EVROPSKÁ
KOMISE

V Bruselu dne 21.11.2018
COM(2018) 758 final

ZPRÁVA KOMISE

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

Zpráva mechanismu varování 2019

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

{SWD(2018) 466 final}

Zprávou mechanismu varování se zahajuje roční cyklus postupu při makroekonomické nerovnováze, který se zaměřuje na zjištění a řešení nerovnováh, jež brání hladkému fungování ekonomik členských států i ekonomiky EU a mohly by ohrozit řádné fungování hospodářské a měnové unie.

Zpráva mechanismu varování pracuje se srovnávacím přehledem vybraných ukazatelů, se širším souborem pomocných ukazatelů a dalšími relevantními informacemi, pomocí nichž se prověřuje, zda členské státy nevykazují potenciální ekonomické nerovnováhy vyžadující přijetí politických opatření. Ve zprávě mechanismu varování jsou uvedeny členské státy, u nichž je třeba provést analýzu a hloubkový přezkum, v jejichž rámci se posoudí, jak se makroekonomická rizika v těchto členských státech akumulují či zmenšují, a vyvodí se závěr ohledně existence nerovnováhy či nadměrné nerovnováhy. Komise poté vypracuje se zohledněním jednání s Evropským parlamentem, v Radě a v Euroskupině o zprávě mechanismu varování hloubkové přezkumy příslušných členských států. V případě členských států, u nichž byly zjištěny nerovnováhy v předchozím kole hloubkových přezkumů, bude v souladu se zavedenou praxí každopádně vypracován nový hloubkový přezkum. Následná zjištění budou promítnuta do doporučení pro jednotlivé země v rámci evropského semestru pro koordinaci hospodářských politik. Hloubkové přezkumy by měly být zveřejněny v únoru 2019 před vydáním souboru doporučení pro jednotlivé země v rámci evropského semestru.

1. SHRNUTÍ

Tato zpráva zahajuje osmé roční kolo provádění postupu při makroekonomické nerovnováze[1]**.** Jeho cílem je zjistit nerovnováhy, jež brání hladkému fungování ekonomik členských států, a podnítit přijetí vhodných politických opatření. Provádění postupu při makroekonomické nerovnováze je zakotveno v evropském semestru pro koordinaci hospodářských politik, tak aby byl zajištěn soulad s analýzami a doporučeními v rámci ostatních nástrojů ekonomického dohledu. Roční analýza růstu, přijímaná souběžně s touto zprávou, shrnuje hospodářskou a sociální situaci v Evropě a pro EU jako celek stanoví obecné politické priority na další rok.

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

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

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

[3] Ve zprávě „Dokončení hospodářské a měnové unie“ ze dne 22. června 2015 Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi a Martin Schulz navrhli, aby byla věnována větší

obsažená v této zprávě doplňuje posouzení uvedené v pracovním dokumentu útvarů Evropské komise „Analýza hospodářství eurozóny“, který je připojen k doporučení Komise pro doporučení Rady týkající se hospodářské politiky v eurozóně.

Posouzení obsažené ve zprávě mechanismu varování bylo vypracováno na pozadí hospodářského růstu, který má i přes určité zpomalení nadále široký základ. Podle hospodářské prognózy Evropské komise z podzimu 2018 bude růst reálného HDP v EU i v eurozóně v roce 2018 činit 2,1 % a v roce 2019 dosáhne 1,9 %, což v porovnání s růstem ve výši 2,4 % zaznamenaným v roce 2017 představuje mírné zpomalení. Ve všech členských státech se očekává kladný růst. Očekává se, že podmínky zaměstnávání se budou dále zlepšovat, což se postupně promítne do udržitelného růstu mezd, který podpoří spotřebu a časem posílí dynamiku jádrové inflace, která se přiblíží inflačnímu cíli stanovenému měnovými orgány. Růst investic by měl přes mírné zpomalení zůstat stabilní. Nicméně v souvislosti s rostoucí nejistotou, pokud jde o prostředí obchodní politiky a nedávné zhodnocování eura, existují náznaky, že vliv čistých vývozů na růst slábne. Celkově se vyhlídky růstu nadále opírají o pevné základy, jako jsou celkově silné trhy práce, výhodné úvěrové podmínky, zlepšené rozvahy a zisky bank a nefinančních podniků, budou se však pravděpodobně zpomalovat, protože cyklus v hlavních světových oblastech dozrává[4].

V důsledku posilování růstu nominálního HDP náprava makroekonomických nerovnováh v EU postupuje, avšak střednědobý horizont je spojen se zvýšenou nejistotou. Hospodářský růst a míry inflace, které se postupně přibližují cíli, pomáhají snižovat poměry dluhu k HDP. Avšak výše soukromého a veřejného zadlužení zůstává na historicky vysokých úrovních a slabé stránky v rozvahách ve finančním sektoru přetrvávají. Jelikož míra inflace se blíží cíli ECB, mohly by posílit argumenty pro normalizaci monetární politiky, která nebude mít dopad pouze na výpůjční náklady, ale i na ceny aktiv a rozvahy. Za této situace by řada spouštěcích mechanismů mohla vést k obratu v přístupu k riziku a v důsledku toho k menší důvěře v členských státech, jejichž vyhlídky se ve vztahu k veřejných financím nebo finančnímu sektoru zhoršují, nebo které jsou zasaženy negativními šoky v produkci (včetně šoků spojených s dopady vystoupení Spojeného království z EU). Řada rizik nepříznivého vývoje vyplývá z prostředí mimo EU, zejména v souvislosti s naplňováním opatření ochranářské obchodní politiky, s dopady geopolitického napětí, zejména v případě cen energií, s ukončením fiskální expanze USA v souvislosti se zpřísňováním měnové politiky a s důsledky, které může mít asynchronní normalizace měnové politiky v různých oblastech světové ekonomiky na kapitálové toky a směnné kurzy[5]. Vzájemný vztah mezi uvedenými zdroji rizik snižuje rovnováhu rizik a vede ke stále nejistějším vyhlídkám, přičemž možnost tlumení otřesů prostřednictvím soukromých a veřejných úspor je v řadě členských států omezená.

---

pozornost makroekonomické nerovnováze v dimenzi eurozóny. Úloha vzájemné provázanosti a systémových důsledků nerovnováhy je uznána v nařízení (EU) č. 1176/2011, kde je nerovnováha vymezena odkazem k „makroekonomickému vývoji, který nepříznivě ovlivňuje, nebo má potenciál nepříznivě ovlivnit řádné fungování hospodářství členského státu nebo hospodářské a měnové unie nebo Unie jako celku“.

[4] Viz např. Ekonomický bulletin, ECB, 5/2018.

[5] Viz rovněž Mezinárodní měnový fond, světový ekonomický výhled, říjen 2018.

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

- **Obnovování rovnováhy pozic běžných účtů musí pokračovat.** Vysoké schodky běžného účtu byly ve většině členských států napraveny, ale v několika případech jsou potřebné obezřetnější vnější pozice, aby bylo možné udržet odpovídající tempo snižování úrovní čistých zahraničních závazků. Snížení některých největších přebytků běžného účtu bylo patrné teprve nedávno a zůstává skromné. V řadě členských států jsou výsledky běžného účtu stále více ovlivňovány přeshraničními transakcemi souvisejícími s činnostmi nadnárodních korporací a mezinárodně orientovaných odvětví služeb, které ovlivňují jak obchodní bilanci, tak bilanci výnosů.

- **Vnější nerovnováhy nadále přetrvávají a korekce probíhá postupně.** U vysoce záporných čistých investičních pozic vůči zahraničí zaznamenaných v členských státech, které měly v minulosti vysoké schodky běžného účtu, probíhá korekce díky tomu, že vnější toky se blíží rovnováze nebo jsou v přebytku a obnovil se růst nominálního HDP, který je třeba udržet, aby bylo dosaženo snížení závazků na obezřetnější úrovně. Čisté investiční pozice vůči zahraničí v zemích s vysokými přebytky nadále rostou.

- **Podmínky nákladové konkurenceschopnosti se pro řadu členských států zhoršují a přispívají celkově méně k symetričtějšímu obnovování rovnováhy.** Od roku 2016 rostou jednotkové náklady práce ve většině členských států rychleji, přičemž vysoké zrychlení bylo zaznamenáno zejména v řadě zemí střední a východní Evropy, a to částečně v důsledku omezené nabídky pracovní síly. Nárůst nákladové konkurenceschopnosti po krizi byl rychlejší v zemích eurozóny, které jsou čistými dlužníky, než v zemích, které jsou čistými věřiteli. V důsledku napjatější situace na trzích práce a zpomalujícího se tempa zvyšování produktivity jsou však výhody zemí, které jsou čistými dlužníky, pokud jde o dynamiku nákladové konkurenceschopnosti, v poslední době o něco méně silné. V zemích, jež jsou čistými věřiteli, se napjatá situace na trzích práce zatím do významného nárůstu mezd nepromítla. Tento nedávný vývoj nákladové konkurenceschopnosti se v plné míře nepromítl do odpovídajícího zhoršení cenové konkurenceschopnosti, a to pravděpodobně v důsledku kompenzačního účinku nižšího rozpětí cen a nákladů. Uvedený účinek by mohl být jedním z důvodů, proč neexistují evidentní důkazy, že ztráty nákladové konkurenceschopnosti již výrazně snížily růst podílu na světovém vývozu, avšak pokud tyto trendy přetrvají, mohly by být účinky viditelné.

- **Snižování zadluženosti soukromého sektoru pokračuje, a je stále více způsobeno obnoveným nominálním růstem.** Poměr soukromého dluhu k HDP oproti situaci před rokem klesá ve větším počtu členských států. Je to dáno vyšším růstem nominálního HDP, jelikož aktivní snižování míry zadluženosti, tj. snižování míry zadluženosti, které se opírá o nižší nominální úrovně zadlužení, probíhá pouze v několika zemích a pomalým tempem. Aktivní snižování míry zadluženosti se většinou omezuje na podnikový sektor, neboť půjčky domácností znovu získaly větší dynamiku. Tempo snižování míry zadluženosti zůstává v podnikovém sektoru rychlejší než v sektoru domácností rovněž z důvodu, že zadlužení podnikového sektoru je vyšší, a dopad růstu nominálního HDP na míru zadlužení je proto silnější.

- **V zemích s vysokými úrovněmi veřejného dluhu začalo snižování míry zadlužení ze strany vlád teprve nedávno a postupuje pomalým tempem**. Obnovený nominální růst a nižší platby úroků sice ve většině členských států přispěly ke snižování poměru veřejného dluhu k HDP, avšak v rostoucím počtu zemí probíhá procyklické fiskální uvolňování, které má dopad na prostor pro tlumení otřesů v nepříznivých obdobích.

- **Podmínky v bankovním sektoru EU se zlepšují, avšak v některých členských státech převládají nízká ziskovost a velký objem úvěrů se selháním.** Ziskovost se zlepšila zejména v zemích, v nichž se bankovní sektor vyznačuje nízkou ziskovostí. Podíly úvěrů v selhání se dále snižují, zejména v členských státech, v nichž jsou tyto úvěry největší. Ve většině zemí došlo k dalšímu zlepšení poměrů kapitalizace. Ocenění akcií bank do začátku roku 2018 rostlo, poté došlo ke korekci směrem dolů.

- **Růst cen rezidenčních nemovitostí se v rostoucím počtu členských států zrychluje a dosahuje kladných hodnot, přičemž více zemí vykazuje možné známky nadhodnocení.** Současně se růst cen rezidenčních nemovitostí v nedávné době zmírnil v zemích, v nichž jsou známky nadhodnocení nejvýraznější. Naopak v zemích, které v současné době nevykazují žádné nebo mírné známky nadhodnocení, lze pozorovat silné zrychlení.

- **Trhy práce se dále zlepšují a růst mezd se postupně obnovuje.** Míry nezaměstnanosti dále klesají, včetně nezaměstnanosti mladých lidí a dlouhodobě nezaměstnaných, avšak v některých členských státech zůstává nezaměstnanost stále vysoká a účast na trhu práce je nízká, i když často roste. Sociální napětí navzdory dlouhodobé nezaměstnanosti a nízkým příjmům v některých zemích ustupuje[6]. Úroveň růstu mezd v eurozóně zůstává pod hodnotou, kterou by bylo možné na základě historických údajů při stávajících úrovních nezaměstnanosti očekávat. Mzdy v zemích EU se však postupně zvyšují, a to různou rychlostí, která v obecné míře odráží rozsah napjaté situace na trhu práce a nedostatečnou nabídku pracovní síly v některých členských státech.

Obnovování rovnováhy v eurozóně si nadále zasluhuje pečlivé zvažování. Přebytek běžného účtu eurozóny se v roce 2016 stabilizoval a poté zůstal v zásadě stabilní. Jeho úroveň je v celosvětovém měřítku nejvyšší a přesahuje úroveň odpovídající základním ekonomickým veličinám. V souvislosti s propojeností uvnitř eurozóny a efekty přelévání je v těchto zemích potřebná vhodná kombinace politik, aby se zajistilo, že nastupující růst je udržitelný a je slučitelný s makroekonomickou stabilitou. V zemích, jež jsou čistými dlužníky, vyžaduje snižování velkého objemu zahraničního a domácího dluhu zachování obezřetných sald běžného účtu a zajištění odpovídajícího tempa snižování dluhu, aniž by byl ohrožen cíl zvyšování růstového potenciálu a s cílem předejít riziku procyklické napjaté situace v nepříznivých časech. V zemích, jež jsou čistými věřiteli, by odstranění přetrvávajících výrazných přebytků prostřednictvím politik simulujících investice a překonání stagnace mezd přispělo k podpoře růstového potenciálu a zmírnilo závislost vyhlídek na růst na zahraniční poptávce. Rámeček č. 2 obsahuje podrobnější informace o dimenzi nerovnováhy v eurozóně.

[6] Viz přehled hlavního nejnovějšího vývoje zaměstnanosti a sociální situace v EU uvedený v rámečku č. 3.

Celkově rizika týkající se stávajících nerovnováh nadále v důsledku hospodářského růstu klesají, avšak slabá místa spojená s nerovnováhami stavů přetrvávají, a jsou zřetelné známky možných neudržitelných trendů. Potenciální zdroje rizik jsou v zásadě stejné jako ty uvedené ve zprávě mechanismu varování 2018. Velké přebytky přetrvávají, zatímco vývoj konkurenceschopnosti k obnovování rovnováhy příliš nepřispívá. Snižování zadlužení v soukromém sektoru těžilo z hospodářského růstu, avšak zůstává nerovnoměrné, přičemž u velkých objemů dluhů neprobíhá korekce dostatečným tempem. Podstatnější je to, že pomalejší aktivní snižování zadluženosti v soukromém a zejména ve veřejném sektoru je spojeno s otázkou, zda by se snižování zadluženosti mohlo opírat o budoucí růst potenciálního HDP. Tento problém zdůrazňuje potřebu pokračovat v reformním procesu zahájeném v řadě zemí EU v minulých letech a zachovat politiky a reformy zaměřené na zvyšování růstového potenciálu na předních místech programu[7]. V souvislosti se stále nejistějším střednědobým výhledem je úsilí o snižování zadlužení ze strany soukromého a veřejného sektoru v současné době pokračujícího hospodářského růstu klíčové rovněž s ohledem na vytvoření prostoru pro zmírnění negativních šoků v produkci, jakmile se hospodářské podmínky stanou méně příznivé a rizika se naplní. Současně lze v řadě zemí pozorovat známky možného přehřátí, které jsou spojeny zejména s rychle rostoucími jednotkovými náklady práce, z nichž vyplývá snížená nákladová konkurenceschopnost, a dynamickým růstem cen rezidenčních nemovitostí z již poměrně vysokých úrovní. Vzhledem ke korekci většiny nerovnováh, které mají tokový charakter, a postupnému snižování závažnosti stavových nerovnováh a možným známkám přehřátí objevujícím se v řadě zemí, se orientace dohledu v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze postupně více zaměřuje na sledování možných neudržitelných trendů a předcházení konstelacím rizik, která by se mohla vytvořit ve střednědobém horizontu.

U některých členských států uvedených ve zprávě mechanismu varování budou součástí hloubkového přezkumu podrobnější a obsáhlejší analýzy. Podobně jako v posledních ročních cyklech budou hloubkové přezkumy zapracovány do zpráv o jednotlivých zemích, které poskytují analýzu hospodářských a sociálních problémů v členských státech EU vypracovanou útvary Komise. Při přípravě hloubkových přezkumů bude Komise svoji analýzu zakládat na širokém souboru dat a relevantních informací a hodnotících rámcích vytvořených Komisí ve spolupráci s výbory Rady a pracovními skupinami. Analýza obsažená v hloubkových přezkumech poskytne základ pro zjištění nerovnováh či nadměrných nerovnováh v členských státech a pro možné aktualizace doporučení, která byla vydána pro jednotlivé členské státy[8]. Země, u nichž byla zjištěna nerovnováha nebo nadměrná nerovnováha, jsou a nadále budou předmětem zvláštního monitorování s cílem zajistit soustavný dohled nad opatřeními přijímanými v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze.

Hloubkové přezkumy budou připraveny pro členské státy, u nichž již byly zjištěny nerovnováhy nebo nadměrné nerovnováhy. V souladu se zavedenou praxí obezřetnosti budou hloubkové přezkumy provedeny za účelem posouzení, zda jsou stávající nerovnováhy odstraňovány, zda přetrvávají nebo se zhoršují, a za účelem ověření nápravných opatření, která byla přijata. Příprava hloubkového přezkumu se proto předpokládá pro 11 členských států, u nichž byly při hloubkových

[7] Viz Evropská komise, roční analýza růstu na rok 2019.

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

přezkumech v roce 2018 zjištěny nerovnováhy[9]. Jedná se o **Bulharsko, Francii, Chorvatsko, Kypr, Irsko, Itálii, Německo, Nizozemsko, Portugalsko, Španělsko** a **Švédsko**.

Hloubkové přezkumy budou připraveny rovněž pro Řecko, které poprvé podléhá dohledu v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze, a pro Rumunsko. V souvislosti s analýzou obsaženou ve zprávě mechanismu varování bude hloubkový přezkum vypracován pro **Řecko,** které bylo původně z dohledu v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze vyloučeno, neboť se na ně až do srpna 2018 vztahoval makroekonomický ozdravný program v rámci finanční pomoci[10]. Posouzení obsažené ve zprávě mechanismu varování nepoukazuje na žádná další významná rizika ve srovnání s riziky, která byla zjištěna v posledním dostupném hloubkovém přezkumu u řady členských států, u nichž byl v posledních letech ukončen dohled v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze, a to u Slovinska (v roce 2018 zde nebyly zjištěny žádné nerovnováhy), Finska (ukončení v roce 2017), Belgie a Maďarska (ukončení v roce 2016). Rovněž v Rakousku se podmínky od posouzení obsaženém v hloubkovém přezkumu v roce 2016, v němž nebyly zjištěny žádné nerovnováhy, podstatně nezměnily. Rovněž Estonsko bylo součástí analýzy v rámci hloubkového přezkumu v roce 2016, v němž nebyly zjištěny žádné nerovnováhy. Ačkoli od té doby jednotkové náklady práce silně rostou, neexistují žádné významné dopady na vnější rovnováhu a nový hloubkový přezkum pro Estonsko není považován za nezbytný, ačkoli v připravované zprávě o této zemi je potřebné pečlivé monitorování. Namísto toho se zdá opodstatněné, aby byl proveden hloubkový přezkum za účelem analýzy situace v **Rumunsku** a posouzení dalšího vývoje a potenciálního opětovného objevení se rizikových trendů, které byly již zjištěny v předchozích hloubkových přezkumech (2015 a 2016), a to zejména s ohledem na konkurenceschopnost a vnější rovnováhu. Podrobnější analýza ve zprávách o jednotlivých zemích se zdá opodstatněná u řady zemí, přičemž pozornost bude věnována rizikům v souvislosti s vývojem na trhu bydlení (Belgie, Česko, Dánsko, Lucembursko, Maďarsko, Rakousko, Spojené království) a vývojem v oblasti konkurenceschopnosti (Česko, Estonsko, Litva, Lotyšsko, Maďarsko)[11]. Celkově si tedy zpráva mechanismu varování vyžádá vypracování hloubkového přezkumu u třinácti členských států ve srovnání s dvanácti v předchozím cyklu.

[9] Viz „Evropský semestr 2018: Posouzení pokroku ve strukturálních reformách a v předcházení a nápravě makroekonomické nerovnováhy a výsledky hloubkových přezkumů strukturálních reforem podle nařízení (EU) č. 1176/2011“, COM(2018) 120 final, 7.3.2018.

[10] Členské státy, v nichž probíhají makroekonomické ozdravné programy v rámci finanční pomoci, jsou vyloučeny z dozoru v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze (článek 11 nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 472/2013 ze dne 21. května 2013 o posílení hospodářského a rozpočtového dohledu nad členskými státy eurozóny, jejichž finanční stabilita je postižena či ohrožena závažnými obtížemi).

[11] V listopadu 2016 vydala Evropská rada pro systémová rizika (ESRB) varování pro jednotlivé země týkající se zranitelných míst v odvětví obytných nemovitostí ve střednědobém horizontu určená osmi členským státům EU: Belgie, Dánsko, Finsko, Lucembursko, Nizozemsko, Rakousko, Švédsko a Spojené království.

Rámeček č. 1: **Změny provedené u pomocných ukazatelů srovnávacího přehledu v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze**

Srovnávací přehled v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze je doplněn souborem pomocných ukazatelů. Jak je uvedeno v nařízení o makroekonomické nerovnováze (nařízení (EU) č. 1176/2011), ekonomické závěry ze srovnávacího přehledu nevychází pouze z hlavních ukazatelů srovnávacího přehledu, ale rovněž z dalších důležitých ukazatelů a informací. Od počátku dohledu v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze byly ekonomické závěry hlavních ukazatelů doplněny souborem pomocných ukazatelů. Na rozdíl od hlavních ukazatelů neexistují pro pomocné ukazatele prahové hodnoty (viz tabulka 2.1).

Nařízení o makroekonomické nerovnováze vyžaduje, aby Komise v případě potřeby prováděla pravidelný přezkum a revizi srovnávacího přehledu v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze. Srovnávací přehled byl od zahájení postupu při makroekonomické nerovnováze podroben řadě revizí. V roce 2012 byl doplněn hlavní ukazatel pro finanční sektor (celkové závazky finančního sektoru). V roce 2013 byla revidována definice několika hlavních proměnných srovnávacího přehledu (reálný efektivní směnný kurz, zadlužení soukromého sektoru a tok úvěrů) a byly doplněny některé pomocné ukazatele (včetně souboru ukazatelů zaměstnanosti a sociálních ukazatelů). V roce 2015 byly doplněny hlavní ukazatele zaměstnanosti. Změny byly cílené a malé.

Tato zpráva mechanismu varování zavádí některé změny pomocných ukazatelů s cílem využít zlepšení v dostupných statistikách a zajistit relevanci ukazatelů. Cílem uvedených nejnovějších revizí v souboru pomocných ukazatelů je využít zlepšené statistiky o platební bilanci a údajích bankovního sektoru (zejména úvěry se selháním) a přispět k tomu, aby srovnávací přehled odrážel ukazatele, které jsou již široce používány ve zprávě mechanismu varování a analýze v rámci hloubkového přezkumu. Stejně jako u předchozích revizí srovnávacího přehledu byl řádně konzultován Evropský parlament a Rada (včetně jejích výborů odborníků) a byla informována Evropská rada pro systémová rizika. Uvedené revize lze shrnout následovně[12]:

- *Čistý zahraniční dluh* se nahrazuje *čistou investiční pozicí vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání* za účelem získání širšího zastoupení vnějších stavových veličin (aktiv a závazků), které podléhají rizikům selhání. Nový ukazatel vychází z revidované metodiky pro statistiku platební bilance (z BPM5 na BPM6), která umožňuje přesnější rozdělení zahraničních aktiv a závazků. V porovnání s čistým zahraničním dluhem čistá investiční pozice vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání: i) nezahrnuje čistý dluh z přímých zahraničních investic v rámci společnosti, který v některých případech představuje velký podíl přeshraničního dluhu, aniž by vedl k obavám v oblasti solventnosti; ii) zahrnuje akcie podílových fondů, které někdy představují velmi vysokou položku a většinou jsou kryty dluhopisy, a iii) zahrnuje čisté finanční deriváty. Z jiného úhlu pohledu je čistá investiční pozice vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání podmnožinou čisté investiční pozice vůči zahraničí, která nezahrnuje složky vlastního kapitálu, a to kapitál a kapitálové účasti v souvislosti s přímými zahraničními investicemi, a přeshraniční dluh v důsledku přímých zahraničních investic v rámci společnosti.
- Ukazatel *nekonsolidované zadluženosti finančního sektoru* z národních účtů se nahrazuje *konsolidovanou zadlužeností vnitrostátních a zahraničních subjektů bankovního sektoru,* z

[12] Podrobnější informace o statistických definicích nových ukazatelů viz „Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard“ („Plánovaná revize vybraných pomocných ukazatelů srovnávacího přehledu v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze“), technická poznámka. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

konsolidovaných bankovních údajů ECB, která má jasnější ekonomický výklad, je srovnatelná napříč jednotlivými zeměmi a důsledně vychází z účetní hodnoty, i když se vztahuje pouze na bankovní sektor.

- Doplňují se dva ukazatele, které jsou pravidelně používány při analýze v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze: zaprvé *dluh domácností (konsolidovaný)* za účelem doplnění hlavního ukazatele týkajícího se soukromého dluhu; a zadruhé *hrubé úvěry se selháním*, které poskytují doplňující informace za účelem posouzení soukromého dluhu. Doplnění druhého ukazatele bylo možné díky tomu, že v konsolidované bankovní statistice ECB jsou od roku 2015 k dispozici údaje, které umožňují porovnání mezi jednotlivými zeměmi.
- Aby byl srovnávací přehled relevantní a stručný, zůstává celkový počet ukazatelů (28) nezměněn. Vypouštějí se dva dříve zahrnuté pomocné ukazatele: i) změna nominálních jednotkových nákladů práce za deset let (jelikož se překrývá s údaji o změně jednotkových nákladů práce za období tří let, které jsou zahrnuty mezi hlavní ukazatele, a s údaji o změně jednotkových nákladů práce v eurozóně za období deseti let, které jsou rovněž zahrnuty v pomocných ukazatelích); ii) nekonsolidovaný soukromý dluh (který byl nahrazen hlavním ukazatelem týkajícím se konsolidovaného dluhu soukromého sektoru).

