čistej medzinárodnej investičnej pozície sa určujú na základe maximalizácie sily signálu pri predpovedaní krízy platobnej bilancie, pričom sa zohľadňujú informácie o jednotlivých krajinách zhrnuté v príjme na obyvateľa. Pre viac informácií o metodike výpočtu objemov čistej medzinárodnej investičnej pozície v súlade s fundamentmi pozri A. Turrini a S. Zeugner, „Benchmarks for Net International Investment Positions“, diskusný dokument o európskom hospodárstve (European Economy Discussion Paper), ktorý sa pripravuje.

- V roku 2017 **takmer polovica členských štátov EÚ zaznamenala horšie čisté medzinárodné investičné pozície než prahová hodnota hodnotiacej tabuľky**, ktorá je na úrovni -35 % HDP. Niektoré naďalej presahovali -100 % HDP (Cyprus, Grécko, Írsko a Portugalsko) a Španielsko presahovalo -80 % HDP. Bulharsko, Chorvátsko, Maďarsko, Lotyšsko, Litva, Poľsko, Rumunsko a Slovensko takisto stále zaostávali za prahovou hodnotou -35 % HDP.

- V krajinách s **výrazne negatívnymi čistými medzinárodnými investičnými pozíciami** sú hodnoty vo všeobecnosti **pod úrovňou referenčných hodnôt pre jednotlivé krajiny**, čo platí tak pre normy čistých medzinárodných investičných pozícií, ako aj pre obozretné prahové hodnoty čistých medzinárodných investičných pozícií. Je to tak v prípade Írska, Grécka, Cypru, Portugalska aj Španielska. Grécko zaznamenalo mierne zhoršenie týkajúce sa čistej medzinárodnej investičnej pozície a Portugalsko vykázalo nezmenené hodnoty, pričom v oboch prípadoch bola čistá medzinárodná investičná pozícia v roku 2017 do určitej miery utlmená účinkami oceňovania. Všetky ostatné krajiny zlepšili svoje výsledky. Tieto najzápornejšie čisté medzinárodné investičné pozície sa vyznačujú **výrazným výskytom čistých dlhových záväzkov**[19]. Číselné údaje pre Cyprus a Írsko treba vnímať aj v kontexte relevantnosti činností nadnárodných spoločností a medzinárodne orientovaných sektorov služieb pre tieto dve krajiny; v prípade Grécka treba prihliadať na kontext veľkého zahraničného verejného dlhu pri veľmi výhodných sadzbách.

- V krajinách so **stredne zápornými čistými medzinárodnými investičnými pozíciami**, ktoré sú však stále pod prahovou hodnotou hodnotiacej tabuľky na úrovni -35 % HDP, sa čisté medzinárodné investičné pozície často nachádzajú pod úrovňou normy a v niektorých prípadoch mierne pod obozretnými prahovými hodnotami. V týchto krajinách sa vlastný kapitál vyznačuje výrazným výskytom zápornej čistej medzinárodnej investičnej pozície, a to aj vzhľadom na čistý objem prichádzajúcich priamych zahraničných investícií. V krajinách s **miernymi pozíciami vonkajších stavov** sú čisté medzinárodné investičné pozície často nad úrovňou príslušných noriem okrem Francúzska a Slovinska, v prípade ktorých sú pod ich úrovňou.

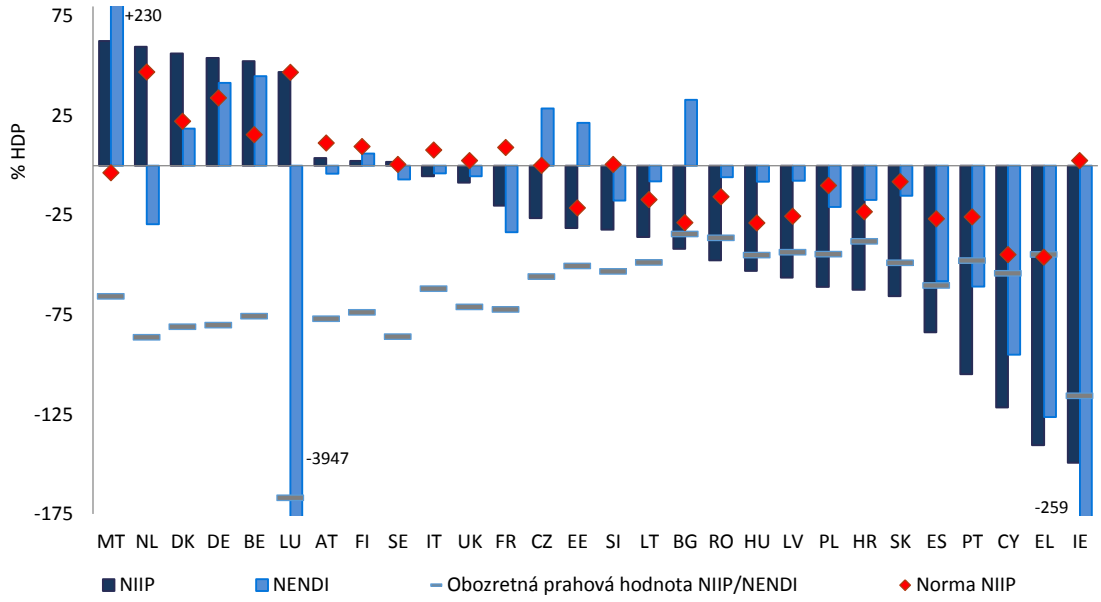
- Vo väčšine krajín s **veľkým a kladným objemom čistých medzinárodných investičných pozícií** sú čisté medzinárodné investičné pozície nad úrovňou normy a v roku 2017 narastali z dôvodu veľkých prebytkov bežného účtu. Holandsko a Dánsko zaznamenali mierny pokles svojich čistých medzinárodných investičných pozícií z dôvodu negatívnych účinkov oceňovania. Malta a Holandsko ukončili rok 2017 s čistými medzinárodnými investičnými pozíciami na úrovni približne 60 % HDP, Belgicko, Dánsko a Nemecko na úrovni viac ako 50 %[20].

---

19 Vyjadrené pomocou premennej NENDI, t. j. čistej medzinárodnej investičnej pozície bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania. Pozitívom je, že zlepšenia týkajúce sa čistých medzinárodných investičných pozícií, ktoré sa dosiahli v týchto krajinách v roku 2017, boli spôsobené najmä zlepšeniami týkajúcimi sa čistých medzinárodných investičných pozícií bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania.

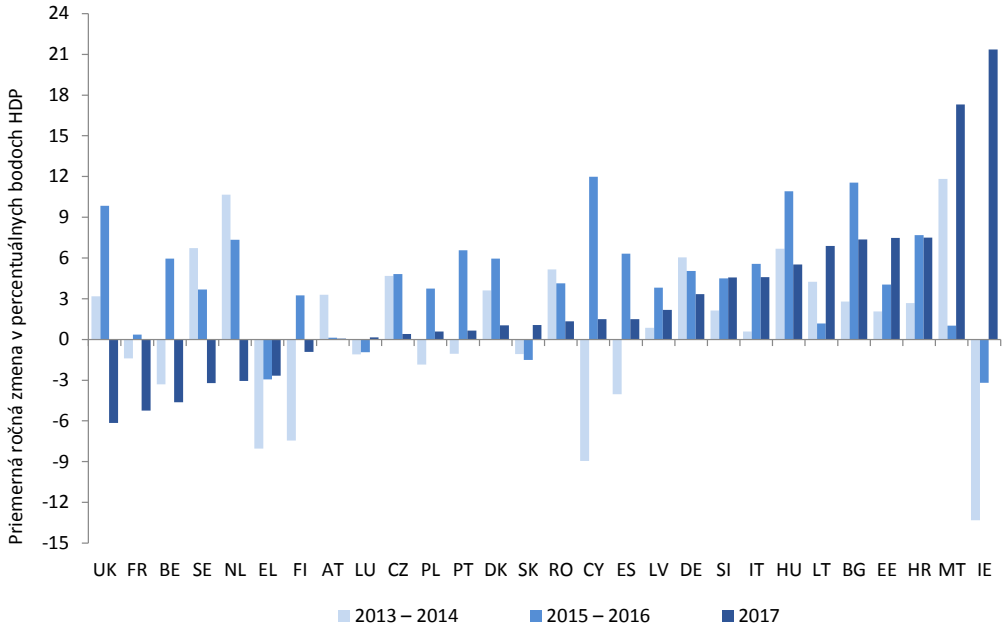
20 Relevantnosť čistej medzinárodnej investičnej pozície bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania, sa v rámci tejto skupiny krajín značne líši, keďže odráža aj význam ich finančných centier, ako napríklad v Luxembursku a na Malte, alebo zahraničné dlhové záväzky bánk a ústredí nadnárodných spoločností,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

Graf 4: Čisté medzinárodné investičné pozície a referenčné hodnoty v roku 2017



Zdroj: Eurostat (BPM6, ESA10), výpočty útvarov Komisie.
Poznámka: Krajiny sú uvedené v zostupnom poradí podľa ich pomeru čistej medzinárodnej investičnej pozície k HDP v roku 2017. NENDI je čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku zlyhania. Pre viac informácií pozri rámček 1. Pre viac informácií o pojmoch norma čistej medzinárodnej investičnej pozície a obozretná prahová hodnota čistej medzinárodnej investičnej pozície pozri poznámku pod čiarou č. 18.

Graf 5: Dynamika čistých medzinárodných investičných pozícií



Zdroj: Eurostat
Poznámka: Krajiny sú uvedené v zostupnom poradí podľa zmeny ich pomeru čistej medzinárodnej investičnej pozície k HDP v roku 2017.

Vývoj v oblasti nákladovej konkurencieschopnosti sa stal menej priaznivým pre obnovu rovnováhy. V krajinách, ktoré po odstránení veľkých deficitov bežného účtu zaznamenali pokles dopytu, sa pokrízové jednotkové náklady práce vyznačovali pomerne nízkou dynamikou. Rast jednotkových nákladov práce sa začal obnovovať spolu s oživením hospodárstva, pričom však zostal napriek prehriatiu trhu práce relatívne utlmený. Značné zrýchlenie rastu jednotkových nákladov práce bolo zaznamenané v niekoľkých krajinách strednej a východnej Európy: od roku 2012 v Bulharsku a Estónsku, od roku 2013 v Lotyšsku a Litve a od roku 2016 v Česku, Maďarsku a Rumunsku. V roku 2017 vo väčšine členských štátov jednotkové náklady práce ešte viac vzrástli z dôvodu konsolidácie hospodárskej expanzie, pričom však vo veľkých krajinách, ktoré sú čistými veriteľmi, nenastal v oblasti nákladov práce významný nárast. Výsledkom bolo potvrdenie trendu v oblasti vývoja nákladovej konkurencieschopnosti od roku 2016, ktorý sa zdá menej priaznivý pre obnovu rovnováhy (pozri aj rámček 2).

- **Vo väčšine členských štátov sa rast jednotkových nákladov práce zrýchľuje.** Obzvlášť veľký rast jednotkových nákladov práce bol v posledných rokoch zaznamenaný v Bulharsku, Estónsku, Lotyšsku a Litve (graf 6); v prípade všetkých týchto krajín bola prekročená prahová hodnota hodnotiacej tabuľky. V roku 2017 sa zrýchlenie rastu jednotkových nákladov práce z predchádzajúcich rokov jasne prejavilo v Bulharsku a Rumunsku a v menšej miere aj v Česku, Luxembursku a na Slovensku. Odhady na rok 2018 poukazujú na scenáre pokračujúcej dynamiky v oblasti jednotkových nákladov práce v mnohých z týchto krajín, pričom v Česku, Maďarsku, Lotyšsku, Litve a Rumunsku sa predpokladá výraznejšie zrýchlenie ich rastu a v Bulharsku sa predpokladá spomalenie ich rastu, ktorý však zostane vysoký.

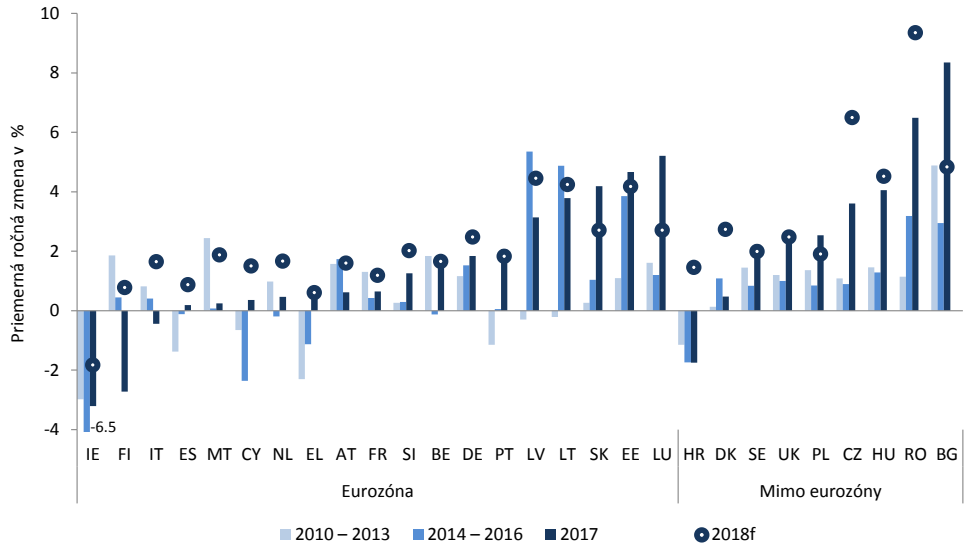
- **Model rastu jednotkových nákladov práce v jednotlivých krajinách vo všeobecnosti odráža rozdiely v prehriatí trhov práce.** Krajiny, v ktorých rastú jednotkové náklady práce najrýchlejšie, sú vo všeobecnosti tie, ktoré zaznamenávajú nižšie miery nezamestnanosti (graf 8). Krajiny, ktoré v predchádzajúcich rokoch zaznamenali rýchle tempo rastu HDP, najmä pobaltské štáty a niekoľko iných krajín východnej Európy, vykazujú nízke alebo mierne miery nezamestnanosti a vysoké miery rastu jednotkových nákladov práce, pričom dynamika nákladov práce je vo všeobecnosti obmedzenejšia v krajinách s vyššou nezamestnanosťou. Takýto vzťah sa očakáva na základe dynamiky Phillipsovej krivky, nie je však úplne spoľahlivý, keďže niektoré krajiny vykazujú mieru rastu jednotkových nákladov práce vysoko nad rámcom toho, čo by sa na základe tohto vzťahu očakávalo, a to najmä pobaltské štáty, Bulharsko, Česko, Maďarsko alebo Rumunsko. Ostatné krajiny pritom vykazujú nižší rast jednotkových nákladov práce, než sa očakávalo (napr. Chorvátsko, Fínsko a Írsko). V prvej skupine krajín môže byť silný rast miezd spojený aj s nedostatkom pracovnej sily v súvislosti s vysťahovalectvom, chýbajúcimi zručnosťami a nepomerom medzi ponúkanými a požadovanými zručnosťami[21].

- **K rastu jednotkových nákladov práce v roku 2017 najviac prispel rast nominálnych miezd.** Vo väčšine členských štátov EÚ k rastu jednotkových nákladov práce najviac prispel rast nominálnych miezd, pričom produktivita práce zohrávala pomerne malú úlohu. Produktivita práce vo všeobecnosti prispela k spomaleniu rastu jednotkových nákladov práce, a to z dôvodu prehlbovania kapitálu a rastu celkovej produktivity faktorov (TFP), pričom znížený počet odpracovaných hodín často znamenal zníženie produktivity (graf 7).

[21] Pozri napr. Európska komisia (2018), „Labour markets and wage developments in Europe“, výročná správa z roku 2018, a Z. Darvas a I. Gonçalves Raposo (2018), „The ever-rising labour shortages in Europe“, Bruegel Blog Post, 25. január 2018.

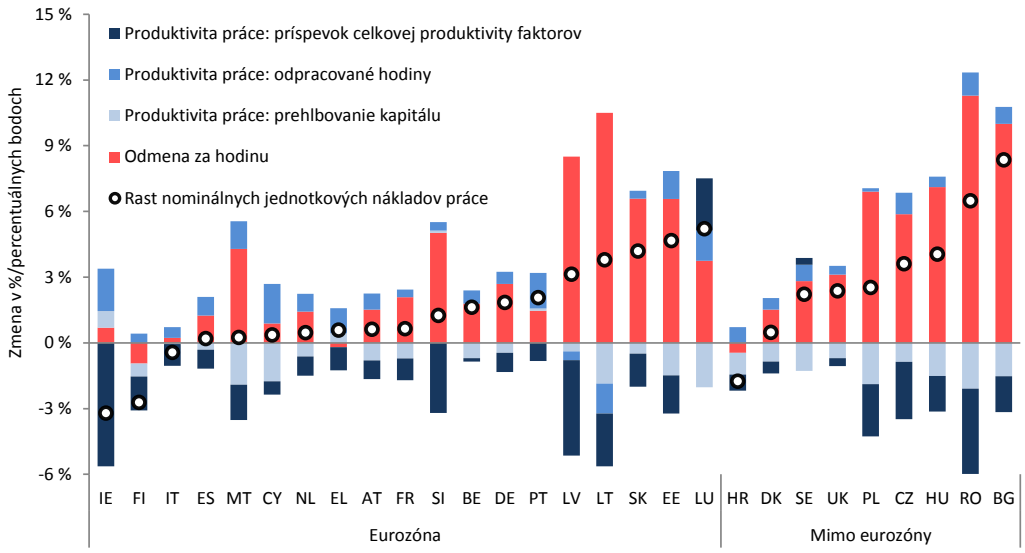
- **Modely rastu jednotkových nákladov práce sú čoraz menej prepojené s potrebami obnovenia vonkajšej rovnováhy.** Zatiaľ čo v období krízy bola nezamestnanosť zvyčajne vyššia v krajinách, ktoré sú čistými dlžníkmi a ktoré boli zasiahnuté obratmi stavu bežného účtu a následným poklesom dopytu, od začiatku oživenia hospodárstva sa miery nezamestnanosti zbližujú, čo znamená, že modely rastu jednotkových nákladov práce, ktoré vo veľkej miere odrážajú rôzny stupeň prehriatia trhu práce, sú čoraz menej prepojené s potrebami obnovenia vonkajšej rovnováhy. V roku 2017 začali jednotkové náklady práce v niektorých krajinách, ktoré sú čistými dlžníkmi, po rokoch poklesu alebo stagnácie opäť rásť, čím sa určitým spôsobom potvrdil model zaznamenaný už v roku 2016. Zrýchlenie bolo pritom výraznejšie na Cypre, v Grécku a Portugalsku. Dlhodobo prehriate trhy práce v krajinách, ktoré sú čistými veriteľmi, zároveň zatiaľ nepriniesli významné zrýchlenie rastu miezd.

Graf 6: Rast jednotkových nákladov práce za posledné roky



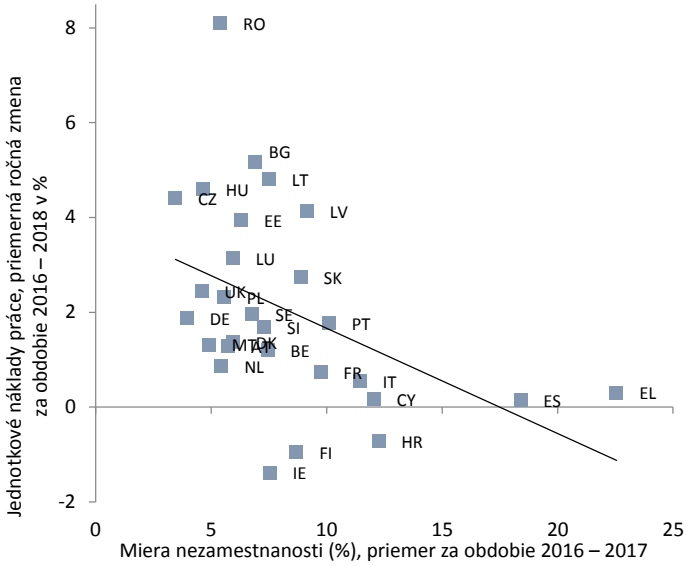
Zdroj: AMECO; údaje za rok 2018 pochádzajú z prognózy Komisie z jesene 2018.
Poznámka: Krajiny sú uvedené vo vzostupnom poradí podľa rastu jednotkových nákladov práce v roku 2017.

Graf 7: Rast jednotkových nákladov práce a jeho hnacie sily, 2017



Zdroj: AMECO a výpočty útvarov Komisie.
Poznámka: Krajiny sú uvedené vo vzostupnom poradí podľa rastu jednotkových nákladov práce v roku 2017. Rozčlenenie vychádza zo štandardného členenia rastu jednotkových nákladov práce na nominálnu hodinovú odmenu a produktivitu práce, ktorá je ďalej rozčlenená na príspevok odpracovaných hodín, celkovú produktivitu faktorov a akumuláciu kapitálu s použitím štandardného účtovného rámca rastu.

Graf 8: Rast jednotkových nákladov práce a miera nezamestnanosti



Zdroj: AMECO

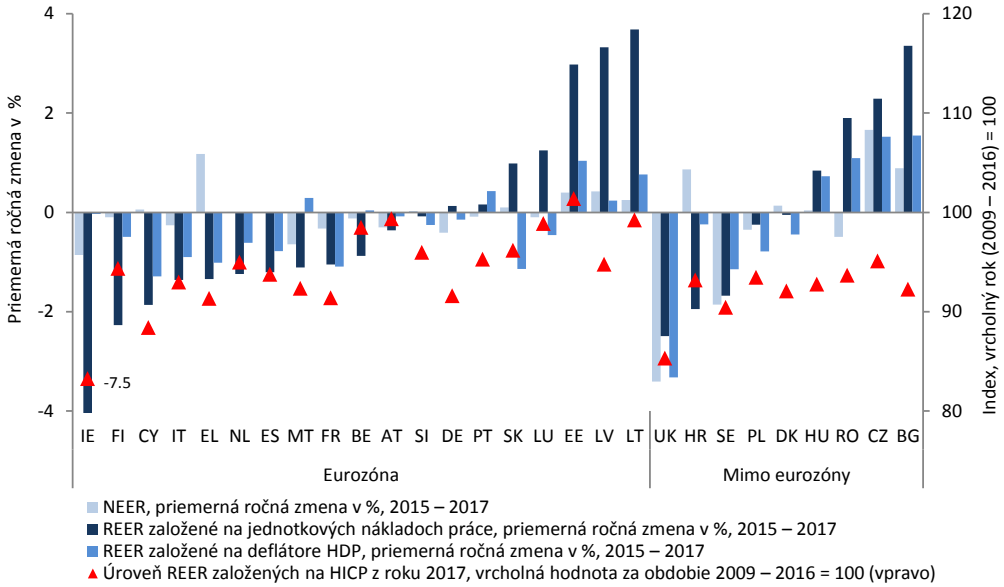
Vývoj cenovej konkurencieschopnosti meraný pomocou reálnych efektívnych výmenných kurzov (REER) odráža zmeny nákladovej konkurencieschopnosti založené na jednotkových nákladoch práce iba čiastočne. Pri meraní pomocou REER založených na jednotkových nákladoch práce, v ktorých sa zohľadňujú zmeny v raste jednotkových nákladov práce v porovnaní s konkurentmi na domácich trhoch a trhoch tretích krajín a vývoj nominálnych výmenných kurzov, sa zmeny v raste jednotkových nákladov práce premietli do rastu a poklesu nákladovej konkurencieschopnosti členských štátov EÚ (graf 9).

- V posledných rokoch **zaznamenala väčšina členských štátov eurozóny zníženie REER založeného na jednotkových nákladoch práce**, čo znamená, že relatívne poklesy nákladov práce boli dostatočné na kompenzáciu efektívneho posilnenia eura od roku 2016. **Niekoľko krajín eurozóny, a najmä Pobaltie**, však namiesto toho pri meraní pomocou REER založených na jednotkových nákladoch práce **zaznamenalo pokles v oblasti nákladovej konkurencieschopnosti**. Pokiaľ ide o krajiny mimo eurozóny, zmeny REER založených na jednotkových nákladoch práce boli väčšinou spojené s výkyvmi nominálneho výmenného kurzu meranými pomocou nominálnych efektívnych výmenných kurzov (NEER). Oslabenia znamenali rast konkurencieschopnosti v Poľsku, Rumunsku, vo Švédsku a v Spojenom kráľovstve, posilnenia mali dôsledky najmä pre Bulharsko a Česko. V posledných rokoch bol rast nákladovej konkurencieschopnosti meraný pomocou zmien REER založeného na jednotkových nákladoch práce vo všeobecnosti väčší v krajinách, ktoré sú čistými dlžníkmi. Dôkazy sú v súlade s uvedenými revidovanými dôkazmi, ktoré sa týkajú dynamiky jednotkových nákladov práce.

- **Dynamika cenovej konkurencieschopnosti** meraná pomocou REER založeného na deflátore HDP **bola obmedzenejšia než dynamika nákladovej konkurencieschopnosti** meraná pomocou REER založeného na jednotkových nákladoch práce. Z toho vyplýva, že časť zmien v jednotkových nákladoch práce ovplyvnila rozpätia cien a nákladov namiesto toho, aby sa premietla do cien (graf 9). Dôkazy naznačujúce **zníženie marží** boli obzvlášť silné v krajinách, ktoré zaznamenali vysoký pokles v oblasti nákladovej konkurencieschopnosti, najmä v pobaltských štátoch, Bulharsku a Rumunsku[22].