2. NEROVNOVÁHA, RIZIKA A KOREKCE: HLAVNÍ VÝVOJOVÉ TENDENCE NAPŘÍČ ZEMĚMI

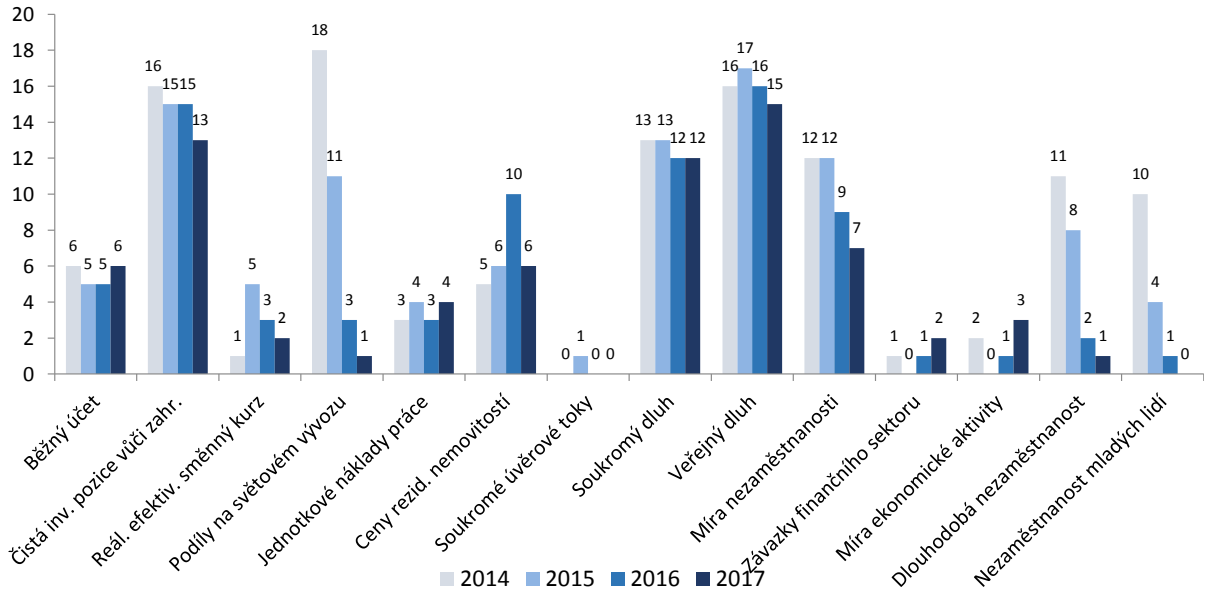
Zpráva mechanismu varování vychází z ekonomické interpretace srovnávacího přehledu ukazatelů postupu při makroekonomické nerovnováze, který představuje filtrovací nástroj na odhalení zjevných důkazů o možných rizicích a zranitelných místech. Srovnávací přehled obsahuje spektrum čtrnácti ukazatelů s orientačními prahovými hodnotami v oblastech, jako jsou vnější pozice, konkurenceschopnost, soukromý dluh, trhy s bydlením, bankovní sektor a zaměstnanost. Aby bylo možné zajistit stabilitu údajů a konzistentnost mezi jednotlivými zeměmi, vychází srovnávací přehled z aktuálních statisticky kvalitních údajů. Z toho důvodu odráží srovnávací přehled použitý pro tuto zprávu údaje do roku 2017. V souladu s nařízením o makroekonomické nerovnováze (nařízení (EU) č. 1176/2011) nejsou hodnoty srovnávacího přehledu v posouzeních obsažených ve zprávě mechanismu varování vykládány mechanicky, nýbrž jsou předmětem ekonomické interpretace, která umožňuje hlouběji porozumět celkovému ekonomickému kontextu a zohlednit specifika jednotlivých zemí[13]. Závěry srovnávacího přehledu doplňuje soubor pomocných ukazatelů. V posouzení obsaženém ve zprávě mechanismu varování byly zohledněny také novější údaje a další informace, poznatky z hodnotících rámců, jakož i závěry ze stávajících hloubkových přezkumů a příslušných analýz, a prognóza Komise z podzimu 2018.

Proměnné srovnávacího přehledu týkající se roku 2017 poukazují na přetrvávající stavové nerovnováhy, které se však postupně snižují. Nejčastěji jsou prahové hodnoty srovnávacího přehledu zprávy mechanismu varování překračovány u ukazatelů veřejného zadlužení, čisté investiční

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

pozice vůči zahraničí a soukromého dluhu (graf č. 1)[14]. Počet členských států, jejichž výsledky u uvedených tří ukazatelů překračovaly prahové hodnoty, je nepatrně nižší než četnost zaznamenaná v předchozích srovnávacích přehledech a potvrzuje dlouhodobý charakter těchto stavových nerovnováh a korekci, která probíhá jen postupně. Většina případů sald běžného účtu, která překračují prahovou hodnotu, převážně souvisí s přetrvávajícími velkými přebytky, přičemž nárůst četnosti hodnot převyšujících prahovou hodnotu v roce 2017 je způsoben vyšším počtem velkých schodků. Probíhající oživení v oblasti zaměstnanosti se odráží v dalším snížení počtu zemí EU, jejichž výsledky překračovaly prahovou hodnotu u míry nezaměstnanosti, přičemž k ještě početnějšímu snížení došlo u ukazatelů nezaměstnanosti mladých lidí a dlouhodobé nezaměstnanosti, které jsou na situaci na trhu práce obvykle citlivější. Navzdory rozsáhlému a silnému oživení cen rezidenčních nemovitostí v celé Evropě je ve srovnávacím přehledu uvedeno méně členských států, které prahovou hodnotu pro růst cen rezidenčních nemovitostí překračují, neboť u některých zemí se hodnoty nacházely pouze mírně nad prahovou hodnotou a mezitím klesly pod tuto hodnotu. Počet zemí, v nichž se růst jednotkových nákladů práce nacházel nad prahovou hodnotou, zůstal víceméně stabilní, zatímco prahové hodnoty pro reálný efektivní směnný kurz překračuje menší počet zemí a pouze v případech, kdy reálný směnný kurz leží pod úrovní nižší prahové hodnoty. Počet členských států, které zaznamenaly ztráty podílu na světovém vývozu překračující prahovou hodnu, se dále snížil.

Graf č. 1: Počet zemí, u nichž proměnné srovnávacího přehledu překračují prahové hodnoty



Zdroj: Eurostat.
Poznámka: Počet zemí, u nichž proměnné srovnávacího přehledu překračují prahové hodnoty, se zakládá na srovnávacím přehledu zveřejněném v příslušné roční zprávě mechanismu varování. Je možné, že po případné

[14] Podrobné ukazatele srovnávacího přehledu spolu s příslušnými referenčními prahovými hodnotami jsou uvedeny v tabulce 1.1 v příloze; pomocné ukazatele jsou uvedeny v tabulce 2.1. Jak je vysvětleno v poznámce ke grafu č. 1, závěry o vývoji údajů srovnávacího přehledu vycházejí z údajů, jež byly k dispozici v okamžiku jednotlivých zpráv mechanismu varování. Konečným termínem pro údaje pro zprávu mechanismu varování na rok 2019 byl 24. říjen 2018.

revizi údajů *ex post* se bude počet hodnot překračujících prahové hodnoty vypočtený za použití nejnovějších údajů pro proměnné srovnávacího přehledu lišit od počtu hodnot ve výše uvedeném grafu.

Většina zemí EU nadále vykazuje běžné účty v rovnováze nebo v přebytku, přičemž v některých zemích přetrvávají rozsáhlé přebytky běžného účtu, které se přinejlepším nepatrně snižují. Nedávné změny sald běžného účtu jsou celkově relativně omezené (Graph 3). Většina rozsáhlých a neudržitelných schodků běžného účtu byla napravena již v prvních letech tohoto desetiletí a změnila se na přebytky nebo vyrovnané pozice, které byly zachovány a v posledních letech se často mírně zvýšily. Výrazné přebytky v zemích, které jsou čistými věřiteli, zůstaly téměř beze změny nebo dokonce vzrostly. Salda běžného účtu jsou ovlivňována cyklickými faktory pouze v omezené míře: rozdíl mezi skutečnými a cyklicky očištěnými saldy běžného účtu je obecně velmi malý a v důsledku snižování produkčních mezer klesá (graf č. 2)[15]. Ve většině zemí EU nedávné výsledky běžných účtů překročily hodnoty, které bylo možné očekávat na základě fundamentálních veličin (např. stárnutí populace a příjem na obyvatele)[16]. Avšak v některých případech nemusí být výsledky stále dostatečné k tomu, aby bylo možné snížit čisté zahraniční závazky odpovídajícím tempem. V zásadě vyvážené pozice běžného účtu v roce 2017 byly méně než dříve ovlivněny cyklickými podmínkami, protože negativní produkční mezery v členských státech se snižují nebo dosahují kladných hodnot. V důsledku rostoucích cen ropy se vývoj energetické bilance téměř všude projevil na celkové bilanci, avšak často pouze mírně (viz tabulka č. 2.1 v příloze týkající se údajů o energetické bilanci).

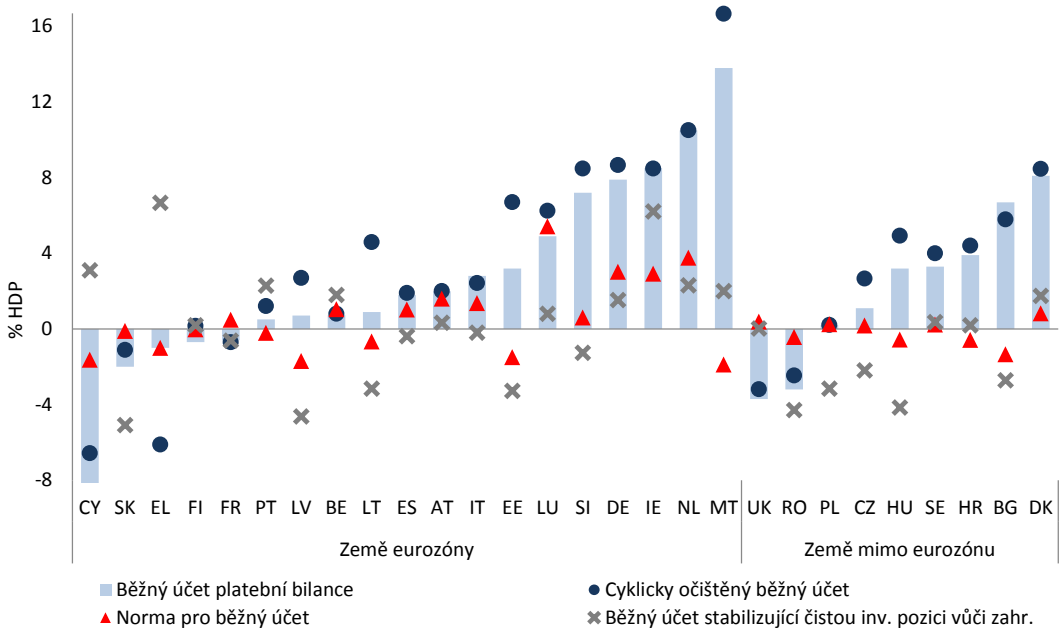
- **Kypr je členským státem, který vykazuje největší schodek běžného účtu nad prahovou hodnotu postupu při makroekonomické nerovnováze** (na základě průměru za 3 roky do roku 2017). Hodnoty ročních údajů se v posledních letech zhoršily pouze na Kypru. Výsledky se nacházejí **pod úrovní, která by vyplývala ze fundamentálních veličin, a pod úrovní, která je potřebná pro zlepšení čisté investiční pozice vůči zahraničí odpovídající tempem**, přičemž zhoršení salda běžného účtu v roce 2017 nelze připisovat dopadu cyklu. Mimo eurozónu se saldo běžného účtu nachází pod prahovou hodnotou srovnávacího přehledu v rámci postupu při makroekonomické rovnováze rovněž ve Spojeném království.

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

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

- V roce 2017 **vykázalo schodky běžného účtu pouze pět dalších členských států**: Finsko, Francie, Rumunsko, Řecko a Slovensko, přičemž pouze Rumunsko a Slovensko zaznamenaly hodnotu horší než 1 % HDP. **Rumunsko zaznamenalo zhoršení** svého schodku běžného účtu, jenž se zdá být pro rok 2017 pod úrovní fundamentálních veličin. **Řecko v důsledku výrazného vlivu negativní produkční mezery** vyniká nízkým celkovým schodkem běžného účtu; zdá se, že cyklicky očištěné saldo běžného účtu je pod úrovní, která je potřebná k rychlému snížení čisté investiční pozice vůči zahraničí, a pod úrovní normy běžného účtu.
- **Země s výrazně negativními čistými investičními pozicemi vůči zahraničí,** jako jsou Portugalsko a Španělsko, vykazovaly výsledky běžného účtu nad úrovní, kterou by bylo možné očekávat na základě fundamentálních veličin, avšak v případě Portugalska nebyly dostatečné k tomu, aby se zajistilo zlepšení čisté investiční pozice vůči zahraničí odpovídajícím tempem. Chorvatsko vykázalo přebytek, který vede ke snížení čisté investiční pozice vůči zahraničí uspokojivým tempem. Irsko zaznamenalo v roce 2017 velký přebytek běžného účtu, zatímco v roce 2016 po nedávných významných zpětných revizích směrem dolů vykázalo schodek. V případě Irska jsou údaje týkající se běžného účtu výrazně ovlivněny přeshraničními transakcemi spojenými s činnostmi nadnárodních korporací.
- **Čtyři země EU v současné době překračují prahovou hodnotu srovnávacího přehledu v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze v důsledku přebytků**. Hodnoty překračující prahovou hodnotu jsou pozorovány několik let v Dánsku, Německu a Nizozemsku a nejnověji na Maltě. V roce 2017 německý přebytek klesl o 0,5 % HDP, zatímco přebytek v Nizozemsku se zvýšil o 2,5 % HDP. Ve všech těchto čtyřech případech překračují výsledky přebytků značně **úroveň, kterou lze vysvětlit fundamentálními veličinami**, a to vždy nejméně o 5 procentních bodů HDP. Dynamika přebytku v Nizozemsku a na Maltě je výrazně ovlivňována přeshraničními transakcemi spojenými s činnostmi nadnárodních korporací a mezinárodně orientovaným sektorem služeb, které ovlivňují jak obchodní bilanci, tak i bilanci výnosů. Několik dalších zemí vykazuje přebytky již několik let, a to dokonce pod prahovou hodnotou, což je rovněž případ velkých zemí eurozóny, zejména Itálie (více informací o přebytku běžného účtu v eurozóně viz rovněž rámeček č. 2).

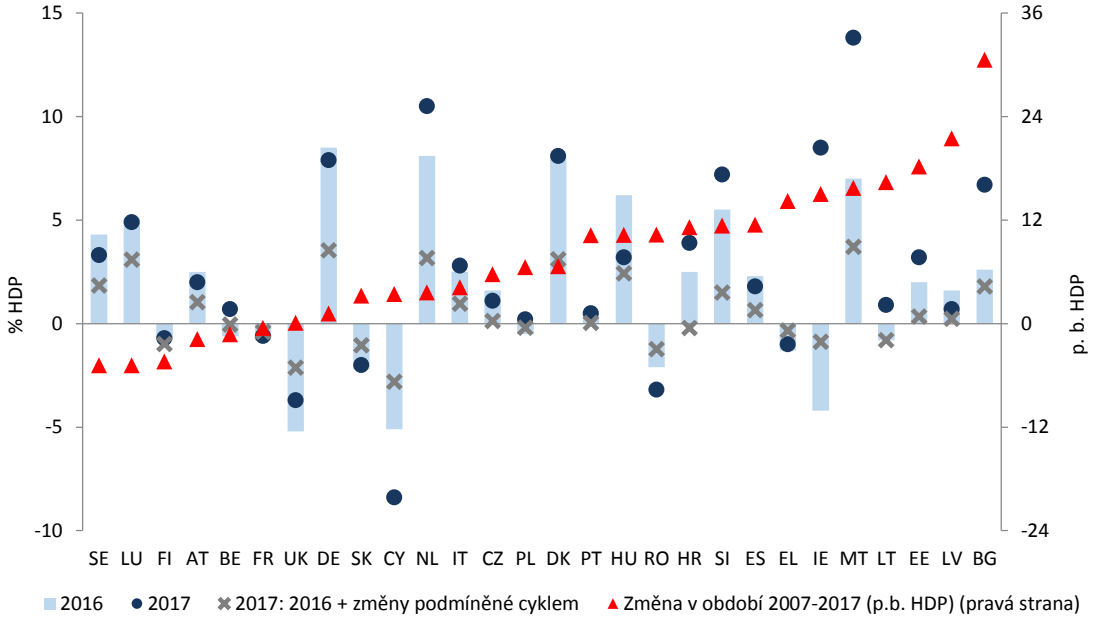
Graf č. 2: Salda běžného účtu a referenční hodnoty v roce 2017



Zdroj: Eurostat (údaje BPM6) a výpočty útvarů Komise.
Poznámka: Země jsou seřazeny podle salda běžného účtu v roce 2017. *Cyklicky očištěná salda běžného účtu*: viz poznámka pod čarou č. 15. *Normy běžného účtu*: viz poznámka pod čarou č. 16. Referenční hodnota *běžného účtu stabilizujícího čistou investiční pozici vůči zahraničí* je definována jako běžný účet, který je potřebný k tomu, aby se čistá investiční pozice vůči zahraničí v dalších deseti letech stabilizovala na současné úrovni, nebo pokud se stávající čistá investiční pozice vůči zahraničí nachází pod obezřetnostní prahovou hodnotou pro jednotlivé země, běžný účet, který je potřebný k tomu, aby v dalších deseti letech bylo dosaženo obezřetnostní prahové hodnoty čisté investiční pozice vůči zahraničí[17].

[17] Metodiky pro referenční hodnoty běžného účtu viz L. Coutinho et al. (2018); obezřetnostní prahové hodnoty čisté investiční pozice vůči zahraničí pro jednotlivé země viz poznámka pod čarou č. **Error! Bookmark not defined.**.

Graf č. 3: Vývoj salda běžného účtu



Zdroj: Eurostat a výpočty útvarů Komise.
Poznámka: Země jsou řazeny vzestupně v závislosti na změně poměru čisté investiční pozice vůči zahraničí k HDP v období 2007–2017. Změna v důsledku cyklu je vypočtena jako změna běžného účtu, která není způsobena změnou cyklicky očištěného salda běžného účtu; viz poznámka pod čarou č. 15.

Čisté investiční pozice vůči zahraničí se téměř ve všech členských státech nadále zlepšují, avšak v řadě z nich zůstávají problémem vysoké negativní pozice. V mnoha členských státech EU se výše čistých investičních pozic vůči zahraničí nacházejí stále z velké části v záporných hodnotách (Graph 4). Ve většině zemí EU, které vykazují negativní čistou investiční pozici vůči zahraničí, výše zahraničních závazků převyšuje čisté investiční pozice vůči zahraničí, které by mohly být odůvodněny na základě ekonomických fundamentálních veličin, avšak pouze v menšině případů se zdá být nižší než obezřetnostní prahová hodnota[18]. V některých zemích je výše zahraničních závazků vysoká, i když se nezapočítají méně rizikové finanční nástroje (čistá investiční pozice vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání). Zlepšení čistých investičních pozic vůči zahraničí v roce 2017 pokračovalo díky tomu, že výsledky běžného účtu se často nacházely v kladných hodnotách, a díky oživení nominálního růstu HDP (graf č. 5). Zlepšení byla poněkud mírnější než v dřívějších letech, přičemž účinky oceňování často přispívaly ke zlepšení čisté investiční pozice vůči zahraničí méně nebo dokonce čistou zahraniční pozici vůči zahraničí mírně zhoršily. Znaménko a velikost změn čisté

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

investiční pozice vůči zahraničí neměly silnou vazbu na její počáteční úrovně, ale země, jež jsou čistými dlužníky, své výsledky ve většině případů v roce 2017 zlepšily nebo stabilizovaly.

- V roce 2017 **téměř polovina členských států zaznamenala horší čisté investiční pozice vůči zahraničí, než je prahová hodnota srovnávacího přehledu** ve výši –35 % HDP. Některé země tuto hodnotu překračovaly na úrovni –100 % HDP (Kypr, Irsko, Portugalsko a Řecko) a Španělsko na úrovni –80 % HDP; rovněž Bulharsko, Chorvatsko, Litva, Lotyšsko, Maďarsko, Polsko, Rumunsko a Slovensko dosud nedosahují prahové hodnoty – 35 % HDP.

- V zemích s **výrazně zápornými čistými investičními pozicemi vůči zahraničí** se hodnoty nacházejí obvykle **pod referenčními hodnotami pro jednotlivé země**, a to jak v případě norem čistých investičních pozic vůči zahraničí, tak i v případě obezřetnostních prahů čistých investičních pozic vůči zahraničí. To je zejména případ Irska, Kypru, Portugalska, Řecka a rovněž Španělska. Řecko zaznamenalo mírné zhoršení čisté investiční pozice vůči zahraničí, zatímco Portugalsko vykázalo nezměněné hodnoty, přičemž v obou případech byla čistá investiční pozice vůči zahraničí v roce 2017 poněkud utlumena účinky oceňování; výsledky všech ostatních zemí se zlepšily. Tyto nejvíce záporné čisté investiční pozice vůči zahraničí se vyznačovaly **výrazným výskytem čistého zahraničního dluhu**[19]. Číselné údaje pro Kypr a Irsko je nutné vnímat rovněž v souvislosti s významem činností nadnárodních korporací a mezinárodně orientovaného odvětví služeb a v Řecku v souvislosti s velkým vnějším veřejným dluhem při vysoce výhodných sazbách.

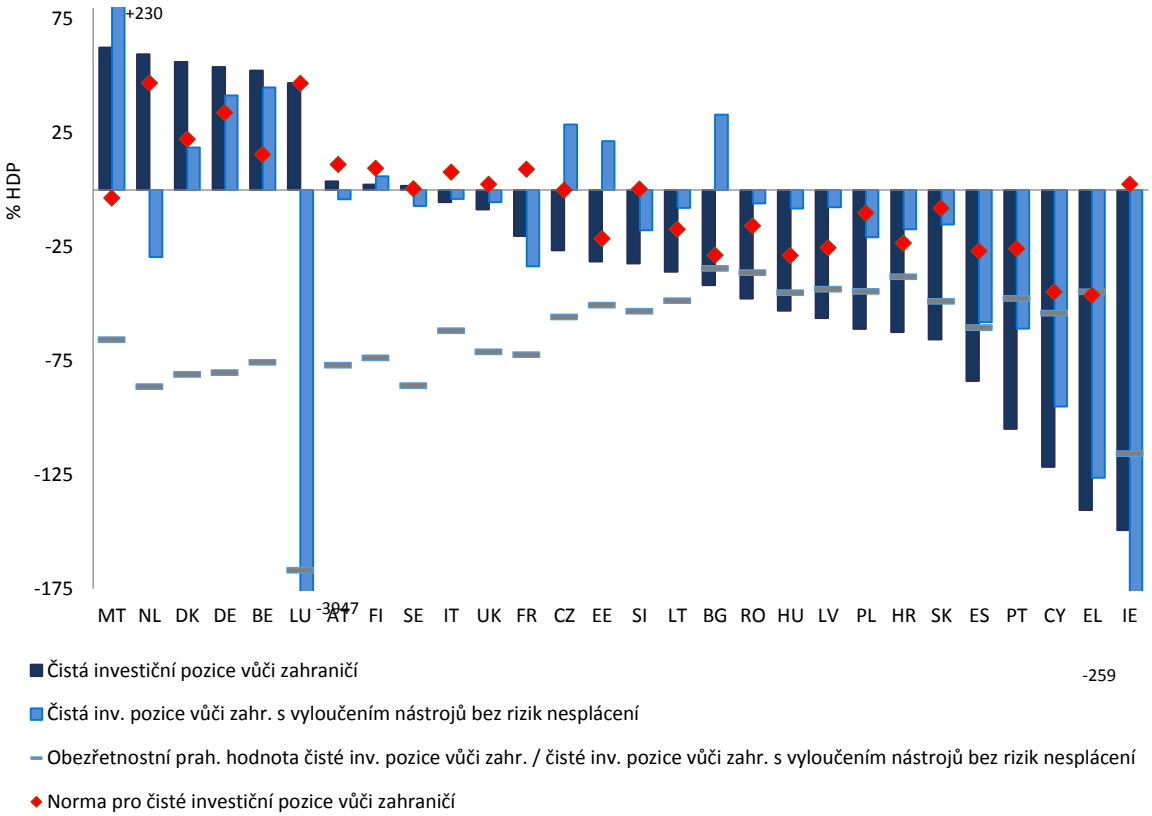
- V zemích se **středně zápornými čistými investičními pozicemi vůči zahraničí**, které jsou však stále pod úrovní prahové hodnoty srovnávacího přehledu ve výši –35 % HDP, se čistá investiční pozice vůči zahraničí často jeví pod normou a v některých případech mírně pod obezřetnostními prahovými hodnotami. V uvedených zemích má vlastní kapitál velký dopad na záporné čisté investiční pozice vůči zahraničí, a to i v souvislosti se stavy čistých přímých zahraničních investic ze zahraničí. V zemích, které mají **mírné vnější stavové pozice**, jsou čisté investiční pozice vůči zahraničí často vyšší než příslušné normy, s výjimkou případů Francie a Slovenska, kde jsou nižší.

- Ve většině zemí s **vysokými a kladnými stavy čistých investičních pozic vůči zahraničí** čisté investiční pozice vůči zahraničí převyšují normu a v roce 2017 rostly v důsledku velkých přebytků běžného účtu. Dánsko a Nizozemsko zaznamenaly mírný pokles ve svých čistých investičních pozicích vůči zahraničí v důsledku negativních účinků oceňování. Malta a Nizozemsko vykázaly v roce 2017 čistou zahraniční investiční pozici vůči zahraničí přibližně na úrovni 60 % HDP a Belgie, Dánsko a Německo na úrovni nad 50 % HDP[20].

[19] To se odráží v proměnné NENDI, tj. čisté investiční pozici vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání. Pozitivní je, že zlepšení čistých investičních pozic vůči zahraničí v těchto zemích v roce 2017 bylo většinou dáno zlepšením čistých pozic vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání.

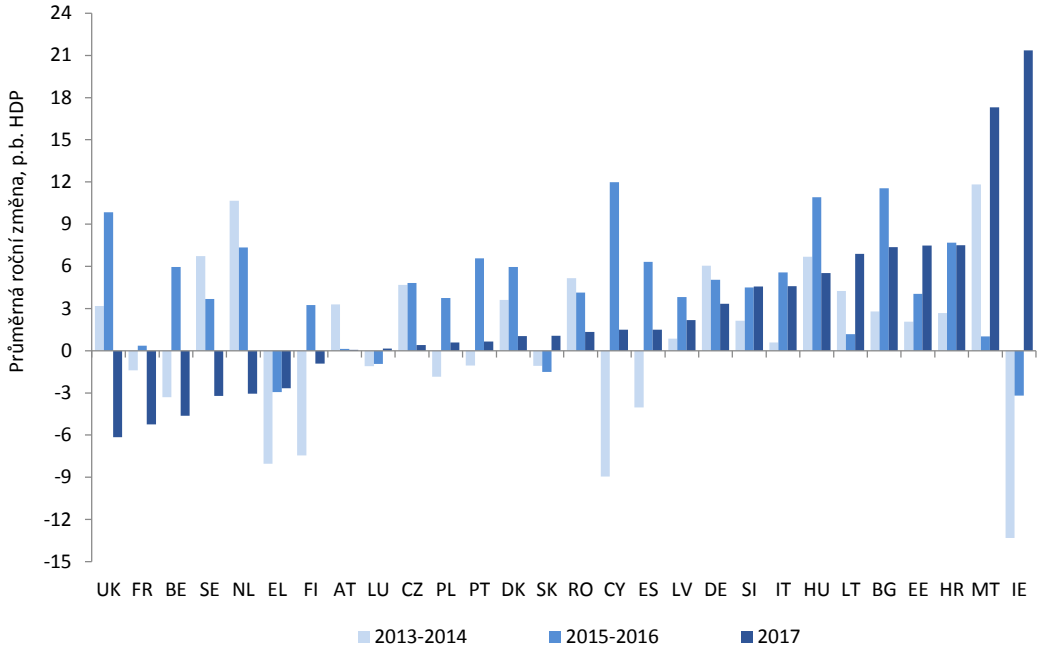
[20] Význam čisté investiční pozice vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání se v rámci této skupiny zemí značně liší, jelikož odráží rovněž význam jejich finančních center, jako v případě Lucemburska a Malty, nebo vnější dluhové závazky bank a ústředí nadnárodních korporací jako v případě Nizozemska.

Graf č. 4: Čisté investiční pozice vůči zahraničí a referenční hodnoty v roce 2017



Zdroj: Eurostat (BPM6, ESA10), výpočty útvarů Komise.
Poznámka: Země jsou řazeny sestupně v závislosti na poměru čisté investiční pozice vůči zahraničí k HDP v roce 2017. NENDI je čistá investiční pozice vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání, více informací viz rámeček č. 1. Koncepty normy čisté investiční pozice vůči zahraničí a obezřetnostní prahové hodnoty čisté investiční pozice vůči zahraničí viz poznámka pod čarou č. 18.

Graf č. 5: Dynamika čistých investičních pozic vůči zahraničí



Zdroj: Eurostat

Poznámka: Země jsou řazeny sestupně v závislosti na změně poměru čisté investiční pozice vůči zahraničí k HDP v roce 2017.

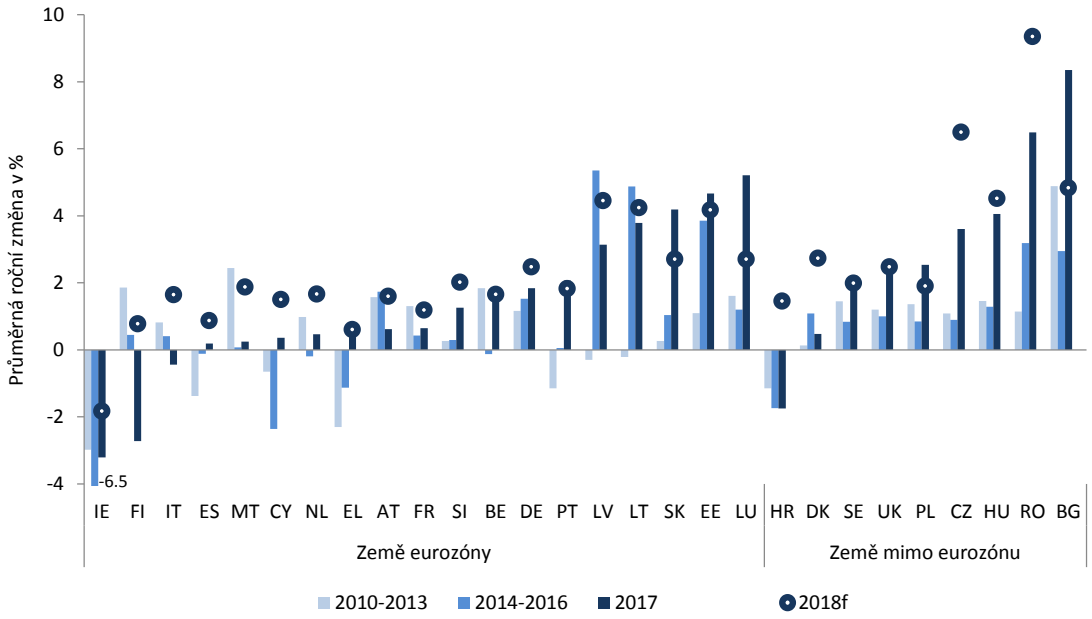
Vývoj nákladové konkurenceschopnosti k obnovování rovnováhy již příliš nepřispívá. Jednotkové náklady práce v období po krizi se v zemích, které po vzniku velkých schodků běžného účtu zaznamenaly pokles poptávky, vyznačovaly relativně slabou dynamikou. Jednotkové náklady práce začaly opět růst s hospodářským oživením, avšak navzdory napjaté situaci na trhu práce zůstává jejich růst relativně utlumen. Významné zrychlení růstu jednotkových nákladů práce bylo zaznamenáno v řadě zemí střední a východní Evropy: od roku 2012 v Bulharsku a v Estonsku, v roce 2013 v Litvě a Lotyšsku a v roce 2016 v Česku, Maďarsku a Rumunsku. Jednotkové náklady práce se v roce 2017 ve většině členských států dále zvýšily v důsledku konsolidace hospodářského růstu, avšak bez výrazného nárůstu nákladů práce ve velkých zemích, které jsou čistými věřiteli. V důsledku toho se potvrzuje trend v oblasti nákladové konkurenceschopnosti od roku 2016, který se jeví pro obnovení rovnováhy méně příznivý (viz rovněž rámeček č. 2).

- **Jednotkové náklady práce se ve většině členských států zvyšují**. Nárůst jednotkových nákladů práce byl v posledních letech obzvláště výrazný v Bulharsku, Estonsku, Litvě a Lotyšsku (graf č. 6**)**; u všech těchto zemí byla překročena prahová hodnota srovnávacího přehledu. V roce 2017 vzrostly výrazně jednotkové náklady práce oproti přechozím letům zejména v Bulharsku a v Rumunsku a v menší míře také v Česku, v Lucembursku a na Slovensku. Odhady na rok 2018 poukazují na scénáře pokračující dynamiky jednotkových nákladů práce v mnoha z těchto zemí, přičemž výraznější zrychlení nárůstu se předpokládá v Česku, Maďarsku, Litvě, Lotyšsku a Rumunsku, zatímco v Bulharsku se předpokládá zpomalení nárůstu, i když zůstane vysoký.

- **Růst jednotkových nákladů práce při porovnání jednotlivých zemí ve velké míře odráží rozdíly v napjaté situaci na trzích práce.** Země, v nichž jednotkové náklady práce rostou nejrychleji, jsou obvykle země, jež vykazují nižší míry nezaměstnanosti (graf č. 8). Země, které v posledních letech zaznamenaly rychlé míry růstu HDP, zejména pobaltské státy a několik dalších zemí východní Evropy, vykazují jak nízké nebo mírné míry nezaměstnanosti, tak vysoké míry růstu jednotkových nákladů práce, zatímco v zemích s vyšší mírou nezaměstnanosti je dynamika nákladů práce obvykle více omezena. Takový vztah se očekává na základě dynamiky Phillipsovy křivky, avšak není zcela spolehlivý, protože některé země vykazují míry růstu jednotkových nákladů práce, jež značně převyšují úroveň, která by se dala na základě tohoto vztahu očekávat, a to zejména v pobaltských státech, Česku, Maďarsku nebo Rumunsku. Jiné země přitom vykazují nižší růst jednotkových nákladů práce, než se očekávalo (např. Finsko, Chorvatsko a Irsko). V první skupině zemí lze silný nárůst mezd spojovat rovněž s nedostatkem pracovních sil spojeným s odchodem obyvatel, nedostatkem v oblasti dovedností a nesouladem mezi nabízenými a požadovanými dovednostmi[21].
- **K nárůstu jednotkových nákladů práce pozorovanému v roce 2017 nejvíce přispěl růst nominálních mezd**. Ve většině členských států k nárůstu jednotkových nákladů práce přispěl nejvíce růst nominálních mezd, přičemž produktivita práce hrála poměrně menší roli. Produktivita práce obecně přispěla ke zpomalení růstu jednotkových nákladů práce, a to v důsledku prohlubování kapitálu a růstu souhrnné produktivity výrobních nákladů, zatímco nižší počet odpracovaných hodin znamenal často sníženou produktivitu (graf č. 7).
- **Trendy růstu jednotkových nákladů práce jsou stále více odděleny od potřeb obnovení vnější rovnováhy.** Zatímco v období krize měla nezaměstnanost tendenci být vyšší v zemích, které jsou čistými dlužníky a v nichž došlo ke zhoršení stavu běžných účtů a následnému poklesu poptávky, od počátku hospodářského oživení se míry nezaměstnanosti sbližují, což naznačuje, že modely růstu jednotkových nákladů práce, které široce odrážejí různé stupně napětí na trhu práce, jsou stále více odpojeny od potřeb obnovení vnější rovnováhy. V roce 2017 některé země, které jsou čistými dlužníky, zaznamenaly po letech poklesu či stagnace opětovné zvyšování jednotkových nákladů práce, což určitým způsobem potvrdilo model, který se objevil již v roce 2016. Zrychlení byla výraznější na Kypru, v Portugalsku a v Řecku. Přetrvávající napjatá situace na trzích práce v zemích, jež jsou čistými věřiteli, se současně dosud nepromítla do výrazného nárůstu mezd.

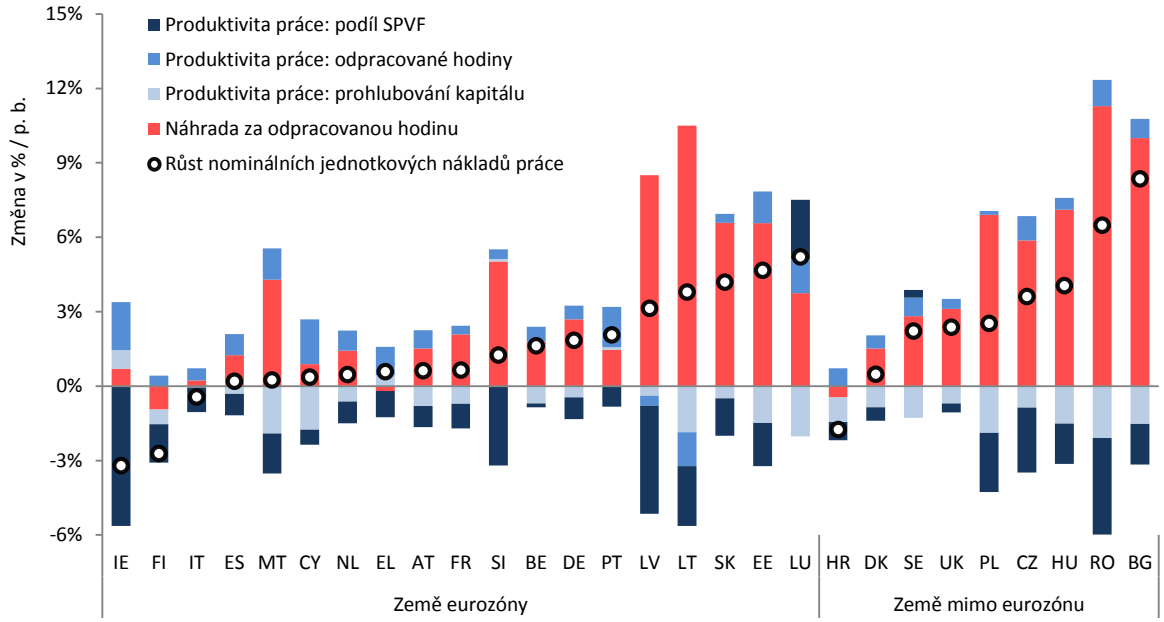
[21] Viz např. Evropská komise (2018), „Labour markets and wage developments in Europe“ (Trhy práce a vývoj mezd v Evropě), roční přehled z roku 2018, a Z. Darvas a I. Gonçalves Raposo (2018), „The ever-rising labour shortages in Europe“ (Zvyšující se nedostatek pracovních sil v Evropě), Bruegel Blog Post, 25. leden 2018.

Graf č. 6: Růst jednotkových nákladů v posledních letech



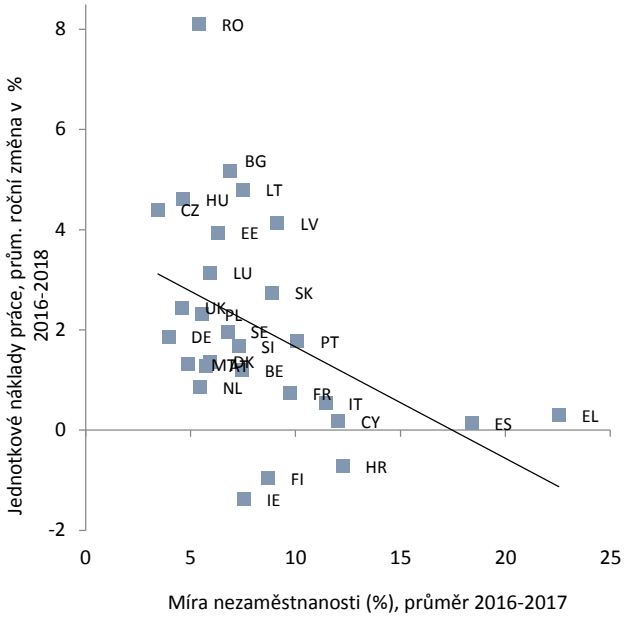
Zdroj: AMECO; údaje za rok 2018 pocházejí z hospodářské prognózy Evropské komise z podzimu 2018.
Poznámka: Země jsou řazeny vzestupně v závislosti na růstu jednotkových nákladů práce v roce 2017.

Graf č. 7: Růst jednotkových nákladů práce a jeho faktory, 2017



Zdroj: AMECO a výpočty útvarů Komise
Poznámka: Země jsou řazeny vzestupně v závislosti na růstu jednotkových nákladů práce v roce 2017. Rozklad spočívá ve standardním rozčlenění růstu jednotkových nákladů práce na nominální hodinové odměny a produktivitu práce, přičemž produktivita práce je dále rozčleněna na vliv odpracovaných hodin, souhrnné produktivity výrobních faktorů a akumulace kapitálu. Použit byl standardní rámec růstového účetnictví.

Graf č. 8: Růst jednotkových nákladů práce a míra nezaměstnanosti



Zdroj: AMECO

Vývoj cenové konkurenceschopnosti měřený reálnými efektivními směnnými kurzy odráží pouze částečně změny nákladové konkurenceschopnosti založené na jednotkových nákladech práce. Při měření reálnými efektivními směnnými kurzy, které jsou založeny na jednotkových nákladech práce a které zohledňují změny růstu jednotkových nákladů práce ve vztahu ke konkurentům na domácích trzích a trzích třetích zemí, jakož i vývoj nominálních směnných kurzů, se rozdíly v růstu jednotkových nákladů práce promítly do zvýšení a snížení nákladové konkurenceschopnosti členských států EU (graf č. 9).

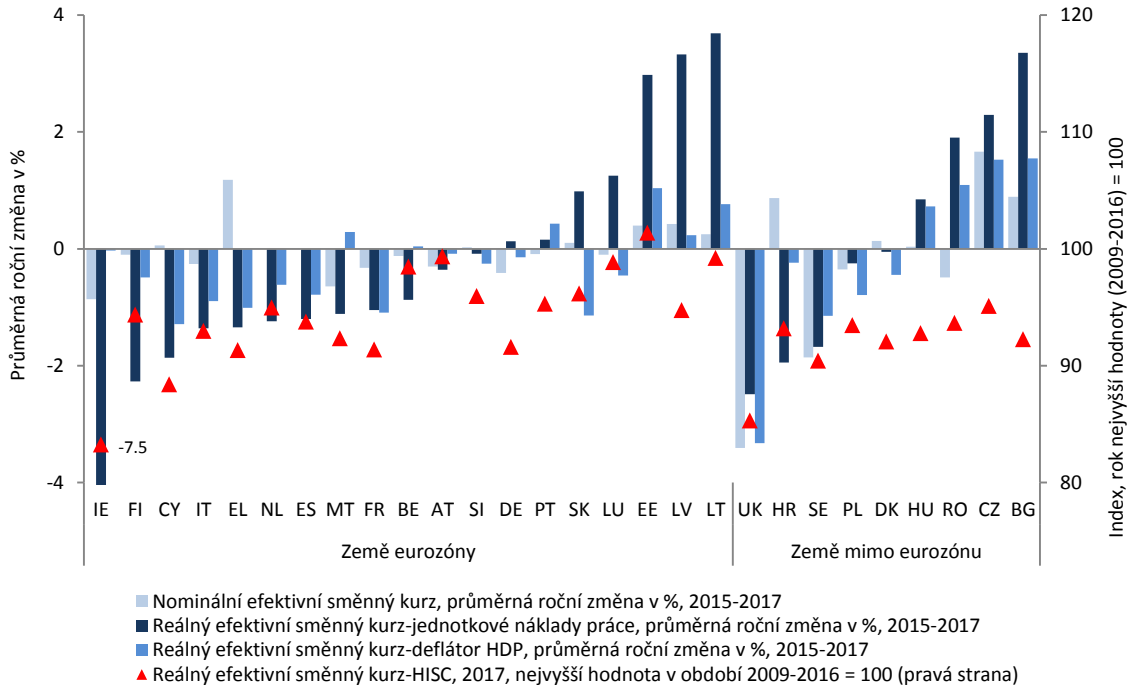
- V posledních letech **většina členských států eurozóny zaznamenala snížení reálných efektivních směnných kurzů založených na jednotkových nákladech práce**, což znamená, že relativní snížení nákladů práce bylo dostačující ke kompenzaci zhodnocování efektivního kurzu eura od roku 2016. **Několik zemí eurozóny** a zejména **pobaltské státy** však při měření pomocí reálného efektivního směnného kurzu založeného na jednotkových nákladech práce **zaznamenaly namísto toho snížení nákladové konkurenceschopnosti**. Pokud jde o země mimo eurozónu, změny v reálných efektivních směnných kurzů založených na jednotkových nákladech práce byly většinou spojeny s výkyvy nominálních směnných kurzů měřených nominálními efektivními směnnými kurzy. Znehodnocení vedlo ke zvýšení konkurenceschopnosti v Polsku, Rumunsku, Spojeném království a Švédsku, zhodnocení mělo převážně důsledky pro Bulharsko a Česko. V poledních letech byl nárůst nákladové konkurenceschopnosti měřený změnami v reálném efektivním směnném kurzu založeném na jednotkových nákladech práce obecně širšího rozsahu v zemích, které jsou čistými dlužníky. Tento poznatek je v souladu s poznatkem přezkoumaným výše, který se týká dynamiky jednotkových nákladů práce.

- **Dynamika cenové konkurenceschopnosti** měřená reálným efektivním směnným kurzem založeným na deflátoru HDP **byla menší než dynamika nákladové konkurenceschopnosti** měřená podle reálného efektivního směnného kurzu založeného na jednotkových nákladech práce. Z toho vyplývá, že část změn v jednotkových nákladech práce ovlivnila spíše rozpětí mezi cenou a náklady, než aby se promítla do cen (graf č. 9). Důkazy naznačující **stlačování rozpětí** byly silné zejména v zemích, které vykazují velké ztráty nákladové konkurenceschopnosti, zejména v pobaltských zemích, Bulharsku a Rumunsku[22].

- V některých zemích se velmi nízké nebo **záporné míry spotřebitelské inflace** výrazně projevily v silném **nárůstu konkurenceschopnosti** měřeném reálným efektivním směnným kurzem založeným na harmonizovaném indexu spotřebitelských cen. Dvě země, Kypr a Irsko, vykazovaly v roce 2017 hodnoty dokonce pod nižší prahovou hodnotou srovnávacího přehledu. Ve většině zemí **je současná pozice konkurenceschopnosti příznivější, než tomu bylo před krizí, neboť úroveň reálného efektivního směnného kurzu založeného na harmonizovaném indexu spotřebitelských cen** se nachází pod úrovní zaznamenanou v předchozím období vrcholných hodnot. Reálné znehodnocení se ve většině případů časově shodovalo se snížením relativních cen neobchodovatelných statků a se zvýšeným podílem obchodovatelných statků v hospodářství, čímž se zlepšil potenciál dynamiky růstu založeného na vývozu. U malého počtu zemí, zejména v Estonsku, Lotyšsku a Rakousku, se však stávající číselné údaje reálného efektivního směnného kurzu založeného na harmonizovaném indexu spotřebitelských cen blíží předchozím vrcholným hodnotám nebo je převyšují.

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

Graf č. 9: Nominální a reálné efektivní směnné kurzy (NEER a REER)



Zdroj: AMECO

Poznámka: Země jsou řazeny vzestupně na základě průměrné roční změny reálného efektivního směnného kurzu (REER) založeného na růstu jednotkových nákladů práce v období 2015–2017. Reálné efektivní směnné kurzy založené na jednotkových nákladech práce a na deflátoru HDP a nominální efektivní směnný kurz (NEER) se vypočítávají vůči 37 obchodním partnerům; reálný efektivní směnný kurz založený na harmonizovaném indexu spotřebitelských cen se vypočítává vůči 42 obchodním partnerům jako ve srovnávacím přehledu zprávy mechanismu varování.

Ve většině zemí EU bylo zaznamenáno zvýšení podílu na světovém vývozu, avšak z hlediska rozsahu se zmenšuje. Kumulované změny podílu na světovém vývozu během pěti let zaznamenané v roce 2017 vykazují ve většině členských států EU kladné hodnoty a pouze v jedné zemi (v Řecku) se ztráty podílu na světovém vývozu nacházely pod prahovou hodnotou srovnávacího přehledu. Novější údaje však ukazují, že situace se velmi liší, přičemž stále převládá růst, ale v roce 2017 se stává mírnějším v důsledku zhodnocování eura a méně příznivé dynamiky cen komodit. V roce 2017 pokračovalo oživení vývozní činnosti zemí EU, avšak růst vývozu jiných ekonomik se v roce 2017 přiblížil růstu vývozu ekonomik v EU díky zrychlení v předchozích letech[23].

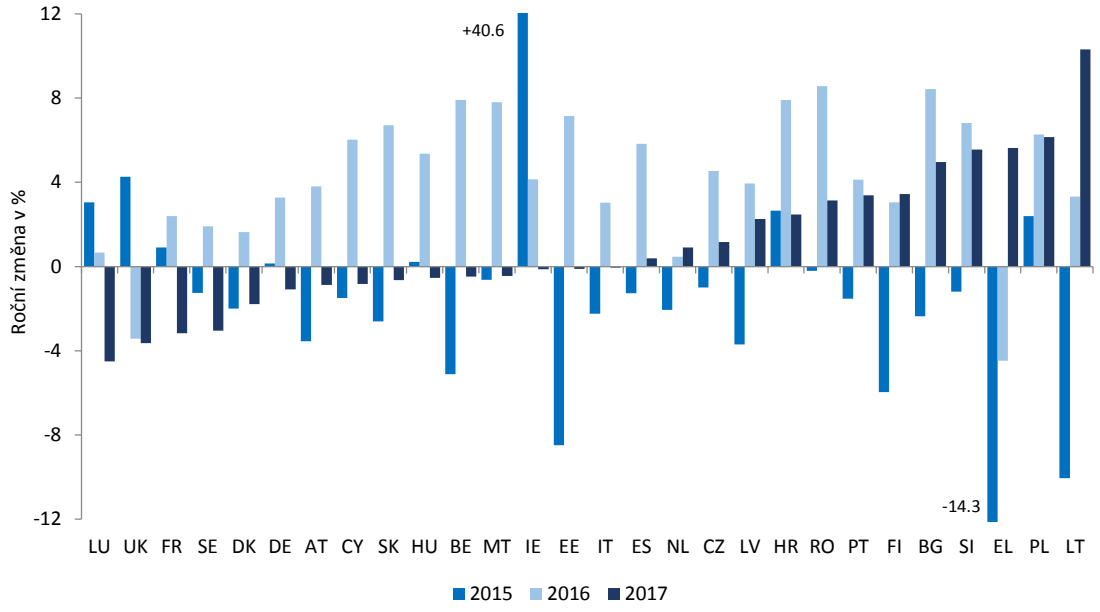
- K přechozímu celkově pozitivnímu trendu, pokud jde o podíly EU na světovém vývozu, přispělo oživení poptávky po vývozu v rámci EU a nárůst konkurenceschopnosti, jak je popsáno výše. **Zvýšení podílu na trzích bylo poněkud výraznější v zemích, které jsou čistými dlužníky, a v zemích střední a východní Evropy**, což znamená, že silnější nárůst

[23] Viz prognóza Evropské komise z podzimu 2018 a MMF (2018), světový ekonomický výhled, říjen 2018. Výkonnost vývozů ve vztahu k vyspělým ekonomikám viz rovněž tabulka 2.1 v příloze.

konkurenceschopnosti v uvedených zemích měl rovněž tendenci projevit se ve výhodě, pokud jde o pronikání na vývozní trhy.

- Z novějších údajů o ročních změnách podílu na světovém trhu vyplývá, že v roce 2016 došlo ke zvýšení podílu, po němž v roce 2017 následovaly obecně skromnější výsledky (graf č. 10). **Zvyšování podílu bylo v roce 2017 téměř ve všech členských státech EU skromnější**, avšak v Řecku a v Litvě bylo zaznamenáno silnější zvýšení, což je odrazem zvrácení dříve velkých ztrát.

Graf č. 10: Změny v podílech na světovém vývozu za poslední roky



Zdroj: Eurostat, výpočty útvarů Komise.
Poznámka: Země jsou řazeny vzestupně v závislosti na ročních změnách podílů na světovém vývozu v roce 2017.

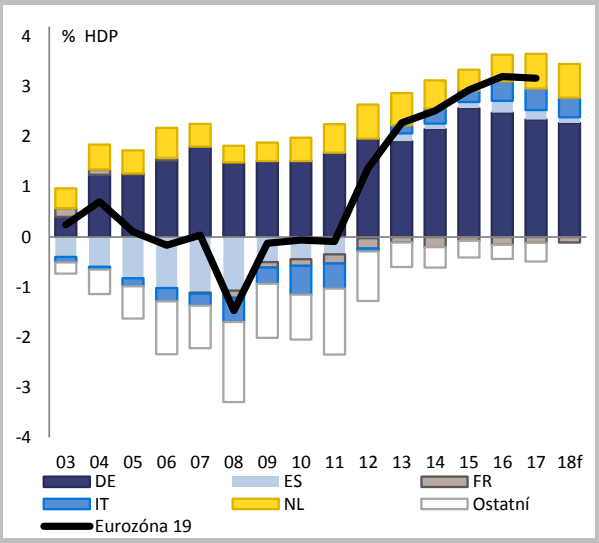
Rámeček č. 2: Makroekonomická nerovnováha v dimenzi eurozóny

Běžný účet eurozóny se stabilizoval na velmi vysokých úrovních. Saldo běžného účtu eurozóny po krizi v roce 2008 do roku 2016 viditelně vzrostlo. Od té doby se jeho hodnota dle statistiky platební bilance stabilizovala v roce 2016 a v roce 2017 na úrovni přibližně 3,2 % HDP[24]. Přebytek běžného

[24] Údaje týkající se běžného účtu eurozóny založené na údajích o platební bilanci byly nedávno mírně revidovány směrem dolů, a v současné době vykazují přebytek, který je ve srovnání s údaji dostupnými před rokem o 0,3 procentního bodu HDP nižší než v roce 2015 a o 0,1 procentního bodu HDP nižší než v roce 2016. Podle údajů v platební bilanci a národních účtech bylo celkové saldo běžného účtu eurozóny vůči zbytku světa v letech 2016 a 2017 na úrovni 3,2 % HDP. Po sečtení činil v roce 2016 běžný účet členských států eurozóny 3,5 % HDP a v roce 2017 činil 4 % HDP. Rozdíly

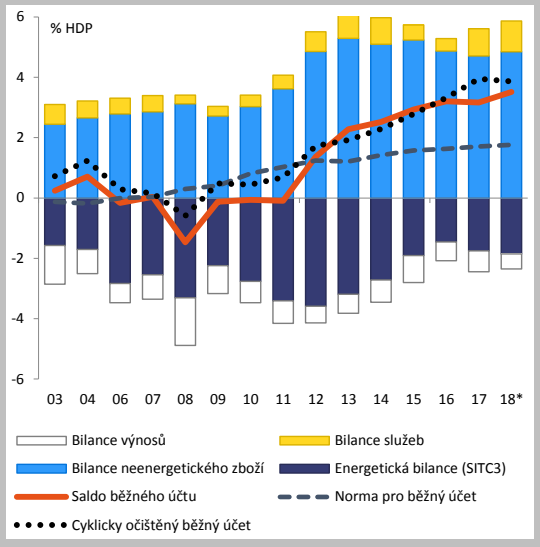
účtu eurozóny zůstává největší na světě a odhaduje se, že překračuje hodnotu, kterou lze očekávat dle základních ekonomických veličin (přibližně 1,5 % HDP eurozóny)[25]. Pokud se politiky nezmění, podle prognózy Evropské komise z podzimu 2018 se očekává, že přebytek běžného účtu eurozóny do roku 2020 poněkud klesne[26]. Mezi faktory, které by mohly přispět ke snížení přebytku, patří relativní oslabení cyklických podmínek v jiných oblastech světové ekonomiky, plné projevení dopadů restriktivních obchodních politik a nedávného efektivního reálného zhodnocení eura, možné další zhodnocování eura (mimo jiné spojené se vzestupnými tlaky na trzích plynoucími z přetrvávajícího velkého vnějšího přebytku) nebo pokračování stávajícího trendu zvyšování cen ropy.

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



Zdroj: AMECO, Údaje o platební bilanci.

Graf B.2: Vývoj běžného účtu eurozóny: členění podle položek



Zdroj: Eurostat, Údaje o platební bilanci.
Poznámka: „18*“ odkazuje na klouzavý průměr za čtyři čtvrtletí do druhého čtvrtletí roku 2018.

Nárůst přebytku v eurozóně odráží korekci běžných účtů, které dříve vykazovaly schodek, ve spojení s přetrvávajícími výraznými přebytky. Stav běžného účtu eurozóny byl před rokem 2008 v zásadě vyvážený, přičemž v uvedeném roce byl vykázán schodek v důsledku velkého poklesu světové

---

mezi souhrnnou hodnotou za eurozónu a součtem sald běžného účtu členských států jsou dány úpravami asymetrií ve vykázaných údajích členských států.

[25] Pokud jde o metodiku pro výpočet salda běžného účtu v souladu se základními veličinami (norma běžného účtu), viz poznámka pod čarou č. **Error! Bookmark not defined.** a v ní uvedené odkazy. Ve zprávě MMF (External Sector Report 2018) se rovněž uvádí, aby norma běžného účtu eurozóny činila přibližně 1,5 % HDP.

[26] Předpověď vychází z údajů národních účtů.

poptávky a po finanční krizi z roku 2008 dosáhl přebytku, a to zejména vzhledem k výrazné korekci velkých schodků v návaznosti na zvrat v soukromých přeshraničních finančních tocích (graf B.1). Přebytek po roce 2011 dále rostl v důsledku rozšíření dluhové krize do Španělska a Itálie a následného poklesu domácí poptávky, který přispěl k tomu, že se saldo běžného účtu těchto zemí dostalo do přebytku. Od roku 2011 došlo rovněž k postupnému nárůstu vysokého přebytku běžného účtu v Německu. V současné době je přebytek běžného účtu eurozóny zejména výsledkem velkých přebytků vykazovaných v Německu a v Nizozemsku, jejichž vnější pozice přestavují dohromady převážnou část přebytku eurozóny (graf B.1). Od roku 2016 je postupné snižování přebytku běžného účtu Německa spojeno se stabilizací přebytku zaznamenaného v eurozóně.