- V niekoľkých krajinách sa veľmi mierne alebo **záporné miery inflácie spotrebiteľských cien** odrazili na výraznom **raste konkurencieschopnosti** meranom pomocou REER založeného na harmonizovanom indexe spotrebiteľských cien (HICP). Dve krajiny, Cyprus a Írsko, sa v roku 2017 nachádzali dokonca pod nižšou prahovou hodnotou hodnotiacej tabuľky. Vo väčšine krajín je **súčasná pozícia v oblasti konkurencieschopnosti priaznivejšia ako pred krízou, keďže úroveň REER založeného na HICP** sa nachádza pod úrovňou zaznamenanou v predchádzajúcich obdobiach vrcholných hodnôt. Skutočné znehodnotenie sa vo väčšine prípadov časovo zhodovalo so znížením relatívnej ceny neobchodovateľného tovaru a so zvýšeným podielom obchodovateľného tovaru v hospodárstve, čím sa zlepšil potenciál dynamiky rastu založeného na vývoze. V malom počte krajín, konkrétne v Rakúsku, Estónsku a Litve, sa však súčasné údaje o REER založenom na HICP približujú k predchádzajúcim vrcholným hodnotám alebo ich presahujú.

Graf 9: Nominálne a reálne efektívne výmenné kurzy (NEER a REER)



Zdroj: AMECO

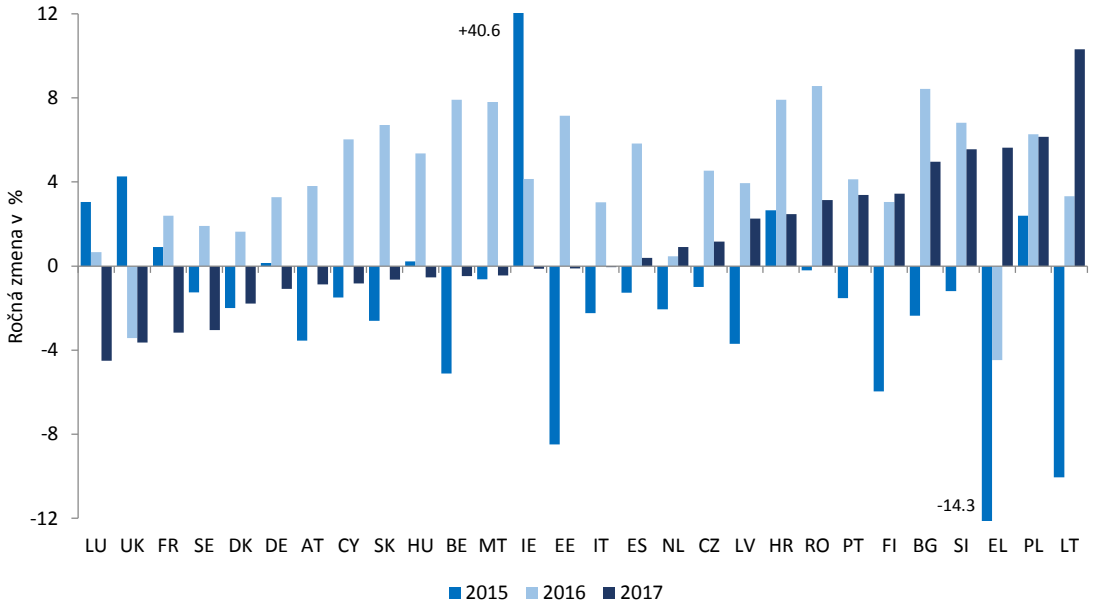
Poznámka: Krajiny sú uvedené vo vzostupnom poradí podľa priemernej ročnej zmeny rastu reálneho efektívneho výmenného kurzu (REER) založeného na jednotkových nákladoch práce v rokoch 2015 až 2017. Reálne efektívne výmenné kurzy založené na jednotkových nákladoch práce a deflátore HDP a nominálny efektívny výmenný kurz (NEER) sa vypočítavajú vo vzťahu k 37 obchodným partnerom. REER založený na HICP sa vypočítava vo vzťahu k 42 obchodným partnerom ako v hodnotiacej tabuľke správy o mechanizme varovania.

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

Rast podielov na vývoznom trhu zaznamenáva väčšina krajín EÚ, ale z hľadiska rozsahu je čoraz menší. Z kumulovanej zmeny podielov na vývoznom trhu za päť rokov zaznamenanej v roku 2017 vyplýva, že väčšina členských štátov EÚ dosiahla kladné hodnoty a len v jednej krajine (Grécko) presiahli straty podielov na vývoznom trhu prahovú hodnotu hodnotiacej tabuľky. Novšie údaje poskytujú diferencovaný obraz, pričom rast stále prevláda, ale v roku 2017 sa zmiernil v súvislosti s posilnením eura a menej priaznivou dynamikou cien komodít. Zatiaľ čo vývozná aktivita krajín EÚ pokračovala v roku 2017 v obnove, rast vývozu iných ekonomík sa v roku 2017 priblížil k rastu vývozu EÚ, pričom v porovnaní s predchádzajúcimi rokmi došlo k zrýchleniu[23].

- K predchádzajúcemu celkovému pozitívnemu trendu, pokiaľ ide o podiely na vývoznom trhu v EÚ, prispeli oživenie vývozného dopytu v rámci EÚ a už posúdené posilnenie konkurencieschopnosti. **Rast podielov na trhu bol vo všeobecnosti určitým spôsobom výraznejší v krajinách, ktoré sú čistými dlžníkmi, krajinách strednej Európy a niektorých krajinách východnej Európy**, čo znamená, že výraznejšie posilnenie konkurencieschopnosti v týchto krajinách so sebou zvyčajne prinášalo aj výhodu prieniku na vývozné trhy.
- Podľa novších údajov o ročných zmenách podielov na trhu sa v roku 2016 dosiahol rast, po ktorom nasledovali vo všeobecnosti miernejšie výsledky za rok 2017 (graf 10). V **roku 2017 sa rast takmer vo všetkých členských štátoch EÚ zmiernil**, pričom výraznejší rast, ktorý odrážal zvrátenie predchádzajúcich veľkých strát, bol zaznamenaný v Grécku a Litve.

Graf 10: Zmena v podieloch na vývoznom trhu za posledné roky



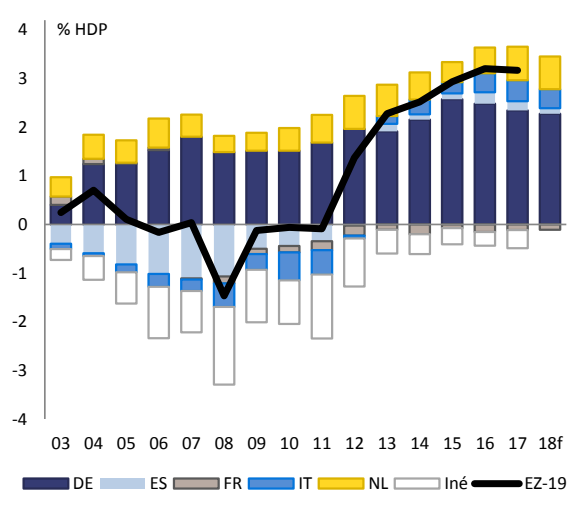
Zdroj: Eurostat, výpočty útvarov Komisie.
Poznámka: Krajiny sú uvedené v zostupnom poradí podľa ročných zmien podielov na vývoznom trhu v roku 2017.

[23] Pozri prognózu Európskej komisie z roku 2018 a globálny hospodársky výhľad MMF (2018) z októbra 2018. Pre viac informácií o vývoznej výkonnosti vo vzťahu k vyspelým ekonomikám pozri aj tabuľku 2.1 v prílohe.

Rámček 2: Rozmer makroekonomických nerovnováh eurozóny

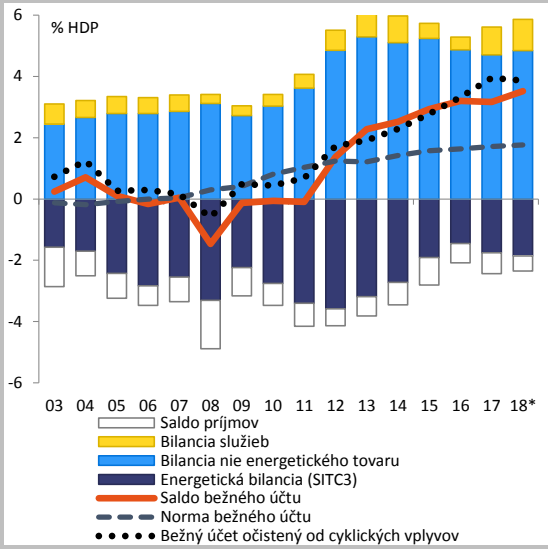
Bežný účet eurozóny sa stabilizoval na veľmi vysokej úrovni. Saldo bežného účtu eurozóny sa od krízy v roku 2008 do roku 2016 viditeľne zvýšilo. Odvtedy sa jeho hodnota podľa štatistických údajov platobnej bilancie v rokoch 2016 a 2017 stabilizovala na približne 3,2 % HDP[24]. Prebytok bežného účtu eurozóny je stále najväčší na svete, pričom podľa odhadov presahuje hodnotu, ktorá by sa očakávala na základe ekonomických fundamentov (okolo 1,5 % HDP eurozóny)[25]. Podľa prognózy Európskej komisie z jesene 2018 sa za predpokladu nezmenených politík očakáva, že prebytok bežného účtu eurozóny do roku 2020 o niečo klesne[26]. K faktorom, ktoré by v budúcnosti mohli prispieť k zníženiu prebytku, patrí relatívne oslabenie cyklických podmienok v iných oblastiach svetového hospodárstva, rozvíjanie účinkov reštriktívnych obchodných politík a nedávneho efektívneho reálneho posilnenia eura, možné ďalšie posilnenie eura (okrem iného spojené so vzostupnými tlakmi na trhu, ktoré vyplývajú z pretrvávajúceho veľkého vonkajšieho prebytku) alebo pokračovanie súčasného trendu stúpajúcich cien ropy.

Graf B.1: Vývoj bežného účtu eurozóny: rozdelenie podľa krajín



Zdroj: AMECO, údaje o platobnej bilancii.

Graf B.2: Vývoj bežného účtu eurozóny: rozdelenie podľa položiek



Zdroj: Eurostat, údaje o platobnej bilancii.
Poznámka: „18*“ odkazuje na údaje o kĺzavom priemere za štyri štvrťroky do druhého štvrťroku 2018.

[24] Údaje o bežnom účte eurozóny založené na údajoch o platobnej bilancii sa nedávno zrevidovali mierne smerom nadol, pričom v súčasnosti poukazujú na prebytok, ktorý je v porovnaní s údajmi dostupnými pred rokom o 0,3 percentuálneho bodu HDP nižší ako v roku 2015 a o 0,1 percentuálneho bodu HDP nižší ako v roku 2016. Podľa údajov platobnej bilancie a národných účtov bolo celkové saldo bežného účtu eurozóny vo vzťahu ku zvyšku sveta v rokoch 2016 a 2017 na úrovni 3,2 % HDP. Po sčítaní však bežné účty členských štátov eurozóny predstavujú 3,5 % HDP eurozóny v roku 2016 a 4 % HDP eurozóny v roku 2017. Rozdiely medzi súhrnnou hodnotou za eurozónu a súčtom sáld bežných účtov členských štátov sú spôsobené úpravami asymetrií vo vykázaných údajoch členských štátov.

[25] Pre viac informácií o metodike výpočtu sáld bežného účtu v súlade s fundamentmi (norma bežného účtu) pozri poznámku pod čiarou č. **Error! Bookmark not defined.**16 a v nej uvedené odkazy. V správe MMF o vonkajšom sektore za rok 2018 sa takisto uvádza, že norma bežného účtu eurozóny je približne na úrovni 1,5 % HDP.

[26] Prognóza je založená na údajoch národných účtov.

Nárast prebytku eurozóny odráža korekciu bežných účtov, ktoré boli predtým v deficite, v spojení s pretrvávajúcimi veľkými prebytkami. Stav bežného účtu eurozóny bol pred rokom 2008 vo všeobecnosti vyvážený, v uvedenom roku v dôsledku veľkého poklesu svetového vývozného dopytu zaznamenal deficit a po finančnej kríze v roku 2008 sa posunul do prebytku, najmä z dôvodu prudkej korekcie veľkých deficitov v nadväznosti na zvrat v súkromných cezhraničných finančných tokoch (graf B.1). Prebytok po roku 2011 ďalej rástol v dôsledku rozšírenia dlhovej krízy do Španielska a Talianska a následného poklesu domáceho dopytu, ktorý prispel k tomu, že saldo bežného účtu týchto krajín sa dostalo do prebytku. Od roku 2011 došlo aj k postupnému nárastu veľkého prebytku bežného účtu Nemecka. V súčasnosti je prebytok bežného účtu eurozóny v prevažnej miere výsledkom veľkých prebytkov zaznamenaných v Nemecku a Holandsku, ktorých kombinované zahraničné pozície predstavujú prevažnú časť prebytku eurozóny (graf B.1). Od roku 2016 sa postupné znižovanie prebytku bežného účtu Nemecka spája so stabilizáciou prebytku eurozóny.

Nedávny vývoj bežného účtu eurozóny bol spojený najmä s energetickou a príjmovou bilanciou a bilanciou služieb. V bilancii nie energetického tovaru sa zaznamenalo po skončení finančnej krízy zlepšenie, ktoré odráža relatívne slabú cyklickú pozíciu eurozóny v porovnaní s inými oblasťami sveta a má najväčší podiel na zlepšení bežného účtu (graf B.2). V súlade s tým zaznamenalo mierne zlepšenie za rovnaké obdobie aj saldo bežného účtu eurozóny očistené od cyklických vplyvov. Prebytok bilancie tovaru sa od roku 2013 vzhľadom na oživenie produkcie eurozóny stabilizoval a začal veľmi mierne klesať v dôsledku solídnej vývoznej výkonnosti, pokiaľ ide o hodnotu a objem v porovnaní s inými vyspelými ekonomikami[27]. Pokrízové správanie energetickej bilancie bolo určované najmä výkyvmi v cenách ropy. Po veľkom poklese v roku 2008 sa ceny ropy v rokoch 2009 až 2011 obnovili a v rokoch 2014 až 2016 opäť poklesli, čo podporilo výkyvy v opačnom smere v energetickej bilancii eurozóny. Obnova cien ropy, ktorá sa začala v polovici roku 2016, je zodpovedná za odvtedy zaznamenané zhoršenie energetickej bilancie[28]. Negatívny príspevok energetickej bilancie k prebytku eurozóny od roku 2016 kompenzovalo zlepšenie bilancie služieb. Príjmová bilancia zostáva napriek zlepšujúcej sa bilancii kapitálových príjmov v súvislosti s kladnou a rastúcou čistou medzinárodnou investičnou pozíciou na súhrnnej úrovni eurozóny v záporných hodnotách a v roku 2017 sa vzhľadom na dynamiku zaznamenanú v čistom príjme právnických osôb zhoršila.

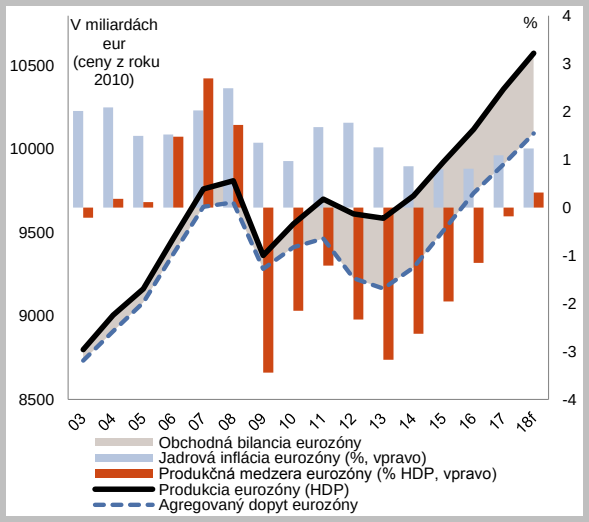
Dynamika prebytku eurozóny takisto súvisí s tým, že domáci dopyt zaostáva za dopytom po ekonomickej činnosti a pretrvávajúcim vývozným dopytom, a opiera sa o priaznivý globálny dopyt po európskom tovare a službách, ako aj o zlepšené konkurenčné postavenie. Rozdiel medzi súhrnným príjmom a výdavkami, ktorý zodpovedá čistému vývozu, sa zvyšoval od skončenia finančnej krízy v roku 2008 až do roku 2016 (pozri graf B.3). Na začiatku krízy bola utlmená dynamika dopytu odrazom rozsiahleho procesu znižovania miery zadlženosti súkromného sektora, a to najmä v krajinách, ktoré sú čistými dlžníkmi a ktorých sa týkali náhle zastavenia bežného účtu, zatiaľ čo zvýšené čisté pôžičky sektora verejnej správy pomohli zmierniť vplyv krízy na príjmy (graf B.4). Po vyhrotení dlhovej krízy v eurozóne v roku 2011 sa znižovanie miery zadlženosti začalo aj v sektore verejnej správy, ktorý

27 Pozri aj Ekonomický bulletin ECB, číslo 5/2018, rámček 2.

28 Pri posudzovaní vyhliadok týkajúcich sa energetickej bilancie by sa malo zohľadniť aj postupné štrukturálne zlepšenie energetickej bilancie eurozóny pre danú úroveň cien ropy súvisiace so zníženým významom energeticky náročných činností a zvýšenou energetickou efektívnosťou výrobných procesov. Pozri napr. správu Medzinárodnej agentúry pre energiu (International Energy Agency) s názvom „Energy Efficiency 2017“ z roku 2018.

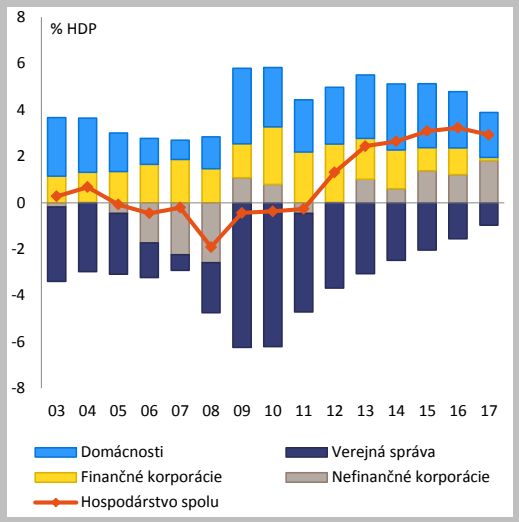
odvtedy prispel k zvýšeniu celkovej čistej úverovej pozície eura najväčším podielom. Údaje o čistých pôžičkách poskytnutých domácnostiam sú v súčasnosti v porovnaní s predkrízovým obdobím dvakrát také vysoké a nefinančné korporácie, ktoré zvyčajne zaznamenávajú potreby čistých pôžičiek, vykazujú od roku 2013 kladnú čistú úverovú pozíciu. Čisté pôžičky poskytované vládou zostávajú vo väčšine krajín eurozóny v záporných hodnotách a len nedávno dosiahli úroveň, ktorá je v súlade s klesajúcou mierou zadlženosti verejného sektora. Napriek aktívnemu znižovaniu miery zadlženosti z dlhotrvajúcej stagnácie nominálneho HDP po kríze vyplynulo, že v niekoľkých krajinách eurozóny zostáva pomer dlhu domácností, spoločností a verejných správ k HDP na historicky vysokej úrovni. Znižovanie miery zadlženosti sa v súčasnosti odohráva v kontexte priaznivých hospodárskych podmienok.

Graf B.3: Produkcia, domáci dopyt, čistý vývoz a jadrová inflácia v eurozóne



Zdroj: AMECO

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



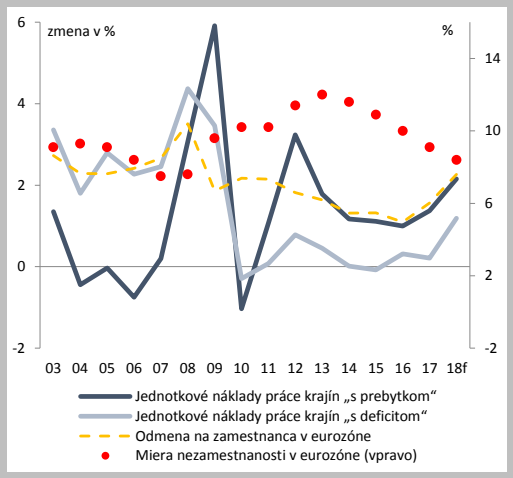
Zdroj: Eurostat

Výzvy zostávajú spojené s pretrvávajúcimi nerovnováhami súvisiacimi so stavmi, trvácnosťou súčasnej hospodárskej expanzie a obmedzeným priestorom na zmierňovanie negatívnych otrasov vo vysoko zadlžených krajinách. Po takmer desiatich rokoch pomalej dynamiky sa domáci dopyt eurozóny zotavuje, produkčná medzera sa presúva do kladných hodnôt a očakáva sa, že inflácia sa bude postupne približovať k cieľu menových orgánov (graf B.3). Prebiehajúci rast podporuje nápravu nerovnováh súvisiacich so stavmi, na obzore sa však rysuje niekoľko výziev. V prvom rade je to neistota trvácnosti súčasného rastu, keďže nie vždy sú k dispozícii podmienky na zabezpečenie trvalo udržateľného rastu, najmä pokiaľ ide o pretrvávajúce investičné medzery, nedostatočné rámcové podmienky na podporu rastu produktivity a nevyužitý potenciál ľudského kapitálu[29]. Po druhé, obnova rovnováhy v eurozóne sa ešte nedokončila. Krajiny, ktoré mali v minulosti vysoké deficity, sa stále vyznačujú veľkými zápornými čistými medzinárodnými investičnými pozíciami spojenými s veľkým objemom súkromného alebo verejného dlhu, ktoré predstavujú slabé miesta. Okrem toho majú krajiny zaťažené vysokým dlhom vo všeobecnosti relatívne menší priestor na to, aby sa v súvislosti so znižovaním miery zadlženosti spoliehali na rast potenciálnej produkcie, čo znamená, že priestor na zmiernenie nepriaznivých otrasov súvisiacich s produkciou súkromnými a verejnými úsporami je pravdepodobne obmedzený (graf B.6).

[29] Pozri Európska komisia, Ročný prieskum rastu na rok 2019 a B. Pierluigi a D. Sondermann (2018), „Macroeconomic imbalances in the euro area: where do we stand?“. Pozri občasník ECB č. 211/2018.

Symetrická obnova rovnováhy v eurozóne by pomohla obnoviť udržateľný rast a zároveň zabezpečiť makroekonomickú stabilitu v budúcnosti. V záujme udržateľnosti budúceho rastu a jeho kompatibility s makroekonomickou stabilitou je potrebná vhodná kombinácia politík. V krajinách, ktoré sú čistými dlžníkmi, si znižovanie veľkých objemov zahraničného a domáceho dlhu vyžaduje zachovanie obozretných sáld bežných účtov a zabezpečenie vhodného tempa znižovania dlhu, pričom treba sledovať cieľ, ktorým je zvýšenie rastového potenciálu prostredníctvom vhodných investícií a reforiem a predchádzanie riziku procyklického prehriatia v nepriaznivých obdobiach. V krajinách, ktoré sú čistými dlžníkmi, je obzvlášť potrebné podporovať vyhliadky v oblasti produktivity, a to v záujme udržateľnosti objemov zadlženosti a vývoja relatívnej konkurencieschopnosti, ktorý je priaznivejší pre obnovu rovnováhy, v kontexte relatívneho rastu konkurencieschopnosti krajín, ktoré sú čistými dlžníkmi, ktorý sa začal v roku 2012 a v poslednom čase sa znižoval (graf B.5). Naopak, politiky na podporu investícií a prekonanie stagnácie miezd by pomohli riešiť pretrvávajúce veľké prebytky v krajinách, ktoré sú čistými veriteľmi, a zároveň by prispeli k podpore rastového potenciálu a k menšej závislosti vyhliadok na rast od zahraničného dopytu.

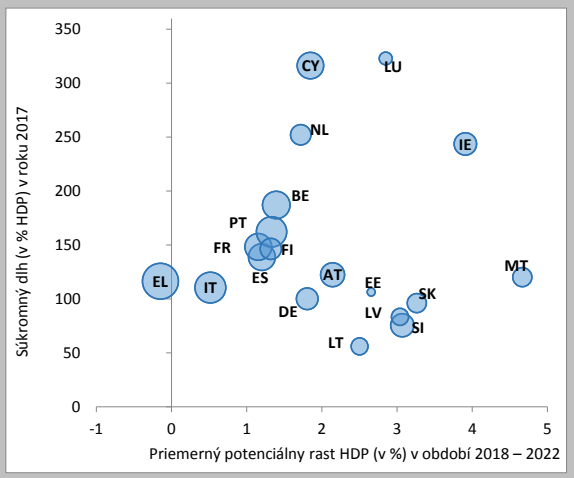
Graf B.5: Obnova rovnováhy v eurozóne (nezamestnanosť, mzdy a rast jednotkových nákladov práce)



Zdroj: AMECO

Poznámka: Ku krajinám „s prebytkom“ patria Rakúsko, Belgicko, Fínsko, Nemecko, Luxembursko a Holandsko; všetky ostatné členské štáty eurozóny sa považujú za krajiny „s deficitom“.