Nedávný vývoj salda běžného účtu eurozóny byl spojen především s energetickou bilancí, bilancí příjmů a bilancí služeb. Bilance neenergetického zboží vykázala v období po finanční krizi zlepšení, což odráží relativně slabou cyklickou pozici eurozóny ve srovnání s jinými oblastmi světa a má největší podíl na zlepšení běžného účtu (graf B.2). V témže období vykázalo mírné zlepšení cyklicky očištěné saldo běžného účtu. Od roku 2013 se přebytek bilance zboží v souvislosti s oživením produkce eurozóny stabilizoval a začal se snižovat pouze velmi mírně díky solidním výsledkům vývozu, pokud jde o hodnotu a objem v porovnání s ostatními vyspělými ekonomikami[27]. Vývoj energetické bilance po krizi byl ovlivněn zejména změnami v cenách ropy. Po výrazném poklesu v roce 2008 se ceny ropy v letech 2009 až 2011 zvyšovaly, a v období let 2014 až 2016 opět klesaly, což podpořilo změny v energetické bilanci eurozóny opačným směrem. Nárůst cen ropy, který začal v polovině roku 2016 je příčinou zhoršení v energetické bilanci, které bylo od té doby zaznamenáno[28]. Negativní vliv energetické bilance na přebytek eurozóny od roku 2016 byl kompenzován zlepšením v bilanci služeb. Navzdory zlepšující se bilanci kapitálových příjmů související s kladnou a rostoucí čistou investiční pozicí vůči zahraničí v eurozóně jako celku zůstává bilance příjmů v záporných číslech a v roce 2017 se v důsledku dynamiky zaznamenané v čistých příjmech právnických osob zhoršila.

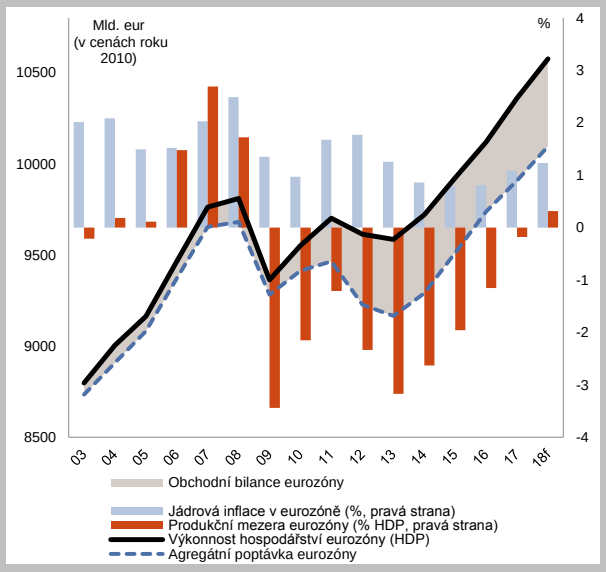
Dynamika přebytku eurozóny rovněž souvisí se zaostáváním domácí poptávky za poptávkou po hospodářské činnosti a přetrvávající vývozní poptávkou, která se odvíjí od významné celosvětové poptávky po evropských výrobcích a službách a od posílené konkurenceschopnosti. Rozdíl mezi celkovými příjmy a výdaji, který odpovídá čistým vývozům, se od skončení finanční krize z roku 2008 až do roku 2016 zvětšoval (viz graf B.3). Na počátku krize utlumená dynamika poptávky odrážela rozsáhlé snižování zadluženosti v soukromém sektoru, a to zejména v zemích, které jsou čistými dlužníky a kterých se týkalo náhlé zastavení běžných účtů, zatímco zvýšené čisté výpůjčky sektoru vládních institucí pomohly zmírnit dopad krize na příjmy (graf B.4). Po zhoršení dluhové krize v eurozóně v roce 2011 začalo snižování zadlužení rovněž v sektoru vládních institucí, který od té doby nejvíce přispěl k nárůstu celkové čisté věřitelské pozice eurozóny. Údaje o čistých úvěrech v sektoru domácností jsou oproti období před krizí v současnosti dvakrát tak vysoké a

[27] Viz rovněž ECB, Ekonomický bulletin, 05/2018, rámeček č. 2.

[28] Při posuzování výhledů energetické bilance by se mělo rovněž zohlednit postupné strukturální zlepšení v energetické bilanci eurozóny pro danou úroveň cen ropy spojené se sníženou vahou energeticky náročných činností a zvýšenou energetickou účinností výrobních procesů. Viz např. zpráva Mezinárodní energetické agentury z roku 2018 , „Energy Efficiency 2017“ (Energetická účinnost v roce 2017).

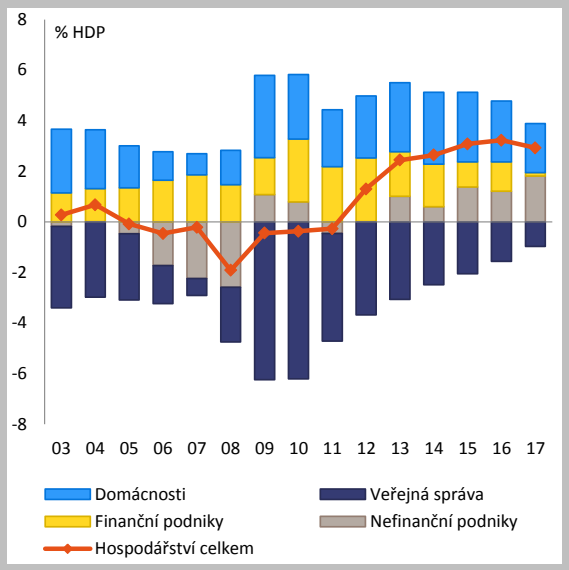
nefinanční podniky, které za normálních okolností zaznamenávají čisté výpůjční potřeby, již od roku 2013 vykazují pozitivní čistou věřitelskou pozici. Čisté půjčky sektoru vládních institucí zůstávají v záporných číslech a pouze nedávno dosáhly úrovní, jež jsou v souladu s klesající mírou zadlužení veřejného sektoru ve většině států eurozóny. Navzdory aktivnímu snižování zadlužení vyplývá z dlouhodobé stagnace nominálního HDP po krizi, že v řadě zemí eurozóny zůstal poměr dluhu domácností, podniků a vládních institucí k HDP historicky vysoký. Snižování zadlužení v současnosti probíhá za příznivých ekonomických podmínek.

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



Zdroj: AMECO

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



Zdroj: Eurostat

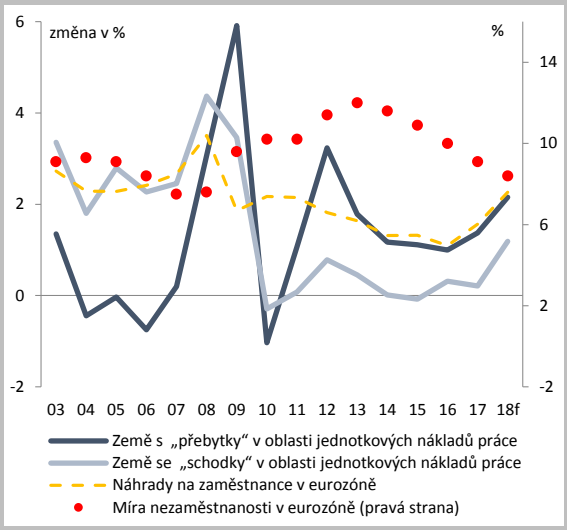
Výzvy zůstávají spojeny s přetrvávajícími stavovými nerovnováhami, trvalostí stávajícího hospodářského růstu a omezeným prostorem pro zmírnění negativních šoků v zemích s vysokým zadlužením. Po téměř deseti letech stagnující dynamiky dochází k oživení domácí poptávky eurozóny, produkční mezera se dostává do kladných čísel a očekává se, že inflace se postupně přiblíží cíli stanovenému měnovými orgány (graf B.3). Probíhající růst podporuje korekci stavových nerovnováh, avšak rýsuje se několik výzev. Zaprvé, nejistota, pokud jde o trvalost současného růstu, neboť podmínky pro zajištění růstu na udržitelném základě nejsou vždy nastoleny, zejména ve spojení s přetrvávajícími investičními mezerami, nedostatečnými rámcovými podmínkami pro podporu růstu produktivity a nevyužitým potenciálem lidského kapitálu[29]. Zadruhé, obnovování rovnováhy v eurozóně není dosud dokončeno. Země, které měly v minulosti velké schodky, se stále vyznačují vysokými zápornými čistými investičními pozicemi vůči zahraničí spojenými s vysokými objemy

[29] Viz roční analýza růstu na rok 2019 vypracovaná Evropskou komisí a B. Pierluigi and D. Sondermann (2018), „Macroeconomic imbalances in the euro area: where do we stand?“ (Makroekonomické nerovnováhy v eurozóně: jaký je současný stav?), ECB Occasional Paper 211/2018.

soukromého nebo veřejného dluhu, což představuje zranitelné místo. Navíc tytéž země, které jsou zatíženy vysokým dluhem, jsou obvykle rovněž zeměmi, které mají relativně menší prostor k tomu, aby se při snižování míry zadlužení mohly spoléhat na růst potenciálního produktu, což znamená, že prostor pro soukromé a veřejné úspory pro zmírnění negativních šoků ve výstupu je pravděpodobně omezený (graf B.6).

Symetrické obnovování rovnováhy v eurozóně by pomohlo obnovit udržitelný růst a současně do budoucna zajistilo makroekonomickou stabilitu. Aby se zajistilo, že růst udržitelně postupuje a je slučitelný s makroekonomickou stabilitou, je potřebná vhodná kombinace politik. V zemích, jež jsou čistými dlužníky, si snižování rozsáhlého zahraničního a domácího dluhu vyžaduje zachování obezřetných sald běžného účtu a zajištění odpovídajícího tempa snižování dluhu, přičemž je třeba sledovat cíl zvyšování růstového potenciálu prostřednictvím odpovídajících investic a reforem a předcházet riziku procyklické napjaté situace v nepříznivých časech. Zlepšování vyhlídek produktivity je potřebné zejména v zemích, jež jsou čistými dlužníky, a to v zájmu udržitelnosti výše dluhu a takového vývoje relativní konkurenceschopnosti, který je příznivější pro obnovení rovnováhy, a to v situaci, kdy se relativní zvýšení konkurenceschopnosti zemí, jež jsou čistými dlužníky, které začalo v roce 2012, v poslední době snižuje (graf B.5). Naproti tomu v zemích, které jsou čistými věřiteli, by politiky na podporu investic a překonávání stagnace mezd pomohly řešit přetrvávající velké přebytky , zatímco by přispívaly k podpoře potenciálu růstu a učinily vyhlídky na růst méně závislými na zahraniční poptávce.

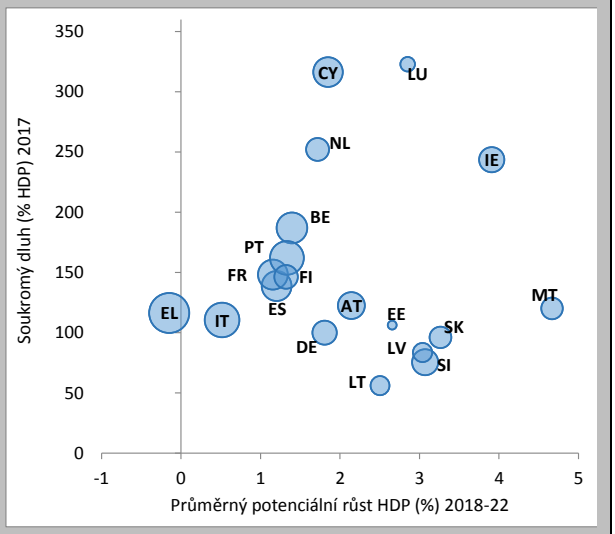
Graf B.5: Obnovení rovnováhy v eurozóně (nezaměstnanost, růst mezd a jednotkových nákladů práce)



Zdroj: AMECO

Poznámka: Mezi země s přebytkem patří Belgie, Finsko, Lucembursko, Německo, Nizozemsko a Rakousko; všechny ostatní členské země eurozóny se považují za země se schodkem.

Graf B.6: Zadlužení a vyhlídky na potenciální růst v zemích eurozóny



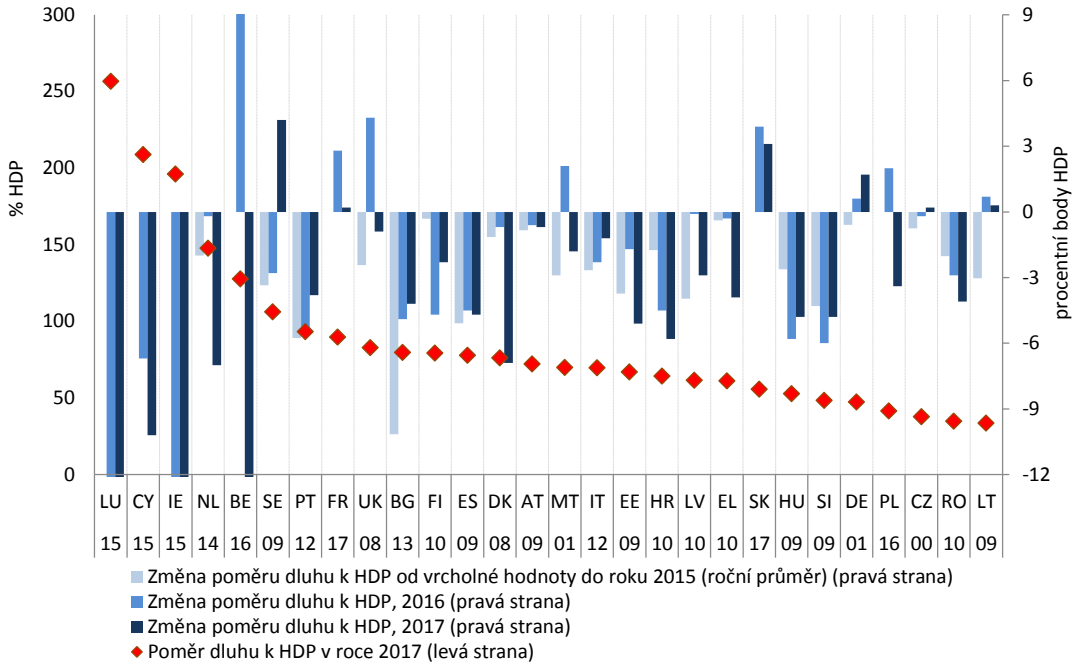
Zdroj: AMECO

Poznámka: Velikost bubliny představuje hodnotu zadlužení vládních institucí (% HDP) v roce 2017.

Míry zadlužení soukromého sektoru postupně klesají, ale v některých členských státech zůstávají vysoké. Prahovou hodnotu soukromého dluhu uvedenou ve srovnávacím přehledu překročilo v roce 2017 dvanáct členských států. Jedná se o stejné země jako v loňské zprávě mechanismu varování. Největší míru zadlužení soukromého sektoru vykazuje Irsko, Kypr, Lucembursko a Nizozemsko, ačkoli hodnoty těchto zemí jsou ovlivněny přeshraničními transakcemi spojenými s činností nadnárodních korporací. Obzvláště vysoké míry soukromého dluhu vykazují rovněž Belgie, Dánsko, Portugalsko, Spojené království a Švédsko, jejichž objem soukromého dluhu převyšuje 160 % HDP. Poměrný podíl domácností a nefinančních podniků na vysoké úrovni soukromého dluhu se mezi jednotlivými členskými státy liší. V případě Belgie, Irska a Lucemburska jsou celkové vysoké míry zadlužení soukromého sektoru dány zejména zadlužeností nefinančních podniků. Naopak v Dánsku a ve Spojeném království se na velkém objemu soukromého dluhu podílí zejména domácnosti. Poměrně vysoké zadlužení podniků i domácností vykazují Kypr, Nizozemsko, Švédsko a Portugalsko. Rozdíly ve výši zadlužení soukromého sektoru mezi zeměmi lze objasnit do značné míry rozdíly v základních faktorech odůvodňujících akumulaci dluhu, včetně vyhlídek na růst a investice a finančního vývoje. Posouzení úrovně dluhu by proto mělo zohlednit uvedené faktory, jakož i ostatní prvky, jež mají vliv na rizika vyplývající z vysokého zadlužení z perspektivy zaměřené do budoucna[30].

[30] Tyto faktory jsou zohledněny v referenčních hodnotách pro jednotlivé země, které vypracovala Evropská komise ve spolupráci s pracovní skupinou EPC LIME (Evropská komise, „Benchmarks for the assessment of private debt“ (Referenční hodnoty pro posouzení soukromého dluhu), zpráva pro Výbor pro hospodářskou politiku, ARES (2017) 4970814). První referenční hodnota umožňuje posuzovat soukromý dluh vůči hodnotám, které lze vysvětlit na základě základních ekonomických veličin. Druhá referenční hodnota sestává z obezřetnostní prahové hodnoty založené na maximalizaci síly signálu při předvídání bankovních krizí a zohlednění informací o kapitalizaci bank, veřejném dluhu a úrovni hospodářského rozvoje v jednotlivých zemích. Ve většině členských států EU poměr soukromého dluhu k HDP převyšuje jak prahovou hodnotu srovnávacího přehledu zprávy mechanismu varování, tak i obě referenční hodnoty pro jednotlivé země.

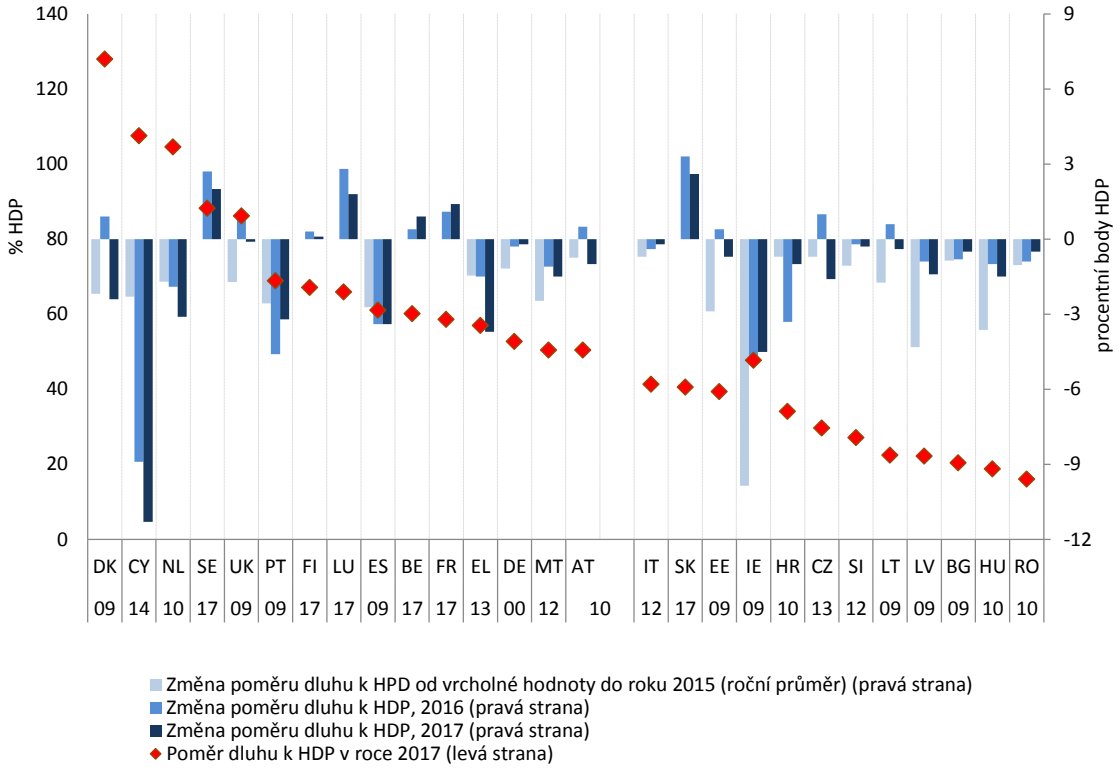
Graf č. 11: Tempo snižování zadlužení nefinančních podniků



Zdroj: Konsolidované roční odvětvové účty Eurostatu, výpočty útvarů Komise.

Poznámka: Země jsou řazeny sestupně v závislosti na poměru dluhu vůči HDP v roce 2017. Číslo uvedené pod kódem země znamená rok s vrcholnou hodnotou. Nárůst k vrcholné hodnotě byl vypočten na základě jiného počátečního roku než roku 2000 v případě Chorvatska a Irska (2001) a Kypru (2006). Sloupce týkající se LU, IE a BE byly zkráceny z důvodu rozsahu grafu.

Graf č. 12: Tempo snižování zadlužení domácností



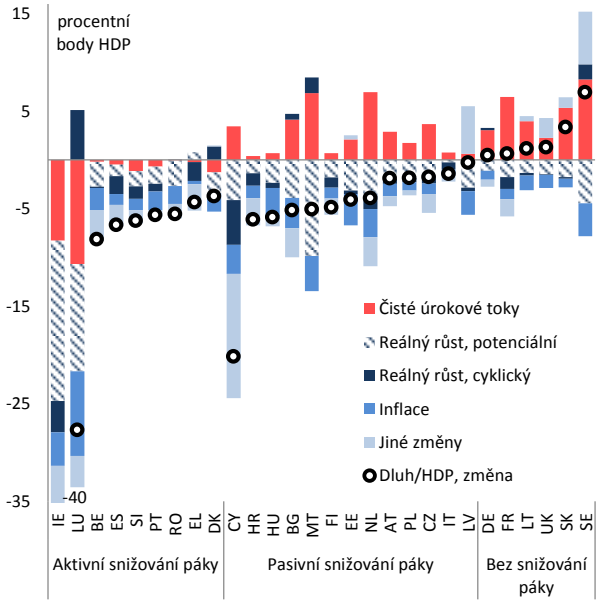
Zdroj: Konsolidované roční odvětvové účty Eurostatu, výpočty útvarů Komise.
Poznámka: Země jsou řazeny sestupně v závislosti na poměru dluhu vůči HDP v roce 2017. Číslo uvedené pod kódem země znamená rok s vrcholnou hodnotou. Nárůst k vrcholné hodnotě byl vypočten na základě jiného počátečního roku než roku 2000 v případě Chorvatska a Irska (2001).

Poměr soukromého dluhu k HDP ve většině členských států klesá ze svých vrcholných hodnot, nicméně tempo není vždy v souladu s potřebami snižování zadlužení. Snižování páky začalo nejdříve u nefinančních podniků a ve srovnání se snižováním páky sektoru domácností bylo rychlejší z důvodu zápornějších čistých úvěrových toků v podnikovém sektoru i z důvodu silnějšího dopadu nominálního růstu na snižování poměru dluhu k HDP vzhledem k většímu rozsahu zadlužení podnikového sektoru ve srovnání s domácnostmi.

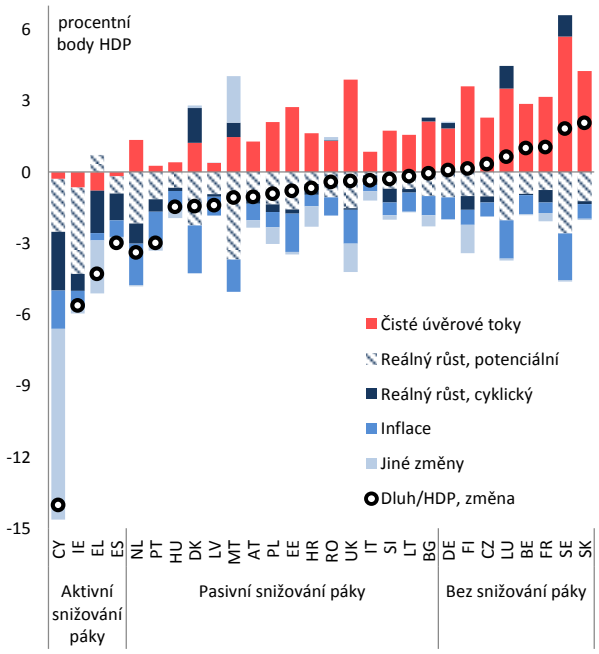
- V řadě zemí se **nefinančním podnikům** podařilo snížit alespoň polovinu poměru dluhu k HDP, který se nahromadil v období mezi rokem 2000 a rokem, v němž zadlužení dosáhlo svého vrcholu (Dánsko, Estonsko, Chorvatsko, Itálie, Litva, Lotyšsko, Maďarsko, Portugalsko, Rumunsko, Slovinsko, Spojené království, Španělsko a Švédsko). Rychlost snižování páky však nebyla vždy v souladu s potřebami snižování zadlužení, neboť ve čtyřech zemích, které mají jednu z nejvyšších měr zadlužení podnikového sektoru (Belgie, Irsko, Kypr, Lucembursko, Nizozemsko) bylo snižování páky v podnikovém sektoru ve vztahu k objemu zadlužení mírné, zatímco výše dluhu nefinančních podniků ve Francii nadále rostla (graf č. 11).
- Míra zadluženosti **domácností** klesla v posledních dvou letech ve třech členských státech, v nichž jsou domácnosti zadluženy nejvíce (Dánsko, Kypr a Nizozemsko), stejně jako v dalších

zemích s vysokým dluhem, jako je Portugalsko, Řecko a Španělsko (graf č. 12). Ve Spojeném království se snižování zadlužení domácností již zastavilo a relativně vysoká míra zadlužení ve Finsku a ve Švédsku dále roste.

Graf č. 13: Rozklad změny v poměru dluhu nefinančních podniků k HDP (1. čtvrtletí 2018)



Graf č. 14: Rozklad změny v poměru dluhu domácností k HDP (1. čtvrtletí 2018)



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

Snižování míry zadlužení je stále více závislé na vyšších mírách růstu nominálního HDP. Úvěrové toky v soukromém sektoru se zotavují, zůstávají však umírněné a žádný členský stát v roce 2017 nepřekročil prahovou hodnotu srovnávacího přehledu. Růst nominálního HDP zmírnil tlak na aktivní snižování páky, což vedlo ke snížení počtu zemí, které vykazují záporné úvěrové toky ve prospěch podniků nebo domácností, a záporné toky mají v průměru nižší absolutní hodnotu (grafy č. 13 a 14). Některé země, které dříve páku nesnižovaly, zahájily „pasivní“ snižování páky, tj. pouze proto, že růst nominálního HDP snižuje poměr dluhu k HDP a protože čisté úvěrové toky zvyšují dluh. Pokud jde o nefinanční podniky, je to případ Česko, Itálie a Rakouska, a pokud jde o sektor domácností, jedná se o Estonsko, Polsko a Rakousko. Jak vyplývá z grafů č. 13 a 14, velký počet nedávných nominálních měr růstu má podle odhadů cyklickou povahu (např. na Kypru, v Chorvatsku, v Portugalsku, Řecku a Španělsku). V budoucnu budou vyhlídky na další pasivní snižování páky stále více záviset na růstovém potenciálu, neboť cyklická složka růstu začne oslabovat a produkční mezery se v rostoucím počtu zemí budou posouvat do kladných hodnot.

Podmínky v bankovním sektoru EU se zlepšují, avšak v některých zemích přetrvávají nízké úrovně ziskovosti a velký objem úvěrů se selháním. To je zejména případ Kypru, Itálie, Portugalska a Řecka (grafy č. 15 a 16). Pozitivní je, že v roce 2017 bylo oživení ziskovosti bankovního sektoru v uvedených zemích obzvláště silné a snížení objemů úvěrů v selhání bylo často poměrně rozsáhlé.

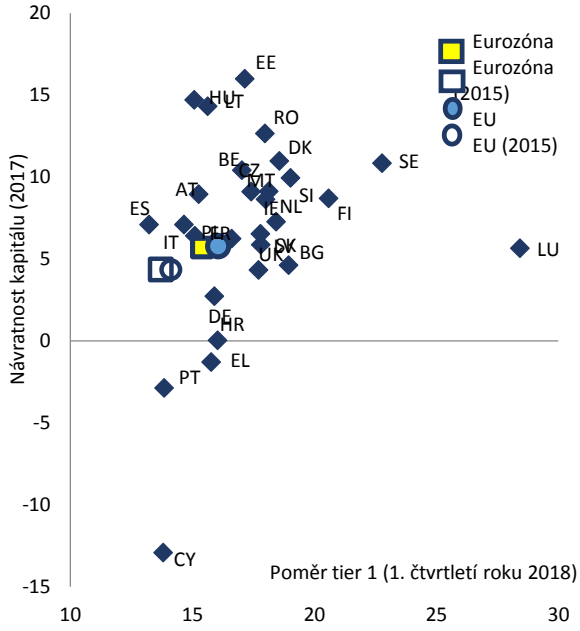
- **Růst závazků finančního sektoru se v roce 2017 zpomalil** ve většině členských států EU a kromě dvou členských států zůstává ve všech členských státech výrazně pod prahovou hodnotou srovnávací tabulky.[31]Úvěrové toky bank se v roce 2017 po předchozím nárůstu zmírnily, přičemž růst bankovních úvěrů zůstává silnější v odvětví domácností než u nefinančních podniků.
- V posledním roce **došlo ve většině členských států k dalšímu zlepšení ziskovosti bank a kapitálových poměrů bank**. Ocenění vlastního kapitálu bank se do začátku roku 2018 zvyšovalo a poté došlo ke korekci směrem dolů, která částečně kompenzovala jejich předchozí růst spojený částečně s vyrovnáním výnosových křivek, a s tím spojeným zmenšením rozpětí úrokových sazeb. Některé členské státy vykazují kombinaci nízké ziskovosti, kapitálového poměru ve spodním pásmu oproti hodnotám ostatních zemí a vysokého objemu úvěrů se selháním.
- **Objem úvěrů se selháním zůstává v několika zemích EU vysoký.** Podíl úvěrů se selháním v roce 2017 je vysoký zejména v Řecku a na Kypru, kde činí 45 %, resp. 30 % celkových úvěrů, a v Bulharsku, Chorvatsku, Irsku, Itálii a Portugalsku, kde objemy těchto úvěrů se selháním činí přibližně 10 % celkových úvěrů[32]. Poté, co objem úvěrů se selháním v období po krizi rostl, začal v zemích EU různým tempem klesat. **Nejnovější údaje poukazují na pokračující pokrok v oblasti jejich snižování**, a to i v zemích s vysokým podílem (s výjimkou Řecka), zejména v Portugalsku a Itálii (graf č. 16).[33]

[31] Česko a Slovensko jsou výjimkami. V případě České republiky rychlý růst závazků finančního sektoru v roce 2017 lze do značné míry připsat finančním transakcím před ukončením kurzového závazku, a neodráží tedy domácí úvěrové aktivity. Na Slovensku je nárůst zejména důsledkem zvýšení závazků centrální banky vůči obyvatelům zemí mimo eurozónu. To mohlo být spojeno se službami správy rezerv poskytovanými Národní bankou Slovenska, které nemají bezprostřední dopad na domácí hospodářství.

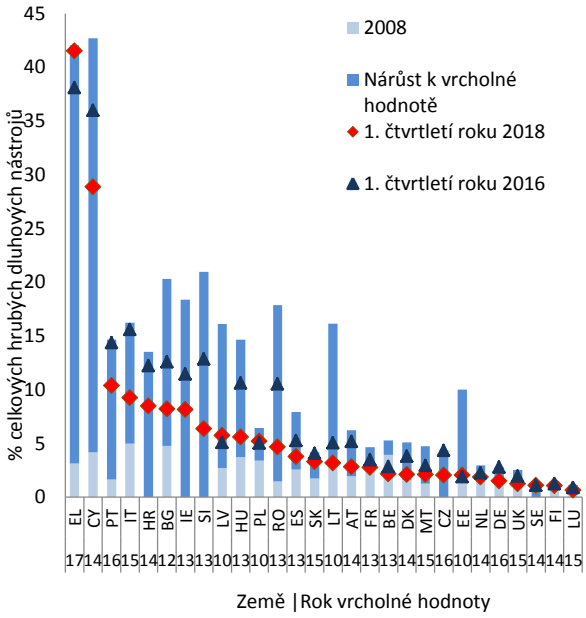
[32] Úvěry se selháním jsou v souboru pomocných ukazatelů srovnávacího přehledu definovány jako procentuální podíl celkových hrubých úvěrů se selháním a pohledávek na celkových hrubých úvěrech a pohledávkách (hrubá účetní hodnota) pro sektor vykazování „domácí bankovní skupiny a samostatné banky, dceřiné společnosti nebo pobočky pod zahraniční kontrolou, veškeré instituce“. Hodnoty jsou uvedeny v tabulce 2.1.

[33] Harmonizované poměry úvěrů se selháním jsou k dispozici pouze od roku 2014. Graf č. 17 znázorňuje podíl hrubých dluhových nástrojů se selháním na celkových hrubých dluhových nástrojích, přičemž tyto údaje jsou dostupné za delší období a kromě úvěrů se týkají rovněž ostatních dluhových nástrojů v držbě bankovního sektoru. Podíl hrubých dluhových nástrojů se selháním je zpravidla nižší než poměr úvěrů se selháním. Maximální rozdíl mezi těmito dvěma mírami v současné době činí čtyři procentní body (v případě Řecka), zatímco pro většinu ostatních členských států je nižší než jeden procentní bod.

Graf č. 15: Ziskovost bank a kapitálové poměry



Graf č. 16: Dluhové nástroje v selhání



Zdroje: ECB, výpočty útvarů Komise.
Poznámka: Údaje o hrubých dluhových nástrojích v selhání za rok 2008 nejsou k dispozici pro CZ, HR, SE a SI.

Ceny rezidenčních nemovitostí v roce 2017 téměř ve všech zemích EU dále rostly, nicméně zdá se, že tam, kde jsou známky přehřátí nejsilnější, se míry růstu cen rezidenčních nemovitostí zmírňují. Navzdory tomu, že ceny rezidenčních nemovitostí v rámci EU dále trvale rostly, z údajů z roku 2017 vyplývá, že prahovou hodnotu srovnávací tabulky překročilo oproti roku 2016 méně zemí. V roce 2017 pouze šest zemí (Bulharsko, Česko, Irsko, Nizozemsko, Portugalsko a Slovinsko) překračovalo prahovou hodnotu, zatímco zpráva mechanismu varování na rok 2018 uváděla na základě údajů z roku 2016 případy překročení prahové hodnoty u deseti zemí. Uvedené změny odráží střední až mírná zpomalení z hodnot nad prahovou hodnotou a v některých zemích zrychlení. Záporný reálný růst cen rezidenčních nemovitostí byl v roce 2017 zaznamenán pouze v Itálii a v Řecku. Z novějších dat vyplývá, že míry růstu v první polovině roku 2018 v porovnání se situací před rokem překračovaly prahovou hodnotu srovnávacího přehledu ve výši 6 % v Irsku, Lotyšsku, Maďarsku, Nizozemsku, Portugalsku, Slovensku a Slovinsku.

- Dlouhodobě přetrvávající míry růstu reálných cen rezidenčních nemovitostí způsobily, že v některých zemích, zejména v Belgii, Česku, Lucembursku, na Maltě, v Německu, Rakousku a Švédsku, **se ceny rezidenčních nemovitostí vrátily na maximální úroveň před krizí nebo tuto úroveň překročily.** Míry růstu reálných cen rezidenčních nemovitostí přesahují míry růstu

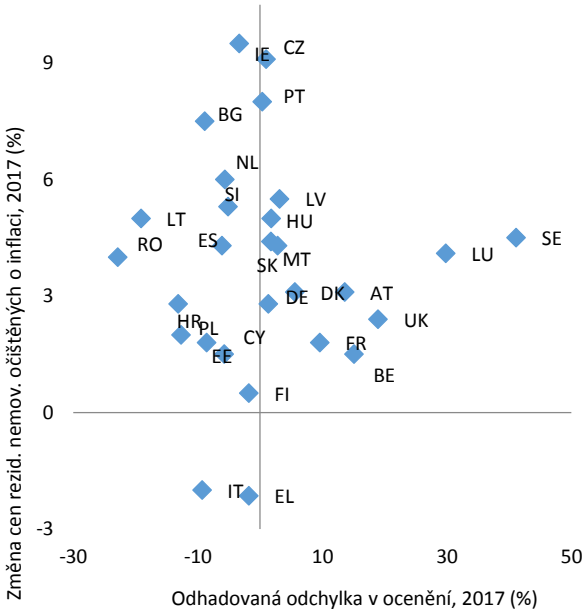
příjmů a ostatní příslušné proměnné, které běžně určují ceny rezidenčních nemovitostí, a **ve stále větším počtu zemí se objevují známky možného nadhodnocení** (graf č. 17)[34].

- **Zrychlený růst** reálných cen rezidenčních nemovitostí v roce 2017 probíhal zejména **v zemích se zápornými nebo mírně kladnými odchylkami v ocenění** (graf č. 18). Naproti tomu **zpomalení růstu** byla pozorována **v zemích, které mají výraznější známky nadhodnocení**, a to v souvislosti s omezeními týkajícími se finanční dostupnosti, prováděním makroobezřetnostních politik a mechanickými účinky na růst reálných cen rezidenčních nemovitostí spojenými s nárůstem měr inflace (např. v Lucembursku, Rakousku a Spojeném království). V současné době jsou nejvýraznější tempa růstu cen rezidenčních nemovitostí zaznamenána v zemích, které vykazují mírné nebo žádné známky nadhodnocení. Čtvrtletní údaje, rovněž ze začátku roku 2018, naznačují zrychlení v Estonsku, Chorvatsku, Maďarsku, Polsku, Portugalsku, Slovensku a Slovinsku. Zpomalení jsou pozorovatelná zejména v Bulharsku, Česku, Rumunsku a Švédsku, kde se růst cen rezidenčních nemovitostí dostal v první polovině roku 2018 na meziročním základě do záporných čísel[35]. Irsko, Portugalsko a Slovensko zaznamenaly v první polovině roku 2018 dvouciferné míry růstu oproti předchozímu roku.
- V několika zemích, včetně Dánska, Lucemburska, Spojeného království a Švédska, **jsou nadhodnocené ceny rezidenčních nemovitostí spojeny s vysokými úrovněmi zadlužení domácností**. Velmi vysokým zadlužením domácností se vyznačuje Nizozemsko. Nárůst objemu hypoték v roce 2017 byl obzvláště rychlý (přesahoval o 5 % úroveň předchozího roku) v Belgii, Bulharsku, Česku, Estonsku, Francii, Litvě, Lucembursku, na Maltě, v Polsku, v Rakousku, Rumunsku a na Slovensku.

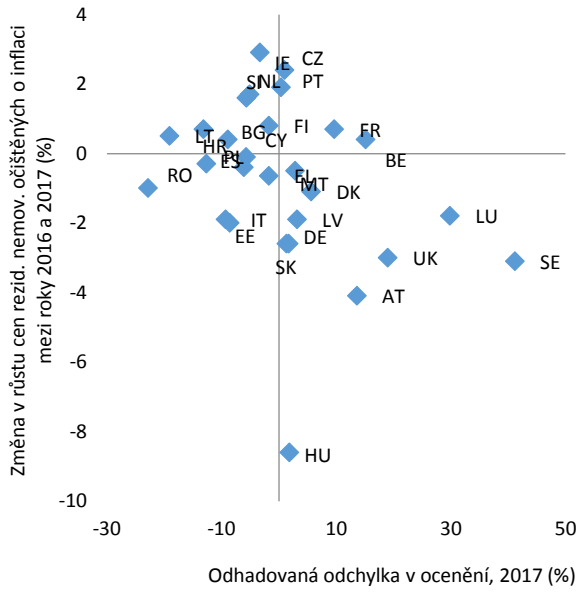
[34] Analýza oceňování cen vychází z průměru tří hodnot: i) rozdíly v dostupnosti (odchylka poměru cena-příjem od dlouhodobých průměrných hodnot), i) rozdíly v dividendách (odchylka poměru cena-výše nájemného od dlouhodobých průměrných hodnot) a iii) odhadované odchylky cen rezidenčních nemovitostí od rovnovážných hodnot daných zákonitostmi nabídky a poptávky po bydlení. Viz N. Philiponnet a A. Turrini (2017), „Assessing House Price Developments in the EU“ (Posuzování vývoje cen rezidenčních nemovitostí v EU), diskuzní dokument Evropské komise 048, květen 2017. Alternativní ukazatel založený na poměru úrovní cen rezidenčních nemovitostí k disponibilnímu příjmu domácností na obyvatele naznačuje, že k nadhodnocení může docházet v Estonsku, v Chorvatsku a na Kypru, zatímco náznaky nadhodnocení v Česku, Dánsku a Lotyšsku jsou méně zřetelné (viz Evropská ekonomická prognóza Evropské komise – zima 2016, European Economy, Institutional Paper č. 20, 2016 (rámeček č. 1.4)).

[35] Uvedené země jsou zeměmi, v nichž míry růstu reálných cen rezidenčních nemovitostí v první polovině roku 2018 jsou vyšší nebo nižší než roční míry růstu v roce 2017 o nejméně dva procentní body.

Graf č. 17: Změny cen rezidenčních nemovitostí a odchylky ocenění v roce 2017



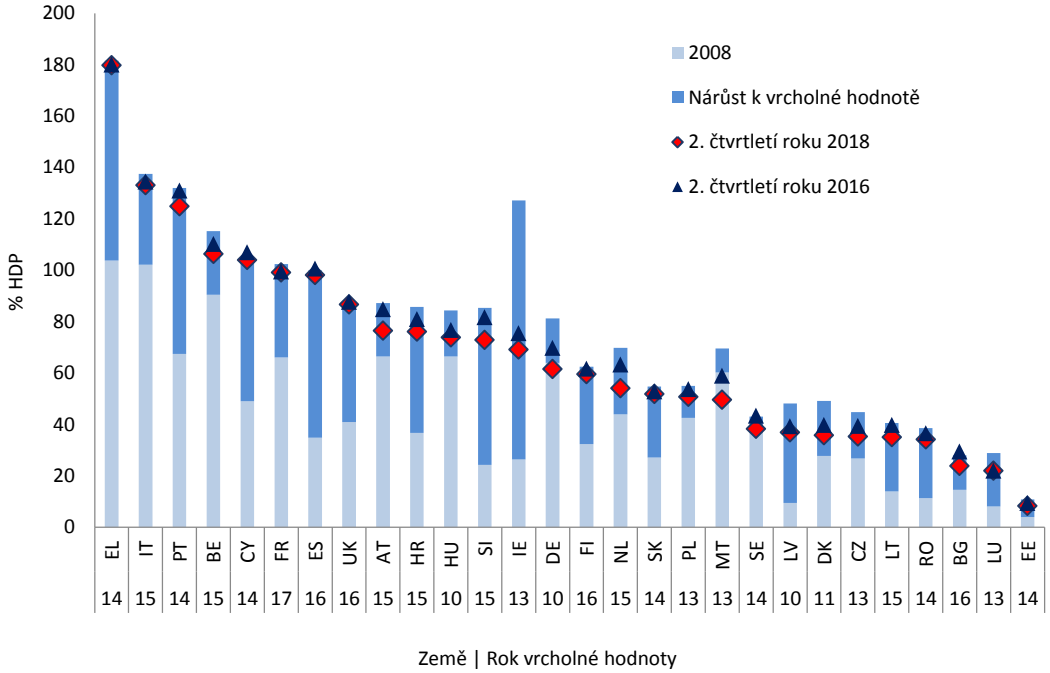
Graf č. 18: Odchylky ocenění a změny růstu cen rezidenčních nemovitostí v letech 2016 a 2017



Zdroj: Eurostat a výpočty útvarů Komise.
Poznámka: Odhadovaná míra nadhodnocení vychází z průměru tří hodnot: odchylek poměrů cena-příjem a cena-nájem od jejich dlouhodobého průměru a výsledků fundamentálního modelu míry ocenění. Viz poznámka pod čarou č. 34.

Míra veřejného zadlužení přestala téměř v celé EU růst, avšak úroveň zadlužení zůstává v mnoha zemích vysoká. V roce 2017 překročilo prahové hodnoty srovnávacího přehledu patnáct členských států. Belgie, Itálie, Portugalsko a Řecko vykazují úrovně zadlužení přesahující 100 % HDP, přičemž v Itálii v roce 2018 došlo k výraznému zvýšení nákladů na financování. U osmi zemí (Belgie, Finsko, Francie, Irsko, Kypr, Portugalsko, Spojené království a Španělsko) je veřejný dluh převyšující 60 % HDP spojen se zadlužeností soukromého sektoru převyšující příslušnou prahovou hodnotu. Poměr veřejného dluhu k HDP má obecně klesající trend (graf č. 19). V zemích s vysokými úrovněmi veřejného dluhu však snižování zadluženosti začalo teprve nedávno a postupuje pomalým tempem. Předpokládá se, že mezi všemi zeměmi EU bude v roce 2019 míra zadlužení růst pouze v Litvě a v Rumunsku. Ke snižování finanční páky sektoru vládních institucí dochází v kontextu postupného zlepšování rozpočtové pozice v posledních letech, pokračujícího růstu nominálního HDP a snížených plateb úroků. Avšak očekává se, že v rostoucím počtu zemí dojde k procyklickému rozpočtovému uvolnění, což může být na úkor prostoru dostupného v budoucnosti na zmírnění záporných šoků v produkci.

Graf č. 19: Veřejný dluh



Zdroj: Eurostat

Rámeček č. 3: **Vývoj zaměstnanosti a sociální situace**

Situace na trhu práce v EU se během roku 2017 a v první polovině roku 2018 dále zlepšovala a velké rozdíly v rámci EU se postupně snižovaly. Zaměstnanost dále rostla a dosáhla nového vrcholu, pokud jde o počet osob zaměstnaných v EU jako celku. Nezaměstnanost se ve všech zemích EU snižovala, i když v některých zemích zůstává vysoká. Oživení přispělo k poklesu některých ukazatelů chudoby, avšak v některých členských státech přetrvávají obavy, pokud jde o sociální situaci. Od roku 2008 relativní riziko chudoby v EU vzrostlo, ale snížila se silná materiální deprivace, zejména v členských státech východní Evropy s vysokou počáteční úrovní.

V roce 2017 se *míra nezaměstnanosti* snížila ve všech členských státech. Nejvýraznější zlepšení byla zaznamenána v zemích s nejvyšší mírou nezaměstnanosti (pokles o dva procentní body nebo více v Chorvatsku, Portugalsku, Řecku a Španělsku). Přesto sedm členských států (Francie, Chorvatsko, Itálie, Kypr, Portugalsko, Řecko a Španělsko) překročilo prahovou hodnotu srovnávacího přehledu v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze v průměrné výši 10 % za poslední tři roky. Míra nezaměstnanosti v roce 2017 byla stále vyšší než v roce 2008 přibližně ve dvou třetinách členských států. V celé EU a v eurozóně byly míry nezaměstnanosti přibližně o tři procentní body nižší než vrcholné hodnoty v roce 2013, avšak stále o 0,5 až 1,5 procentního bodu vyšší než v roce 2008. V první polovině roku 2018 míra nezaměstnanosti stabilně klesala a v druhém čtvrtletí roku 2018 činila v EU 6,9 % a v eurozóně 8,3 %.

***Míra zaměstnanosti* stoupla téměř ve všech členských státech a navázala tak na pozitivní vývoj posledních let.** V roce 2017 dosáhla míra zaměstnanosti (ve věkové skupině 20–64 let) v EU jako celku 72,1 %, a značně tak překročila vrcholnou předkrizovou hodnotu 70,3 % z roku 2008. Míra zaměstnanosti ve druhém čtvrtletí roku 2018 dále rostla a dosáhla rekordních 73,2 %.

Míra ekonomické aktivity v EU téměř všude nadále stoupala. Klesající míru ekonomické aktivity zaznamenaly v posledních třech letech pouze tři země: Španělsko (-0,3 procentního bodu), Kypr (-0,4) a Lucembursko (-0,6). Ve všech třech případech pokles překračuje prahovou hodnotu srovnávacího přehledu na úrovni –0,2. Celkově činila míra ekonomické aktivity v roce 2017 v EU 73,3 % a v eurozóně 73,1 %, což je o 2½, resp. o 2 procentní body více než v roce 2008. Tento vzestupný trend byl způsoben zejména rostoucí účastí starších pracovníků a žen na trhu práce.

Dlouhodobá nezaměstnanost a nezaměstnanost mladých lidí zůstávají v různých zemích EU vysoké, avšak v této oblasti došlo k výraznějšímu zlepšení než u zbytku trhu práce. *Dlouhodobá nezaměstnanost* se v roce 2017 ve všech členských státech snížila. Pouze dvě země zaznamenaly vyšší míry nezaměstnanosti, než byly před třemi lety: v Rakousku činila míra dlouhodobé nezaměstnanosti 1,8 % (o 0,3 procentního bodu více než v roce 2014), zatímco ve Finsku činila 2,1 % (nárůst o 0,2 procentního bodu od roku 2014). Ani jedno z těchto zvýšení nepřekračuje prahovou hodnotu srovnávacího přehledu na úrovni 0,5 procentního bodu. Nejvyšší míru dlouhodobé nezaměstnanosti vykázalo Řecko (15,6 %), Španělsko (7,7 %), Itálie (6,5 %) a Slovensko (5,1 %). *Míra nezaměstnanosti mladých lidí* v období tří let do roku 2017 ve všech zemích EU klesla. Pokles o deset nebo více procentních bodů ve stejném období byl zaznamenán v Bulharsku, Chorvatsku, na Kypru, v Portugalsku, na Slovensku a ve Španělsku. Míra nezaměstnanosti mladých lidí vyšší než 30 % je i nadále v Itálii, Řecku a Španělsku, zatímco podíl mladých lidí, kteří nejsou zaměstnaní ani se neúčastní vzdělávání nebo odborné přípravy, překračuje nadále 15 % v Bulharsku, Chorvatsku, Itálii, na Kypru, v Rumunsku a v Řecku.

Sociální situace se zlepšuje, ale v různých zemích EU je stále zdrojem obav, jak naznačují

standartní měření chudoby a deprivace. Podíl osob ohrožených chudobou nebo sociálním vyloučením klesl v EU od roku 2016 do roku 2017 o jeden procentní bod na 22,5 %[36]. To je o jeden procentní bod pod mírou zaznamenanou na počátku krize a o dva procentní body pod vrcholnou hodnotou v roce 2013. Většina zemí zaznamenala v roce 2017 pokles. Nárůst, i když z poměrně nízkých úrovní, byl zaznamenán v Dánsku, Lucembursku, Nizozemsku a Rakousku. Úroveň míry ohrožení chudobou nebo sociálním vyloučením se značně liší – od 38,9 % v Bulharsku, po němž následuje Rumunsko, Řecko a Litva po přibližně 12 % v Česku, po němž následuje Finsko, Slovensko a Nizozemsko. Celkový vývoj v oblasti chudoby nebo sociálního vyloučení odráží odlišný vývoj jeho různých složek. Podíl osob ohrožených chudobou v posledních letech v některých členských státech vzrostl, zatímco v jiných klesl: největší nárůst za období tří let byl zaznamenán v Litvě (3,8 procentního bodu) a v Lucembursku (2,3 procentního bodu), zatímco výrazný pokles byl zaznamenán v Řecku (1,9 procentního bodu) a v Polsku (2,0 procentního bodu). Naopak silná materiální deprivace v posledních třech letech (a rovněž v roce 2017) ve většině členských států EU klesla; za poslední tři roky byl zaznamenán pokles o více než pět procentních bodů v Lotyšsku, Maďarsku, na Maltě a v Rumunsku. Ve většině zemí oživení přispělo k poklesu podílu osob (mladších 60 let) žijících v domácnostech s velmi nízkou intenzitou práce, avšak ve Finsku a v Litvě se uvedený podíl v období tří let do roku 2017 zvýšil; chudoba pracujících se v EU jako celku za poslední dva roky stabilizovala na vrcholné úrovni 9,6 % .

[36] Ukazatel *míry ohrožení chudobou nebo sociálním vyloučením* odpovídá podílu osob, které jsou zranitelné na základě alespoň jednoho ze tří sociálních ukazatelů: 1) *míra ohrožení chudobou*, s jejíž pomocí se měří příjmová chudoba ve vztahu k distribuci národního důchodu a jež se vypočítá jako podíl osob s disponibilním příjmem (očištěným o složení domácnosti) nižším než 60 % národního mediánu; 2) *silná materiální deprivace*, která zahrnuje ukazatele související s nedostatkem zdrojů a představuje podíl osob trpících minimálně čtyřmi z devíti položek deprivace, v závislosti na neschopnosti dovolit si některé konkrétní typy výdajů; 3) *osoby žijící v domácnostech s velmi nízkou intenzitou práce* jsou osoby ve věku 0–59 let, které žijí v domácnosti, kde dospělé osoby (ve věku 18–59 let) v uplynulém roce pracovaly méně než 20 % svého celkového pracovního potenciálu. Sledovaným obdobím pro příjmy je pevně stanovené dvanáctiměsíční období, např. předchozí kalendářní nebo daňový rok, k němuž se údaje vztahují, pro všechny země kromě Spojeného království, kde je sledovaným obdobím pro příjmy běžný rok šetření, a Irska, kde je šetření průběžné a příjem se zjišťuje za období posledních dvanácti měsíců. V době vypracování tohoto dokumentu byly údaje za rok 2017 dostupné pro všechny země kromě Irska a Spojeného království.

3. SOUHRN HLAVNÍCH VÝZEV V JEDNOTLIVÝCH ČLENSKÝCH STÁTECH A DŮSLEDKY DOHLEDU

V několika členských státech převládají rizika, a to v různých kombinacích. Stupeň závažnosti výzev v oblasti makroekonomické stability se v jednotlivých členských státech značně liší, a to v závislosti na povaze a rozsahu slabých míst a neudržitelných trendů a způsobu jejich vzájemného vztahu a propojení. Hlavní zdroje rizik kombinované podle několika typologií lze shrnout takto:

- Mnoho členských států postihuje zejména *řada vzájemně propojených problémů u stavových ukazatelů*. Je to obvykle případ zemí, které byly zasaženy konjunkturálními úvěrovými cykly s výraznou konjukturou a recesí spojenými se zhoršením salda běžného účtu, které měly rovněž dopad na bankovní sektor a veřejný dluh.
    - V případě Kypru a Řecka jsou vysoké objemy zadlužení a vysoce záporné čisté investiční pozice vůči zahraničí spojené s přetrvávajícími výzvami pro finanční sektor. Tyto země se stále potýkají s naléhavou potřebou snižování zadlužení na pozadí omezeného fiskálního prostoru, vysoké (i když klesající) nezaměstnanosti a mírného potenciálního růstu.
    - V Chorvatsku, Irsku, Portugalsku a Španělsku jsou rovněž významná, početná a vzájemně provázaná zranitelná místa pocházející ze starších problémů se stavovými veličinami. V Bulharsku je vysoká zadluženost podniků spojena s přetrvávajícími problémy ve finančním sektoru. V uvedených zemích nerovnováhy stavů ustupují v důsledku hospodářského rozvoje, který je v některých případech spojen s opětovným výskytem tlaků na náklady, které se projevují v úrovni cen rezidenčních nemovitostí (zejména v Irsku a v rostoucí míře rovněž v Portugalsku), jakož i zastavením posilování nákladové konkurenceschopnosti (výrazné zvýšení jednotkových nákladů práce bylo zaznamenáno především v Bulharsku).
- V několika členských státech je příčinou zranitelnosti zejména *velký objem veřejného dluhu* a obavy související s *růstem potenciálního produktu* a *konkurenceschopností*. To je zejména případ Itálie, kde zranitelnost rovněž souvisí s bankovním sektorem a velkým objemem úvěrů se selháním, který se však v poslední době rychle snižoval. S vysokým veřejným dluhem a potenciálními problémy růstu se v situaci snížené konkurenceschopnosti musí vypořádat i Belgie a Francie, které však nečelí podobným potenciálním rizikům v oblasti veřejného dluhu nebo způsobeným zranitelnými bankami. Ve Francii dále roste poměrně vysoké zadlužení podniků. V Belgii je relativně vysoká výše zadlužení domácností spojena s možným nadhodnocením cen rezidenčních nemovitostí.
- Pro některé členské státy jsou typické *velké a přetrvávající přebytky běžného účtu*, které rovněž v různé míře odrážejí utlumenou soukromou spotřebu a investice a přesahují úroveň, která by se dala odůvodnit fundamentálními ekonomickými veličinami. To je případ zejména Německa a Nizozemska. V Německu je tento přebytek kombinován se snižováním zadlužení ve všech hospodářských odvětvích, přestože výše dluhu není příliš vysoká. V Nizozemsku je vysoký přebytek spojen s vysokým objemem zadlužení domácností a silným nárůstem cen rezidenčních nemovitostí. Vysoké a přetrvávající přebytky mohou znamenat uniklé příležitosti pro růst a domácí investice, což má důsledky pro zbytek eurozóny v kontextu inflace, která je stále pod

cílovou hodnotou, a vnějšího prostředí, které se stává čím dám tím nejistějším a může se stát méně příznivým.