Graf B.6: Dlh a vyhliadky na potenciálny rast v krajinách eurozóny



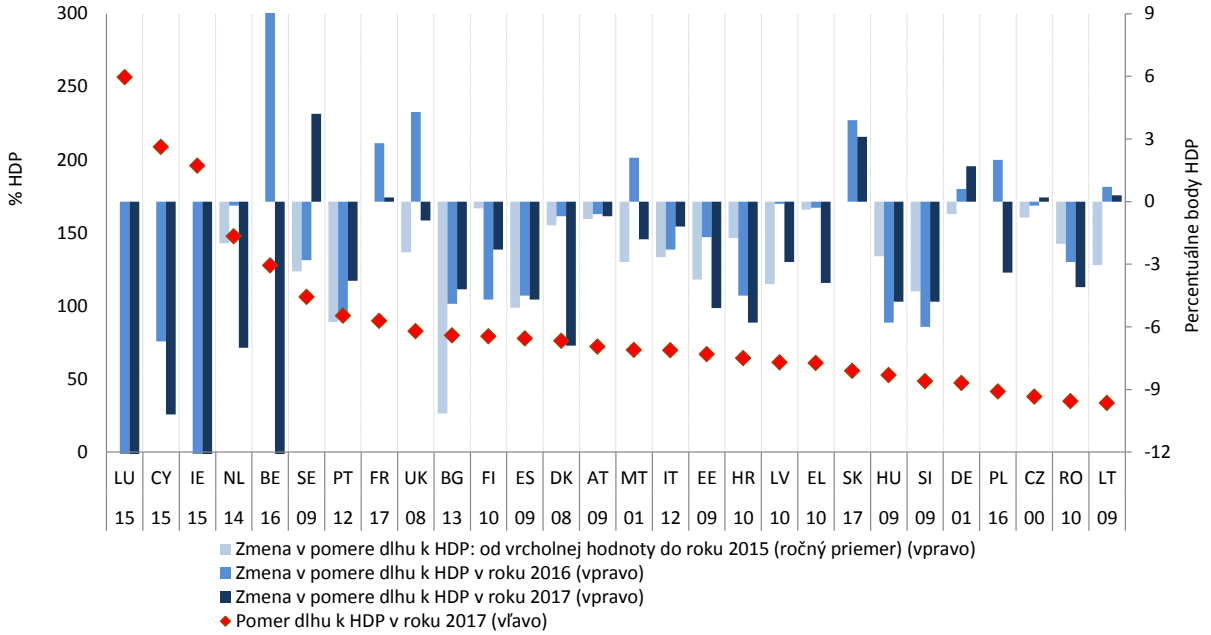
Zdroj: AMECO

Poznámka: veľkosť bublín predstavuje hodnotu verejného dlhu (v % HDP) v roku 2017

Miera zadlženosti súkromného sektora postupne klesá, ale v niekoľkých členských štátoch zostáva na vysokej úrovni. V dvanástich členských štátoch prekročil v roku 2017 súkromný dlh príslušnú prahovú hodnotu hodnotiacej tabuľky, pričom ide o tie isté krajiny ako v minuloročnej správe o mechanizme varovania. Miera zadlženosti súkromného sektora je najvyššia na Cypre, v Írsku, Luxembursku a Holandsku, hoci údaje v týchto krajinách sú ovplyvnené cezhraničnými transakciami spojenými s činnosťou nadnárodných spoločností. Mimoriadne vysokú úroveň súkromného dlhu (s objemom súkromného dlhu nad 160 % HDP) vykazujú aj Belgicko, Dánsko, Portugalsko, Švédsko a Spojené kráľovstvo. Relatívny príspevok domácností a nefinančných spoločností k vysokému objemu súkromného dlhu sa v jednotlivých členských štátoch odlišuje. **V** prípade Belgicka, Írska a Luxemburska je vysoká celková miera zadlženosti súkromného sektora zapríčinená najmä zadlženosťou nefinančných korporácií. Naopak, v Dánsku a Spojenom kráľovstve je za veľké objemy súkromného dlhu zodpovedný sektor domácností. Cyprus, Holandsko, Švédsko a Portugalsko majú pomerne vysoké úrovne zadlženosti v podnikovom sektore aj sektore domácností. Rozdiely v objemoch súkromného dlhu v jednotlivých krajinách sa dajú do veľkej miery vysvetliť rozdielmi vo fundamentálnych faktoroch, ktoré odôvodňujú akumuláciu dlhu, vrátane vyhliadok na rast a investície a finančný vývoj. V posúdení úrovní dlhu by sa preto mali zohľadniť tieto faktory, ako aj iné prvky ovplyvňujúce riziká, ktoré prináša vysoký dlh z hľadiska budúcnosti[30].

[30] Tieto faktory sa zohľadňujú v referenčných hodnotách pre jednotlivé krajiny, ktoré vypracovala Európska komisia v spolupráci s pracovnou skupinou pre lisabonskú metodiku Výboru pre hospodársku politiku [Európska komisia, „Benchmarks for the assessment of private debt“, správa predložená Výboru pre hospodársku politiku, ARES(2017)4970814]. Prvá referenčná hodnota umožňuje posúdiť súkromný dlh na pozadí hodnôt, ktoré možno vysvetliť na základe ekonomických fundamentov. Druhú referenčnú hodnotu tvoria obozretné prahové hodnoty založené na maximalizácii sily signálu pri predpovedaní bankových kríz a začlenení informácií týkajúcich sa kapitalizácie bánk, verejného dlhu a úrovne hospodárskeho rozvoja v jednotlivých krajinách. Vo väčšine členských štátov EÚ pomery súkromného dlhu k HDP, ktoré presahujú prahovú hodnotu hodnotiacej tabuľky správy o mechanizme varovania, zároveň presahujú aj obe referenčné hodnoty pre jednotlivé krajiny.

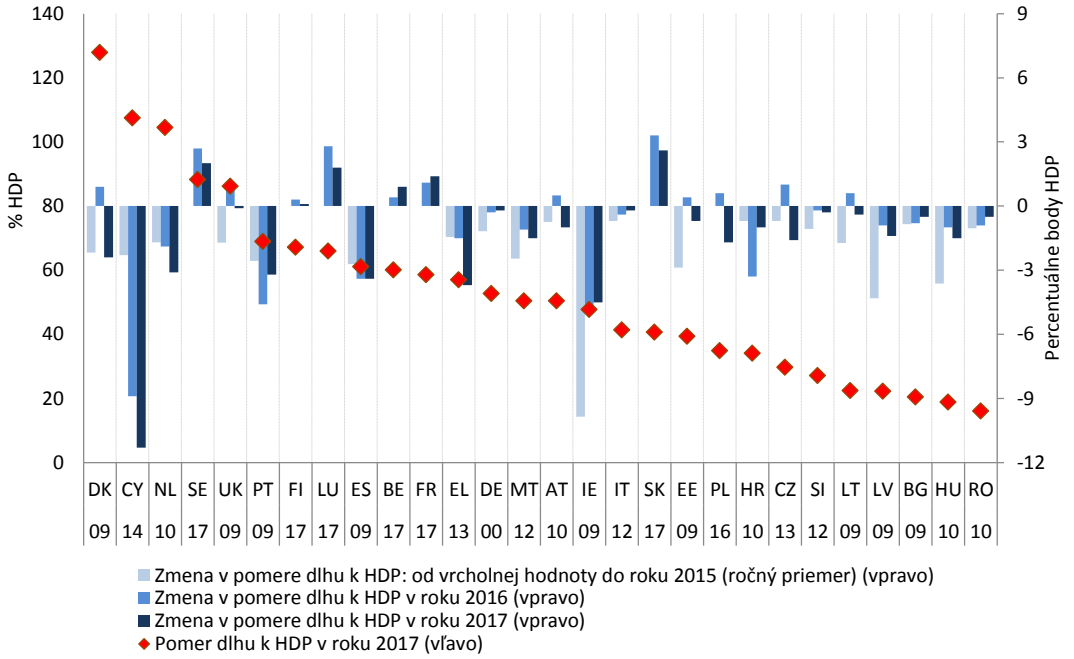
Graf 11: Tempo znižovania miery zadlženosti nefinančných korporácií



Zdroj: Ročné sektorové účty konsolidované Eurostatom, výpočty útvarov Komisie.

Poznámka: Krajiny sú uvedené v zostupnom poradí podľa pomeru dlhu k HDP v roku 2017. Čísla uvedené pod kódmi krajín naznačujú vrcholný rok. Rast smerom k vrcholu bol vypočítaný na základe počiatočného roku 2000 v prípade Chorvátska a Írska (2001) a v prípade Cypru (2006). Pozorovania týkajúce sa LU, IE a BE sa zredukovali tak, aby zodpovedali rozsahu škály.

Graf 12: Tempo znižovania miery zadlženosti domácností

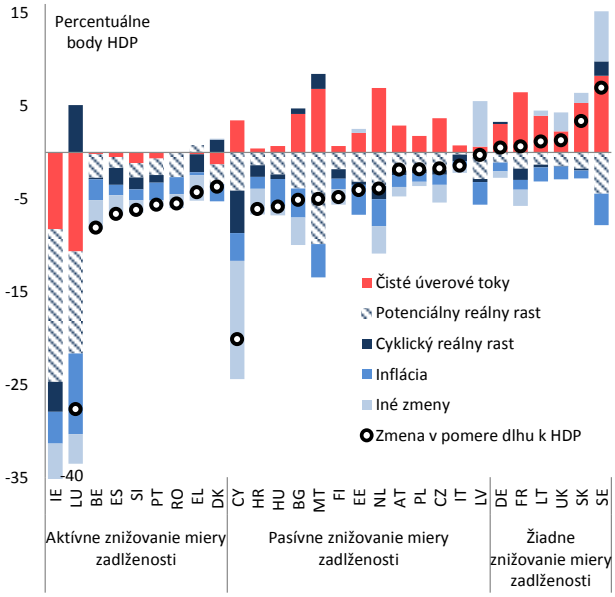


Zdroj: Ročné sektorové účty konsolidované Eurostatom, výpočty útvarov Komisie.
Poznámka: Krajiny sú uvedené v zostupnom poradí podľa pomeru dlhu k HDP v roku 2017. Čísla uvedené pod kódmi krajín naznačujú vrcholný rok. Rast smerom k vrcholu bol vypočítaný na základe počiatočného roku 2000 v prípade Chorvátska a Írska (2001).

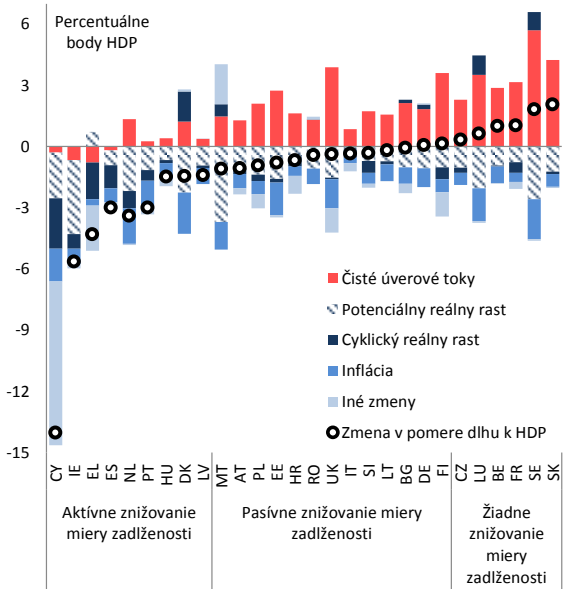
Pomery súkromného dlhu k HDP klesajú od vrcholu vo väčšine členských štátov tempom, ktoré nie je vždy v súlade s potrebami znižovania miery zadlženosti. Znižovanie miery zadlženosti sa začalo najskôr v nefinančných korporáciách, pričom v porovnaní so znižovaním miery zadlženosti zaznamenaným v sektore domácností prebiehalo rýchlejšie z dôvodu záporných čistých úverových tokov v podnikovom sektore a silnejšieho vplyvu nominálneho rastu na znižovanie pomerov dlhu k HDP vzhľadom na väčšiu veľkosť objemov podnikového dlhu v porovnaní s domácnosťami.

- V niekoľkých krajinách sa **nefinančným korporáciám** podarilo zredukovať aspoň približne polovicu pomerov dlhu k HDP nazbieraných od roku 2000 do roku, v ktorom ich dlh dosiahol vrchol (Chorvátsko, Dánsko, Estónsko, Maďarsko, Taliansko, Lotyšsko, Litva, Portugalsko, Rumunsko, Slovinsko, Španielsko, Švédsko a Spojené kráľovstvo). Rýchlosť znižovania miery zadlženosti však nebola vždy v súlade s potrebami v tejto oblasti, keďže v piatich krajinách s jednými z najvyšších mier zadlženosti podnikov (Luxembursko, Írsko, Cyprus, Holandsko a Belgicko) bolo znižovanie miery zadlženosti podnikov v porovnaní s objemom dlhov skromné, pričom vo Francúzsku úrovne dlhu nefinančných korporácií naďalej rástli (graf 11).
- Miera zadlženosti **domácností** klesla za posledné dva roky v troch členských štátoch, v ktorých sú domácnosti najviac zadlžené (Cyprus, Dánsko a Holandsko), ako aj v iných krajinách s vysokou mierou zadlženosti, ako sú Grécko, Portugalsko a Španielsko (graf 12). Znižovanie miery zadlženosti domácností sa v Spojenom kráľovstve už zastavilo a relatívne vysoká miera zadlženosti vo Fínsku a Švédsku naďalej rástla.

Graf 13: Rozčlenenie zmeny pomeru dlhu nefinančných korporácií k HDP (1. štvrťrok 2018)



Graf 14: Rozčlenenie zmeny pomeru dlhu domácností k HDP (1. štvrťrok 2018)



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

Znižovanie miery zadlženosti je čoraz viac závislé od vyšších mier rastu nominálneho HDP. Úverové toky v súkromnom sektore sa zotavujú, zostávajú však mierne a v žiadnom členskom štáte v roku 2017 neprekročili prahovú hodnotu hodnotiacej tabuľky. Vďaka rastu nominálneho HDP sa uvoľnil tlak na aktívne znižovanie miery zadlženosti, čo viedlo k zníženiu počtu krajín vykazujúcich záporné úverové toky spoločnostiam alebo domácnostiam a k priemerne nižšej absolútnej hodnote negatívnych tokov (grafy 13 a 14). Okrem toho niektoré krajiny, ktoré predtým nezniżovali mieru zadlženosti, začali znižovať mieru zadlženosti „pasívne“, t. j. len preto, že rast nominálneho HDP znižuje pomer dlhu k HDP a čisté úverové toky zvyšujú dlh. Je to prípad Talianska, Rakúska a Česka, pokiaľ ide o nefinančné korporácie, a prípad Rakúska, Estónska a Poľska, pokiaľ ide o sektor domácností. Ako sa uvádza v grafoch 13 a 14, veľká časť nedávnych nominálnych mier rastu má podľa odhadov cyklický charakter (napr. na Cypre, v Grécku, Španielsku, Portugalsku a Chorvátsku). V budúcnosti budú vyhliadky na ďalšie pasívne znižovanie miery zadlženosti čoraz viac závisieť od rastového potenciálu, keďže cyklická zložka rastu začne slabnúť a produkčné medzery sa budú v čoraz väčšom počte krajín posúvať do kladných hodnôt.

Podmienky v bankovom sektore EÚ sa zlepšujú, ale v niektorých krajinách pretrvávajú nízke úrovne ziskovosti a veľké objemy zlyhaných úverov (NPL). To platí predovšetkým v prípade Grécka, Cypru, Talianska a Portugalska (grafy 15 a 16). Pozitívne je, že v roku 2017 došlo v týchto krajinách k mimoriadne výraznej obnove ziskovosti v bankovom sektore a zníženie objemu zlyhaných úverov bolo často pomerne rozsiahle.

- **Rast záväzkov finančného sektora sa v roku 2017 spomalil** vo väčšine krajín EÚ a zostáva výrazne pod prahovou hodnotou hodnotiacej tabuľky vo všetkých členských štátoch okrem dvoch. Úverové toky bánk sa v roku 2017 po predchádzajúcom zvýšení zmiernili, pričom rast bankových úverov zostal silnejší v sektore domácností než v nefinančných korporáciách[31].
- **Väčšina členských štátov zaznamenala** v uplynulom roku **ďalšie zlepšenie ziskovosti bánk a podielov kapitálu.** Oceňovanie vlastného kapitálu bánk sa do začiatku roka 2018 zvyšovalo a následne došlo ku korekcii smerom nadol, ktorá čiastočne vykompenzovala ich predchádzajúci rast, ktorý sčasti súvisel s vyrovnávaním výnosových kriviek a s tým spojeným znížením úrokových mier. V niektorých členských štátoch možno pozorovať kombináciu nízkej ziskovosti, podielov kapitálu v dolnej oblasti cezhraničnej distribúcie a vysokej úrovne zlyhaných úverov.
- **Objemy zlyhaných úverov zostávajú na vysokej úrovni vo viacerých členských štátoch.** Pomer zlyhaných úverov v roku 2017 je vysoký najmä v Grécku a na Cypre, kde ich objem predstavuje 45 % (Grécko) a 30 % (Cyprus) celkového objemu úverov, a v Taliansku, Portugalsku, Bulharsku, Írsku a Chorvátsku, kde ich objem dosahuje aj naďalej približne 10 % celkového objemu úverov[32]. Objem zlyhaných úverov po tom, ako v období po kríze rástol, začal v celej EÚ rôznym tempom klesať. **Najnovšie údaje poukazujú na prebiehajúci pokrok v oblasti znižovania objemu zlyhaných úverov**, a to aj v krajinách s vysokým podielom zlyhaných úverov (okrem Grécka), najmä v Portugalsku a Taliansku (graf 16)[33].

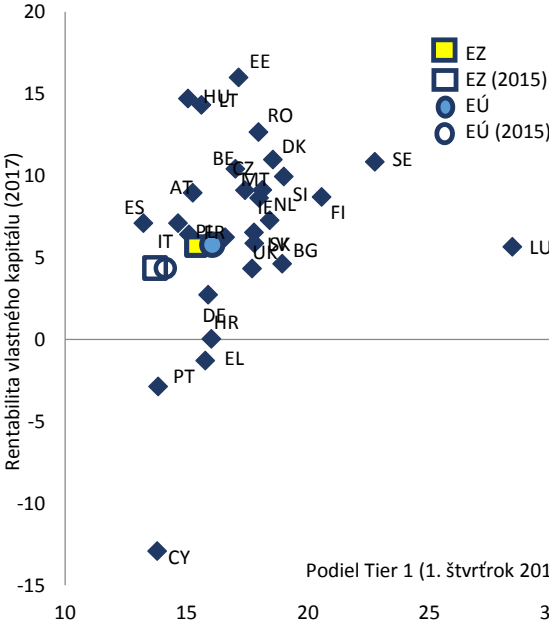
---

31 Výnimkou sú Česko a Slovensko. V prípade Česka možno rýchly rast záväzkov finančného sektora v roku 2017 z veľkej časti pripísať finančným transakciám pred uplynutím záväzku týkajúceho sa výmenného kurzu, čo znamená, že neodráža domácu úverovú činnosť. Na Slovensku bolo zvýšenie spôsobené najmä zvýšením záväzkov centrálnych bánk voči obyvateľom krajín mimo eurozóny. Mohlo to súvisieť so službami v oblasti správy rezerv poskytovanými Národnou bankou Slovenska, ktoré nemajú bezprostredný vplyv na domáce hospodárstvo.

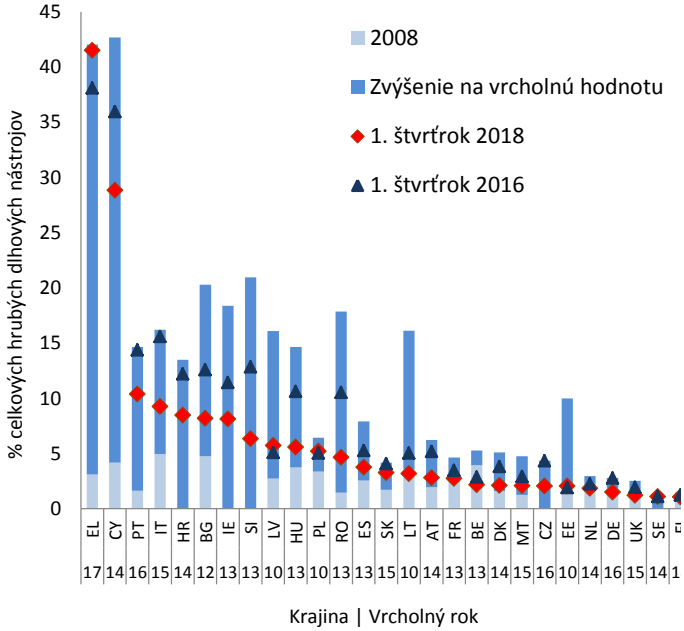
32 Zlyhané úvery sú v súbore pomocných ukazovateľov hodnotiacej tabuľky vymedzené ako percentuálny podiel celkových hrubých zlyhaných úverov a preddavkov na celkových hrubých úveroch a preddavkoch (hrubá účtovná hodnota) pre sektor vykazovania „domáce bankové skupiny a samostatné banky, dcérske spoločnosti riadené zo zahraničia a pobočky riadené zo zahraničia, všetky inštitúcie“. Hodnoty sú uvedené v tabuľke 2.1.

33 Harmonizované pomery zlyhaných úverov sú dostupné len od roku 2014. Graf 17 znázorňuje podiel hrubých problémových dlhových nástrojov na celkových hrubých dlhových nástrojoch, pričom tieto údaje sú dostupné za dlhšie časové obdobie a okrem úverov sa týkajú aj iných dlhových nástrojov v držbe bankového sektora. Podiel iných dlhových nástrojov je zvyčajne o niečo nižší než podiel zlyhaných úverov. Najväčší rozdiel medzi týmito dvoma podielmi predstavuje momentálne štyri percentuálne body (v prípade Grécka), pričom v prípade väčšiny členských štátov je pod úrovňou jedného percentuálneho bodu.

Graf 15: Ziskovosť bánk a podiely kapitálu



Graf 16: Problémové dlhové nástroje



Zdroje: ECB, výpočty útvarov Komisie.
Poznámka: Údaje o hrubých problémových dlhových nástrojoch za rok 2008 nie sú k dispozícii v prípade CZ, HR, SE a SI.

V roku 2017 ceny obytných nehnuteľností naďalej rástli takmer vo všetkých krajinách EÚ, ale zdá sa, že pri najsilnejších známkach nadhodnotenia sa miery rastu cien obytných nehnuteľností zmierňujú. Hoci ceny obytných nehnuteľností v celej EÚ naďalej vytrvalo rástli, z údajov z roku 2017 vyplýva, že prahovú hodnotu hodnotiacej tabuľky týkajúcu sa rastu cien obytných nehnuteľností prekročilo menej krajín než v roku 2016. V roku 2017 vykázalo hodnoty nad rámcom prahovej hodnoty len šesť krajín (Bulharsko, Česko, Írsko, Holandsko, Portugalsko a Slovinsko), pričom v správe o mechanizme varovania na rok 2018 sa na základe údajov z roku 2016 zistili prípady prekročenia prahovej hodnoty v desiatich krajinách. Tieto zmeny odrážajú stredné až mierne spomalenia a v malom počte krajín zrýchlenia, pokiaľ ide o hodnoty nad prahovou hodnotou. Negatívny rast reálnych cien obytných nehnuteľností bol v roku 2017 zaznamenaný len v Grécku a Taliansku. Z novších údajov vyplýva, že miery rastu v prvom polroku 2018 v porovnaní so situáciou spred roka prekročili prahovú hodnotu hodnotiacej tabuľky na úrovni 6 % v Maďarsku, Írsku, Lotyšsku, Holandsku, Portugalsku, na Slovensku a v Slovinsku.

- Dlhodobo pretrvávajúce miery rastu reálnych cien obytných nehnuteľností spôsobili, že v niekoľkých krajinách, konkrétne v Rakúsku, Belgicku, Česku, Nemecku, Luxembursku, na Malte a vo Švédsku, **sa ceny obytných nehnuteľností vrátili na maximálnu úroveň z obdobia pred krízou alebo túto úroveň presiahli**. V dôsledku toho, že miera rastu reálnych cien obytných nehnuteľností presahuje mieru rastu príjmov a iných relevantných premenných,

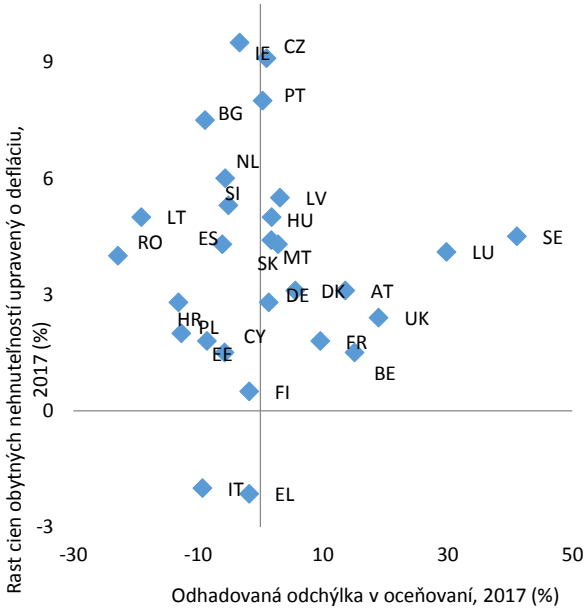
ktoré za normálnych okolností určujú ceny obytných nehnuteľností, **dochádza v čoraz väčšom počte krajín k možnému nadhodnoteniu** úrovne cien obytných nehnuteľností (graf 17)[34].

- Rast reálnych cien obytných nehnuteľností v roku 2017 **sa zrýchlil** najmä v **krajinách so zápornými alebo mierne kladnými odchýlkami v oceňovaní** (graf 18). **Spomalenie** sa naopak zaznamenalo v **krajinách, ktoré vykazujú výraznejšie príznaky nadhodnotenia**, a to aj vzhľadom na obmedzenia súvisiace s finančnou dostupnosťou, vykonávanie makroprudenciálnych politík a mechanické účinky na rast reálnych cien obytných nehnuteľností súvisiace s nárastom miery inflácie (napr. v Rakúsku, Luxembursku a Spojenom kráľovstve). V súčasnosti sa najvýraznejšie miery rastu cien obytných nehnuteľností zaznamenávajú v krajinách s miernymi alebo žiadnymi známkami nadhodnotenia. Štvrťročné údaje takisto zo začiatku roka 2018 poukazujú na zrýchlenie v Estónsku, Chorvátsku, Maďarsku, Poľsku, Portugalsku, Slovinsku a na Slovensku. Spomalenie možno pozorovať najmä v Bulharsku, Česku, Rumunsku a vo Švédsku, kde sa v prvom polroku 2018 rast cien obytných nehnuteľností na medziročnom základe posunul do záporných hodnôt[35]. Írsko, Portugalsko a Slovinsko zaznamenali v prvom polroku 2018 dvojciferné miery rastu v porovnaní s predchádzajúcim rokom.
- Vo viacerých krajinách vrátane Dánska, Luxemburska, Švédska a Spojeného kráľovstva **sú nadhodnotené ceny obytných nehnuteľností sprevádzané vysokou zadlženosťou domácností**. Holandsko je poznačené veľmi vysokou zadlženosťou domácností. Rast objemu hypotekárnych úverov bol v roku 2017 mimoriadne rýchly (nad úrovňou 5 % v porovnaní s predchádzajúcim rokom) v Rakúsku, Belgicku, Bulharsku, Česku, Estónsku, Francúzsku, Litve, Luxembursku, na Malte, v Poľsku, Rumunsku a na Slovensku.