- V některých členských státech *vykazuje vývoj v proměnných v oblasti cen a nákladů potenciální známky přehřátí, zejména pokud jde o trh s bydlením nebo trh práce*.
    - Ve Švédsku a v menší míře rovněž v Dánsku, Lucembursku, Nizozemsku, Rakousku a Spojeném království se trvalý růst cen rezidenčních nemovitostí odehrává v kontextu možného nadhodnocení a výrazných úrovní zadlužení domácností, avšak nedávné důkazy poukazují na zpomalení růstu cen rezidenčních nemovitostí. V několika zemích je výrazný nárůst cen rezidenčních nemovitostí spojen s omezenějšími důkazy o nadhodnocení a s omezenou mírou zadlužení domácností (např. Česko, Lotyšsko a Maďarsko).
    - V Česku, Estonsku, Litvě, Lotyšsku, Maďarsku a Rumunsku rostou jednotkové náklady práce nadále výrazným tempem, zatímco cenová konkurenceschopnost se snižuje. V případě Rumunska jsou rostoucí jednotkové náklady práce zaznamenávány v kontextu zhoršujících se schodků běžného účtu a procyklických fiskálních politik, které by mohly zhoršit případné tlaky na přehřátí.

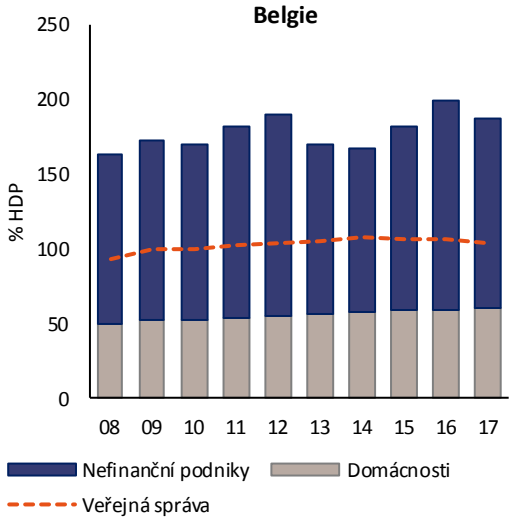
Připravované hloubkové přezkumy umožní hlubší analýzu uvedených výzev a posouzení politických potřeb.

Celkově lze konstatovat, že hloubkové přezkumy jsou opodstatněné u třinácti členských států: Bulharska, Francie, Chorvatska, Irska, Itálie, Kypru, Německa, Nizozemska, Portugalska, Rumunska, Řecka, Španělska a Švédska. Jedenáct z těchto členských států bylo předmětem hloubkového přezkumu v předchozím ročním cyklu provádění postupu při makroekonomické nerovnováze. Nový hloubkový přezkum bude v souladu se zavedenou praxí vypracován za účelem posouzení, zda se zjištěné nerovnováhy prohlubují nebo napravují, s cílem aktualizovat stávající posouzení. Přezkum se týká těchto členských států: Bulharska, Francie, Chorvatska, Irska, Itálie, Kypru, Německa, Nizozemska, Portugalska, Španělska a Švédska. Hloubkový přezkum bude proveden rovněž pro Řecko s cílem posoudit možné nerovnováhy pocházející z řady zdrojů, zejména z problémů se stavovými hodnotami. Řecko bylo původně z dozoru v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze vyloučeno, neboť se na ně až do srpna 2018 vztahoval makroekonomický ozdravný program v rámci finanční pomoci. Posouzení obsažené ve zprávě mechanismu varování nepoukazuje na žádná významná další rizika ve srovnání s riziky, která byla zjištěna v posledním dostupném hloubkovém přezkumu u několika členských států, které v posledních letech ukončily dozor v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze (Slovinsko v roce 2018, Finsko v roce 2017 a Belgie a Maďarsko v roce 2016) nebo byly předmětem hloubkového přezkumu, v jehož rámci nebyly zjištěny nerovnováhy (Estonsko a Rakousko v roce 2016). Zdá se opodstatněné, aby namísto toho byl proveden hloubkový přezkum pro Rumunsko za účelem analýzy dalšího vývoje a potenciálního opětovného objevení se rizikového vývoje, který byl již zjištěn v předchozích hloubkových přezkumech, a to zejména s ohledem na konkurenceschopnost a vnější rovnováhu.

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

Belgie: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Belgii zjištěna *žádná makroekonomická nerovnováha*. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, především soukromé zadlužení a veřejné zadlužení.

Graf A1: ***Zadluženost jednotlivých hospodářských odvětví***



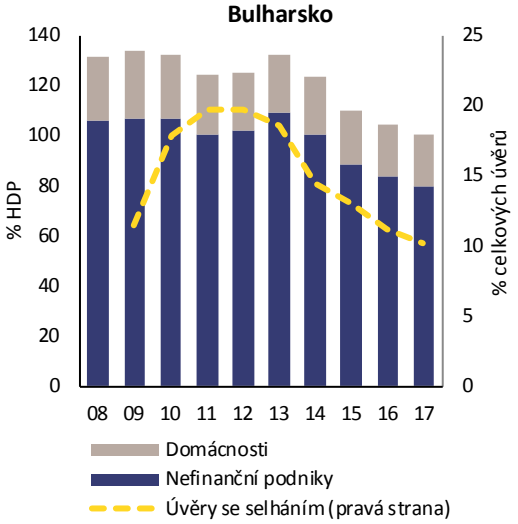
Zdroj: Eurostat

K vnější udržitelnosti přispívá zlepšující se saldo běžného účtu a příznivá čistá investiční pozice vůči zahraničí. Růst jednotkových nákladů práce se po několika letech mírného vývoje mezd zvýšil, ale zůstává omezený. V roce 2017 byl zaznamenán omezený pokles podílu na světovém vývozu. Zadlužení soukromého sektoru je poměrně vysoké, především u nefinančních podniků. Údaje o zadlužení jsou však navyšovány velmi rozšířenými přeshraničními vnitroskupinovými půjčkami. Rizika související se zadlužením domácností pocházejí v první řadě z trhu s bydlením, kde růst reálných cen rezidenčních nemovitostí byl v posledních letech mírný, ačkoli rychlý nárůst před rokem 2008 nebyl korigován. Veřejný dluh se stabilizoval a oproti roku 2014, kdy dosáhl svého vrcholu, mírně klesl. Avšak jeho vysoká úroveň představuje i nadále zásadní problém pro dlouhodobou udržitelnost veřejných financí. Situace na trhu práce se zlepšila, nezaměstnanost dále klesá, včetně dlouhodobé nezaměstnanosti a nezaměstnanosti mladých lidí. Míra ekonomické aktivity zůstává oproti jiným zemím EU nízká, což je v kontrastu s vysokou a zvyšující se mírou volných pracovních míst.

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

Bulharsko: V březnu 2018 bylo zjištěno, že Bulharsko je vystaveno *nerovnováze*, zejména pokud jde o zranitelná místa ve finančním sektoru v kombinaci s vysokou zadlužeností a úvěry se selháním v podnikovém sektoru. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahují tři ukazatele orientační prahovou hodnotu, především čistá investiční pozice vůči zahraničí, růst nominálních jednotkových nákladů práce a růst reálných cen rezidenčních nemovitostí.

Graf A2: ***Soukromý dluh a úvěry se selháním***



Zdroj: Eurostat a ECB

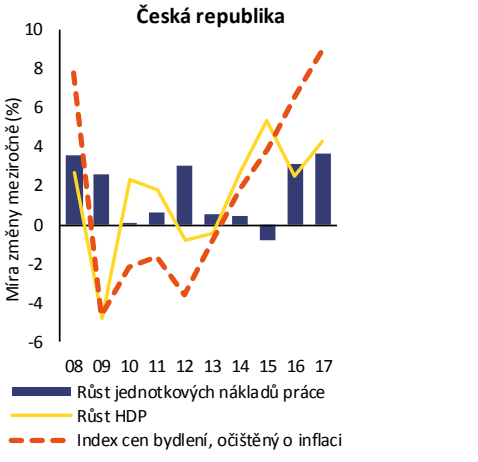
Přebytek běžného účtu v roce 2017 dále vzrostl, přičemž záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí odrážející zejména přímé zahraniční investice se dále zlepšila. Růst jednotkových nákladů práce se v roce 2017 výrazně zvýšil, ale reálný efektivní směnný kurz zůstal víceméně stabilní a došlo k určitému zvýšení podílů na světovém vývozu. Obavy nadále vyvolává vysoký podnikový dluh, ačkoli míra zadlužení se v posledních několika letech postupně snižovala, částečně z důvodu silného růstu nominálního HDP. Úvěrové toky opět rostou, což zpomalí proces snižování zadlužení, avšak mohlo by rovněž přispět k vyšším soukromým investicím a silnějšímu potenciálnímu růstu. Rovněž poměr úvěrů se selháním zůstává přes probíhající pokles vysoký, a to zejména v podnikovém sektoru. V návaznosti na přezkum kvality aktiv v roce 2016 došlo k pokroku ve zlepšování dohledu nad finančním sektorem, avšak některé problematické oblasti, včetně transakcí se spřízněnými osobami a expozic vůči těžko ocenitelným aktivům, si stále vyžadují pozornost. Reálné ceny rezidenčních nemovitostí rychle rostly a zvýšily se rovněž stavební a hypoteční úvěry. V této fázi ještě nejsou patrné známky nadhodnocení, avšak stávající dynamika na trhu s bydlením odůvodňuje potřebu věnovat této oblasti zvláštní pozornost. V této souvislosti pozitivního cyklického vývoje došlo k dalšímu snížení nezaměstnanosti, zejména mladých lidí a dlouhodobě nezaměstnaných, a zlepšila se míra ekonomické aktivity.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s přetrvávajícími problémy ve finančním sektoru a podnikovým zadlužením. Komise má proto i s ohledem na zjištění nerovnováhy v březnu 2018 za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

Česko: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Česku zjištěna *žádná makroekonomická nerovnováha*. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, především růst reálných cen rezidenčních nemovitostí a celkové závazky finančního sektoru.

Saldo běžného účtu má tendenci se zlepšovat a v roce 2017 vykazovalo mírný přebytek. Po ukončení kurzového závazku v dubnu 2017 následovalo zhodnocení reálného efektivního směnného kurzu, zatímco čistá investiční pozice vůči zahraničí dále posilovala, i když pomaleji než v předchozích letech. Nominální

Graf A3: ***HDP, jednotk. nákl. práce a ceny rezid. nemov.***



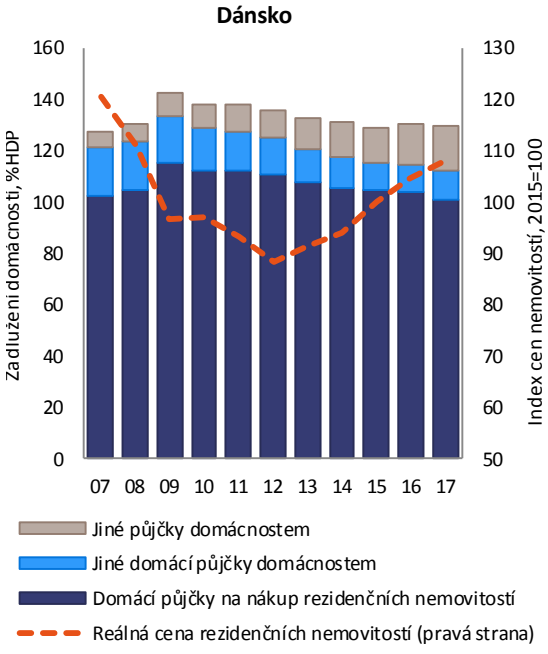
Zdroj: úvary Komise

jednotkové náklady práce vzrostly v důsledku silného růstu mezd a očekává se, že se v souvislosti s akutním nedostatkem pracovních sil ještě zvýší. Navzdory zhodnocení reálného efektivního směnného kurzu došlo v posledních letech ještě k určitému zvyšování podílu na světovém vývozu. Růst cen rezidenčních nemovitostí a hypotečních úvěrů se ještě zrychlil a je nutné je pečlivě sledovat. Dluh soukromého sektoru je však mírný, a to včetně zadlužení domácností, které je stabilní. Veřejný dluh je nízký a dále klesá, k čemuž přispívá přebytek státního rozpočtu. Růst závazků finančního sektoru v roce 2017 značně zrychlil a převyšuje orientační prahovou hodnotu. Bylo to v zásadě způsobeno nákupem depozit denominovaných v české koruně nerezidenty před ukončením kurzového závazku. Míra nezaměstnanosti dále klesala a situace na trhu práce je velmi napjatá.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s konkurenceschopností a tlaky na trhu s bydlením, rizika se však v této fázi jeví omezená. Komise proto v této fázi nepovažuje za nutné v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

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

Graf A4: ***Zadlužení domácností a index cen nemovitostí***



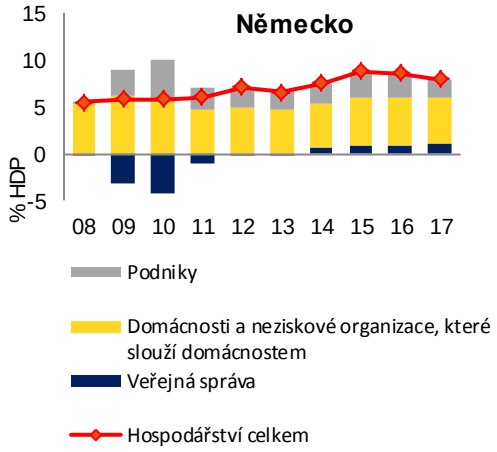
Zdroj: Eurostat a ECB

Saldo běžného účtu nadále vykazuje vysoké přebytky. Po sobě jdoucí přebytky přispěly k vysoké kladné čisté investiční pozici vůči zahraničí, která pak vytváří kladný čistý primární příjem, který posiluje kladné saldo běžného účtu. Nárůst jednotkových nákladů práce je omezený, ačkoli napjatější situace na trhu práce vyvíjí tlak na mzdy a dynamika produktivity je slabá. Růst podílu na vývozu celkově stagnuje. Ceny rezidenčních nemovitostí na celostátní úrovni klesají, avšak v hlavních metropolitních oblastech rostou rychleji. Tomuto vývoji je třeba věnovat pečlivou pozornost. Zadlužení domácností vyjádřeno jako procento HDP zůstává nejvyšší v EU a vzhledem k mírnému růstu úvěrů se snižuje pouze pomalu. Domácnosti dále zvyšovaly své úspory, což odráží snahy o snižování dluhu, a byla zavedena makroobezřetností opatření s cílem omezit rizikové úvěry. Zadluženost podniků zůstává oproti tomu mírná. Trh práce se stále zlepšuje, růst zaměstnanosti je stabilní a stále více se objevuje nedostatek pracovních sil.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s běžným účtem, zadlužením soukromého sektoru a odvětvím bydlení, rizika se však jeví omezená. Komise proto v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

Německo: V březnu 2018 dospěla Komise k závěru, že Německo je vystaveno *makroekonomické nerovnováze*, jež se týká zejména velkého přebytku běžného účtu, který odráží omezené investice v porovnání s úsporami v soukromém i veřejném sektoru. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje nadále několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, především saldo běžného účtu a veřejné zadlužení.

Graf A5: ***Čisté úvěry a půjčky podle odvětví***

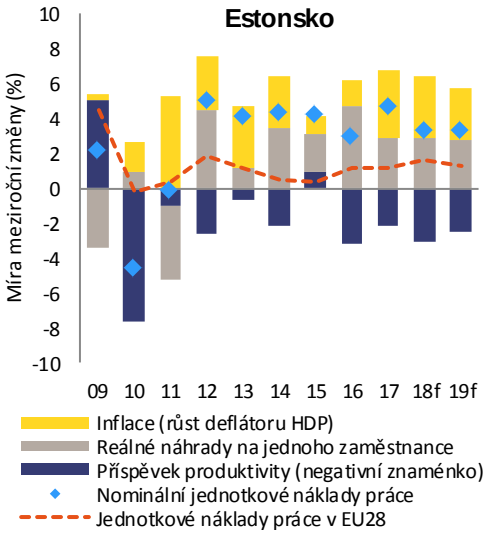


Zdroj: Eurostat

Běžný účet nadále vykazuje velmi vysoké přebytky, i když v roce 2017 došlo meziročně k mírnému snížení. Vzhledem k soustavnému zvyšování domácí poptávky se očekává, že současný přebytek běžného účtu se bude nadále snižovat, ale zůstane na vysoké úrovni a povede k dalšímu zvyšování čisté investiční pozice vůči zahraničí. Růst jednotkových nákladů práce zůstává mírný. Růst vývozu v roce 2017 posílil, ale došlo k mírné ztrátě podílů na světovém trhu. Snižování zadlužení v soukromém sektoru pokračuje navzdory nízkému soukromému dluhu. Současně se zvyšují investice podniků v poměru k HDP. Investice do rezidenčních nemovitostí rovněž dále rostou, avšak stále zaostávají za potřebami v oblasti bydlení v metropolitních oblastech. Růst reálných cen nemovitostí a stavebních nákladů se zvyšoval a vyžaduje si pozornost, a to rovněž ve vztahu k regionálním rozdílům v cenách a dostupnosti rezidenčního bydlení. Růst úvěrů postupně sílí. Míra úspor domácností zůstává vysoká navzdory mírnému růstu mezd a silné soukromé spotřebě, což odráží vyšší příliv distribuovaných příjmů právnických osob. Veřejný dluh dále klesá a očekává se, že do roku 2019 klesne pod prahovou hodnotu ve výši 60 % HDP, zatímco veřejné investice stále ve velkém rozsahu zaostávají. Celková nezaměstnanost i nezaměstnanost mladých lidí a dlouhodobá nezaměstnanost se dále snižovaly a zůstávají na velmi nízké úrovni.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s přetrvávajícím přebytkem úspor nad investicemi, což se odráží ve vysokém a pouze postupně se snižujícím přebytku běžného účtu, což podtrhuje nutnost trvalého úsilí o větší rovnováhu. Komise má proto i s ohledem na zjištění nerovnováhy z března 2018 za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

Graf A6: ***Rozklad jednotkových nákladů práce***



Zdroj: útvary Komise

Estonsko: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Estonsku zjištěna *žádná makroekonomická nerovnováha*. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje růst nominálních jednotkových nákladů práce orientační prahovou hodnotu.

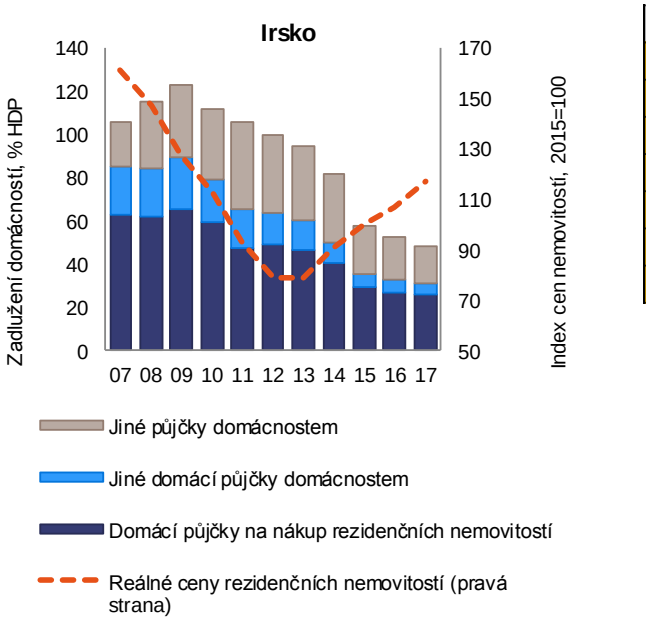
Přebytek běžného účtu v roce 2017 dále rostl a čistá investiční pozice vůči zahraničí se zlepšila tak, že dosáhla úrovně v rámci prahové hodnoty. Nominální jednotkové náklady práce dále rostou rychlým tempem a odrážejí inflaci a výrazný nárůst mezd. Dynamika produktivity zeslabila, což se do jisté míry odrazilo na ukazatelích nákladové

konkurenceschopnosti. Reálný efektivní směnný kurz se dále zhodnocoval, přičemž podíly na světovém trhu byly stabilní. Růst reálných cen rezidenčních nemovitostí byl v posledních letech dynamický, avšak v roce 2017 se zpomalil na umírněnou úroveň. Snižování soukromého dluhu pokračovalo, přičemž úroveň veřejného dluhu je velmi nízká. Situace na trhu práce je napjatá, avšak migrace do určité míry nedostatek pracovních sil zmírnila.

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

Irsko: V březnu 2018 dospěla Komise k závěru, že Irsko je vystaveno *makroekonomické nerovnováze* spojené zejména se zranitelností způsobenou vysokým objemem zadlužení soukromého a veřejného sektoru a čistých vnějších závazků. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahují některé ukazatele orientační prahovou hodnotu, především čistá investiční pozice vůči zahraničí, reálný efektivní směnný kurz, soukromé zadlužení, veřejné zadlužení, jakož i roční změna reálných cen rezidenčních nemovitostí.

Graf A7: ***Zadluženost domácností a index cen nemovitostí***



Zdroj: Eurostat a ECB

Stav běžného účtu vykázal v roce 2017 vysoký přebytek oproti značnému schodku v roce 2016 a přebytkům v předcházejících letech. K těmto výkyvům v saldu běžného účtu v posledních letech přispěly volatilita dovozu duševního vlastnictví a smluvní výroba. [37] Čistá investiční pozice vůči zahraničí se nadále zlepšila, ale zůstává vysoce záporná, z velké míry v důsledku činností nadnárodních společností s omezeným spojením s domácí ekonomikou. Silný růst produktivity, který zvyšuje i činnost nadnárodních společností, v minulých letech přispěl ke zvýšené konkurenceschopnosti. Soukromý dluh zůstává velmi vysoký, ačkoli nadále klesá. Domácnosti nadále snižovaly svůj dluh a irské banky snížily své expozice vůči domácím společnostem, což naznačuje pokračující snižování zadlužení podniků. Situaci domácích nefinančních podniků je vzhledem k podílu nadnárodních společností na celkovém zadlužení podniků obtížnější posoudit. Růst cen rezidenčních nemovitostí je od roku 2014 velmi dynamický zejména na pozadí nedostatečné nabídky a vyžaduje bližší sledování. Na pozadí silného hospodářského oživení se poměr soukromého zadlužení k HDP snižuje, zůstává však vysoký.

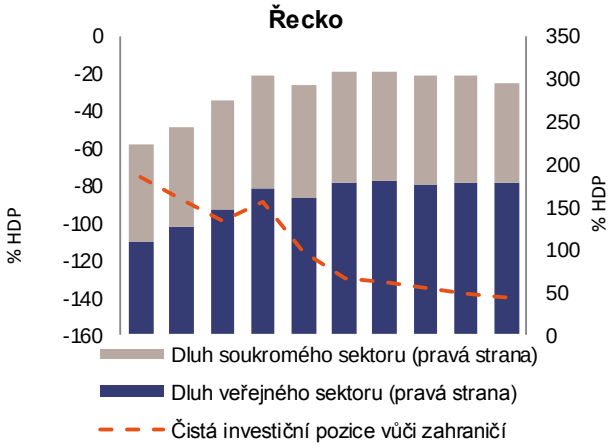
[37] Smluvní výroba je proces, v němž nadnárodní společnosti se sídlem v dané zemi uzavírají se zahraničním firmám smlouvy za účelem výroby zboží jejich jménem. Jelikož společnosti se sídlem v dané zemi toto zboží vlastní, je jeho prodej vykazován jako vývoz dané země, v níž sídlí, i když nevstupují do domácí ekonomiky.

Podíl úvěrů se selháním v posledních letech klesá, avšak zůstává vysoký. Ačkoli banky jsou dobře kapitalizovány, úroveň tvorby opravných položek a rezerv klesly. Jejich ziskovost, i když stále nízká, se postupně zlepšuje. Míra nezaměstnanosti klesla v roce 2017 pod prahovou hodnotu postupu při makroekonomické nerovnováze a dlouhodobá nezaměstnanost a nezaměstnanost mladých lidí klesají.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s volatilitou vnější pozice a objemem soukromého a veřejného dluhu, jakož i rychlým růstem cen rezidenčních nemovitostí a relativně vysokým podílem úvěrů se selháním. Komise má proto i s ohledem na zjištění nerovnováhy v březnu 2018 za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

Řecko: Řecko od roku 2010 až do nedávné doby využívalo programy finanční pomoci. Dohled nad nerovnováhou a nápravná opatření proto probíhají v rámci programů, a nikoliv v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze. V posledních letech přijalo Řecko důležitá opatření ke snížení jeho nerovnováh, které mají tokový charakter, a k řešení souvisejících rizik, avšak očekává se, že stavové nerovnováhy z minulosti budou přetrvávat. To se odráží v aktualizovaném srovnávacím přehledu, kde několik ukazatelů překračuje orientační prahovou hodnotu, především záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí, ztráty podílu na vývozu, veřejné zadlužení a míra nezaměstnanosti.

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



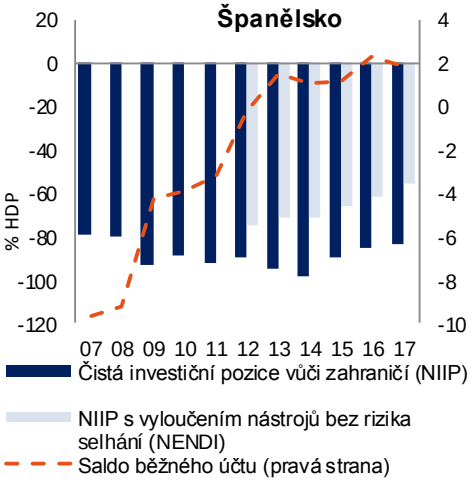
Zdroj: Eurostat

Zatímco soukromý sektor má kladnou čistou investiční pozici vůči zahraničí, vysoký podíl veřejného vnějšího dluhu vede k celkově výrazně záporné čisté investiční pozici vůči zahraničí. Ačkoli velká část vnějšího veřejného dluhu byla poskytnuta s velmi výhodnými sazbami, dlouhodobá udržitelnost čisté investiční pozice vůči zahraničí bude vyžadovat, aby nedávné zlepšení běžného účtu bylo udrženo i v prostředí rostoucí domácí poptávky. V posledních pěti letech byly pozorovány značné ztráty podílů na vývozních trzích, avšak zdá se, že v roce 2017 se trend zvrátil. Poměr veřejného dluhu k HDP je velmi vysoký, i když se očekává, že klesne, a k jeho udržitelnosti přispívá dohoda Euroskupiny z června 2018. Reálné ceny rezidenčních nemovitostí v roce 2017 dále klesaly, avšak na počátku roku 2018 se stabilizovaly. Růst úvěrů zůstává negativní, neboť pokračuje snižování zadlužení soukromého dluhu. Vysoký objem úvěrů se selháním brání obnovení zdravého toku úvěrů do ekonomiky, který je nutný pro podporu růstu ve střednědobém horizontu. Nezaměstnanost klesá, ale zůstává vysoká, především pokud jde o dlouhodobou nezaměstnanost a nezaměstnanost mladých lidí.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vysokým veřejným a vnějším dluhem, nízkými úsporami a vysokým objemem úvěrů se selháním, a to v situaci vysoké nezaměstnanosti, nízkého růstu produktivity a zaostávající investiční činnosti. Komise má proto za to, že je vhodné dále prozkoumat příslušná rizika v rámci hloubkové analýzy s cílem posoudit, zda existuje nerovnováha.

Španělsko: V březnu 2018 dospěla Komise k závěru, že Španělsko je vystaveno *makroekonomické nerovnováze* související zejména s vysokým vnějším i vnitřním zadlužením soukromého i veřejného sektoru v situaci, kdy panuje vysoká nezaměstnanost. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, především čistá investiční pozice vůči zahraničí, míry zadlužení soukromého a veřejného sektoru a míra nezaměstnanosti, jakož i růst míry ekonomické aktivity.

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



Zdroj: útvary Komise

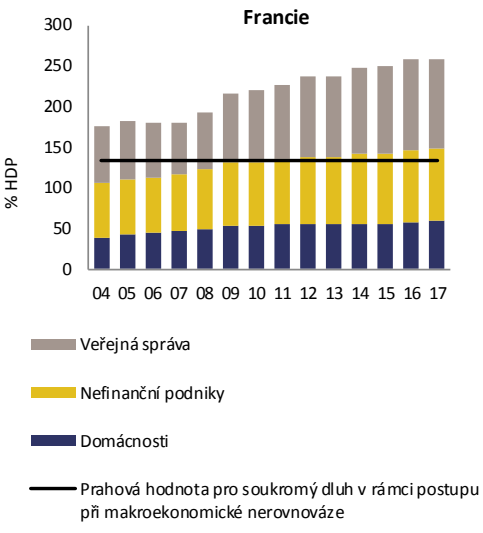
Obnovování vnější nerovnováhy pokračovalo, i když relativně pomalu, a ačkoli se čistá investiční pozice vůči zahraničí zlepšila, zůstává velmi vysoká. Růst nominálních jednotkových nákladů práce je stabilní v situaci omezeného růstu mezd a nízkého růstu produktivity. Růst vývozního trhu byl v meziročním porovnání mírný navzdory mírnému zhodnocení reálného efektivního směnného kurzu v roce 2017. Zadlužení soukromého sektoru v průběhu roku 2017 dále klesalo, obzvláště u podniků, avšak potřeba snižování zadlužení nadále trvá. Navíc začaly opět proudit nové úvěry, které podpořily silný opětovný růst investic. Pokud jde o domácnosti, tempu snižování dluhu brání rovněž silný nárůst spotřebitelských úvěrů. Ceny rezidenčních nemovitostí se v posledních letech v kontextu předchozího podhodnocení zotavovaly. V posledních letech byl silný ekonomický růst hlavní hnací silou snižování schodku veřejných financí, ale přetrvávající schodky naznačují, že poměr vládního dluhu klesá pouze pomalu. Nezaměstnanost rychle klesá, ale zůstává velmi vysoká, především mezi mladými lidmi. Současně je kvůli nízkému růstu produktivity zvyšování konkurenceschopnost založeno na nákladových výhodách.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vnější udržitelností, zadlužením soukromého a veřejného sektoru a korekcí trhu práce v situaci slabého růstu produktivity. Komise má proto i s ohledem na zjištění nerovnováhy v březnu 2018 a její přeshraniční význam za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

Francie: V březnu 2018 dospěla Komise k závěru, že Francie je vystavena *makroekonomické nerovnováze* týkající se zejména vysokého veřejného zadlužení a slabé konkurenceschopnosti v podmínkách nízkého růstu produktivity. V aktualizovaném srovnávacím přehledu jsou ukazatele zadlužení veřejného a soukromého sektoru a míry nezaměstnanosti nad úrovní orientační prahové hodnoty.

Schodek běžného účtu byl v roce 2017 víceméně stabilní, avšak čistá investiční pozice vůči zahraničí se zhoršila. Ačkoli se růst vývozů zvýšil, v roce 2017 došlo k určitým malým ztrátám podílů na vývozních trzích, přičemž reálný

Graf A10: ***Zadluženost jednotlivých hospodářských odvětví***



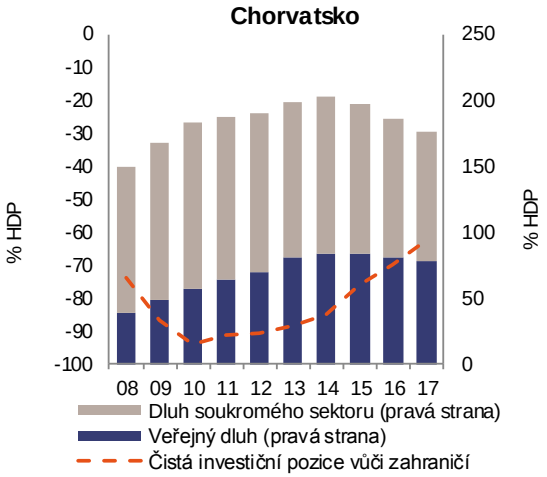
Zdroj: Eurostat

efektivní směnný kurz se stabilizoval. V důsledku mírného vývoje mezd byl růst jednotkových nákladů práce omezený. Dynamika produktivity však stagnuje. Hlavním zdrojem obav zůstává zranitelnost pocházející z vysokého a stále rostoucího veřejného dluhu. Kombinace vysokého veřejného a soukromého zadlužení přestavuje další zranitelnost. Zadlužení soukromého sektoru je relativně vysoké, zejména v případě nefinančních podniků, zatímco růst úvěrů mírně roste. Reálné ceny rezidenčních nemovitostí mírně vzrostly. Situace na trhu práce se zlepšuje, zatímco ukazatel nezaměstnanosti se pohybuje v rámci prahové hodnoty.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vysokou zadlužeností a nízkou konkurenceschopností v podmínkách slabého růstu produktivity. Komise má proto i s ohledem na zjištění nerovnováhy v březnu 2018 za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

Chorvatsko: V březnu 2018 dospěla Komise k závěru, že Chorvatsko je vystaveno *nadměrné makroekonomické nerovnováze* spojené s vysokými úrovněmi veřejného, soukromého a vnějšího zadlužení, jež jsou do značné míry denominovány v cizí měně, v podmínkách nízkého potenciálního růstu. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, především čistá investiční pozice vůči zahraničí, veřejné zadlužení a míra nezaměstnanosti.

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



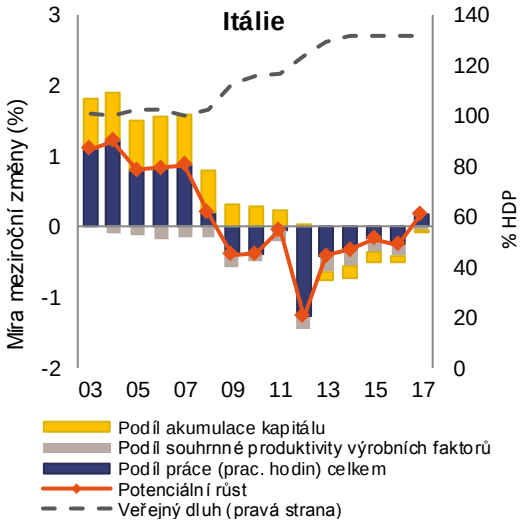
Zdroj: Eurostat

Záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí, která ve velké míře odráží přímé zahraniční investice, v důsledku zvyšujícího se přebytku běžného účtu posilovala, i když zůstává pod prahovou hodnotou a je vystavena přetrvávajícím měnovým rizikům. Záporný růst nominálních jednotkových nákladů práce poukazuje na další růst nákladové konkurenceschopnosti, ačkoli reálný efektivní směnný kurz byl stabilní. V důsledku toho v roce 2017 Chorvatsko nadále získávalo podíly na trhu, avšak pomalejším tempem než v předchozích letech. Zadlužení soukromého sektoru navzdory oživení úvěrových toků v roce 2017 dále klesalo. Snižování objemu úvěrů se selháním v bankovním sektoru se zpomalilo, a velký podíl úvěrů nefinančním podnikům je stále se selháním. Míra veřejného zadlužení se v roce 2017 dále snižovala z důvodu zlepšování salda veřejných financí. Míra nezaměstnanosti dále klesá. Účast na trhu práce však zůstává velmi nízká a ve spojení s pomalým vývojem produktivity má nadále dopad na potenciální růst. Rizika spojená s největším zaměstnavatelem v zemi, konglomerátem Agrokor, se poté, co věřitelé přijali plán na restrukturalizaci dluhu, snížila.

Celkově ekonomické závěry poukazují na stále vysoké, avšak snižující se úrovně zadlužení a expozice vůči měnovým rizikům ve všech hospodářských odvětvích a na význam vyššího potenciálního růstu pro trvalou korekci. Komise má proto i s ohledem na zjištění nadměrné nerovnováhy v březnu 2018 za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda makroekonomická rizika trvají, a sledovat pokrok při snižování nadměrné nerovnováhy.

Itálie: V březnu 2018 dospěla Komise k závěru, že Itálie je vystavena *nadměrné makroekonomické nerovnováze* zahrnující zejména rizika vycházející z velmi vysokého veřejného zadlužení a dlouhodobě nízké dynamiky produktivity v situaci, kdy existuje velký objem úvěrů se selháním a vysoká nezaměstnanost. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahují dva ukazatele orientační prahovou hodnotu, konkrétně zadlužení veřejného sektoru a míra nezaměstnanosti.

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



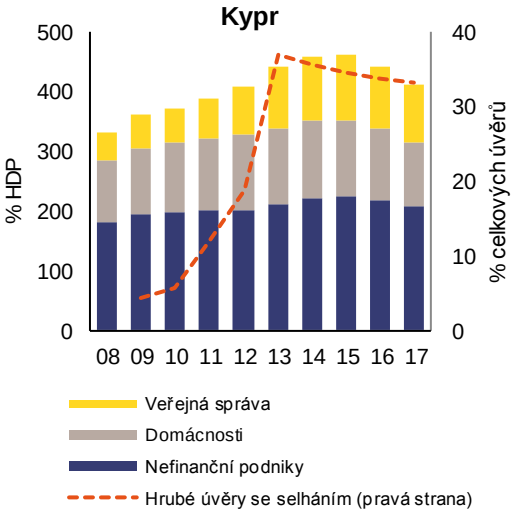
Zdroj: útvary Komise

Vnější pozice je relativně silná s přebytky běžného účtu a zlepšující se čistou investiční pozicí vůči zahraničí. Míra veřejného zadlužení se v roce 2017 stabilizovala na velmi vysoké úrovni, ale snížení poměru veřejného dluhu k HDP v budoucnosti brání fiskální plány vlády, slabší oživení, než se očekávalo, a vyšší výpůjční náklady. Na potenciální růst v Itálii má rovněž vliv slabý růst produktivity a úbytek populace v produktivním věku. Příčinou nízkého růstu produktivity jsou dlouhodobé strukturální nedostatky, včetně podnikatelského prostředí, které je v porovnání se srovnatelnými zeměmi méně příznivé, finančních omezení, nedostatku vysoce kvalifikovaných pracovních sil a nízké úrovně investic do nehmotných aktiv. Ozdravování rozvah bank pokročilo a italský bankovní sektor se stal v roce 2017 opět ziskovým. Zranitelnost však přetrvává, zejména pro střední a malé banky, které drží stále velké objemy starších úvěrů se selháním a jsou více vystaveny riziku vlády než velké banky. Podmínky na trhu práce se postupně zlepšují, ale míra nezaměstnanosti zůstává vysoká, výrazně nad úrovní před vypuknutím krize, a to zejména nezaměstnanost mladých lidí a dlouhodobá nezaměstnanost. Celková míra účasti na trhu práce roste, avšak zůstává pod průměrem eurozóny. V důsledku probíhajícího oživení se makroekonomické nerovnováhy v Itálii přestaly zhoršovat, ale zůstávají rozsáhlé a snižují se pouze postupně. Zpomalení reálného růstu HDP a obnovené napětí na trhu se státními dluhopisy by mohly ohrozit dosud dosažený pokrok.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vysokým veřejným zadlužením v souvislosti s vyšší volatilitou trhu a vysokou nezaměstnaností. Dynamika produktivity zůstává v důsledku obnovených obav týkajících se vazby mezi bankami a státem slabá. Komise má proto i s ohledem na zjištění nadměrné nerovnováhy v březnu 2018 za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda makroekonomická rizika trvají, a sledovat pokrok při snižování nadměrné nerovnováhy.

Kypr: V březnu 2018 dospěla Komise k závěru, že Kypr je vystaven *nadměrné makroekonomické nerovnováze* zahrnující zejména vysoký objem zadlužení soukromého a veřejného sektoru a vnějšího zadlužení a vysoký podíl úvěrů se selháním v bankovním systému. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahují některé ukazatele v roce 2017 nadále orientační prahovou hodnotu, především běžný účet, čistá investiční pozice vůči zahraničí, reálný efektivní směnný kurz, soukromé

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



Zdroj: Eurostat a ECB

zadlužení, veřejné zadlužení, jakož i míra nezaměstnanosti a změna v míře ekonomické aktivity.

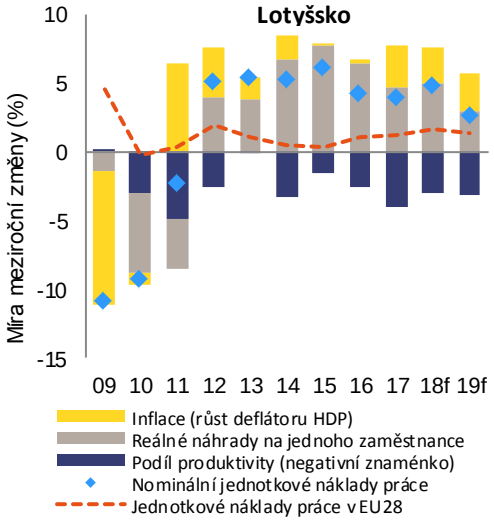
Schodek běžného účtu se v roce 2017 vzhledem k silnému růstu dovozů zvýšil a záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí zůstává značná. Korekce nákladové konkurenceschopnosti se snížila, neboť jednotkové náklady práce mírně vzrostly a reálný efektivní směnný kurz se stabilizoval. Úroveň soukromé zadluženosti patří mezi nejvyšší v EU, a to jak v případě domácností, tak i podniků, a proces snižování zadlužení je pomalý. Zejména úspory domácností jsou záporné. Úprava reálných cen rezidenčních nemovitostí směrem dolů dosáhla svého nejnižšího bodu a ceny rezidenčních nemovitostí začaly mírně růst. Velmi vysoký objem úvěrů se selháním brání toku úvěrů do ekonomiky, který je nutný pro podporu potenciálního růstu ve střednědobém horizontu. Poměr veřejného dluhu k HDP zůstává velmi vysoký. Nezaměstnanost rychle klesá, avšak je stále vysoká, zejména u mladých lidí, avšak za poslední tři roky došlo ke zlepšení dlouhodobé nezaměstnanosti a nezaměstnanosti mladých lidí.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vnější udržitelností, zadlužením veřejného a soukromého sektoru, zranitelnými místy ve finančním sektoru a korekcí trhu práce. Komise má proto i s ohledem na zjištění nadměrné nerovnováhy v březnu 2018 za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda makroekonomická rizika trvají, a sledovat pokrok při snižování nadměrné nerovnováhy.

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

Běžný účet je víceméně vyrovnaný a záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí, která z velké části sestává z přímých zahraničních investic, se v důsledku silného růstu nominálního HDP zlepšila, i když zůstává nad prahovou hodnotou. Jednotkové náklady práce již několik let relativně rychle rostou, což odráží silný růst mezd a napjatou situaci na trhu práce, a ukazatel zůstává od roku 2014 nad prahovou hodnotou srovnávacího přehledu. Dopad na vnější cenovou konkurenceschopnost a výkonnost vývozů byl dosud omezený, přičemž byl částečně tlumen nižším ziskovým rozpětím. V budoucnu se očekává, že růst mezd zůstane v důsledku rostoucího napětí na trhu práce silný. Celkově tento vývoj představuje riziko pro konkurenceschopnost země a vyhlídky na růst ve střednědobém horizontu. Růst reálných cen rezidenčních nemovitostí zůstává dynamický. V roce 2017 se růst cen rezidenčních nemovitostí oproti roku 2016 zpomalil, ale v první polovině roku 2018 opět zrychlil. Růst úvěrů byl celkově utlumený. Veřejný a soukromý dluh jsou relativně nízké.

Graf A14: ***Rozklad jednotkových nákladů práce***

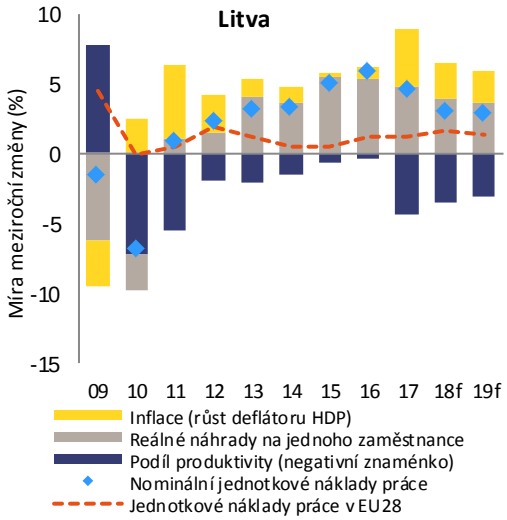


Zdroj: útvary Komise

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s dynamikou na trhu práce a vnější konkurenceschopností, rizika se však jeví omezená. Komise proto v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

Litva: V předchozích kolech postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Litvě zjištěna *žádná makroekonomická nerovnováha*. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, především čistá investiční pozice vůči zahraničí a nominální jednotkové náklady práce.

Graf A15: ***Rozklad jednotkových nákladů práce***



Zdroj: útvary Komise

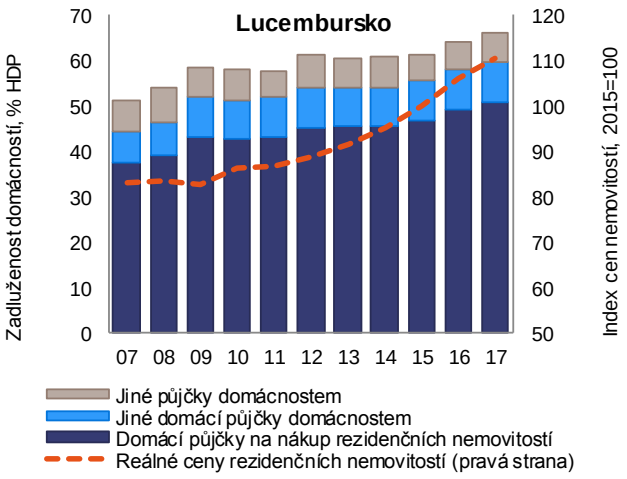
Běžný účet je víceméně vyrovnaný a záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí, která z velké části sestává z přímých zahraničních investic, se v důsledku silného růstu nominálního HDP zlepšila, i když zůstává mírně nad prahovou hodnotou. Jednotkové náklady práce již několik let relativně rychle rostou a ukazatel zůstává od roku 2015 nad prahovou hodnotou srovnávacího přehledu, což je dáno vysokým růstem mezd, který odráží napjatou situaci na trhu práce a kromě jiných faktorů rovněž rychlý růst minimální mzdy od roku 2016. Dopad rostoucích nákladů práce na vnější cenovou konkurenceschopnost a výkonnost vývozů je dosud omezený, přičemž částečně byl tlumen ziskovým rozpětím, které samo o sobě nemusí být v dlouhodobém horizontu udržitelné. V budoucnu se očekává, že růst mezd zůstane v důsledku klesající nezaměstnanosti a napjaté situace na trhu práce silný. Celkově tento vývoj může mít dopad na konkurenceschopnost země a vyhlídky na růst ve střednědobém období. Růst cen rezidenčních nemovitostí byl v posledních letech dynamický a postupně se zvyšoval, avšak stále je pod prahovou hodnotou. Růst úvěrů se zvýšil. Úroveň zadlužení veřejného a soukromého sektoru je nadále poměrně nízká a stabilní.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s dynamikou jednotkových nákladů práce a vnější konkurenceschopností, rizika se však jeví omezená. Komise proto v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

Lucembursko: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Lucembursku zjištěna *žádná makroekonomická nerovnováha*. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, především zadlužení soukromého sektoru, jakož i změna v míře ekonomické aktivity a míra dlouhodobé nezaměstnanosti.

Vnější pozice nadále vykazuje stabilní přebytky běžného účtu a kladnou a stálou

Graf A16: ***Zadluženost domácností a index cen nemovitostí***



Zdroj: Eurostat a ECB

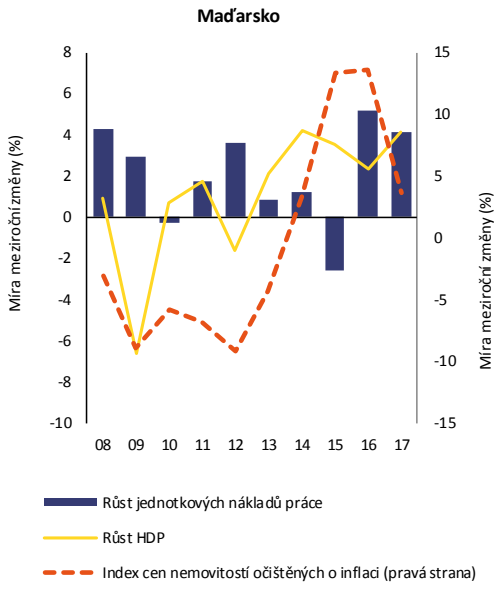
čistou investiční pozici vůči zahraničí. Pozice země jakožto mezinárodního finančního centra má však na číselné údaje významnější dopad než aktivita domácí ekonomiky. Kumulovaný růst podílu na vývozu se stabilizoval. V nedávné době však byly zaznamenány určité tržní ztráty, které byly částečně způsobené zhoršováním nákladové konkurenceschopnosti, která se zhoršila v důsledku silného růstu jednotkových nákladů práce a růstu dovozních cen. Za posledních deset let reálné ceny nemovitostí rostly relativně vysokým tempem, což si celkově i nadále vyžaduje bližší sledování. K růstu cen rezidenčních nemovitostí přispívá dynamický trh práce spolu se značnými toky čisté migrace a příznivými podmínkami financování, zatímco nabídka zůstává poměrně omezená a nedostatečná, aby mohla čelit vysoké poptávce. Vzhledem k neustálému zvyšování cen rezidenčních nemovitostí se dostupnost bydlení nadále zhoršuje. Zadluženost podniků je velmi vysoká, většinou však souvisí s přeshraničními úvěry v rámci společnosti. Úroveň zadlužení domácností, převážně pokud jde o hypotéky, neustále rostla, což odráží dynamiku realitního trhu a výhodné úvěrové podmínky. I když nižší úrokové sazby a delší lhůta splatnosti hypoték snížily finanční zátěž domácností a většina nových hypoték má pevné sazby, velký podíl zadlužených domácností zůstává vystaven zvyšování úrokových sazeb. Stabilita bankovního sektoru však zmírňuje rizika pro finanční stabilitu země. Zadlužení veřejného sektoru zůstává velmi nízké. Přes nedávné hospodářské zpomalení je situace na trhu práce napjatá a nezaměstnanost dále klesá.

Celkově ekonomické závěry poukazují zejména na určitá omezená rizika spojená s neustálým růstem cen rezidenčních nemovitostí a zadlužením domácností. Komise proto v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

Maďarsko: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Maďarsku zjištěna *žádná makroekonomická nerovnováha.* V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahují některé ukazatele orientační prahovou hodnotu, především čistá investiční pozice vůči zahraničí a veřejné zadlužení.

Přebytek běžného účtu v posledních letech přinesl rychlé a trvalé zlepšení záporné čisté investiční pozice vůči zahraničí, která ve velké míře odráží i přímé zahraniční investice. Podíl na vývozu se v roce 2017 zvýšil, k čemuž přispěl růst v automobilovém průmyslu. Nominální jednotkové náklady práce se v kontextu napjaté situace na trhu práce podstatně zvyšovaly. Ke zvýšení nákladů práce přispělo rovněž administrativní zvýšení mezd, který byl však částečně vyrovnán snížením sociálních příspěvků zaměstnavatelů. Toky úvěrů do soukromého sektoru dosáhly kladných čísel, ale objem úvěrů v soukromém sektoru se v roce 2017 dále snižoval. Růst reálných cen rezidenčních nemovitostí se po značném zvýšení v předchozích letech zmírnil. Je však třeba věnovat pozornost vysokému oceňování v některých regionech a rychlému nárůstu poskytování hypoték. Probíhající oživení na trhu s nemovitostmi může přispět k dalšímu snížení podílu úvěrů se

Graf A17: ***HDP, jednotk. nákl. práce a ceny rezid. nemov.***



Zdroj: Eurostat

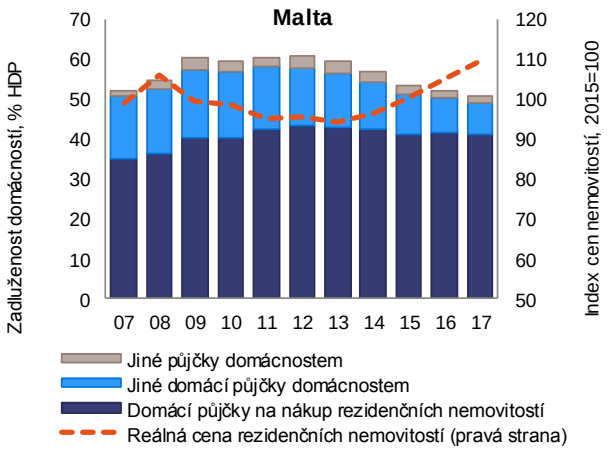
selháním, který je stále vysoký. Ziskovost bankovního sektoru a jeho schopnost absorbovat otřesy se zlepšila. Navzdory příznivému hospodářskému cyklu se veřejný dluh v důsledku procyklické fiskální politiky snižoval pouze postupně. Nezaměstnanost klesla na historicky nejnižší úroveň a napjatá situace na trhu práce přispěla k rychlému růstu mezd, který nadále převyšoval růst produktivity.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s trhem s rezidenčními nemovitostmi a napjatou situací na trhu práce, rizika se však jeví omezená. Komise v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

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

Vysoký přebytek běžného účtu se v roce 2017 dále zvýšil a dosáhl velmi vysokých úrovní, což se shodovalo s výrazným zlepšením již kladné čisté investiční pozice vůči zahraničí. Vnější pozice však odráží spíše fluktuace v mezinárodně orientovaném podnikovém sektoru než domácí vývoj. Vývoj nákladové konkurenceschopnosti a vývoj reálného efektivního směnného kurzu jsou relativně příznivé, zatímco mírný vývoj mezd spojený s relativně silným růstem produktivity práce vedl k mírnému růstu jednotkových nákladů práce. Poměr soukromého dluhu k HDP se v roce 2017 podstatně snížil, k čemuž přispěl silný růst nominálního HDP. Zadlužení v podnikovém sektoru zůstává značné, avšak míra růstu úvěrů poskytovaných domácnostem se zpomaluje. Poměr veřejného dluhu k HDP měl stabilní sestupnou tendenci. Reálné ceny rezidenčních nemovitostí se v roce 2017 zvýšily, což si zasluhuje sledování. Značná hospodářská aktivita a omezené možnosti k investování soukromého kapitálu vedly k obnovení zájmu o trh s rezidenčními nemovitostmi. Kvalita aktiv domácího bankovního sektoru se zlepšuje a dostupné kapitálové rezervy se jeví dostatečné na to, aby absorbovaly okamžitá rizika, která by mohla pocházet z trhu s bydlením nebo z vnímaného institucionálního rámce. Výkonnost trhu práce je nadále velmi silná, přičemž silný růst zaměstnanosti je doprovázen nízkou a dále klesající nezaměstnaností.

*Graf A18: **Zadluženost domácností a index cen nemovitostí***

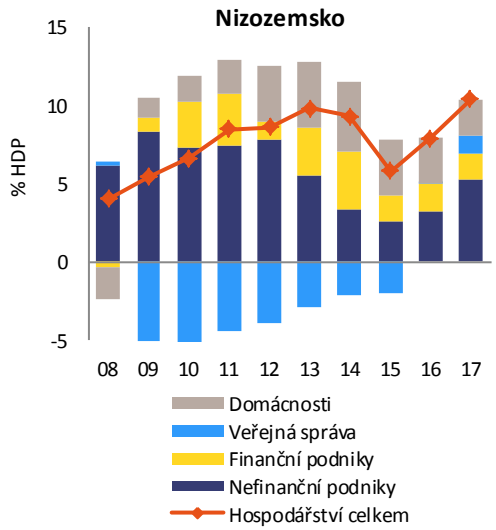


Zdroj: Eurostat a ECB

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vnější pozicí a trhy s bydlením v souvislosti se silným hospodářským růstem, rizika se však jeví jako omezená. Komise proto v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

Nizozemsko: V březnu 2018 dospěla Komise k závěru, že Nizozemsko je vystaveno *makroekonomické nerovnováze* zahrnující zejména vysoký objem zadlužení soukromého sektoru a vysoký přebytek běžného účtu. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, především průměr salda běžného účtu za období tří let, zadlužení soukromého sektoru a růst reálných cen rezidenčních nemovitostí.