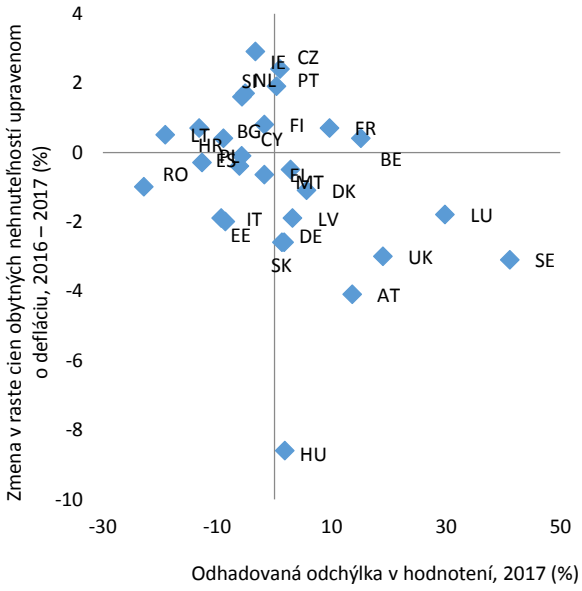
[34] Analýza oceňovania vychádza z priemeru týchto troch veličín: i) medzera v dostupnosti (odchýlka v pomere medzi cenami a príjmami od dlhodobých priemerných hodnôt); ii) medzera v dividendách (odchýlka v pomere medzi cenami a výškou nájomného od dlhodobých priemerných hodnôt) a iii) odhadované odchýlky cien obytných nehnuteľností od rovnovážnych hodnôt zdôvodnených základnými údajmi o dopyte a ponuke v oblasti obytných nehnuteľností. Pozri N. Philiponnet a A. Turrini (2017), „Assessing House Price Developments in the EU“, diskusný dokument Európskej komisie o európskom hospodárstve (European Economy Discussion Paper) č. 048, máj 2017. Alternatívny ukazovateľ založený na pomere úrovne cien obytných nehnuteľností a disponibilného príjmu domácností na obyvateľa naznačuje, že k nadhodnocovaniu môže dochádzať v Chorvátsku, na Cypre a v Estónsku, pričom náznaky nadhodnocovania sú menej zreteľné v Dánsku, Česku a Lotyšsku [pozri hospodársku prognózu Európskej komisie zo zimy 2016, European Economy, Institutional Paper č. 20, 2016 (rámček 1.4)].

[35] Uvedené krajiny sú krajiny, ktorých miera rastu reálnych cien obytných nehnuteľností je v prvom polroku 2018 vyššia alebo nižšia ako ročná miera rastu v roku 2017 najmenej o 2 percentuálne body.

Graf 17: Zmeny cien obytných nehnuteľností a odchýlky v oceňovaní v roku 2017



Graf 18: Odchýlky v oceňovaní a zmeny v raste cien v rokoch 2016 a 2017

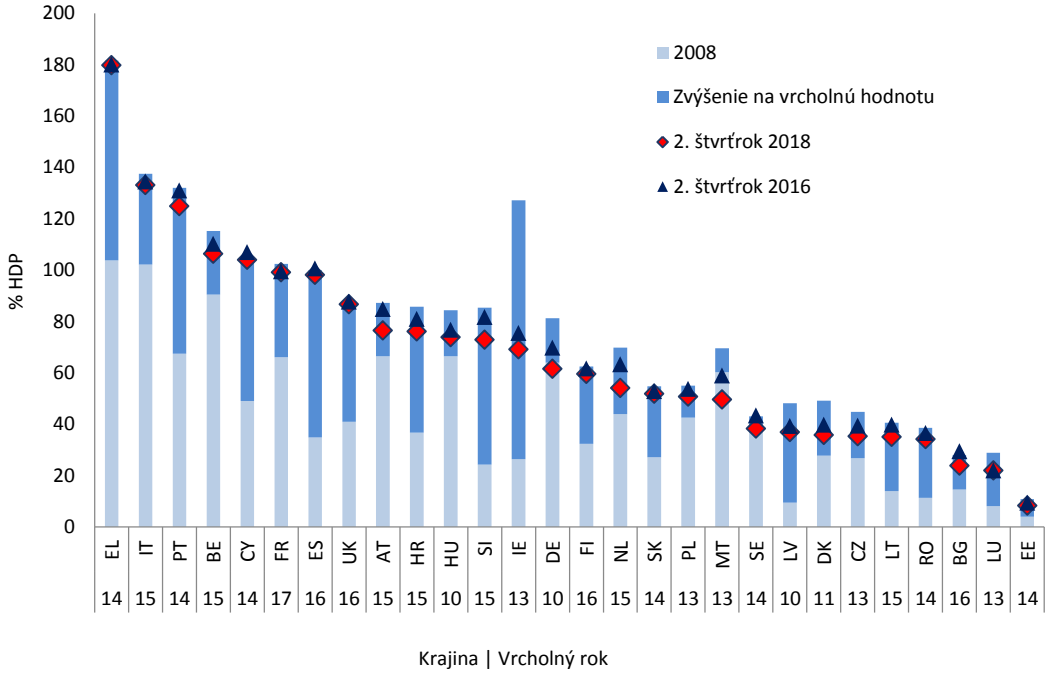


Zdroj: Eurostat a výpočty útvarov Komisie.

Poznámka: miera nadhodnotenia sa odhadovala ako priemer troch veličín: odchýlky v pomere medzi cenami a príjmami, ako aj medzi cenami a výškou nájomného, od ich dlhodobých priemerných hodnôt, ako aj výsledkov základného modelu odchýlok v oceňovaní, pozri poznámku pod čiarou č. 34.

Miera zadlženosti verejného sektora prestala rásť v celej EÚ, v mnohých krajinách však úroveň dlhu zostáva vysoká. Hodnoty hodnotiacej tabuľky v roku 2017 presiahli prahovú hranicu v 15 členských štátoch. Belgicko, Grécko, Taliansko a Portugalsko vykazujú úroveň dlhu presahujúcu 100 % HDP, pričom Taliansko zaznamenalo v roku 2018 výrazný nárast svojich nákladov na financovanie. V prípade ôsmich krajín (Belgicko, Cyprus, Fínsko, Francúzsko, Írsko, Portugalsko, Španielsko a Spojené kráľovstvo) sa verejný dlh presahujúci 60 % HDP spája so zadlženosťou súkromného sektora prekračujúcou príslušnú prahovú hodnotu. Pomer verejného dlhu k HDP sa vo všeobecnosti začal znižovať (graf 19). V krajinách s vysokou úrovňou verejného dlhu sa však znižovanie miery zadlženosti začalo len nedávno a pokračuje pomaly. Predpokladá sa, že spomedzi všetkých krajín EÚ bude miera zadlženosti v roku 2019 rásť len v Litve a Rumunsku. Celkovo dochádza k znižovaniu miery verejnej zadlženosti v súvislosti s postupným zlepšovaním rozpočtových pozícií v posledných rokoch, pokračujúcim rastom nominálneho HDP a zníženými úrokovými platbami. Očakáva sa však, že v čoraz väčšom počte krajín dôjde k procyklickému rozpočtovému uvoľneniu, čo môže byť na úkor priestoru dostupného v budúcnosti na zmiernenie nepriaznivých otrasov súvisiacich s produkciou.

Graf 19: Verejný dlh



Zdroj: Eurostat

Rámček 3: **Vývoj v oblasti zamestnanosti a sociálnej situácie**

Pracovné trhy EÚ sa v roku 2017 a v prvom polroku 2018 naďalej zlepšovali, pričom rozdiely v EÚ sa znižovali zo zvýšenej úrovne. Zamestnanosť ďalej rástla a dosiahla nový vrchol, pokiaľ ide o počet zamestnaných osôb v celej EÚ. Nezamestnanosť klesala vo všetkých krajinách EÚ, hoci vo viacerých z nich je stále vysoká. Oživenie prispelo k zníženiu niektorých ukazovateľov chudoby, ale v niektorých členských štátoch je sociálna situácia naďalej problémom. Od roku 2008 sa v EÚ zvýšilo relatívne riziko chudoby, ale závažná materiálna deprivácia sa znížila, a to najmä vo východoeurópskych členských štátoch s vysokou počiatočnou úrovňou.

V roku 2017 sa *miera nezamestnanosti* znížila vo všetkých členských štátoch. Zlepšenie bolo najvýraznejšie v krajinách s najvyššou mierou nezamestnanosti (zníženie o 2 percentuálne body alebo viac v Chorvátsku, Grécku, Portugalsku a Španielsku). Sedem členských štátov (Grécko, Španielsko, Chorvátsko, Cyprus, Taliansko, Portugalsko a Francúzsko) však prekročilo prahovú hodnotu ukazovateľov hodnotiacej tabuľky PMN na úrovni priemeru 10 % za posledné tri roky. V približne dvoch tretinách členských štátov bola v roku 2017 miera nezamestnanosti stále vyššia ako v roku 2008. Miera nezamestnanosti v celej EÚ a v eurozóne klesla približne o 3 percentuálne body oproti vrcholným hodnotám z roku 2013, pričom však bola v celej EÚ o pol percentuálneho bodu a v eurozóne o jeden a pol percentuálneho bodu vyššia ako v roku 2008. V prvom polroku 2018 miera nezamestnanosti naďalej neustále klesala, pričom v druhom štvrťroku 2018 klesla na 6,9 % v EÚ a 8,3 % v eurozóne.

***Miera zamestnanosti* sa zvýšila takmer vo všetkých členských štátoch, čím pokračoval pozitívny vývoj za posledné roky.** Miera zamestnanosti (veková skupina 20 – 64 rokov) dosiahla v roku 2017 v EÚ ako celku úroveň 72,1 %, čím sa podarilo prekročiť predkrízový vrchol na úrovni 70,3 % z roku 2008. Miera zamestnanosti v druhom štvrťroku 2018 naďalej rástla a zvýšila sa na rekordnú úroveň 73,2 %.

***Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva* sa naďalej zvyšovala takmer všade v EÚ.** Iba tri krajiny zaznamenali v posledných troch rokoch klesajúcu mieru ekonomickej aktivity obyvateľstva: Španielsko (–0,3 percentuálneho bodu), Cyprus (–0.4) a Luxembursko (–0,6). Vo všetkých troch prípadoch pokles prekračuje prahovú hodnotu hodnotiacej tabuľky na úrovni –0,2. Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva bola celkovo v roku 2017 v EÚ na úrovni 73,3 % a v eurozóne na úrovni 73,1 %, čo je približne o 2,5 percentuálneho bodu (v prípade EÚ) a 2 percentuálne body (v prípade eurozóny) nad príslušnými hodnotami v roku 2008. Rastúci trend je spôsobený najmä zvýšenou účasťou na trhu práce, pokiaľ ide o starších pracovníkov a ženy.

Dlhodobá nezamestnanosť a nezamestnanosť mladých ľudí sú v rôznych krajinách EÚ aj naďalej vysoké, ale dosiahli výraznejšie zlepšenie než zvyšok trhu práce. *Dlhodobá nezamestnanosť* sa v roku 2017 znížila vo všetkých členských štátoch. Len dve krajiny zaznamenali vyššie miery než pred troma rokmi: v Rakúsku predstavovala dlhodobá nezamestnanosť 1,8 % (o 0,3 percentuálneho bodu viac ako v roku 2014), zatiaľ čo vo Fínsku predstavovala 2,1 % (nárast o 0,2 percentuálneho bodu od roku 2014). Ani jedno z týchto zvýšení neprekračuje prahovú hodnotu hodnotiacej tabuľky na úrovni 0,5 percentuálneho bodu. Najvyššia miera dlhodobej nezamestnanosti sa zaznamenala v prípade Grécka (15,6 %), Španielska (7,7 %), Talianska (6,5 %) a Slovenska (5,1 %). *Miera nezamestnanosti mladých ľudí* klesla za obdobie troch rokov do roku 2017 vo všetkých krajinách EÚ. Za rovnaké obdobie sa v Bulharsku, Chorvátsku, na Cypre, v Portugalsku, na Slovensku a v Španielsku zaznamenal pokles o 10 percentuálnych bodov alebo viac. V Grécku, Taliansku a Španielsku sa miera nezamestnanosti mladých ľudí stále nachádza nad úrovňou 30 %, zatiaľ čo v Bulharsku, Chorvátsku, na Cypre, v Grécku, Taliansku a Rumunsku je podiel mladých ľudí, ktorí nie sú zamestnaní ani nie sú v procese vzdelávania alebo odbornej prípravy, stále vyšší ako 15 %.

Hoci sa sociálna situácia zlepšuje, v rôznych krajinách EÚ je stále zdrojom obáv, ako naznačujú štandardné merania chudoby a deprivácie. Od roku 2016 do roku 2017 sa podiel ľudí ohrozených chudobou alebo sociálnym vylúčením (AROPE) v EÚ znížil o jeden percentuálny bod na 22,5 %[36]. Táto úroveň je približne o jeden percentuálny bod nižšia ako miera zistená na začiatku krízy a približne o 2 percentuálne body nižšia ako vrcholná hodnota zistená v roku 2013. Väčšina krajín zaznamenala v roku 2017 pokles. Nárast, hoci z pomerne nízkych úrovní, zaznamenalo Rakúsko, Dánsko, Luxembursko a Holandsko. Miera rizika chudoby alebo sociálneho vylúčenia sa výrazne líšila, pričom dosahovala hodnoty od 38,9 % v Bulharsku, po ktorom nasledujú Rumunsko, Grécko a Litva, až po približne 12 % v Česku, po ktorom nasleduje Fínsko, Slovensko a Holandsko. Tento celkový vývoj v oblasti chudoby a sociálneho vylúčenia odráža odlišný vývoj jeho rôznych zložiek. Podiel ľudí ohrozených chudobou (AROP) sa v posledných rokoch v niektorých členských štátoch zvýšil, pričom v iných sa znížil: najväčší nárast za obdobie troch rokov sa zaznamenal v Litve (3,8 percentuálneho bodu) a Luxembursku (2,3), pričom významný pokles sa zaznamenal v Grécku (1,9) a Poľsku (2,0). Naopak, závažná materiálna deprivácia sa za obdobie troch rokov (a aj v roku 2017) vo väčšine členských štátov EÚ znížila; v Maďarsku, Lotyšsku, na Malte a v Rumunsku klesla za obdobie troch rokov o viac ako 5 percentuálnych bodov. A napokon, zatiaľ čo oživenie prinieslo vo väčšine krajín pokles podielu ľudí (mladších ako 60 rokov), ktorí žijú v domácnostiach s veľmi nízkou intenzitou práce, vo Fínsku a v Litve sa tento podiel za obdobie troch rokov do roku 2017 zvýšil; chudoba zamestnaných osôb sa pritom za posledné dva roky v celej EÚ stabilizovala na vrcholnej úrovni 9,6 %.

[36] Ukazovateľ *rizika chudoby alebo sociálneho vylúčenia (AROPE)* zodpovedá podielu osôb, ktoré sú zraniteľné na základe aspoň jedného z troch sociálnych ukazovateľov: 1. *miera rizika chudoby (AROP)*, pomocou ktorej sa meria peňažná chudoba vo vzťahu k distribúcii národného dôchodku a ktorá sa vypočítava ako podiel osôb s disponibilným príjmom (upraveným vzhľadom na zloženie domácnosti) pod 60 % národného mediánu, 2. *závažná materiálna deprivácia*, ktorá zahŕňa ukazovatele súvisiace s nedostatkom zdrojov a predstavuje podiel osôb trpiacich minimálne štyrmi z deviatich položiek deprivácie, založená na neschopnosti dovoliť si niektoré konkrétne druhy výdavkov, 3. *osoby žijúce v domácnostiach s veľmi nízkou intenzitou práce* sú osoby vo veku 0 až 59 rokov, ktoré žijú v domácnostiach, v ktorých dospelé osoby (vo veku 18 až 59 rokov) v uplynulom roku odpracovali menej ako 20 % svojho celkového pracovného potenciálu. Príjmové referenčné obdobie pre údaje, z ktorých vychádzajú tieto opatrenia, je pevné 12-mesačné obdobie, ako napríklad predchádzajúci kalendárny alebo daňový rok, na ktorý sa údaje vzťahujú, a to za všetky krajiny okrem Spojeného kráľovstva, ktorého príjmovým referenčným obdobím je súčasný rok, a Írska, v prípade ktorého je prieskum priebežný a údaje o príjme sa zozbierajú za posledných dvanásť mesiacov. V čase písania tohto dokumentu sú údaje za rok 2017 dostupné pre všetky krajiny okrem Írska a Spojeného kráľovstva.

3. ZHRNUTIE HLAVNÝCH VÝZIEV V ČLENSKÝCH ŠTÁTOCH A DÔSLEDKY DOHĽADU

Celkovo sú riziká aj naďalej prítomné vo viacerých členských štátoch a v rôznych kombináciách. Stupeň závažnosti výziev v oblasti makroekonomickej stability sa v jednotlivých členských štátoch výrazne líši v závislosti od povahy a rozsahu zraniteľnosti a neudržateľných trendov, ako aj od spôsobu ich vzájomnej interakcie a spájania sa. Hlavné zdroje rizík sa spájajú podľa viacerých typológií, ktoré možno zhrnúť takto:

- Viaceré členské štáty sú zasiahnuté najmä *viacerými a navzájom prepojenými slabými miestami súvisiacimi so stavmi*. Zvyčajne je to prípad krajín, ktoré zasiahli úverové cykly rozmachu a prepadu v spojení s obratmi stavu bežného účtu, ktoré takisto ovplyvnili príslušný bankový sektor a verejný dlh.
    - V prípade Cypru a Grécka sú zvýšené objemy zadlženosti a veľké záporné čisté medzinárodné investičné pozície spojené so zostávajúcimi výzvami pre finančný sektor. Tieto krajiny ešte stále čelia potrebe výrazného znižovania miery zadlženosti v kontexte obmedzeného priestoru na fiškálne opatrenia, vysokej (aj keď klesajúcej) úrovne nezamestnanosti a nízkeho potenciálneho rastu.
    - V Chorvátsku, Írsku, Portugalsku a Španielsku sú slabé miesta vyplývajúce z problémov týkajúcich sa stavov, ktoré sú dedičstvom minulosti, takisto významné, viacnásobné a vzájomne prepojené. V Bulharsku je vysoká zadlženosť podnikov spojená s pretrvávajúcimi problémami vo finančnom sektore. V uvedených krajinách nerovnováhy súvisiace so stavmi ustupujú v dôsledku hospodárskej expanzie, ktorá je v niektorých prípadoch spojená s opätovným výskytom tlakov na náklady, ktoré sa prejavujú na úrovni cien obytných nehnuteľností (najmä v Írsku a čoraz viac aj v Portugalsku) a na zastavení posilňovania nákladovej konkurencieschopnosti (výrazné zvýšenie jednotkových nákladov práce zaznamenalo najmä Bulharsko).
- V niekoľkých členských štátoch súvisia slabé miesta najmä s *veľkým objemom verejného dlhu* a s obavami súvisiacimi s *rastom potenciálnej produkcie* a *konkurencieschopnosťou*. To je predovšetkým prípad Talianska, kde slabé miesta súvisia aj s bankovým sektorom a s veľkým objemom zlyhaných úverov, ktorý však v poslednom čase rýchlo klesá. S vysokým verejným dlhom a potenciálnymi problémami v oblasti rastu sa na pozadí zníženej konkurencieschopnosti musia vysporiadať aj Belgicko a Francúzsko, ktoré však nemusia čeliť podobným potenciálnym rizikám pre verejný dlh vyplývajúcim z ohrozenosti bánk. Pomerne veľký objem podnikových dlhov vo Francúzsku ďalej stúpa. V Belgicku je pomerne vysoký objem zadlženosti domácností spojený s potenciálne nadhodnotenými cenami obytných nehnuteľností.
- Niektoré členské štáty sa vyznačujú *veľkými a pretrvávajúcimi prebytkami bežného účtu*, ktoré v rôznej miere odrážajú utlmenie súkromnej spotreby a investícií a presahujú úroveň, ktorá by sa dala odôvodniť na základe ekonomických fundamentov. Týka sa to najmä Nemecka a Holandska. V Nemecku je tento prebytok kombinovaný so znižovaním miery zadlženosti vo všetkých odvetviach hospodárstva, hoci výška dlhu nie je príliš vysoká. V Holandsku je veľký prebytok spojený s vysokým objemom dlhu domácností a silným rastom cien obytných nehnuteľností. Veľké a pretrvávajúce prebytky môžu znamenať nevyužité príležitosti pre rast a vnútroštátne investície, ktoré prinášajú dôsledky pre zvyšok eurozóny v kontexte inflácie, ktorá stále nedosahuje cieľovú hodnotu, a vonkajšieho prostredia, ktoré je čoraz neistejšie a môže sa stať menej priaznivým.

- V niektorých členských štátoch *vykazuje vývoj v cenových alebo nákladových premenných potenciálne známky prehriatia, najmä pokiaľ ide o trh s obytnými nehnuteľnosťami alebo trh práce*.
    - Vo Švédsku a v menšej miere v Rakúsku, Dánsku, Luxembursku, Holandsku a v Spojenom kráľovstve dochádza k trvalému rastu cien obytných nehnuteľností v súvislosti s možným nadhodnotením a značnou úrovňou dlhu domácností, ale nedávne dôkazy poukazujú na spomalenie rastu cien nehnuteľností. Vo viacerých krajinách sa silný rast cien obytných nehnuteľností spája s obmedzenejšími dôkazmi o nadhodnotení a obmedzenom objeme dlhu domácností (napr. v Česku, Maďarsku a Lotyšsku).
    - V Česku, Estónsku, Maďarsku, Lotyšsku, Litve a Rumunsku naďalej rastú jednotkové náklady práce pomerne výrazným tempom, zatiaľ čo cenová konkurencieschopnosť klesá. V prípade Rumunska sa rastúce jednotkové náklady práce zaznamenali na pozadí zhoršujúceho sa deficitu salda bežného účtu a procyklických fiškálnych politík, ktoré by mohli zvýšiť možné tlaky z prehriatia.

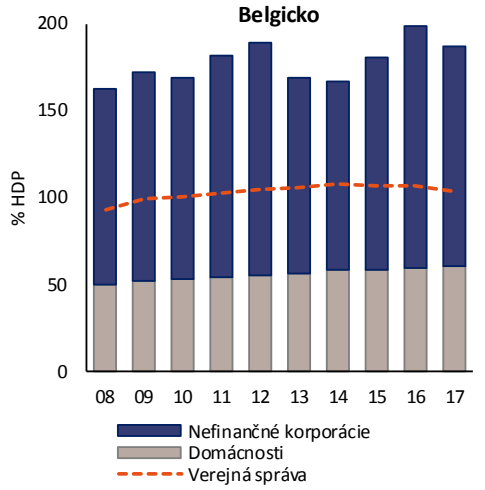
Pripravované hĺbkové preskúmania umožnia hlbšiu analýzu týchto výziev a posúdenie politických potrieb.

Celkovo je hĺbkové preskúmanie opodstatnené v prípade 13 členských štátov: Bulharsko, Chorvátsko, Cyprus, Francúzsko, Nemecko, Grécko, Írsko, Taliansko, Holandsko, Portugalsko, Rumunsko, Španielsko a Švédsko. Jedenásť z týchto členských štátov bolo predmetom hĺbkového preskúmania v predchádzajúcom ročnom cykle vykonávania postupu pri makroekonomickej nerovnováhe. Podľa zavedenej praxe sa pripraví nové hĺbkové preskúmanie na posúdenie toho, či sa zistené nerovnováhy zhoršujú alebo sa napravujú, s cieľom aktualizovať existujúce posúdenie. Týka sa to týchto členských štátov: Bulharsko, Chorvátsko, Cyprus, Francúzsko, Nemecko, Írsko, Taliansko, Holandsko, Portugalsko, Španielsko a Švédsko. Hĺbkové preskúmanie sa vydá aj pre Grécko, aby sa posúdili možné nerovnováhy vyplývajúce z viacerých zdrojov, najmä zo slabých miest súvisiacich so stavmi. Grécko bolo predtým z dohľadu v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe vyňaté z dôvodu, že sa naň vzťahoval program makroekonomických úprav v súvislosti s finančnou pomocou do augusta 2018. Posúdenie správy o mechanizme varovania nepoukazuje na významné dodatočné riziká v porovnaní s tými, ktoré boli zistené v poslednom dostupnom hĺbkovom preskúmaní pri viacerých členských štátoch, ktoré v posledných rokoch neboli predmetom dohľadu v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe (Slovinsko v roku 2018, Fínsko v roku 2017, Belgicko a Maďarsko v roku 2016) alebo boli predmetom hĺbkového preskúmania, pri ktorom sa nezistili žiadne nerovnováhy (Rakúsko a Estónsko v roku 2016). Zdá sa opodstatnené, aby sa namiesto toho vydalo hĺbkové preskúmanie v prípade Rumunska s cieľom preskúmať vývoj a možné opätovné objavenie sa rizikového vývoja zisteného už v predchádzajúcich hĺbkových preskúmaniach, najmä v súvislosti s konkurencieschopnosťou a vonkajším saldom.

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

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

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

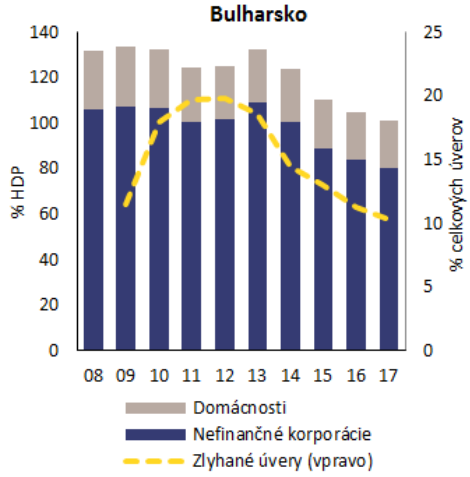


Zdroj: Eurostat

K vonkajšej udržateľnosti prispelo zlepšujúce sa saldo bežného účtu a priaznivá čistá medzinárodná investičná pozícia. Rast jednotkových nákladov práce sa po niekoľkých rokoch obmedzovania rastu miezd zvýšil, ale zostáva obmedzený. V roku 2017 sa zaznamenal obmedzený pokles podielov na vývoznom trhu. Súkromný dlh je pomerne vysoký, predovšetkým v prípade nefinančných korporácií, hoci údaje o dlhu zvyšujú veľmi rozšírené vnútroskupinové pôžičky medzi krajinami. Riziká súvisiace s dlhom domácností pramenia prevažne z trhu s obytnými nehnuteľnosťami, na ktorom bol rast reálnych cien obytných nehnuteľností v posledných rokoch mierny, hoci nárast pred rokom 2008 nebol korigovaný. Verejný dlh sa v porovnaní s vrcholom z roku 2014 ustálil a mierne sa znížil. Jeho vysoká úroveň však aj naďalej predstavuje zásadný problém pre dlhodobú udržateľnosť verejných financií. Situácia na trhu práce sa zlepšila, pričom nezamestnanosť vrátane dlhodobej nezamestnanosti a nezamestnanosti mladých ľudí aj naďalej klesá. Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva zostáva v porovnaní s ostatnými krajinami EÚ nízka, na rozdiel od vysokej a rastúcej miery neobsadených pracovných miest.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa zadlženosti najmä verejného, ale aj súkromného sektora, riziká sú však podľa všetkého pod kontrolou. Komisia preto v tejto fáze nebude v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe vykonávať ďalšiu hĺbkovú analýzu.

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



Zdroj: Eurostat a ECB

Bulharsko: V marci 2018 sa zistilo, že v Bulharsku existujú *nerovnováhy*, najmä pokiaľ ide o slabé miesta vo finančnom sektore spojené s vysokou zadlženosťou a zlyhanými úvermi v podnikovom sektore. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračujú orientačnú prahovú hodnotu tri ukazovatele, a to čistá medzinárodná investičná pozícia, rast nominálnych jednotkových nákladov práce a rast reálnych cien obytných nehnuteľností.

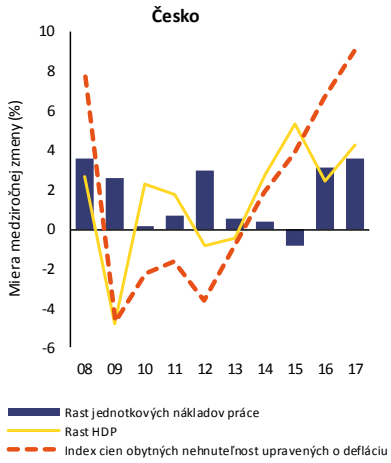
Prebytok bežného účtu sa v roku 2017 ešte viac zvýšil, pričom záporná čistá medzinárodná investičná pozícia odrážajúca najmä priame zahraničné investície sa ďalej

zlepšila. V roku 2017 sa rast jednotkových nákladov práce výrazne zvýšil, ale reálny efektívny výmenný kurz zostal vo všeobecnosti stabilný a nastal určitý rast podielov na vývoznom trhu. Obavy naďalej vzbudzuje vysoký podnikový dlh, hoci v posledných pár rokoch sa miera zadlženosti postupne znižovala, a to čiastočne v dôsledku silného rastu nominálneho HDP. Úverové toky opäť rastú, čo spomalí proces znižovania miery zadlženosti, ale mohlo by to tiež podporiť vyššie súkromné investície a silnejší potenciálny rast. Podiel zlyhaných úverov, hoci klesá, zostáva tiež vysoký, a to najmä v podnikovom sektore. Hoci sa po preskúmaní kvality aktív v roku 2016 dosiahol pokrok v zlepšovaní dohľadu nad finančným sektorom, niektoré slabé miesta vrátane transakcií medzi prepojenými subjektmi a expozícií voči ťažko oceniteľným aktívam si stále vyžadujú pozornosť. Reálne ceny obytných nehnuteľností rýchlo narástli a zvýšili sa aj stavebné a hypotekárne úvery. V tejto fáze sa zatiaľ neobjavujú známky nadhodnotenia, ale vzhľadom na súčasnú dynamiku na trhu s obytnými nehnuteľnosťami je zvýšená pozornosť opodstatnená. V tomto kontexte pozitívneho cyklického vývoja sa nezamestnanosť ďalej znížila, a to najmä v prípade mladých ľudí a dlhodobo nezamestnaných osôb, a zlepšila sa miera ekonomickej aktivity obyvateľstva.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa zostávajúcich slabých miest finančného sektora a verejného dlhu. Komisia preto aj vzhľadom na zistenie nerovnováhy v marci 2018 považuje za vhodné ďalej skúmať pretrvávanie nerovnováh alebo ich odstraňovanie.

Česko: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli v Česku zistené *žiadne makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne rast reálnych cien obytných nehnuteľností a záväzky finančného sektora.

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



Zdroj: Útvary Komisie

Na salde bežného účtu možno pozorovať trend zlepšovania, pričom v roku 2017 bol zaznamenaný malý prebytok. Po uplynutí záväzku týkajúceho sa výmenného kurzu v apríli 2017 nasledovalo zhodnotenie reálneho efektívneho výmenného kurzu, zatiaľ čo čistá medzinárodná investičná pozícia sa naďalej posilňovala, hoci pomalším tempom než v predchádzajúcich rokoch. Nominálne jednotkové náklady práce vzrástli v dôsledku výrazného rastu miezd, pričom sa predpokladá, že budú v kontexte prehrievania na trhu práce ďalej rásť. Napriek zhodnoteniu reálneho efektívneho výmenného kurzu došlo v posledných rokoch k určitému nárastu podielov na vývoznom trhu. Ceny obytných nehnuteľností a hypotekárne úvery začali rásť ešte rýchlejšie a vyžadujú si dôkladné monitorovanie. Súkromný dlh je však mierny, a to vrátane dlhu domácností, ktorý je stabilný. Verejný dlh je nízky a naďalej klesá, k čomu prispieva prebytok rozpočtu verejnej správy. Rast záväzkov finančného sektora sa v roku 2017 výrazne zrýchlil a prekročil orientačnú prahovú hodnotu. Bolo to spôsobené najmä nákupom vkladov denominovaných v CZK osobami, ktoré nemajú pobyt v Česku, pred uplynutím záväzku týkajúceho sa výmenného kurzu. Miera nezamestnanosti ďalej klesala a trh práce je veľmi prehriaty.

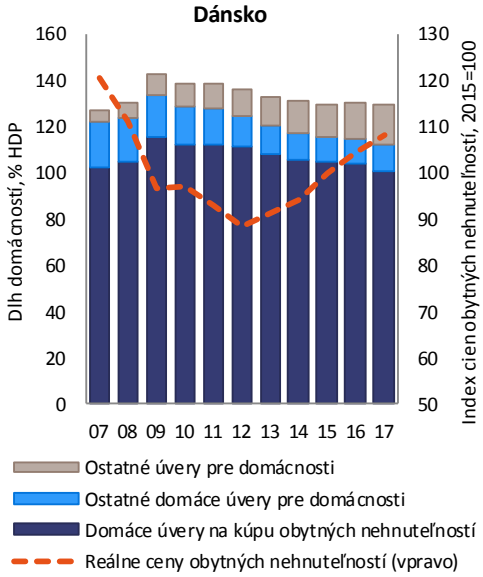
Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa konkurencieschopnosti a tlakov na trhu s obytnými nehnuteľnosťami, hoci v tejto fáze sa zdá, že riziká sú pod kontrolou. Komisia preto

v tejto fáze nepovažuje za potrebné vykonávať v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe ďalšiu hĺbkovú analýzu.

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

Saldo bežného účtu naďalej vykazuje vysoké prebytky. Po sebe nasledujúce prebytky viedli k vysokej kladnej čistej medzinárodnej investičnej pozícii, čím sa vytvoril kladný čistý prvotný dôchodok, ktorý posilňuje kladné saldo bežného účtu. Rast jednotkových nákladov práce je obmedzený aj v prípade, že prehriatejší trh práce vyvíja tlak na mzdy a dynamika produktivity je nevýrazná. Rast podielov na vývoznom trhu vo všeobecnosti stagnuje. Ceny obytných nehnuteľností aj napriek spomaleniu na vnútroštátnej úrovni naďalej rástli rýchlejšie v hlavných metropolitných oblastiach. Tento vývoj si zasluhuje zvýšenú pozornosť. Dlh domácností vyjadrený ako percentuálny podiel na HDP je aj naďalej najvyšší v EÚ, pričom vzhľadom na skromný úverový rast sa znižuje len pomaly. Domácnosti pokračovali vo zvyšovaní svojich úspor, čo odráža úsilie znížiť dlh, a zaviedli sa opatrenia makroprudenciálnej politiky s cieľom obmedziť prijímanie rizikových úverov. Na druhej strane zadlženosť podnikov zostáva mierna. Trh práce sa naďalej zlepšuje, rast zamestnanosti je stabilný a nedostatok pracovných síl je čoraz rozšírenejší.

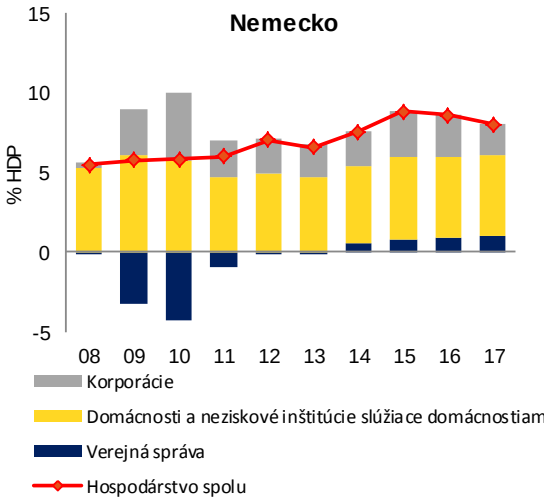
Graf A4: ***Dlh domácností a index cien obytných nehnuteľností***



Zdroj: Eurostat a ECB

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa bežného účtu, súkromného dlhu a sektora bývania, riziká sú však podľa všetkého pod kontrolou. Komisia preto v tejto fáze nebude v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe vykonávať ďalšiu hĺbkovú analýzu.

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



Zdroj: Útvary Komisie

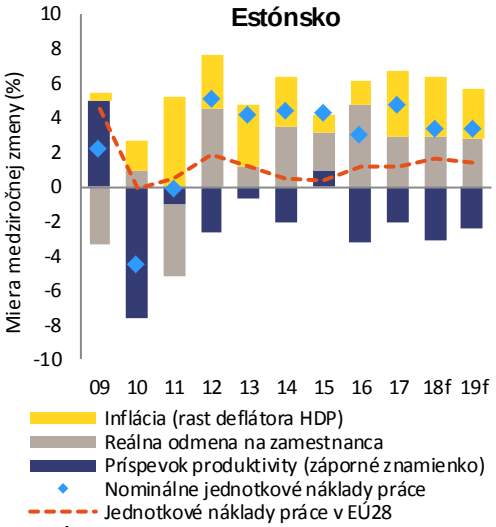
Nemecko: Komisia dospela v marci 2018 k záveru, že v Nemecku existujú *makroekonomické nerovnováhy* týkajúce sa najmä jeho vysokého prebytku bežného účtu, ktorý odráža utlmené investície v porovnaní s úsporami v súkromnom aj verejnom sektore. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne saldo bežného účtu a verejný dlh.

Bežný účet naďalej vykazuje veľmi vysoké prebytky, hoci sa v roku 2017 medziročne mierne znížil. Očakáva sa, že pri stabilnom raste domáceho dopytu sa prebytok bežného účtu bude naďalej zmenšovať, ale zostane na vysokej úrovni a spôsobí ďalšie zvýšenie čistej medzinárodnej investičnej pozície. Rast jednotkových nákladov práce zostáva mierny. Rast vývozu sa v roku 2017 posilnil, ale došlo k miernemu poklesu podielov na vývoznom trhu. Napriek nízkemu dlhu súkromného sektora pokračuje znižovanie jeho miery zadlženosti. Investície podnikov sa zároveň zvyšujú v pomere k HDP. Investície do obytných nehnuteľností naďalej rastú, ale stále zaostávajú za potrebami v oblasti bývania v metropolitných oblastiach. Rast reálnych cien obytných nehnuteľností a stavebných nákladov sa zvyšoval a zasluhuje si pozornosť, a to aj pokiaľ ide o regionálne rozdiely v cenách a dostupnosti bývania. Úverový rast sa postupne posilňuje. Miera úspor domácností zostáva na vysokej úrovni, a to aj napriek miernemu rastu miezd a silnej súkromnej spotrebe, čo odráža vyšší prílev distribuovaných príjmov právnických osôb. Verejný dlh sa naďalej znižoval a očakáva sa, že do roku 2019 klesne pod prahovú hodnotu 60 % HDP, zatiaľ čo značné oneskorenie verejných investícií zostáva. Celková nezamestnanosť, ako aj nezamestnanosť mladých ľudí a dlhodobá nezamestnanosť ešte viac klesli a zostávajú na veľmi nízkej úrovni.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa pretrvávajúceho prebytku úspor nad investíciami, ktorý sa odráža vo vysokom a len postupnom sa znižujúcom prebytku bežného účtu, čo zdôrazňuje potrebu pokračovať v obnove rovnováhy. Komisia preto aj vzhľadom na zistenie nerovnováhy v marci 2018 považuje za užitočné ďalej skúmať pretrvávanie nerovnováh alebo ich odstraňovanie.

Estónsko: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli v Estónsku zistené *žiadne makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačnú prahovú hodnotu rast nominálnych jednotkových nákladov práce.

Graf A6: ***Rozčlenenie jednotkových nákladov práce***



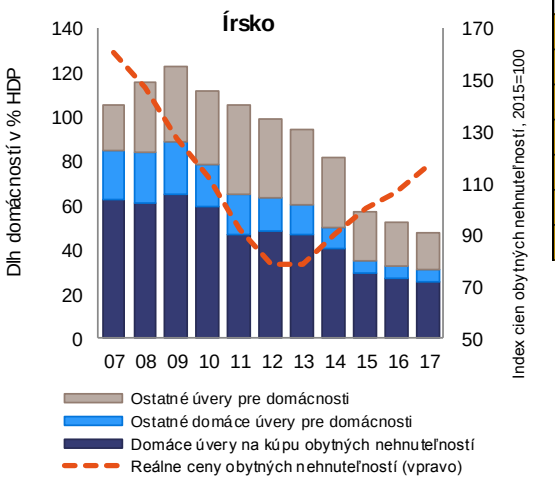
Zdroj: Útvary Komisie

Prebytok bežného účtu sa v roku 2017 ešte viac zvýšil a čistá medzinárodná investičná pozícia sa zlepšila tak, že dosiahla úroveň v rámci prahovej hodnoty. Nominálne jednotkové náklady práce naďalej rastú rýchlym tempom, ktoré odráža infláciu a výrazný rast miezd. Dynamika produktivity bola nevýrazná, čo sa do istej miery odrazilo na ukazovateľoch nákladovej konkurencieschopnosti. Reálny efektívny výmenný kurz sa naďalej zhodnocoval, zatiaľ čo podiely na vývoznom trhu boli stabilné. Rast reálnych cien obytných nehnuteľností bol v posledných rokoch dynamický, ale v roku 2017 sa spomalil na miernu úroveň. Znižovanie miery zadlženosti súkromného sektora prebieha, zatiaľ čo úroveň verejného dlhu je veľmi nízka. Trh práce sa prehrieva, ale prílev migrantov do určitej miery zmiernil nedostatok pracovných síl.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa nominálnych jednotkových nákladov práce, riziká sú však podľa všetkého pod kontrolou. Komisia preto v tejto fáze nebude v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe vykonávať ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Írsko: Komisia dospela v marci 2018 k záveru, že v Írsku existujú *makroekonomické nerovnováhy* zahŕňajúce najmä slabé miesta spôsobené veľkými objemami verejného a súkromného dlhu a čistých zahraničných záväzkov. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia, reálny efektívny výmenný kurz, súkromný dlh, verejný dlh a ročná zmena reálnych cien obytných nehnuteľností.

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



Zdroj: Eurostat, útvary Komisie a ECB

Pozícia bežného účtu vykázala v roku 2017 veľký prebytok v porovnaní so značným deficitom v roku 2016 a prebytkami v predchádzajúcich rokoch. K týmto výkyvom v salde bežného účtu v posledných rokoch prispeli volatilita dovozu duševného vlastníctva a zmluvná výroba. [37] Čistá medzinárodná investičná pozícia sa neustále zlepšuje, ale zostáva vysoko záporná, a to najmä v dôsledku činností nadnárodných spoločností s obmedzenými prepojeniami na domáce hospodárstvo. Silný rast produktivity, ktorý sa zvyšuje aj v dôsledku činností nadnárodných spoločností, v posledných rokoch prispel k zlepšeniu konkurencieschopnosti. Súkromný dlh zostáva veľmi vysoký, hoci naďalej klesá. Domácnosti pokračovali v znižovaní svojho dlhu a írske banky znížili svoje expozície voči domácim spoločnostiam, čo naznačuje pokračujúce znižovanie miery zadlženosti podnikov. Situácia domácich nefinančných spoločností sa vzhľadom na podiel nadnárodných spoločností na celkovom podnikovom dlhu posudzuje ťažšie. Rast cien obytných nehnuteľností je od roku 2014 veľmi dynamický, najmä v dôsledku obmedzení dodávok, a vyžaduje si dôkladné monitorovanie. V dôsledku silného hospodárskeho rastu pomer verejného dlhu k HDP klesá, ale zostáva vysoký. Podiel zlyhaných úverov v posledných rokoch klesal, zostáva však na vysokej úrovni. Hoci sú banky dostatočne kapitalizované, úrovne tvorby rezerv sa znížili. Ich ziskovosť, hoci je stále nevýrazná, sa postupne zlepšuje. Miera nezamestnanosti klesla v roku 2017 pod prahovú hodnotu PMN a dlhodobá nezamestnanosť a nezamestnanosť mladých ľudí naďalej klesajú.

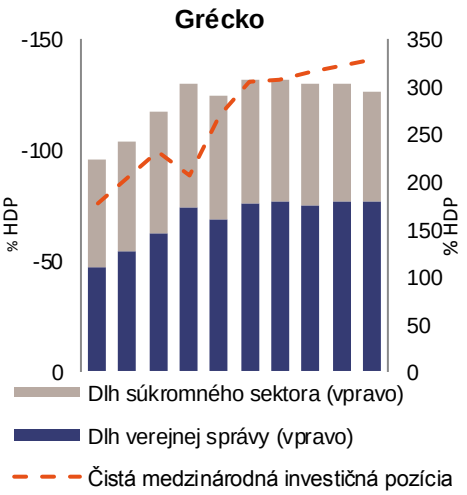
Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa volatility zahraničnej pozície a objemu súkromného a verejného dlhu, ako aj rýchleho rastu cien obytných nehnuteľností a relatívne vysokého podielu zlyhaných úverov. Komisia preto aj vzhľadom na zistenie nerovnováh v marci 2018 považuje za vhodné ďalej skúmať pretrvávanie nerovnováh alebo ich odstraňovanie.

[37] Zmluvná výroba je proces, v ktorom nadnárodné spoločnosti so sídlom v danej krajine vydávajú zmluvy zahraničným firmám na účely výroby tovaru v ich mene. Keďže spoločnosti so sídlom v danej krajine tieto tovary vlastnia, ich predaj sa zaznamenáva ako vývoz danej krajiny, v ktorej sídlia, hoci nevstupujú do domáceho hospodárstva.

Grécko: Na Grécko sa od roku 2010 až do nedávna vzťahovali programy finančnej pomoci. Dohľad nad nerovnováhami a opravné opatrenia sa preto uskutočnili v kontexte programov, a nie v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe. V posledných rokoch Grécko podniklo dôležité kroky na zníženie nerovnováh v tokoch a na riadenie súvisiacich rizík, ale očakáva sa, že nerovnováhy súvisiace so stavmi, ktoré sú dedičstvom minulosti, sa udržia. Toto sa odráža v aktualizovanej hodnotiacej tabuľke, v ktorej prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia, straty podielov na vývoznom trhu, verejný dlh a miera nezamestnanosti.

Hoci má súkromný sektor kladnú čistú medzinárodnú investičnú pozíciu, vysoký podiel verejného zahraničného dlhu má za následok celkovo výrazne zápornú čistú medzinárodnú investičnú pozíciu. Hoci veľká časť zahraničného verejného dlhu bola poskytnutá pri veľmi výhodných sadzbách, v záujme dlhodobej udržateľnosti čistej medzinárodnej investičnej pozície bude potrebné, aby sa nedávne zlepšenia v bežnom účte udržali v prostredí rastúceho domáceho dopytu. Za posledných päť rokov boli zaznamenané významné straty podielov na vývoznom trhu, ale zdá sa, že tento trend sa v roku 2017 zvrátil. Pomer verejného dlhu k HDP je veľmi vysoký, aj keď sa očakáva jeho pokles a jeho udržateľnosť má oporu v dohode Euroskupiny z júna 2018. Ceny obytných nehnuteľností v reálnom vyjadrení v roku 2017 naďalej klesali, ale začiatkom roka 2018 sa stabilizovali. Úverový rast zostáva záporný, keďže pokračuje znižovanie miery zadlženosti súkromného sektora. Vysoký objem zlyhaných úverov bráni obnoveniu zdravého toku úverov do ekonomiky, ktoré je potrebné na podporu rastu v strednodobom horizonte. Nezamestnanosť klesá, ale zostáva na vysokej úrovni, najmä pokiaľ ide o dlhodobú nezamestnanosť a nezamestnanosť mladých ľudí.

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



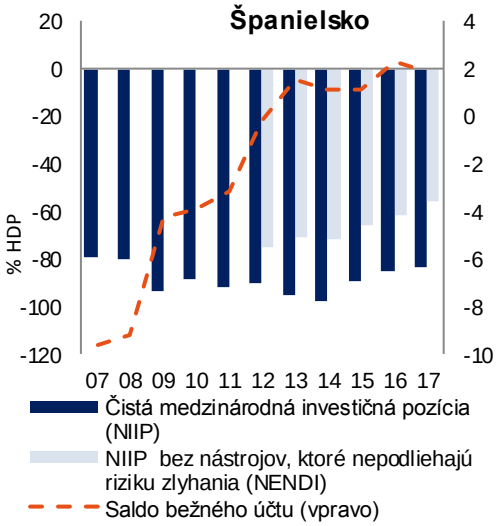
Zdroj: Eurostat

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy spojené s vysokým verejným a zahraničným dlhom, nízkymi úsporami a vysokým objemom zlyhaných úverov, a to všetko v kontexte vysokej nezamestnanosti, nízkeho rastu produktivity a stagnujúcej investičnej činnosti. Komisia preto považuje za vhodné ďalej skúmať príslušné riziká v rámci hĺbkovej analýzy s cieľom posúdiť, či existuje nerovnováha.

Španielsko: V marci 2018 Komisia dospela k záveru, že v Španielsku existujú *makroekonomické nerovnováhy*, najmä pokiaľ ide o riziká týkajúce sa vysokej úrovne zahraničného a vnútorného dlhu, a to súkromného aj verejného, v kontexte vysokej nezamestnanosti. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia, miera zadlženosti súkromného a verejného sektora, miera nezamestnanosti a rast miery ekonomickej aktivity obyvateľstva.

Obnovovanie vonkajšej rovnováhy pokračovalo, aj keď relatívne pomaly, a hoci čistá medzinárodná investičná pozícia sa zlepšila, stále zostáva veľmi vysoká. Nominálny rast jednotkových nákladov práce bol v kontexte obmedzeného rastu miezd a nízkeho rastu produktivity stabilný. Rast vývozného trhu bol v medziročnom porovnaní mierny, a to aj napriek miernemu zhodnoteniu reálneho efektívneho výmenného kurzu v roku 2017. Dlh súkromného sektora počas celého roka 2017 naďalej klesal, a to najmä v prípade spoločností, potreba znižovania miery zadlžovania však pretrváva. Okrem toho začali opäť prúdiť nové úvery, čo prispelo k oživeniu investícií. V prípade domácností je tempo znižovania dlhu brzdené aj výrazným zvýšením objemu spotrebiteľských úverov. V súvislosti s predchádzajúcim podhodnotením sa ceny obytných nehnuteľností v posledných rokoch obnovovali. V posledných rokoch bol hlavnou hnacou silou znižovania deficitu verejných financií silný hospodársky rast, ale pretrvávajúce deficity naznačujú, že miera zadlženosti verejného sektora sa znižuje len pomaly. Nezamestnanosť rýchlo klesá, ale stále zostáva veľmi vysoká, najmä medzi mladými ľuďmi. Nízky rast produktivity zároveň spôsobuje, že rast konkurencieschopnosti závisí od nákladových výhod.

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

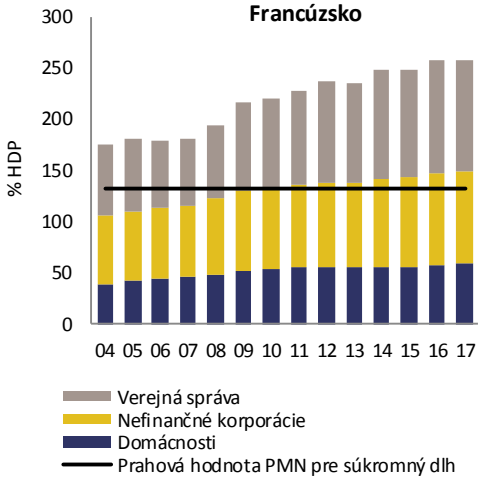


Zdroj: Útvary Komisie

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa vonkajšej udržateľnosti, súkromného a verejného dlhu a korekcií trhu práce, a to v kontexte slabého rastu produktivity. Komisia preto aj vzhľadom na zistenie nerovnováh v marci 2018 a na ich cezhraničný význam považuje za užitočné ďalej skúmať pretrvávanie nerovnováh alebo ich odstraňovanie.

Francúzsko: Komisia dospela v marci 2018 k záveru, že vo Francúzsku existujú *makroekonomické nerovnováhy*, najmä pokiaľ ide o vysoký verejný dlh a slabú konkurencieschopnosť v kontexte nízkeho rastu produktivity. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke sa ukazovatele dlhu verejného a súkromného sektora a miery nezamestnanosti nachádzajú buď na úrovni alebo nad úrovňou orientačnej prahovej hodnoty.

Graf A10: ***Dlh v jednotlivých odvetviach hospodárstva***



Zdroj: Eurostat

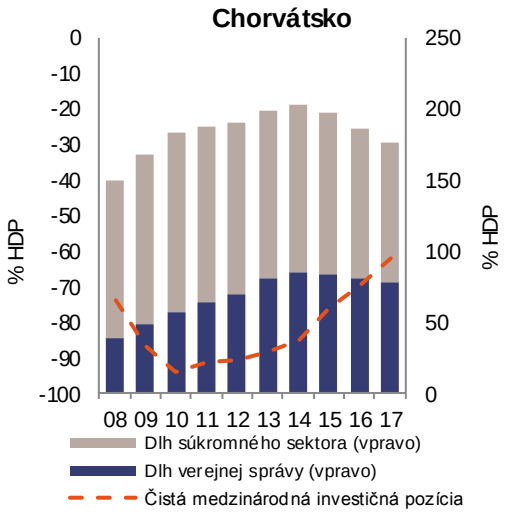
Deficit bežného účtu bol v roku 2017 vo všeobecnosti stabilný, zatiaľ čo čistá medzinárodná investičná pozícia sa zhoršila. Napriek zvýšeniu rastu vývozu došlo v roku 2017 k určitým malým stratám podielov na vývoznom trhu, zatiaľ čo reálny efektívny výmenný kurz sa stabilizoval. V dôsledku zmiernenia vývoja miezd bol rast jednotkových nákladov práce obmedzený. Dynamika produktivity však naďalej stagnovala. Slabé miesta vyplývajúce z vysokého a stále rastúceho verejného dlhu sú aj naďalej hlavným zdrojom obáv. Kombinácia vysokého verejného a súkromného dlhu predstavuje ďalšie slabé miesto. Dlh súkromného

sektora je pomerne vysoký, najmä v prípade nefinančných spoločností, zatiaľ čo úverový rast sa mierne zvyšuje. Reálne ceny obytných nehnuteľností mierne vzrástli. Situácia na trhu práce sa zlepšuje, pričom ukazovateľ nezamestnanosti sa pohybuje v rámci prahovej hodnoty.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa vysokej zadlženosti a slabej konkurencieschopnosti, a to v kontexte slabého rastu produktivity. Komisia preto aj vzhľadom na zistenie nerovnováhy v marci 2018 považuje za vhodné ďalej skúmať pretrvávanie nerovnováh alebo ich odstraňovanie.

Chorvátsko: Komisia dospela v marci 2018 k záveru, že v Chorvátsku existujú *nadmerné makroekonomické nerovnováhy* súvisiace s vysokou úrovňou verejného, súkromného a zahraničného dlhu, pričom všetky tieto dlhy sú vo veľkej miere denominované v zahraničnej mene, a to v kontexte nízkeho potenciálneho rastu. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia, verejný dlh a miera nezamestnanosti.

Graf A11: Čistá medzinárodná investičná pozícia, súkromný dlh a verejný dlh



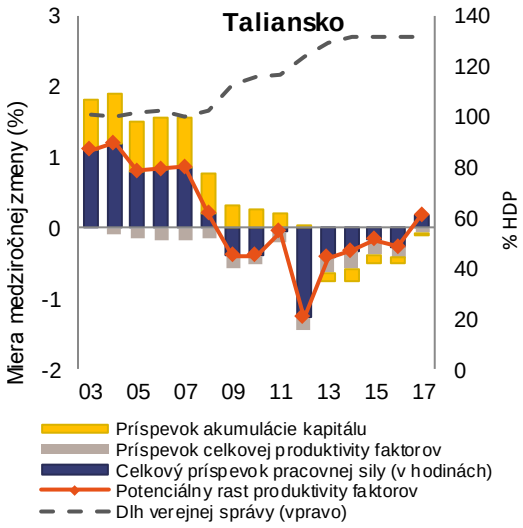
Zdroj Eurostat

Záporná čistá medzinárodná investičná pozícia, ktorá do veľkej miery odzrkadľuje priame zahraničné investície, sa v dôsledku rozširujúceho sa prebytku bežného účtu posilnila, hoci stále prekračuje prahovú hodnotu a je vystavená pretrvávajúcim rizikám súvisiacim s menou. Záporný rast nominálnych jednotkových nákladov práce poukazuje na ďalší rast nákladovej konkurencieschopnosti, hoci reálny efektívny výmenný kurz bol stabilný. Chorvátsko preto v roku 2017 naďalej získavalo podiely na trhu, ale pomalším tempom než v predchádzajúcich rokoch. Dlh súkromného sektora sa aj napriek obnove úverových tokov v roku 2017 naďalej znižoval. Zníženie objemu zlyhaných úverov v bankovom sektore sa spomalilo a veľký podiel úverov poskytovaných nefinančným korporáciám zostáva zlyhaný. Miera zadlženosti verejného sektora v roku 2017 ďalej klesala, a to aj v dôsledku zlepšenia salda verejných financií. Miera nezamestnanosti sa aj naďalej znižovala. Účasť na trhu práce však zostáva veľmi nízka a v spojení so stagnujúcim vývojom v oblasti produktivity aj naďalej ovplyvňuje potenciálny rast. Riziká spojené s najväčším zamestnávateľom v krajine, spoločnosťou Agrokor, sa znížili po tom, ako jeho veritelia prijali plán reštrukturalizácie dlhu.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na stále vysoké, ale klesajúce úrovne dlhu a expozície voči menovým rizikám vo všetkých odvetviach hospodárstva a význam vyššieho potenciálneho rastu pre trvalú nápravu. Komisia preto aj vzhľadom na zistenie nadmernej nerovnováhy v marci 2018 považuje za užitočné ďalej skúmať pretrvávanie makroekonomických rizík a sledovať napredovanie v odstraňovaní nadmerných nerovnováh.

Taliansko: Komisia dospela v marci 2018 k záveru, že v Taliansku existujú *nadmerné makroekonomické nerovnováhy* zahŕňajúce najmä riziká vyplývajúce z veľmi vysokého verejného dlhu a dlhotrvajúcej slabej dynamiky produktivity v kontexte vysokej miery zlyhaných úverov a nezamestnanosti. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračujú orientačnú prahovú hodnotu dva ukazovatele, a to konkrétne verejný dlh a miera nezamestnanosti.

Graf A12: ***Potenciálny rast a verejný dlh***



Zdroj: Útvary Komisie

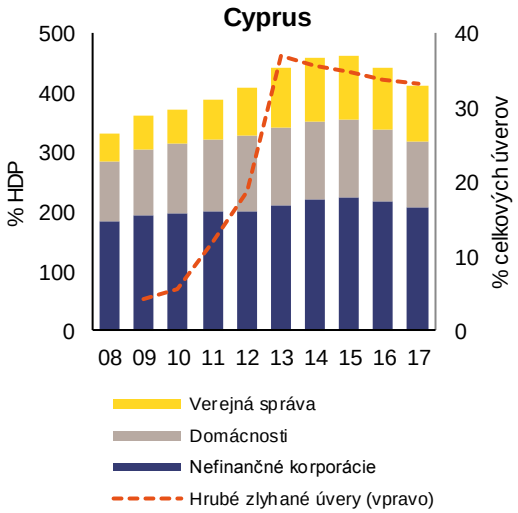
Zahraničná pozícia je vzhľadom na prebytky bežného účtu a zlepšujúcu sa čistú medzinárodnú investičnú pozíciu pomerne silná. Hoci miera zadlženosti verejného sektora sa v roku 2017 stabilizovala na veľmi vysokej úrovni, zníženiu pomeru dlhu k HDP v budúcnosti bránia fiškálne plány vlády, slabšie oživenie, než sa očakávalo, a vyššie náklady na prijaté úvery a pôžičky. Na potenciálny rast Talianska zároveň vplýva slabý rast produktivity a zmenšovanie sa populácie v produktívnom veku. Nízky rast produktivity pramení z dlhodobých štrukturálnych nedostatkov vrátane podnikateľského prostredia, ktoré je menej priaznivé ako v partnerských krajinách, finančných obmedzení, nedostatku vysokokvalifikovaných ľudí a nízkej úrovne investícií do nehmotných aktív. Ozdravenie súvahy bánk pokročilo a taliansky bankový sektor sa v roku 2017 opäť stal ziskovým. Slabé miesta však pretrvávajú, a to najmä v prípade stredných a malých bánk, ktoré majú stále veľké objemy zlyhaných úverov, ktoré sú dedičstvom minulosti, a sú viac vystavené riziku štátneho dlhu než veľké banky. Podmienky na trhu práce sa postupne zlepšujú, ale miera nezamestnanosti je stále vysoká, výrazne nad úrovňou z obdobia pred krízou, a to najmä v prípade mladých ľudí a dlhodobo nezamestnaných. Celková miera účasti na trhu práce sa zvyšuje, ale stále je pod priemerom eurozóny. V dôsledku prebiehajúceho oživenia sa makroekonomické nerovnováhy v Taliansku prestali zhoršovať, ale zostávajú značné a odstraňujú sa iba postupne. Spomalenie rastu reálneho HDP a obnovené napätie na trhu so štátnymi dlhopismi by mohlo ohroziť pokrok, ktorý sa doteraz dosiahol.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa vysokej úrovne verejného dlhu v kontexte vyššej volatility trhu a vysokej nezamestnanosti. Dynamika produktivity zostáva v dôsledku obnovených obáv v súvislosti so slučkou spätnej väzby medzi bankovým sektorom a štátom slabá. Komisia preto aj vzhľadom na zistenie nadmernej nerovnováhy v marci 2018 považuje za vhodné ďalej skúmať pretrvávanie makroekonomických rizík a sledovať napredovanie v odstraňovaní nadmerných nerovnováh.

Cyprus: Komisia dospela v marci 2018 k záveru, že na Cypre existujú *nadmerné makroekonomické nerovnováhy* zahŕňajúce najmä veľký objem súkromného, verejného a zahraničného dlhu a vysoký podiel zlyhaných úverov v bankovom systéme. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty v roku 2017 niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne bežný účet, čistá medzinárodná investičná pozícia, reálny efektívny výmenný kurz, dlh súkromného sektora, verejný dlh, miera nezamestnanosti a zmena v miere účasti na trhu práce.

Deficit bežného účtu sa na pozadí silného rastu dovozu v roku 2017 zvýšil a záporná čistá medzinárodná investičná pozícia zostáva výrazná. Keďže jednotkové náklady práce nepatrne narástli a reálny efektívny výmenný kurz sa stabilizoval, úprava nákladovej konkurencieschopnosti sa znížila. Úroveň súkromnej zadlženosti patrí medzi najvyššie v EÚ, tak v prípade domácností, ako aj podnikov, a proces znižovania miery zadlženosti je pomalý. Najmä úspory domácností sú záporné. Úprava reálnych cien obytných nehnuteľností smerom nadol dosiahla svoj najnižší bod a ceny obytných nehnuteľností sa začali mierne zvyšovať. Veľmi vysoký objem zlyhaných úverov bráni toku úverov do ekonomiky, ktorý je potrebný na podporu potenciálneho rastu v strednodobom horizonte. Pomer verejného dlhu k HDP zostáva veľmi vysoký. Nezamestnanosť sa rýchlo znižuje, ale stále ostáva vysoká, najmä pokiaľ ide o nezamestnanosť mladých ľudí, hoci za posledné tri roky sa dlhodobá nezamestnanosť a nezamestnanosť mladých ľudí zlepšila.

Graf A13: ***Dlh a zlyhané úvery***

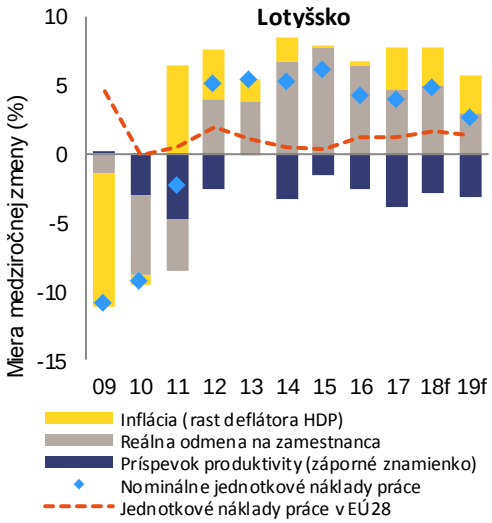


Zdroj: Eurostat a ECB

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa vonkajšej udržateľnosti, verejného a súkromného dlhu, slabých miest vo finančnom sektore a korekcií trhu práce. Komisia preto aj vzhľadom na zistenie nadmernej nerovnováhy v marci 2018 považuje za užitočné ďalej skúmať pretrvávanie makroekonomických rizík a sledovať napredovanie v odstraňovaní nadmerných nerovnováh.

Lotyšsko: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli v Lotyšsku zistené *žiadne makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačnú prahovú hodnotu niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia a rast jednotkových nákladov práce.

Graf A14: ***Rozčlenenie jednotkových nákladov práce***



Zdroj: Útvary Komisie

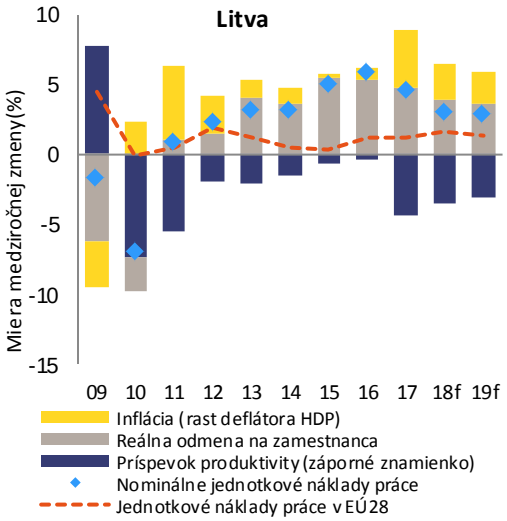
Bežný účet je vo všeobecnosti vyvážený a záporná čistá medzinárodná investičná pozícia, ktorá z veľkej časti pozostáva z priamych zahraničných investícií, sa vzhľadom na silný rast nominálneho HDP zlepšila, hoci stále zostáva nad prahovou hodnotou. Jednotkové náklady práce už niekoľko rokov relatívne rýchlo rastú, čo odzrkadľuje silný rast miezd a prehriaty trh práce a ukazovateľ zostal od roku 2014 nad prahovou hodnotou hodnotiacej tabuľky. Vplyv na vonkajšiu cenovú konkurencieschopnosť a vývoznú výkonnosť bol zatiaľ obmedzený, pričom čiastočne ho tlmili zmenšené ziskové rozpätia. V budúcnosti sa očakáva, že vzhľadom na ďalšie prehrievanie na trhu práce zostane rast miezd silný. Celkovo tento vývoj predstavuje riziko pre konkurencieschopnosť krajiny a vyhliadky na rast v strednodobom horizonte. Rast reálnych cien obytných nehnuteľností zostáva dynamický. Zatiaľ čo v roku 2017 sa rast cien obytných nehnuteľností v porovnaní s rokom

2016 spomalil, v prvom polroku 2018 sa znovu zrýchlil. Celkovo bol úverový rast utlmený. Verejný a súkromný dlh sú pomerne nízke.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa dynamiky na trhu práce a vonkajšej konkurencieschopnosti, hoci v tejto fáze sa zdá, že riziká sú pod kontrolou. Komisia preto v tejto fáze nepovažuje za potrebné vykonávať v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Litva: V predchádzajúcich kolách postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli v Litve zistené *žiadne makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia a nominálne jednotkové náklady práce.

Graf A15: ***Rozčlenenie jednotkových nákladov práce***



Zdroj: Útvary Komisie

Bežný účet je vo všeobecnosti vyvážený a vzhľadom na silný rast nominálneho HDP sa záporná čistá medzinárodná investičná pozícia, ktorá z veľkej časti pozostáva z priamych zahraničných investícií, zlepšila, hoci zostáva mierne nad prahovou hodnotou. Rast jednotkových nákladov práce je už roky relatívne vysoký a ukazovateľ presahuje prahovú hodnotu hodnotiacej tabuľky od roku 2015, čo je spôsobené vysokým rastom miezd odzrkadľujúcim prehriaty trh práce a okrem iných faktorov aj rýchly nárast minimálnej mzdy od roku 2016. Vplyv rastúcich nákladov práce na vonkajšiu nákladovú konkurencieschopnosť a vývoznú výkonnosť bol doteraz obmedzený, pričom čiastočne ho tlmili znížené ziskové rozpätia, čo samo osebe nemusí byť z dlhodobého hľadiska udržateľné. V budúcnosti sa očakáva, že rast miezd zostane silný v kontexte klesajúcej nezamestnanosti a prehrievania na trhu práce. Tento vývoj môže celkovo vplývať na konkurencieschopnosť krajiny a na vyhliadky na rast v strednodobom horizonte. Rast cien obytných nehnuteľností bol v posledných rokoch dynamický a postupne sa zvyšoval, hoci stále je pod prahovou hodnotou. Úverový rast sa zvýšil. Verejný aj súkromný dlh sú aj naďalej pomerne nízke a stabilné.

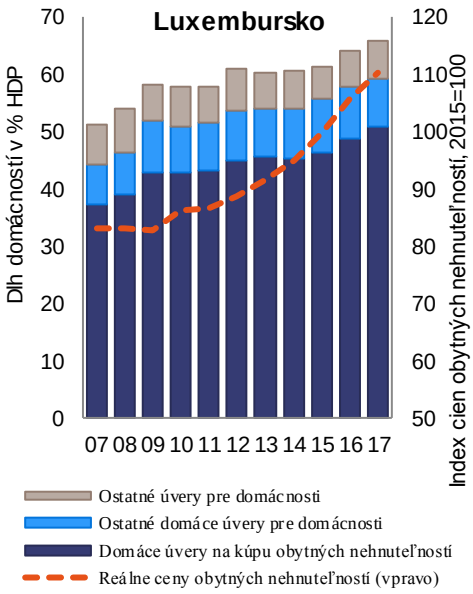
Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa jednotkových nákladov práce a vonkajšej konkurencieschopnosti, hoci v tejto fáze sa zdá, že riziká sú pod kontrolou. Komisia preto v tejto fáze nepovažuje za potrebné vykonávať v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Luxembursko: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli v Luxembursku zistené *žiadne makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne zadlženosť súkromného sektora, zmena v miere ekonomickej aktivity obyvateľstva a miera dlhodobej nezamestnanosti.

Zahraničná pozícia aj naďalej vykazuje stabilný prebytok bežného účtu a kladnú a konštantnú čistú medzinárodnú investičnú pozíciu. Postavenie krajiny ako medzinárodného finančného centra má však

na číselné údaje významnejší vplyv než činnosť domácej ekonomiky. Kumulovaný rast podielov na vývoznom trhu sa stabilizoval. Nedávno sa však zaznamenali niektoré trhové straty, ktoré boli čiastočne spôsobené zhoršením nákladovej konkurencieschopnosti, ktorá sa zase zhoršila v dôsledku výraznejšieho rastu jednotkových nákladov práce a rastu dovozných cien. Za posledné desaťročie rástli reálne ceny obytných nehnuteľností v relatívne vysokej miere, čo si celkovo aj naďalej vyžaduje dôkladné monitorovanie. K zvýšeniu cien obytných nehnuteľností dochádza v kontexte dynamického trhu práce v spojení so značnými čistými migračnými tokmi a priaznivými podmienkami financovania, pričom ponuka je relatívne obmedzená a aj naďalej nedostatočná na zmiernenie vysokého dopytu. Dostupnosť bývania sa aj naďalej zhoršuje vzhľadom na neustály rast cien obytných nehnuteľností. Zadlženosť podnikov je veľmi vysoká, väčšinou sa však týka cezhraničných vnútropodnikových úverov. Objem dlhu domácností, najmä hypoték, sa neustále zvyšuje, čo odráža dynamiku trhu s nehnuteľnosťami a priaznivé úverové podmienky. Hoci nižšie úrokové sadzby a dlhšia lehota splatnosti hypoték zredukovali finančnú záťaž pre domácnosti a väčšina nových hypotekárnych úverov je stanovená na základe pevných sadzieb, veľké množstvo zadlžených domácností je naďalej vystavené zvyšovaniu úrokových sadzieb. Riziká pre finančnú stabilitu krajiny však zmierňuje stabilita bankového sektora. Verejný dlh zostáva aj naďalej veľmi nízky. Napriek nedávnemu spomaleniu hospodárskeho rastu sa trh práce prehrieva a nezamestnanosť ďalej klesá.

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

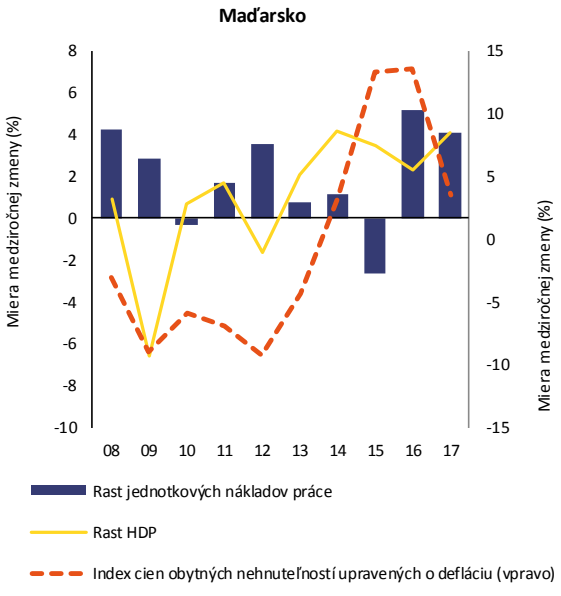


Zdroj: Eurostat a ECB

Celkovo ekonomické závery naznačujú určité obmedzené riziká týkajúce sa nepretržite stúpajúcich cien bývania a dlhu domácností. Komisia preto v tejto fáze nebude v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe vykonávať ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Maďarsko: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli v Maďarsku identifikované *žiadne makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračujú orientačnú prahovú hodnotu niektoré ukazovatele, a to konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia a verejný dlh.

Graf A17: ***HDP, jednotkové náklady práce a ceny obytných nehnuteľností***



Zdroj: Útvary Komisie

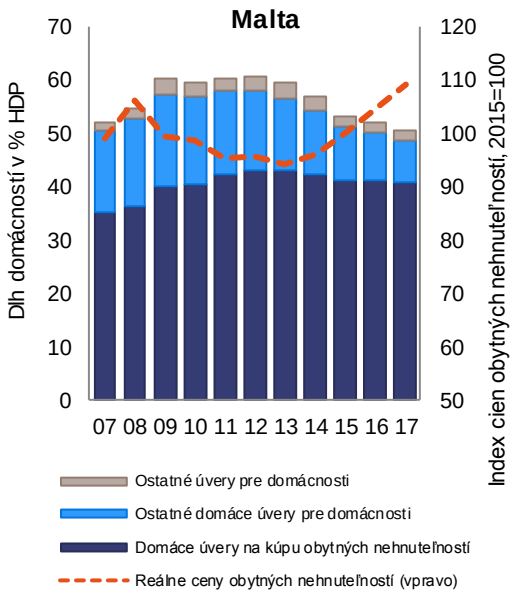
Prebytok bežného účtu v posledných rokoch vyvolal rýchle a trvalé zlepšenie zápornej čistej medzinárodnej investičnej pozície, ktorá do veľkej miery odráža aj priame zahraničné investície. V roku 2017 podiely na vývoznom trhu narástli, k čomu prispel

rastúci automobilový priemysel. Nominálne jednotkové náklady práce sa v kontexte prehrievania na trhu práce podstatne zvyšovali. Zvýšenie administratívnych miezd takisto prispelo k zvýšeniu nákladov na prácu, ale čiastočne sa vyrovnalo znížením príspevkov zamestnávateľov na sociálne zabezpečenie. Úverové toky do súkromného sektora dosiahli kladné hodnoty, ale v roku 2017 sa objem úverov súkromného sektora naďalej znižoval. Rast reálnych cien obytných nehnuteľností sa po značnom zvýšení v predchádzajúcich rokoch zmiernil. Treba však venovať pozornosť vysokému oceňovaniu v určitých regiónoch a rýchlemu nárastu poskytovania hypotekárnych úverov. Prebiehajúce oživenie na trhu s nehnuteľnosťami môže prispieť k ďalšiemu zníženiu podielu zlyhaných úverov, ktorý je stále vysoký. Ziskovosť bankového sektora a jeho schopnosť absorbovať otrasy sa zlepšila. Napriek priaznivému hospodárskemu cyklu sa verejný dlh v dôsledku procyklickej fiškálnej politiky znižoval len postupne. Nezamestnanosť klesla na historicky najnižšiu úroveň a prehrievanie na trhu práce prispelo k rýchlemu rastu miezd, ktorý naďalej prevyšoval rast produktivity.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa trhu s obytnými nehnuteľnosťami a prehrievania na trhu práce, riziká sú však podľa všetkého pod kontrolou. Komisia v tejto fáze nebude v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe vykonávať ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Malta: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli na Malte zistené *žiadne makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačnú prahovú hodnotu saldo bežného účtu.

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



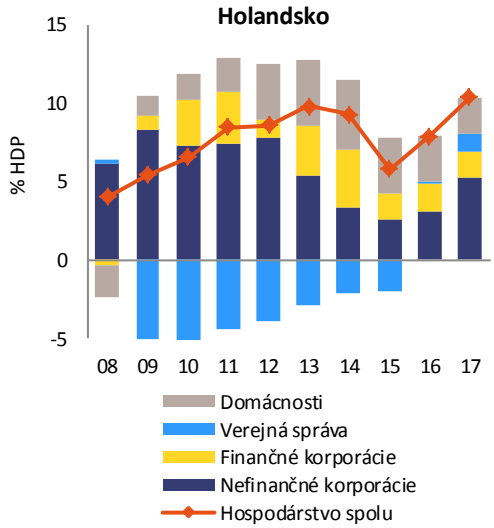
Zdroj: Eurostat a ECB

Vysoký prebytok bežného účtu sa v roku 2017 ešte viac zvýšil a dosiahol značne vysokú úroveň, čo sa časovo zhodovalo s výrazným zlepšením už aj tak kladnej čistej medzinárodnej investičnej pozície. Zahraničná pozícia však odráža skôr výkyvy v medzinárodne orientovanom podnikovom sektore než domáci vývoj. Vývoj nákladovej konkurencieschopnosti a vývoj reálneho efektívneho výmenného kurzu boli pomerne priaznivé, zatiaľ čo mierny vývoj miezd v spojení s pomerne vysokým rastom produktivity práce viedli k miernemu rastu jednotkových nákladov práce. Pomer dlhu súkromného sektora k HDP sa v roku 2017 výrazne znížil, pričom mal oporu v silnom raste nominálneho HDP. Hoci miera zadlženosti v podnikovom sektore je aj naďalej vysoká, miera rastu úverov pre domácnosti sa spomaľuje. Pomer verejného dlhu k HDP má stabilne klesajúcu tendenciu. Reálne ceny obytných nehnuteľností sa v roku 2017 zvýšili a je nevyhnutné ich sledovať. Silná hospodárska činnosť a obmedzené možnosti na investovanie súkromných úspor viedli konkrétne k obnovenému záujmu o trh s obytnými nehnuteľnosťami. Zlepšuje sa kvalita aktív v bankovom sektore a dostupné kapitálové rezervy sa zdajú dostatočné na pokrytie bezprostredných rizík, ktoré by sa mohli objaviť na trhu s obytnými nehnuteľnosťami alebo vo vnímanom inštitucionálnom rámci. Výkonnosť trhu práce je aj naďalej veľmi silná, pričom silný rast zamestnanosti sprevádza nízka nezamestnanosť, ktorá ďalej klesá.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa zahraničnej pozície a trhov s obytnými nehnuteľnosťami v kontexte silného hospodárskeho rastu, hoci v tejto fáze sa zdá, že riziká sú pod kontrolou. Komisia preto v tejto fáze nebude v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe vykonávať ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Holandsko: Komisia dospela v marci 2018 k záveru, že v Holandsku existujú *makroekonomické nerovnováhy* zahŕňajúce najmä vysoký objem súkromného dlhu a vysoký prebytok bežného účtu. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačnú prahovú hodnotu niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne priemer salda bežného účtu za tri roky, dlh súkromného sektora a rast reálnych cien obytných nehnuteľností.

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



Zdroj: Eurostat

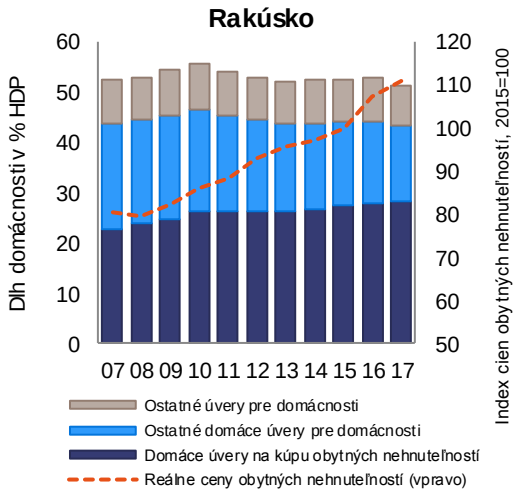
Prebytok bežného účtu zostáva veľmi vysoký a v roku 2017 sa ešte viac zvýšil, zatiaľ čo kladná čistá medzinárodná investičná pozícia mierne klesla. Zatiaľ čo všetky odvetvia sú čistými sporiteľmi, zvýšenie prebytku bežného účtu v roku 2017 bolo spôsobené najmä nefinančnými korporáciami s prebytkom úspor súvisiacim s pomerne vysokou ziskovosťou podnikov a pomerne nízkou mierou investícií. Vývoj jednotkových nákladov práce je v dôsledku rastu miezd v súlade s vývojom produktivity nevýrazný. Ak sa podnikový dlh chápe ako vnútroskupinový dlh nadnárodných spoločností, úroveň súkromného dlhu je vysoká. Dlh domácností je vysoký, pričom ho poháňa veľkorysé daňové zaobchádzanie s domovmi obývanými vlastníkmi a priaznivé sadzby hypoték. Zatiaľ čo dlh domácností ako podiel na HDP má klesajúcu tendenciu, nominálny dlh sa opäť zvyšuje. Na trhu s obytnými nehnuteľnosťami dochádza k výraznému oživeniu, keďže rast cien obytných nehnuteľností sa v roku 2017 ešte viac zrýchlil, a to aj v kontexte trhu s nájomným bývaním, ktorý nefunguje práve optimálne. Trh práce sa v dôsledku nízkej a klesajúcej nezamestnanosti prehrieva.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa vysokého dlhu domácností a veľkého prebytku domácich úspor. Komisia preto aj vzhľadom na zistenie nerovnováhy v marci 2018 považuje za vhodné ďalej skúmať pretrvávanie nerovnováh alebo ich odstraňovanie.

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

Prebytok bežného účtu bol v roku 2017 ustálený na miernej úrovni s mierne kladnou čistou medzinárodnou investičnou pozíciou. Podiely na vývoznom trhu boli stabilné. Rast jednotkových nákladov práce je nízky, k čomu prispieva zvýšenie rastu produktivity práce v spojení s obmedzeným rastom miezd. Reálne ceny obytných nehnuteľností v roku 2017 naďalej rástli, ale pomalším tempom než v roku 2016. Zatiaľ čo tento vývoj si vyžaduje monitorovanie, zvýšenie cien podľa všetkého nie je spôsobené úvermi a v oblasti úverového rastu možno pozorovať len malé zrýchlenie. Okrem toho sa pomaly znižuje miera zadlženosti podnikov a domácností. Aj verejný dlh pokračoval v poklese a v roku 2017 klesol v dôsledku silného hospodárskeho rastu a prebiehajúcej likvidácie aktív znárodnených finančných inštitúcií. Situácia v bankovom sektore sa ďalej zlepšovala aj v súvislosti s oživením v susedných krajinách. V týchto priaznivých hospodárskych podmienkach a vzhľadom na silný rast zamestnanosti sa miera nezamestnanosti výrazne znížila.

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



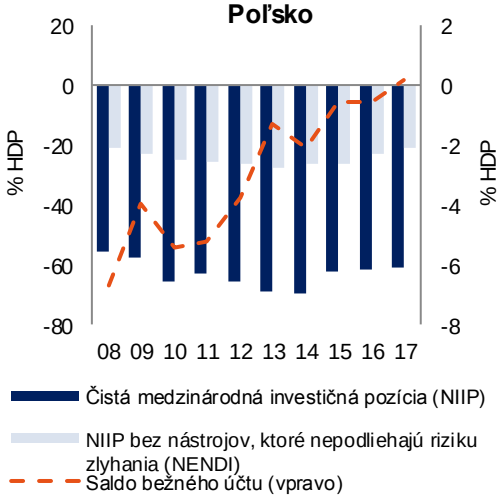
Zdroj: Eurostat a ECB

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

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

Saldo bežného účtu sa v roku 2017 zlepšilo na zhruba vyrovnanú pozíciu, zatiaľ čo záporná čistá medzinárodná investičná pozícia bola stabilná. Slabé miesta vo vzťahu k zahraničiu sú aj naďalej obmedzené, keďže veľkú časť zahraničných záväzkov predstavujú priame zahraničné investície. Podiely na vývoznom trhu v roku 2017 opäť výrazne narástli. Rast nominálnych jednotkových nákladov práce, ktorý sa časovo prekrýva s výrazným rastom produktivity a rastom miezd, je obmedzený. Pomer dlhu súkromného sektora k HDP sa v roku 2017 znížil v dôsledku silného rastu HDP a zhodnotenia poľského zlotého voči menám, v ktorých je denominovaná časť nesplateného dlhu. Verejný dlh,

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



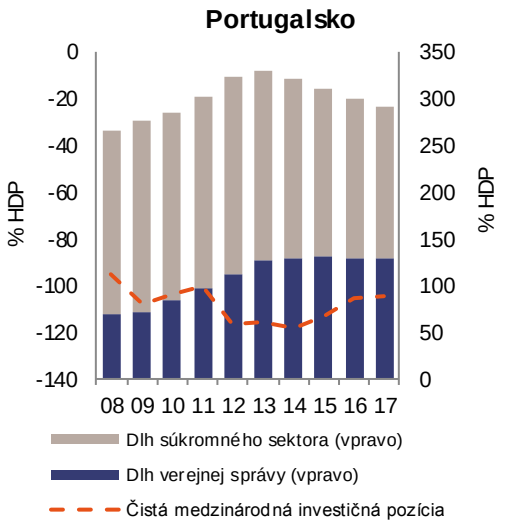
Zdroj: Útvary Komisie

meraný ako percentuálny podiel na HDP, ďalej klesal z už pomerne nízkych úrovní vzhľadom na rýchly nominálny hospodársky rast, nižší celkový deficit a posilnenie poľského zlotého. Riziká v bankovom sektore sú naďalej pod kontrolou. Silná výkonnosť trhu práce pretrvávala, čo viedlo k poklesu miery nezamestnanosti na veľmi nízku úroveň.

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

Portugalsko: Komisia dospela v marci 2018 k záveru, že v Portugalsku existujú *makroekonomické nerovnováhy* zahŕňajúce najmä vysoký objem zahraničných záväzkov, verejný a súkromný dlh a vysoký podiel zlyhaných úverov v kontexte slabého rastu produktivity. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia, verejný dlh, súkromný dlh, nezamestnanosť a rast reálnych cien obytných nehnuteľností.

Graf A22: ***Čistá medzinárodná investičná pozícia, súkromný dlh a verejný dlh***



Zdroj: Eurostat

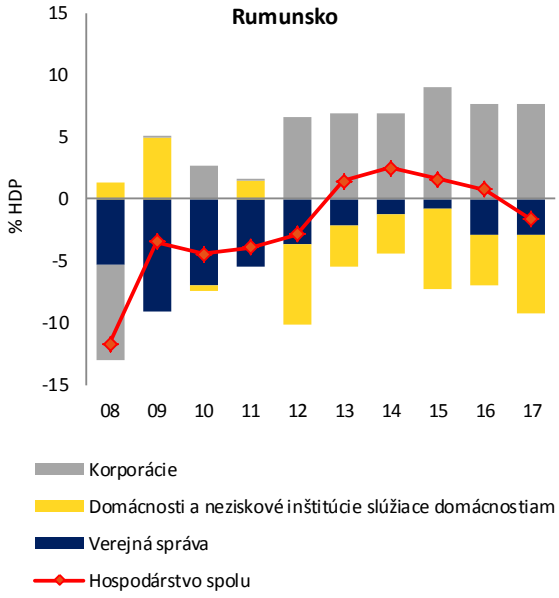
Pozícia bežného účtu je stabilná a vykazuje malý prebytok, zatiaľ čo čistá medzinárodná investičná pozícia zostáva výrazne záporná a predpokladá sa, že tempo úpravy zostane veľmi pomalé. Cenová konkurencieschopnosť sa v roku 2017 mierne zhoršila, keďže reálny efektívny výmenný kurz sa nepatrne zhodnotil. Rast nominálnych jednotkových nákladov práce mierne vzrástol, zatiaľ čo rast produktivity práce bol v roku 2017 záporný. Tento vývoj je však vo všeobecnosti v súlade s vývojom u obchodných partnerov a dochádza k nárastu podielov na vývoznom trhu. Prebieha znižovanie miery zadlženosti súkromného sektora a úverový rast je stále slabý. Verejný dlh je stále veľmi vysoký, ale predpokladá sa, že bude plynule klesať. Banky výrazne posilnili svoje súvahy a čistý príjem, slabé miesta však stále pretrvávajú, keďže objem zlyhaných úverov je napriek nedávnemu poklesu stále vysoký. Ceny obytných nehnuteľností si zachovávajú silný rast, ale v kontexte predchádzajúceho podhodnotenia a vo všeobecnosti stabilných hypotekárnych úverov. Trh práce, ktorý využíva výhody pozitívneho hospodárskeho cyklu, prešiel v posledných rokoch výrazným zlepšením a nezamestnanosť značne klesla.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa nerovnováh v objemových premenných, najmä čistých zahraničných záväzkov, verejného a súkromného dlhu, slabých miest v bankovom sektore a nízkeho rastu produktivity. Komisia preto aj vzhľadom na zistenie nerovnováhy v marci 2018 považuje za vhodné ďalej skúmať pretrvávanie nerovnováh alebo ich odstraňovanie.

Rumunsko: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli v Rumunsku zistené *žiadne makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačnú prahovú hodnotu jeden ukazovateľ, a to čistá medzinárodná investičná pozícia.

Deficit bežného účtu sa v roku 2017 naďalej zhoršoval v dôsledku zvýšenia dovozu, najmä pokiaľ ide o spotrebný tovar. Napriek zvyšujúcemu sa deficitu bežného účtu sa záporná čistá medzinárodná investičná pozícia, ktorá pozostáva najmä z priamych zahraničných investícií, ďalej zlepšovala v dôsledku silného rastu nominálneho HDP. Vývoz v roku 2017 pokračoval v dosahovaní dobrých výsledkov a Rumunsko získalo ďalšie podiely na vývoznom trhu. V dôsledku vyššieho rastu miezd, najmä vo verejnom sektore, sa však v roku 2017 výrazne zvýšili jednotkové náklady práce. Zatiaľ čo vývozná výkonnosť Rumunska bola doteraz silná, z predchádzajúcich skúseností vyplýva, že rast miezd vo verejnom sektore sa pravdepodobne prenesie aj do súkromného sektora, čo by mohlo následne viesť k oslabeniu nákladovej konkurencieschopnosti. Rast reálnych cien obytných nehnuteľností sa v roku 2017 nepatrne znížil a zostáva mierny. Bankový sektor je stále dostatočne kapitalizovaný a likvidný. Rast úverov pre súkromný sektor sa mierne zvýšil, ale zostáva utlmený. Miera nezamestnanosti sa v roku 2017 ešte viac znížila, čo odzrkadľuje prehrievanie na trhu práce, pričom miera účasti na trhu práce sa o niečo zlepšila. Vzhľadom na silný rast nominálneho HDP poklesol súkromný aj verejný dlh ako podiel na HDP a oba zostávajú pomerne nízke. Zámery fiškálnej politiky sú však nastavené tak, aby v strednodobom horizonte zostali expanzívne napriek priaznivým hospodárskym podmienkam a mohli by mať negatívny vplyv na verejný dlh a dynamiku bežného účtu. Zhoršujúci sa obchodný deficit a zrýchlenie rastu jednotkových nákladov práce sú spojené s pretrvávajúcou procyklickou fiškálnou politikou štátu, ktorá stimulovala už aj tak výrazne rastúce hospodárstvo prostredníctvom opakovaných daňových škrtov a zvýšenia miezd vo verejnom sektore. Okrem toho, časté a nepredvídateľné legislatívne zmeny prispievajú k neistému podnikateľskému prostrediu, ktoré má negatívny vplyv na obchodné rozhodnutia a investície, čo môže mať vplyv na príťažlivosť krajiny pre zahraničných investorov.

Graf A23: ***Čisté poskytnuté/prijaté pôžičky podľa sektora***



Zdroj: Útvary Komisie.

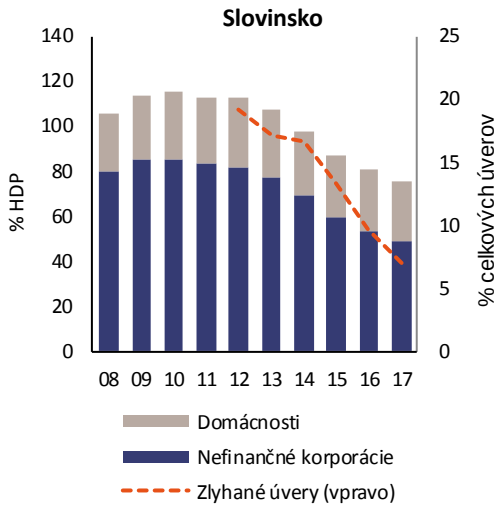
Z ekonomických záverov vyplýva, že zraniteľnosť sa zvýšila, najmä pokiaľ ide o zahraničnú pozíciu a konkurencieschopnosť. Komisia preto považuje za vhodné ďalej skúmať príslušné riziká v rámci hĺbkovej analýzy s cieľom posúdiť, či existujú nerovnováhy.

Slovinsko: Komisia dospela v marci 2018 k záveru, že v Slovinsku *už neexistujú makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačnú prahovú hodnotu verejný dlh a rast reálnych cien obytných nehnuteľností.

Vysoký prebytok bežného účtu v roku 2017 ešte viac vzrástol v dôsledku výrazného rastu vývozu. Záporná čistá medzinárodná investičná pozícia sa podstatne zlepšila a už neprekračuje prahovú hodnotu. Podiely na vývoznom trhu sa zvýšili, zatiaľ čo rast jednotkových nákladov práce bol obmedzený a reálny efektívny výmenný kurz sa oslabil. Súkromný dlh sa vďaka podnikovému sektoru

ďalej znižoval, zatiaľ čo úverové toky do súkromného sektora sa posunuli do kladných hodnôt. Investície sa výrazne zlepšili, stále však zostávajú pod historickými priemermi. Rast cien obytných nehnuteľností sa v porovnaní s predchádzajúcimi rokmi zvýšil o niečo rýchlejšie, zatiaľ čo investície do obytných nehnuteľností sú stabilné a rast hypotekárneho úveru je obmedzený. Verejný dlh je stále vysoký, ale od svojho vrcholu v roku 2015 sa znížil. Predpokladané náklady súvisiace so starnutím obyvateľstva naďalej predstavujú pre fiškálnu udržateľnosť v strednodobom a dlhodobom horizonte riziká. Bankový sektor sa stabilizoval a jeho zadlženie klesá, pričom podiel zlyhaných úverov, ktorý je stále pomerne vysoký, ďalej klesá a predpokladá sa jeho ďalšie zníženie. Trh práce sa ešte viac zlepšil, pričom miera ekonomickej aktivity obyvateľstva sa zvýšila a miera nezamestnanosti sa znížila. Rast produktivity práce sa v roku 2017 takisto mierne zvýšil.

Graf A24: ***Súkromný dlh a zlyhané úvery***



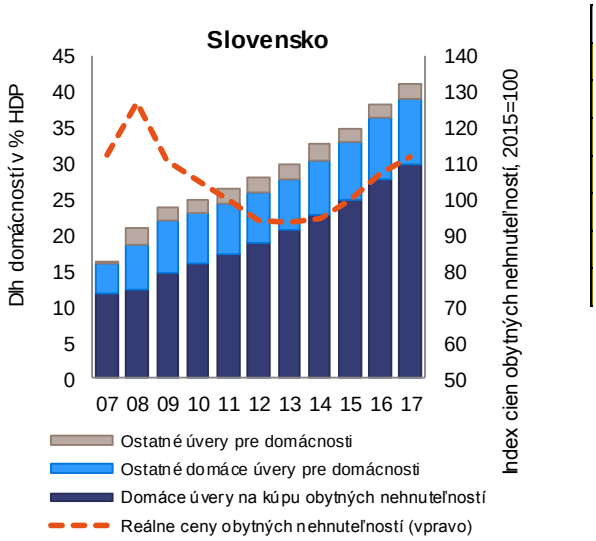
Zdroj: Eurostat a ECB

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa najmä dlhodobej fiškálnej udržateľnosti. Komisia preto v tejto fáze nepovažuje za potrebné vykonávať v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Slovensko: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej rovnováhe neboli na Slovensku zistené *žiadne makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke porušujú orientačnú prahovú hodnotu čistá medzinárodná investičná pozícia a celkové záväzky finančného sektora.

Deficit salda bežného účtu sa v roku 2017 ďalej prehĺbil, ale celkovo zostáva mierny. Čistá medzinárodná investičná pozícia je napriek určitému nedávnemu zlepšeniu výrazne záporná, zatiaľ čo riziká sú obmedzené, keďže väčšina zahraničných záväzkov sa týka priamych zahraničných investícií, a to najmä v rastúcom automobilovom priemysle a vo finančnom sektore. Podiely na vývoznom trhu a reálny efektívny výmenný kurz boli vo všeobecnosti stabilné. Nominálne jednotkové náklady práce vzrástli, čo bolo spôsobené výrazným rastom miezd v kontexte prehrievania na trhu práce. Rast cien obytných nehnuteľností zostáva výrazný, ale jeho tempo sa v roku 2017 v porovnaní s rokom 2016 spomalilo na úroveň tesne pod prahovou hodnotou. Rast úverov v súkromnom sektore sa mierne spomalil, pričom pomer súkromného dlhu k HDP celkovo naďalej rástol. Bankový sektor, ktorý je do značnej miery v zahraničnom vlastníctve, je dobre kapitalizovaný. Ďalšie zníženie celkovej miery nezamestnanosti a miery dlhodobej nezamestnanosti sprevádzalo zvýšenie miery účasti na trhu práce.

Graf A25: ***Dlh domácností a index cien obytných nehnuteľností***



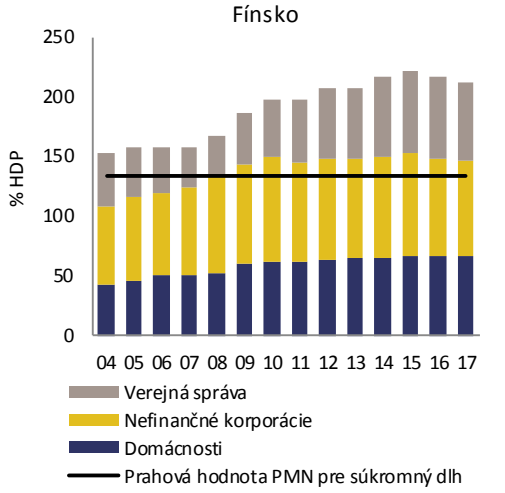
Zdroj: Eurostat a ECB

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa vonkajších aspektov, trhu s obytnými nehnuteľnosťami a úverového rastu, riziká sú však zatiaľ podľa všetkého pod kontrolou. Komisia preto v tejto fáze nebude v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe vykonávať ďalšiu hĺbkovú analýzu.

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

Saldo bežného účtu bolo v roku 2017 po niekoľkých rokoch deficitov stále mierne záporné, pričom čistá medzinárodná investičná pozícia je nepatrne kladná. Podiely na vývoznom trhu sa obnovili už druhý rok za sebou, zatiaľ čo ukazovatele nákladovej konkurencieschopnosti sa zlepšili, keďže jednotkové náklady práce klesli a reálny efektívny výmenný kurz sa oslabil. V rokoch 2018 a 2019 rast vývozu pravdepodobne ešte prekročí rast dovozu. Napriek tomu sa očakáva, že ukazovatele nákladovej konkurencieschopnosti sa stabilizujú, keďže pozitívny účinok paktu pre konkurencieschopnosť sčasti odznieva. Pomer verejného a súkromného dlhu k HDP sa v roku 2017 ďalej znižoval, čo odráža výrazné oživenie produkcie. Priaznivé úverové podmienky, nízke úrokové sadzby a zlepšenie hospodárskych vyhliadok však urýchlili úverový rast v súkromnom sektore, čo môže obmedziť znižovanie miery zadlženosti v budúcnosti, zatiaľ čo súkromný dlh je stále na vysokej úrovni. Dlh domácností je vysoký a miera úspor domácností je na historicky nízkej úrovni. Finančný sektor je stále dostatočne kapitalizovaný, čo znižuje riziká pre finančnú stabilitu, zatiaľ čo stabilné reálne ceny obytných nehnuteľností poukazujú na obmedzené riziká pre dlh sektora domácností. Miera zadlženosti verejného sektora sa znižuje, čo odráža zlepšené prostredie hospodárskeho rastu. V dôsledku vyššej hospodárskej činnosti zamestnanosť naďalej rastie a nezamestnanosť klesá.

Graf A26: ***Dlh v jednotlivých sektoroch hospodárstva***



Zdroj: Eurostat

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

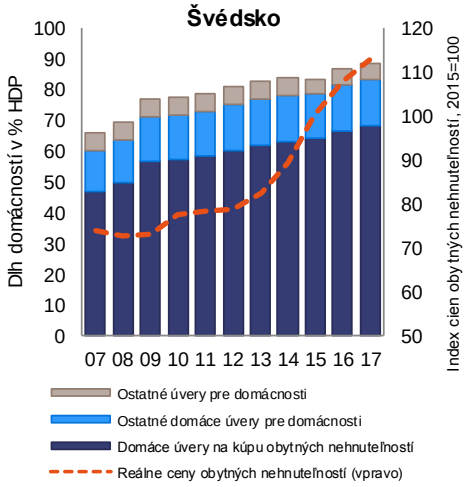
Švédsko: Komisia dospela v marci 2018 k záveru, že vo Švédsku existujú *nerovnováhy* zahŕňajúce najmä nadhodnotenú úroveň cien obytných nehnuteľností spojenú s pokračujúcim nárastom dlhu domácností. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačnú prahovú hodnotu dlh súkromného sektora.

Prebytok bežného účtu zostal v roku 2017 stabilný a znížený. Čistá medzinárodná investičná pozícia mierne klesla a v súčasnosti je blízko vyrovnaného stavu. Straty podielov na vývoznom trhu sa zmiernili a ukazovateľ je teraz o niečo nižší ako prahová hodnota. Rast jednotkových nákladov práce je obmedzený a reálny efektívny výmenný kurz sa znehodnotil. Dlh domácností je vysoký a od roku 2008 sa neustále zvyšoval, a to aj v roku 2017. Toto zvýšenie bolo spojené s nárastom cien obytných nehnuteľností, z čoho vyplývajú riziká pre makroekonomickú stabilitu. Na jeseň 2017 ceny obytných

nehnuteľností o niečo klesli, ale celkovo zostávajú veľmi vysoké. Ceny obytných nehnuteľností a zadlženosť domácností výrazne tlačí nahor priaznivé daňové zaobchádzanie poskytované v prípade kúpy bývania, nízke úrokové sadzby hypotekárnych úverov a špecifické prvky trhu s hypotekárnymi úvermi. Zdá sa, že riziká v bankovom systéme sú pod kontrolou, keďže kvalita aktív a ziskovosť zostávajú vysoké a financie domácností sú vo všeobecnosti silné. Trh práce sa prehrieva a nezamestnanosť ďalej klesá.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa vysokého súkromného dlhu a sektora bývania. Komisia preto aj vzhľadom na zistenie nerovnováhy v marci 2018 považuje za užitočné ďalej skúmať pretrvávanie nerovnováh alebo ich odstraňovanie.

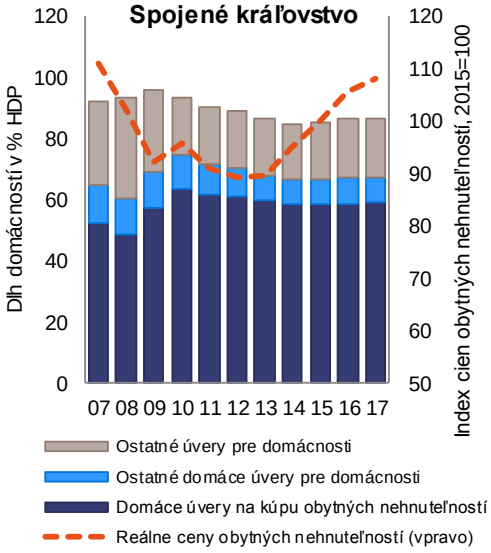
Graf A27: ***Dlh domácností a index cien obytných nehnuteľností***



Zdroj: Eurostat a ECB

Spojené kráľovstvo: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli v Spojenom kráľovstve zistené *žiadne makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačnú prahovú hodnotu niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne deficit bežného účtu, dlh súkromného sektora a verejný dlh.

Graf A28: ***Dlh domácností a index cien obytných nehnuteľností***



Zdroj: Eurostat a ECB

Bežný účet sa v roku 2017 mierne znížil, najmä v dôsledku zlepšenia primárneho príjmového salda, ale značný deficit a súvisiace rozsiahle potreby vonkajšieho financovania pretrvávajú. Oslabenie libry podporilo čistú medzinárodnú investičnú pozíciu, ktorá je mierne záporná, a zlepšilo cenovú konkurencieschopnosť v kontexte mierneho rastu jednotkových nákladov práce. Čistá obchodná reakcia na slabšiu libru bola však doteraz neuspokojivá. Po niekoľkých rokoch postupného znižovania miery zadlženosti dosiahol pomer dlhu súkromného sektora k HDP svoje dno. Najmä dlh domácností zostáva vysoký a naďalej si zasluhuje dôkladné monitorovanie. Rast reálnych cien obytných nehnuteľností sa spomalil a náklady na bývanie sa stabilizujú, aj keď na vysokej úrovni. Verejný dlh je vysoký a vo všeobecnosti stabilný. Silný nárast zamestnanosti bol aj naďalej sprevádzaný nízkou úrovňou nezamestnanosti a jej poklesom, hoci produktivita práce je stále slabá.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na určité problémy týkajúce sa súkromného dlhu, trhu s obytnými nehnuteľnosťami a vonkajšej strany ekonomiky. Zdá sa, že tieto problémy predstavujú v krátkodobom horizonte len obmedzené riziká pre stabilitu. Celkovo Komisia v tejto fáze nepovažuje za potrebné vykonávať v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Tabuľka 1.1: Hodnotiaca tabuľka PMN za rok 2017

	Vonkajšie nerovnováhy a konkurencieschopnosť					Vnútorné nerovnováhy						Ukazovatele zamestnanosti		
Rok 2017	**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 nominálnych jednotkových nákladov práce (2010=100)** (3-ročná zmena v %)	**Index cien obyt. nehnuteľ. (2015=100), upravený o deflá ciu** (1-ročná zmena v %)	**Úverový tok do súkromného sektora, konsolidovaný** (% HDP)	**Dlh súkromného sektora, konsolidovaný** (% HDP)	**Hrubý dlh verejnej správy** (% HDP)	**Miera nezamestnanosti** (3-ročný priemer)	**Celkové záväzky finančného sektora, nekonsolidované** (1-ročná zmena)	**Miera hospodárskej aktivity – % celkového počtu obyvateľov vo veku 15 – 64 rokov** (3-ročná zmena v percent. bodoch)	**Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov** (3-ročná zmena v percent. bodoch)	**Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov** (3-ročná zmena v percent. bodoch)
Prahové hodnoty	-4/6 %	-35 %	±5 % (EZ) ±11 % (mimo EZ)	-6 %	9 % (EZ) 12 % (mimo EZ)	6 %	14 %	133 %	60 %	10 %	16,5 %	-0,2 pp	0,5 pp	2 pp
BE	-0,3	52,6	0,9	3,9	1,1	1,5p	-1,5	187	103,4	7,8b	0,7	0,3b	-0,8b	-3,9b
BG	3,1	-42,8	-3,3	19,4	13,6p	6,2	6,2	100,1	25,6	7,7	1,1	2,3	-3,5	-10,9
CZ	1,0	-26,5	5,4	8,2	5,9	9,1p	4,1	67,4	34,7	4	22,9	2,4	-1,7	-8
DK	8,1	56,3	-2,1	0,5	3	3,2	-1,4	204	36,1	6	4,1	0,7b	-0,4b	-1,6
DE	8,4	54	-2,5	6,5	5,1	2,9	4,9	100,1	63,9	4,2	4	0,5	-0,6	-0,9
EE	2,3	-31,4	2,9	2,6	12,4	1,8	3,6	106,4	8,7	6,3	9,7	3,6	-1,4	-2,9
IE	2,9	-149,3	-6,2	64,4	-17,2	9,5p	-7,5	243,6	68,4	8,4	4,3	0,9	-3,6	-9
EL	-0,8	-142,5	-2,8	-10	-1,0p	-2,2e	-0,8p	116,4p	176,1	23,3	-12,9	0,9	-3,9	-8,8
ES	1,8	-83,8	-2,5	9,8	0,0p	4,5	0,2p	138,8p	98,1	19,6	4	-0,3	-5,2	-14,6
FR	-0,6	-20,1	-2,9	2,7	1,3p	1,8	7,0p	148,2p	98,5	10	4,3	0,5	-0,3	-1,9
HR	3,6	-62,4	0	20	-4,3d	2,8	1,2	98,4	77,5	13,5	3,9	0,3	-5,5	-17,7
IT	2,3	-5,3	-3,1	2	1,1	-2,0p	2,1	110,5	131,2	11,6	4,3	1,5	-1,2	-8
CY	-5,0	-121,5	-6,6	6,9	-2,7p	1,3p	8,7p	316,3p	96,1	13	-2,3	-0,4	-3,2	-11,3
LV	0,6	-56,3	1,7	7,8	14,7	5,5	0,3	83,5	40	9,4	6,1	2,4	-1,3	-2,6
LT	-0,7	-35,9	2,3	9,7	16	5,4	3,7	56,1	39,4	8	14	2,2	-2,1	-6
LU	5,0	47	-0,9	25,2	7,1	4,1	-15,5	322,9	23	6,1	-1,7	-0,6	0,5	-6,9
HU	4,0	-52,9	0,1	11,3	6,7	3,3	0,9	71,4	73,3	5,4	-8	4,2	-2	-9,7
MT	8,4	62,6	-2,3	11,2	1,7	4,1p	2,9	120,2	50,9	5,2	4,7	4,4	-1,1	-1,2
NL	8,3	59,7	-1,6	1,2	-0,2p	6	3,0p	252,1p	57	5,9	2,0p	0,7	-1	-3,8
AT	2,1	3,7	0,3	2,3	3,7	3,5	4,3	122,5	78,3	5,7	1,8	1	0,3	-0,5
PL	-0,3	-61,2	-3,4	28,4	4,5p	1,7	2,7	76,4	50,6	6,2	6,3	1,7	-2,3	-9,1
PT	0,4	-104,9	-0,7	14,6	3,5p	7,9	1,3p	162,2p	124,8	10,9	1,8	1,5	-3,9	-10,9
RO	-2,2	-47,7	-5,5	37	11,9p	4	1,7p	50,8p	35,1	5,9	8,1	1,6	-0,8	-5,7
SI	5,7	-32,3	-2	18,6	3,4	6,2	0,8	75,6	74,1	7,9	5,1	3,3	-2,2	-9
SK	-2,0	-65,6	-1,9	6,7	6,9	4,4	5,9	96,1	50,9	9,8	17,9	1,8	-4,2	-10,8
FI	-0,7	2,4	-2,6	-4,3	-2,5	0,5	8,2	146,4	61,3	8,9	-3,8	1,3	0,2	-0,4
SE	4,0	1,8	-5,4	-4,3	3,7	4,6	13,1	194,4	40,8	7	6,8	1	-0,2	-5,1
UK	-4.6	-8,6	-10,7	-1	5,4	2,4	8,4	169	87,4	4,8	-1,6	0,9	-1,1	-4,9

Zvýraznené údaje sú tie, ktoré sa nachádzajú na úrovni alebo nad úrovňou prahovej hodnoty. Značky: b: zlom v časovom rade. d: definícia sa líši. e: odhad. p: predbežné.

1. Pokiaľ ide o ukazovatele zamestnanosti, pozri stranu 2 SMV na rok 2016. 2. Index cien obytných nehnuteľností e = zdroj NCB Grécka. 3. Pre nominálne jednotkové náklady práce Chorvátska, d: v údajoch o zamestnanosti sa používa vnútroštátna koncepcia namiesto domácej koncepcie. 4. Pokiaľ ide o mieru nezamestnanosti, mieru ekonomickej aktivity obyvateľstva, mieru dlhodobej nezamestnanosti a mieru nezamestnanosti mladých ľudí: BE: revízia metodiky prieskumu; IE: zavedenie nového výberového zisťovania pracovných síl, ktoré nahrádza Quarterly National Household Survey ako zdroj údajov; DK: zlepšenie zberu údajov, zavedenie rozhovorov na internete s využitím počítača.

Tabuľka 2.1: Pomocné ukazovatele, 2017

Rok 2017	Reálny HDP (1-ročná zmena v %)	Tvorba hrubého fixného kapitálu (% HDP)	Hrubé domáce výdavky na výskum a vývoj (% HDP)	Bežný a kapitálový účet (čisté prijímanie a poskytovanie úverov) (% HDP)	Čistá medzinárodná investičná pozícia bez nástrojov, ktoré nepodliehajú riziku	Priame zahraničné investície vo vykazujúcom hospodárstve – toky	Priame zahraničné investície vo vykazujúcom hospodárstve – objemy	Čistá obchodná bilancia energetických výrobkov (% HDP)	Reálny efektívny výmenný kurz – obchodní partneri eurozóny (3-ročná zmena v %)	Výkonnosť vývozu v porovnaní s rozvinutými hospodárstvami (5-ročná zmena v %)	Obchodné podmienky (5-ročná zmena v %)	Podiel na vývoznom trhu v objeme (1-ročná zmena v %)	Produktivita práce (1-ročná zmena v %)	Hrubé zlyhané úvery domácich a zahraničných subjektov (% hrubých úverov)	Výkonnosť jednotkových nákladov práce vo vzťahu k eurozóne (10-ročná zmena v %)	Index cien obytných nehnuteľností (2015 = 100) – nominálny (3-ročná zmena v %)	Výstavba obytných nehnuteľností (% HDP)	Dlh domácností, konsolidovaný (vrátane neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam, % HDP)	Konsolidovaná finančná páka bankového sektora pre domáce a zahraničné subjekty (celkové aktíva/celkový vlastný kapitál)
BE	1,7	23,5	:	0,8	45,0	-7,8	199,9	-2,5	2,8	-0,8	1,0	-0,3	0,3	2,7p	1,4	8,2	5,9	60,1	13,2p
BG	3,8	18,5	0,8p	7,7	33,1	3,8	88,4	-4,2	-3,0	14,0	5,7	0,5	2,0p	10,2p	50,9	19,5	2,9	20,4	7,7p
CZ	4,3	24,7	1,8p	2,0	28,8	4,3	78,3	-2,6	5,8	3,3	3,1	1,4	2,7	2,8p	1,0	24,4p	3,9	29,7	12,4p
DK	2,3	20,5	:	8,1	18,6	0,6	54,3	-0,1	-0,5	-4,0	2,9	-0,9	0,7	2,5p	-0,2	17,7	4,6	128,0	16,4p
DE	2,2	20,3	3,0e	7,9	41,5	2,1	42,1	-1,8	0,3	1,7	5,9	-0,7	0,7	1,8p	8,4	16,0	6,1	52,7	14,1p
EE	4,9	24,4	:	4,2	21,5	5,9	95,5	-0,6	2,5	-2,0	4,2	-1,8	2,1	1,9p	22,5	18,1	4,3	39,4	6,8p
IE	7,2	23,5	1,1	-1,1	-259,1	0,3	435,6	-1,2	-2,1	57,0	-0,1	2,5	4,2	9,9p	-39,2	32,8p	2,0	47,7	6,6p
EL	1,5p	12,9p	1,1p	-0,5	-126,4	1,8	17,6	-1,8p	-1,7	-14,1	7,4p	1,5p	0,0p	45,0p	-12,9	-8,3e	0,6p	57,0	8,8p
ES	3,0p	20,5p	:	2,1	-58,1	0,6	58,6	-1,8p	-1,0	4,8	0,8p	-0,1p	0,4p	4,4p	-11,1	15,1	5,2p	61,1	13,5p
FR	2,2p	22,5p	:	-0,5	-33,5	1,9	46,5	-1,7p	-0,5	-1,9	5,0p	-0,8p	1,1p	3,1p	-0,2	2,6	6,2p	58,6	15,2p
HR	2,9	20,1	:	4,5	-17,3	3,6	58,7	-2,9	0,7	14,6	2,5	1,1	0,7d	8,8p	-15,0	1,7	:	34,1	7,4p
IT	1,6	17,6	:	2,7	-3,9	0,5	26,1	-1,9	-0,6	-2,6	7,6	0,4	0,4	11,2p	-0,3	-4,6	4,4	41,3	12,2p
CY	4,2p	20,9p	:	-7,9	-95,1	50,0	1017,8	-4,2p	-3,7	2,1	0,9p	0,7p	0,4p	30,7p	-8,9	1,0p	5,7p	107,5	12,1p
LV	4,6	20,9	0,5p	1,5	-7,6	3,8	59,0	-3,0	0,9	2,9	3,4	0,9	4,7	5,6p	7,7	14,0	1,9	22,2	8,9p
LT	4,1	19,2	0,9	2,1	-7,9	2,4	40,9	-3,0	1,5	4,8	5,9	8,3	4,7	3,2p	8,9	19,0	2,7	22,4	10,7p
LU	1,5	18,9	:	4,5	-3947,3	-264,1	8263,3	-2,8	0,1	19,5	-0,1	-7,2	-1,8	0,7p	14,9	18,0	3,2	65,9	13,2p
HU	4,1	22,2	1,4	4,2	-8,1	-9,3	211,0	-3,8	0,7	6,3	3,3	-0,6	2,1	8,4p	6,3	35,8	2,8	18,8	9,7p
MT	6,7	21,1	0,6	14,3	229,6	27,3	1627,0	-8,9	1,4	6,2	2,7	-1,5	1,4	3,1p	4,8	17,5p	4,8	50,4	13,5p
NL	2,9p	20,5p	:	10,4	-29,5	39,4	615,5	-0,8p	-0,5	-3,3	1,7p	0,0p	0,7p	2,1p	-2,5	17,0	4,4p	104,5p	16,7p
AT	2,6	23,6	3,2p	1,9	-4,1	3,7	66,7	-2,1	2,1	-2,3	1,9	-0,6	0,8	3,5p	5,7	19,9	4,4	50,4	11,6p
PL	4,8	17,7	1,0	1,4	-20,7	2,0	49,7	-2,0	-3,0	22,7	6,1	4,2	3,4p	6,6p	1,7	7,4	2,8	34,9	8,8p
PT	2,8p	16,6p	1,3p	1,4	-60,9	4,6	79,6	-2,1p	0,9	9,5	7,3p	2,5p	-0,5p	13,3p	-8,2	20,6	2,8p	68,9	10,6p
RO	7,3p	22,6p	:	-2,0	-5,8	2,8	44,5	-1,3p	-5,0	30,9	3,6p	4,4p	4,3p	6,6p	32,8	15,6	:	16,1	9,6p
SI	4,9	18,5	:	6,4	-17,7	2,2	37,3	-2,6	-1,4	13,3	3,6	5,4	1,9	9,2p	1,1	12,5	2,1	27,1	8,0p
SK	3,2	21,4	0,9	-1,1	-15,1	6,3	72,4	-3,5	-1,5	1,9	-1,6	0,6	1,0	3,7p	2,0	19,0	2,7	40,6	9,3p
FI	2,8	22,1	2,8	-0,6	6,1	5,8	55,0	-1,6	-1,0	-8,6	5,5	2,2	1,6	1,2p	5,4	2,0	6,4	67,1	18,9p
SE	2,1	25,0	3,3	3,2	-7,0	5,8	4,2	-0,9	-3,9	-8,6	1,2	-2,1	-0,2	1,3p	5,6	30,7	5,7	88,2	16,5p
UK	1,7	17,2	1,7p	-3,8	-5,3	2,5	76,5	-0,6	-6,7	-5,4	5,3	0,4	0,7	1,5p	5,0	18,5	4,0	86,2	15,0p

Značky: d: definícia sa líši. e: odhad. p: predbežné.

1) Oficiálnym termínom na prenos údajov z roku 2017 týkajúcich sa hrubých domácich výdavkov na výskum a vývoj je 31. október 2018, pričom údaje boli získané 24. októbra 2018. 2) Index cien nehnuteľností e = zdroj NCB pre EL. 3) Pre produktivitu práce v prípade Chorvátska d: v údajoch o zamestnanosti sa používa vnútroštátna koncepcia namiesto domácej koncepcie.

Zdroj: Európska komisia, Eurostat a Generálne riaditeľstvo pre hospodárske a finančné záležitosti (v prípade reálneho efektívneho výmenného kurzu), Európska centrálna banka (v prípade hrubých zlyhaných úverov domácich a zahraničných subjektov a konsolidovanej finančnej páky bankového sektora pre domáce a zahraničné subjekty), údaje Medzinárodného menového fondu a WEO (v prípade objemu svetového vývozu tovaru a služieb).

Tabuľka 2.1 (pokračovanie): Pomocné ukazovatele, 2017

Rok 2017	Miera zamestnanosti (1-ročná zmena v %)	Miera ekonomickej aktivity – % celkového počtu obyvateľov vo veku 15 – 64 rokov	Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 74 rokov	Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky aktívneho obyvateľstva vo veku 15 – 24 rokov	Mladí ľudia, kt. nie sú zamestnaní ani v procese vzdelávania/odb. prípravy – % celkového počtu obyv. vo veku 15 – 24		Ľudia, ktorým hrozí chudoba alebo sociálne vylúčenie – % celkového počtu obyvateľov		Ľudia, ktorým hrozí chudoba po sociálnych transferoch – % celkového počtu obyvateľov		Osoby trpiace závažnou materiálnou deprivá ciou – % celkového počtu obyvateľov		Osoby v domácnostiach s veľmi nízkou intenzitou práce – % celkového počtu obyv. vo veku 0 – 59 rokov	
					%	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	1,4	68,0b	3,5b	19,3b	9,3b	-2,7b	20,3	-0,9	15,9	0,4	5,1	-0,8	13,5	-1,1
BG	1,8p	71,3	3,4	12,9	15,3	-4,9	38,9	-1,2b	23,4	1,6	30	-3,1	11,1	-1
CZ	1,6	75,9	1	7,9	6,3	-1,8	12,2	-2,6	9,1	-0,6	3,7	-3	5,5	-2,1
DK	1,6	78,8b	1,3b	11	7,0b	1,2b	17,2	-0,7	12,4	0,3	3,1	-0,1	10	-2,2
DE	1,4	78,2	1,6	6,8	6,3	-0,1	19	-1,6	16,1	-0,6	3,4	-1,6	8,7	-1,3
EE	2,7	78,8	1,9	12,1	9,4	-2,3	23,4	-2,6b	21	-0,8	4,1	-2,1	5,8	-1,8b
IE	2,9	72,7	3	14,4	10,9b	-4,4b	:	:	:	:	:	:	:	:
EL	1,5p	68,3	15,6	43,6	15,3	-3,8	34,8	-1,2	20,2	-1,9	21,1	-0,4	15,6	-1,6
ES	2,6p	73,9	7,7	38,6	13,3	-3,8b	26,6	-2,6	21,6	-0,6	5,1	-2	12,8	-4,3
FR	1,1p	71,5	4,2	22,3	11,5	0,3b	17,1	-1,4	13,3	0	4,1	-0,7	8,1	-1,5
HR	2,2d	66,4	4,6	27,2	15,4	-3,9	26,4	-2,9	20	0,6	10,3	-3,6	12,2	-2,5
IT	1,2	65,4	6,5	34,7	20,1	-2	28,9	0,6	20,3	0,9	10,1	-1,5	11,8	-0,3
CY	3,9p	73,9	4,5	24,7	16,1	-0,9	25,2	-2,2	15,7	1,3	11,5	-3,8	9,4	-0,3
LV	0	77	3,3	17	10,3	-1,7	28,2	-4,5	22,1	0,9	11,3	-7,9	7,8	-1,8
LT	-0,5	75,9	2,7	13,3	9,1	-0,8	29,6	2,3	22,9	3,8	12,4	-1,2	9,7	0,9
LU	3,4	70,2	2,1	15,4	5,9	-0,4	21,5	2,5	18,7	2,3	1,2	-0,2	6,9	0,8
HU	2	71,2	1,7	10,7	11	-2,6	25,6	-6,2	13,4	-1,6	14,5	-9,5	6,6	-6,2
MT	5,2	72,2	1,6	11,3	8,6b	-1,7b	19,2	-4,6	16,8	0,9	3,3	-6,9	6,7	-3,1
NL	2,2p	79,7	1,9	8,9	4	-1,5	17	0,5	13,2	1,6	2,6	-0,6	9,5	-0,7
AT	1,7	76,4	1,8	9,8	6,5	-1,2	18,1	-1,1	14,4	0,3	3,7	-0,3	8,3	-0,8
PL	1,4p	69,6	1,5	14,8	9,5	-2,5	19,5	-5,2	15	-2	5,9	-4,5	5,7	-1,6
PT	3,3p	74,7	4,5	23,8	9,3	-3	23,3	-4,2	18,3	-1,2	6,9	-3,7	8	-4,2
RO	2,8p	67,3	2	18,3	15,2	-1,8	35,7	-4,6	23,6	-1,5	19,7	-6,2	6,9	-0,3
SI	2,9	74,2	3,1	11,2	6,5	-2,9	17,1	-3,3	13,3	-1,2	4,6	-2	6,2	-2,5
SK	2,2	72,1	5,1	18,9	12,1	-0,7	16,3	-2,1	12,4	-0,2	7	-2,9	5,4	-1,7
FI	1,2	76,7	2,1	20,1	9,4	-0,8	15,7	-1,6	11,5	-1,3	2,1	-0,7	10,7	0,7
SE	2,3	82,5	1,2	17,8	6,2	-1	17,7	-0,5	15,8	0,2	1,1	0,1	8,8	-0,2
UK	1	77,6	1,1	12,1	10,3	-1,6	:	:	:	:	4,9p	-2,5p	:	:

Značky: b: zlom v časovom rade, d: definícia sa líši, p: predbežné.

1) Oficiálnym termínom na prenos údajov z roku 2017 týkajúcich sa ľudí, ktorým hrozí chudoba alebo sociálne vylúčenie, je 30. november 2018, pričom údaje boli generované 24. októbra 2018. 2) Pre nominálne jednotkové náklady práce a produktivitu práce v prípade Chorvátska d: v údajoch o zamestnanosti sa používa vnútroštátna koncepcia namiesto domácej koncepcie. 3) Ukazovatele výberového zisťovania pracovných síl v prípade Írska: zavedenie nového výberového zisťovania pracovných síl, ktoré nahrádza Quarterly National Household Survey (QNHS) ako zdroj údajov.

Zdroj: Európska komisia, Eurostat