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



Zdroj: Eurostat

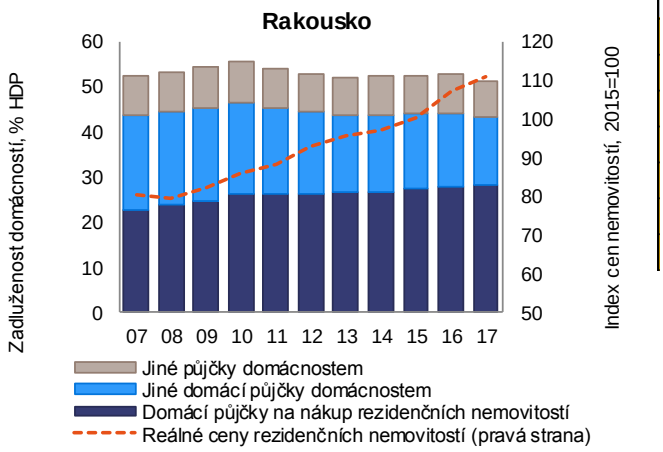
Stávající přebytek běžného účtu zůstává velmi vysoký a v roce 2017 dále vzrostl, zatímco kladná čistá investiční pozice vůči zahraničí mírně klesla. Všechna odvětví jsou čistými střadateli, avšak nárůst přebytku běžného účtu v roce 2017 byl způsoben především nefinančními podniky s přebytkem úspor souvisejícím s relativně vysokou ziskovostí podniků a poměrně nízkou mírou investic. Vývoj jednotkových nákladů práce je v důsledku růstu mezd v souladu s vývojem produktivity tlumenější. Soukromý dluh je na vysokých úrovních, přičemž zadlužení podniků lze rovněž vysvětlit dluhy uvnitř skupiny v rámci nadnárodních korporací. Zadlužení domácností je vysoké a přispívá k němu příznivé daňové zacházení u vlastnického bydlení a výhodné sazby hypoték. Zatímco dluh domácností jako podíl na HDP vykazuje klesající trend, nominální dluh opět roste. Na trhu s bydlením dochází k silnému oživení, neboť ceny rezidenčních nemovitostí v roce 2017 dále rostly, rovněž v situaci, kdy trh s nájemním bydlením nefunguje optimálně. Situace na trhu práce je v důsledku nízké a klesající nezaměstnanosti napjatá.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy týkající se vysokého zadlužení domácností a velkého přebytku úspor domácností. Komise má proto i s ohledem na zjištění nerovnováhy v březnu 2018 za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

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

Stávající přebytek běžného účtu zůstal v roce 2017 stabilní na umírněné úrovni s mírně kladnou čistou investiční pozicí vůči zahraničí. Podíl na vývozu byl stabilní. Růst jednotkových nákladů práce je nízký, k čemuž přispívá růst produktivity práce spojený s omezeným růstem mezd. Reálné ceny rezidenčních nemovitostí vykazovaly nadále rostoucí trend, avšak v roce 2017 se tempo růstu oproti roku 2016 zpomalilo. Tento vývoj si vyžaduje sledování, avšak nezdá se, že by nárůst cen byl motivován úvěry, a v oblasti růstu úvěrů lze pozorovat jen mírné zrychlení. Navíc míra zadlužení podniků i míra zadlužení domácností pomalu klesají.

Graf A20: ***Zadluženost domácností a index cen nemovitostí***

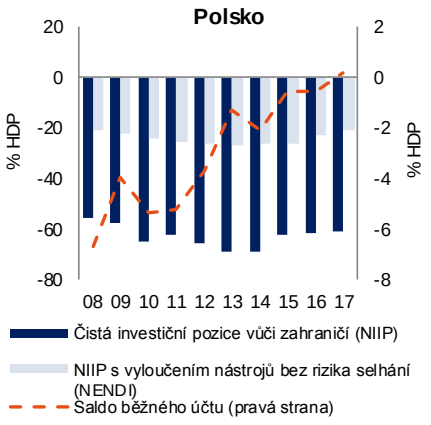


Zdroj: Eurostat a ECB

Rovněž veřejný dluh pokračoval v poklesu a v roce 2017 se snížil v důsledku silného hospodářského růstu a probíhající likvidace aktiv znárodněných finančních institucí. Situace v bankovním sektoru se dále zlepšovala také v souvislosti s oživením v sousedních zemích. Za těchto příznivých ekonomických podmínek a při silném růstu zaměstnanosti míra nezaměstnanosti výrazně klesla.

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

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



Zdroj: útvary Komise

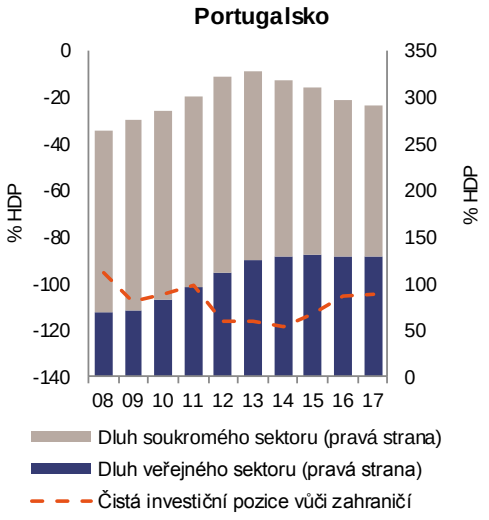
Polsko: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Polsku zjištěna *žádná makroekonomická nerovnováha*. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje čistá investiční pozice vůči zahraničí orientační prahovou hodnotu.

Saldo běžného účtu se zlepšilo a v roce 2017 dosáhlo víceméně vyrovnaného stavu, zatímco negativní čistá investiční pozice vůči zahraničí zůstala stabilní. Vnější zranitelnost zůstává omezená, jelikož přímé zahraniční investice tvoří značnou část zahraničních závazků. Zvyšování podílu na vývozu v roce 2017 opět výrazně narostlo. Růst nominálních jednotkových nákladů práce, který se překrývá se silným růstem produktivity a rostoucími mzdami, je omezený. Poměr soukromého dluhu k HDP v roce 2017 klesl, což odráží silný růst HDP a zhodnocení polského zlotého vůči měnám, v nichž je denominována část nesplaceného dluhu. Veřejný dluh měřený jako procento HDP dále klesl z již relativně nízkých úrovní, a to v důsledku rychlého nominálního hospodářského

růstu, nižšího celkového schodku vládního sektoru a zhodnocení polského zlotého. Rizika bankovního sektoru zůstala omezena. Silná výkonnost trhu práce přetrvávala a vedla k poklesu míry nezaměstnanosti na velmi nízkou úroveň.

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

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



Zdroj: Eurostat

Portugalsko: V březnu 2018 dospěla Komise k závěru, že Portugalsko je vystaveno *makroekonomické nerovnováze* zahrnující zejména vysoký objem čistých vnějších závazků, zadlužení soukromého a veřejného sektoru a vysoký podíl úvěrů s nesplácením v souvislosti s nízkým růstem produktivity. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, především čistá investiční pozice vůči zahraničí, veřejný dluh, soukromé zadlužení, nezaměstnanost a růst reálných cen rezidenčních nemovitostí.

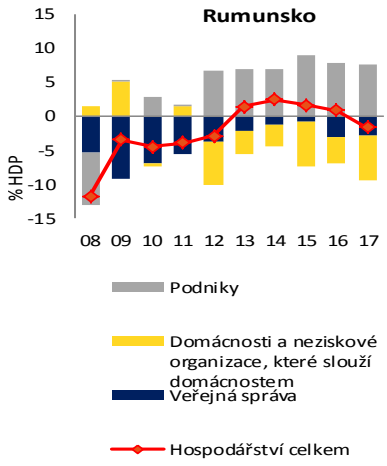
Saldo běžného účtu je stabilní a vykazuje mírný přebytek, zatímco čistá investiční pozice vůči zahraničí zůstává vysoce záporná a předpokládá se, že tempo korekce zůstane velmi pomalé. Cenová konkurenceschopnost se v roce 2017 mírně zhoršila, protože došlo k mírnému zhodnocení reálného efektivního směnného kurzu. Růst nominálních jednotkových nákladů práce mírně vzrostl, zatímco růst produktivity práce byl v roce 2017 záporný. Tento vývoj je víceméně v souladu s vývojem u obchodních partnerů a dochází k nárůstu podílů na světovém trhu. Pokračuje snižování zadlužení soukromého dluhu a růst úvěrů zůstává slabý. Veřejné zadlužení je stále velmi vysoké, avšak předpokládá se, že se bude soustavně snižovat. Banky výrazně posílily své rozvahy a čisté příjmy, ale stále přetrvávají zranitelnosti, neboť objem úvěrů se selháním je navzdory nedávnému poklesu stále vysoký. Ceny rezidenčních nemovitostí dále silně rostou, avšak v kontextu předchozího podhodnocení a víceméně stabilního objemu hypoték. Trh práce, který využívá pozitivního hospodářského cyklu, prošel v posledních letech výrazným zlepšením a míra nezaměstnanosti výrazně klesla.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s nerovnováhou stavů, zejména pokud jde o čisté vnější závazky, veřejný a soukromý dluh, zranitelná místa v bankovním sektoru a slabý růst produktivity. Komise má proto i s ohledem na zjištění nerovnováhy v březnu 2018 za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

Rumunsko: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Rumunsku zjištěna *žádná makroekonomická nerovnováha*. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje jeden ukazatel, a to čistá investiční pozice vůči zahraničí, orientační prahovou hodnotu.

Schodek běžného účtu se v roce 2017 dále zhoršoval z důvodu zrychlování dovozů, zejména spotřebního zboží. Navzdory zvyšujícímu se schodku běžného účtu se negativní čistá investiční pozice vůči zahraničí, která je tvořena zejména přímými zahraničními investicemi, dále zlepšovala v důsledku silného růstu nominálního HDP. Vývoz v roce 2017 dosahoval dobrých výsledků a Rumunsko získalo další podíly na vývozu. Jednotkové náklady práce se však v roce 2017 v důsledku vyššího růstu mezd, zejména ve veřejném sektoru, značně zvýšily. Výkonnost vývozu Rumunska byla dosud silná, avšak z předchozích zkušeností vyplývá, že dopady růstu mezd ve veřejném sektoru se pravděpodobně rozšíří i do soukromého sektoru, což by mohlo v budoucnu vést ke ztrátám v oblasti nákladové konkurenceschopnosti. Růst reálných cen rezidenčních nemovitostí v roce 2017 nepatrně klesl a zůstává mírný. Bankovní sektor je nadále řádně kapitalizován a likvidní. Růst úvěrů soukromého sektoru mírně vzrostl, ale zůstává utlumený. Míra nezaměstnanosti se v roce 2017 v souvislosti s napjatou situací na trhu práce dále snížila, a současně se poněkud zlepšila míra ekonomické aktivity. Vzhledem k silnému růstu nominálního HDP se soukromý a veřejný dluh jako podíl na HDP snížil a zůstává relativně nízký. I přes příznivé hospodářské podmínky zůstane nastavení fiskální politiky ve střednědobém horizontu expanzivní a mohlo by mít negativní dopad na veřejné zadlužení a dynamiku běžného účtu. Zhoršující se schodek obchodní bilance a rychlý růst jednotkových nákladů práce jsou spojeny s přetrvávající procyklickou fiskální politikou vlády, která stimulovala již tak silně rostoucí hospodářství prostřednictvím opakovaných daňových škrtů a zvyšování mezd ve veřejném sektoru. Navíc časté a nepředvídatelné legislativní změny přispívají k nejistému podnikatelskému prostředí, které má nepříznivé důsledky pro obchodní rozhodnutí a investice, což může mít vliv na atraktivitu země pro zahraniční investory.

Graf A23: ***Čisté úvěry/půjčky podle odvětví***



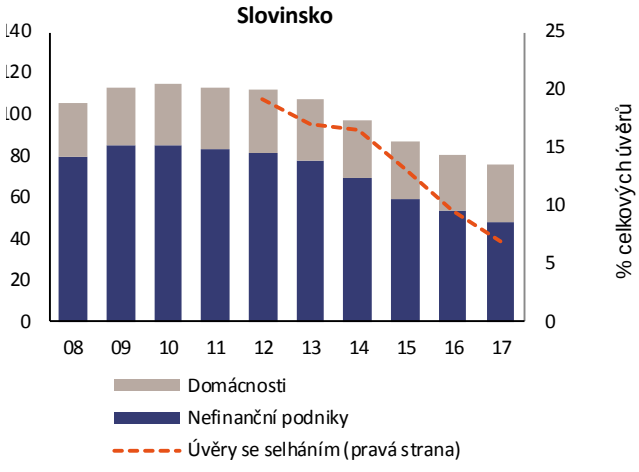
Zdroj: Eurostat

Ekonomické závěry poukazují na nárůst zranitelnosti, zejména pokud jde o vnější pozici a konkurenceschopnost. Celkově Komise proto považuje za vhodné dále prozkoumat příslušná rizika v rámci hloubkové analýzy s cílem posoudit, zda existuje nerovnováha.

Slovinsko: V březnu 2018 dospěla Komise k závěru, že Slovinsko *již není vystaveno makroekonomické nerovnováze*. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahují veřejný dluh a růst reálných cen rezidenčních nemovitostí orientační prahovou hodnotu.

Vysoký přebytek běžného účtu se v roce 2017 ještě zvýšil v důsledku silného nárůstu exportu. Záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí se značně zlepšila a již nepřekračuje prahovou hodnotu. Podíl na vývozu se zvýšil, růst jednotkových nákladů práce byl omezený a došlo ke znehodnocení reálného efektivního směnného kurzu. Soukromé zadlužení se díky podnikovému sektoru dále

Graf A24: ***Soukromý dluh a úvěry se selháním***



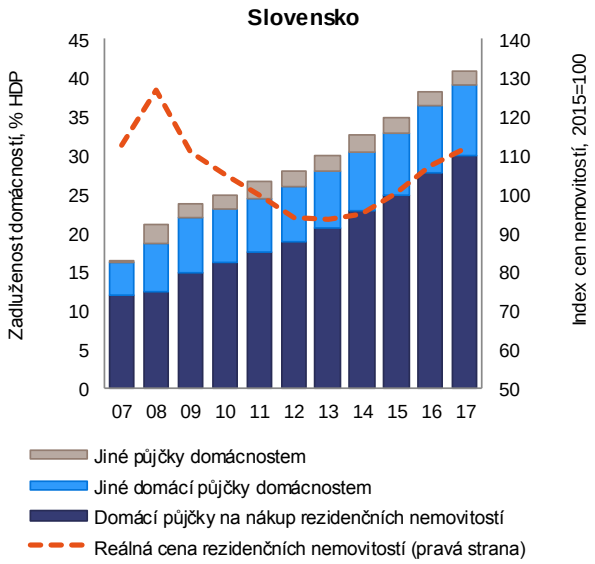
Zdroj: Eurostat a ECB

snižovalo, zatímco úvěrové toky do soukromého sektoru dosáhly kladných čísel. Investice se značně zvýšily, avšak stále zůstávají pod historickými průměry. Růst cen rezidenčních nemovitostí byl poněkud rychlejší než v předchozích letech, avšak investice do bydlení jsou stabilní a růst hypotečních úvěrů omezený. Veřejný dluh zůstává vysoký, avšak od roku 2015, kdy dosáhl svého vrcholu, se snižuje. Předpokládané náklady spojené se stárnutím populace představují nadále rizika pro střednědobou a dlouhodobou fiskální udržitelnost. Bankovní sektor se stabilizoval, jeho finanční páka klesá a stále relativně vysoký poměr úvěrů se selháním pokračuje ve své klesající tendenci a očekává se jeho další snižování. Situace na trhu práce se dále zlepšila, míra ekonomické aktivity roste a míra nezaměstnanosti se snižuje. Růst produktivity práce se v roce 2017 také poněkud zvýšil.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené zejména s dlouhodobou fiskální udržitelností. Komise proto v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

Slovensko: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla na Slovensku zjištěna *žádná makroekonomická nerovnováha.* V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahují čistá investiční pozice vůči zahraničí a celkové závazky finančního sektoru orientační prahovou hodnotu.

Graf A25: ***Zadluženost domácností a index cen nemovitostí***



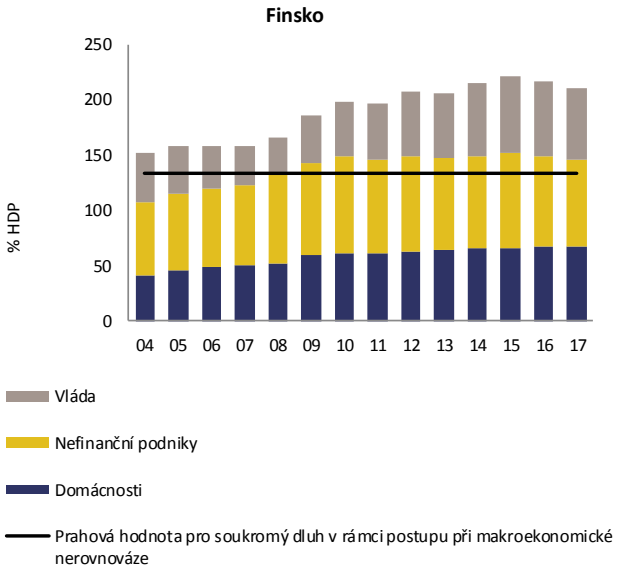
Zdroj: Eurostat a ECB

Schodek běžného účtu se v roce 2017 zvýšil, avšak celkově zůstává mírný. Čistá investiční pozice vůči zahraničí je i přes určitá nedávná zlepšení výrazně negativní, avšak rizika jsou omezená, protože značná část zahraničních závazků souvisí s přímými zahraničními investicemi, především v expandujícím automobilovém průmyslu a finančním sektoru. Podíl na vývozu a reálný efektivní směnný kurz byly víceméně stabilní. Nominální jednotkové náklady práce vzrostly v důsledku vysokého růstu mezd v souvislosti s napjatou situací na trhu práce. Růst cen rezidenčních nemovitostí zůstává silný, avšak v roce 2017 se v porovnání s rokem 2016 zpomalil a těsně splňuje prahovou hodnotu. Růst úvěrů v soukromém sektoru mírně zpomalil, avšak poměr soukromého dluhu k HDP celkově dále roste. Bankovní sektor, který je do značné míry v zahraničním vlastnictví, je řádně kapitalizovaný. Další pokles měr celkové i dlouhodobé nezaměstnanosti byl doprovázen zvýšením míry ekonomické aktivity.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vnějšími aspekty, trhem s bydlením a růstem úvěrů, rizika se však zatím jeví omezená. Komise proto v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

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

Graf A26: ***Zadluženost jednotlivých hospodářských odvětví***



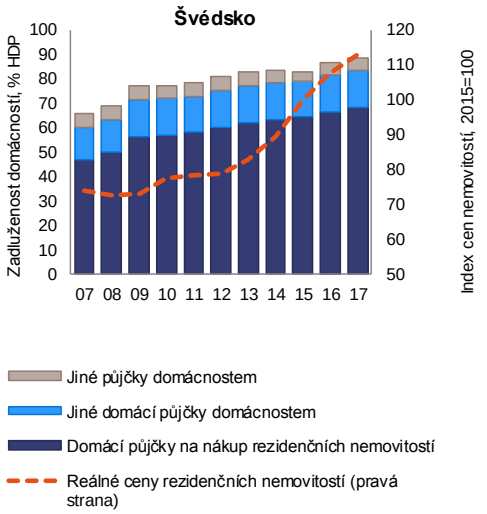
Zdroj: Eurostat

Saldo běžného účtu zůstalo v roce 2017 po několika letech schodků mírně záporné, zatímco čistá investiční pozice vůči zahraničí je mírně kladná. Podíly na vývozu se již druhý rok po sobě vykazují oživění, přičemž ukazatel nákladové konkurenceschopnosti se zlepšil, neboť jednotkové náklady práce se snížily a reálný efektivní směnný kurz oslabil. V roce 2018 a 2019 růst vývozů pravděpodobně ještě překročí růst dovozů. Nicméně se očekává, že ukazatele nákladové konkurenceschopnosti se stabilizují, neboť pozitivní dopady Paktu pro konkurenceschopnost částečně ustoupí. Poměr veřejného i soukromého dluhu k HDP v roce 2017 dále klesl, což odráží silné oživení produkce. Příznivé úvěrové podmínky, nízké úrokové sazby a lepší hospodářský výhled však urychlily růst soukromých úvěrů, což může v budoucnu omezit snižování páky, přičemž soukromé zadlužení je stále na vysoké úrovni. Zadlužení domácností je vysoké a míra úspor domácností dosahuje historicky nízké úrovně. Finanční sektor zůstává řádně kapitalizován a omezuje rizika pro finanční stabilitu, relativně stabilní reálné ceny rezidenčních nemovitostí ukazují na omezená rizika pro zadlužení sektoru domácností. Míra veřejného zadlužení klesá, což odráží zlepšené prostředí ekonomického růstu. Zaměstnanost dále roste a nezaměstnanost v důsledku vyšší hospodářské činnosti klesá.

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

Švédsko: V březnu 2018 dospěla Komise k závěru, že Švédsko je vystaveno *makroekonomické nerovnováze* zahrnující zejména nadhodnocené ceny rezidenčních nemovitostí v kombinaci s trvalým růstem zadlužení domácností. V aktualizovaném srovnávacím přehledu ukazatel zadlužení soukromého sektoru převyšuje orientační prahovou hodnotu.

Graf A27: ***Zadluženost domácností a index cen nemovitostí***



Zdroj: Eurostat a ECB

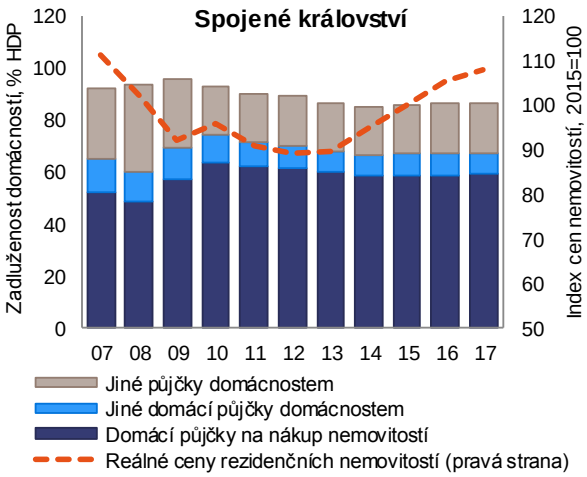
Přebytek běžného účtu zůstal mírný a v roce 2017 se snížil. Čistá investiční pozice vůči zahraničí se mírně snížila a nyní se nachází blízko vyrovnaného stavu. Ztráty podílu na vývozu se zmírnily a ukazatel je nyní mírně pod prahovou hodnotou. Růst jednotkových nákladů práce je omezený a došlo k znehodnocení reálného efektivního směnného kurzu. Zadlužení domácností je vysoké a od roku 2008, včetně roku 2017, stále roste. Toto zvýšení bylo spojeno s nárůstem cen rezidenčních nemovitostí, což naznačuje existenci potenciálních rizik pro makroekonomickou stabilitu. Na podzim roku 2017 došlo k určitému poklesu cen rezidenčních nemovitostí, které však zůstávají celkově velmi vysoké. Ceny rezidenčních nemovitostí a zadluženost domácností se zvyšují zejména kvůli příznivému daňovému zacházení u vlastnického bydlení, nízkým úrokovým sazbám hypoték a specifickým aspektům hypotečního trhu. Rizika v bankovním sektoru se zdají být pod kontrolou, jelikož kvalita aktiv a ziskovost je dobrá a finance domácností zůstávají obecně silné. Situace na trhu práce je napjatá a nezaměstnanost dále klesá.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vysokým zadlužením soukromého sektoru a odvětvím bydlení. Komise má proto i s ohledem na zjištění nerovnováhy z března 2018 za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

Spojené království: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla ve Spojeném království *zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha*. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, především schodek běžného účtu, zadlužení soukromého sektoru a veřejný dluh.

Běžný účet se v roce 2017 mírně snížil, což bylo dáno především zlepšením salda primárních důchodů, avšak značný schodek a související potřeby rozsáhlého externího

Graf A28: ***Zadluženost domácností a index cen nemovitostí***



Zdroj: Eurostat a ECB

financování přetrvávají. Znehodnocení libry podpořilo čistou investiční pozici vůči zahraničí, která je mírně záporná, a zlepšilo cenovou konkurenceschopnost v situaci mírného růstu jednotkových nákladů práce. Avšak čistá obchodní reakce na slabší libru je dosud neuspokojivá. Po několika letech postupného snižování zadlužení poměr soukromého dluhu k HDP přestal klesat. Především zadlužení domácností zůstává vysoké a nadále si zasluhuje pečlivé sledování. Růst reálných cen rezidenčních nemovitostí se zpomalil a náklady na bydlení se stabilizují, ačkoliv na vysoké úrovni. Veřejný dluh je vysoký a víceméně stabilní. Silný růst zaměstnanosti byl nadále doprovázen nízkou a snižující se nezaměstnaností, přestože produktivita práce zůstává na nízké úrovni.

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

Tabulka 1.1: Srovnávací přehled pro postup při makroekonomické nerovnováze za rok 2017

	Vnější nerovnováhy a konkurenceschopnost					Vnitřní nerovnováhy						Ukazatele zaměstnanosti[1]		
Rok 2017	**Saldo běžného účtu - % HDP (tříletý průměr)**	**Čistá investiční pozice vůči zahraničí** (v % HDP)	**Reálný efektivní směnný kurz - 42 obchodních partnerů, deflátor HICP** (tříletá % změna)	**Podíl na světovém vývozu - % světového vývozu** (pětiletá % změna)	**Index nominálních jednotkových nákladů práce (2010=100)** (tříletá % změna)	**Index cen rez. nemovitostí (2015=100), očištěno o inflaci** (jednoletá % změna)	**Tok úvěrů v soukromém sektoru, v konsolidovaném vyjádření** (v % HDP)	**Zadlužení soukromého sektoru, v konsolidovaném vyjádření** (v % HDP)	**Hrubý veřejný dluh** (v % HDP)	**Míra nezaměstnanosti** (tříletý průměr)	**Celkové závazky finančního sektoru, v nekonsol. vyjádření** (jednotletá % změna)	**Míra ekonomické aktivity - % celkové populace ve věku 15-64** (tříletá změna v proc. bodech)	**Míra dlouhodobé nezaměstnanosti - % aktivní populace ve věku 15-74** (tříletá změna v proc. bodech)	**Míra nezaměstnanosti mladých lidí - % aktivní populace ve věku 15-24** (tříletá změna v proc. bodech)
Prahové hod	-4/6%	-35%	±5% (eurozóna) ±11% (mimo	-6%	9% (eurozóna) 12% (mimo	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	187.0	103.4	7.8b	0.7	0.3b	-0.8b	-3.9b
BG	3.1	-42.8	-3.3	19.4	13.6p	6.2	6.2	100.1	25.6	7.7	1.1	2.3	-3.5	-10.9
CZ	1.0	-26.5	5.4	8.2	5.9	9.1p	4.1	67.4	34.7	4.0	22.9	2.4	-1.7	-8.0
DK	8.1	56.3	-2.1	0.5	3.0	3.2	-1.4	204.0	36.1	6.0	4.1	0.7b	-0.4b	-1.6
DE	8.4	54.0	-2.5	6.5	5.1	2.9	4.9	100.1	63.9	4.2	4.0	0.5	-0.6	-0.9
EE	2.3	-31.4	2.9	2.6	12.4	1.8	3.6	106.4	8.7	6.3	9.7	3.6	-1.4	-2.9
IE	2.9	-149.3	-6.2	64.4	-17.2	9.5p	-7.5	243.6	68.4	8.4	4.3	0.9	-3.6	-9.0
EL	-0.8	-142.5	-2.8	-10.0	-1.0p	-2.2e	-0.8p	116.4p	176.1	23.3	-12.9	0.9	-3.9	-8.8
ES	1.8	-83.8	-2.5	9.8	0.0p	4.5	0.2p	138.8p	98.1	19.6	4.0	-0.3	-5.2	-14.6
FR	-0.6	-20.1	-2.9	2.7	1.3p	1.8	7.0p	148.2p	98.5	10.0	4.3	0.5	-0.3	-1.9
HR	3.6	-62.4	0.0	20.0	-4.3d	2.8	1.2	98.4	77.5	13.5	3.9	0.3	-5.5	-17.7
IT	2.3	-5.3	-3.1	2.0	1.1	-2.0p	2.1	110.5	131.2	11.6	4.3	1.5	-1.2	-8.0
CY	-5.0	-121.5	-6.6	6.9	-2.7p	1.3p	8.7p	316.3p	96.1	13.0	-2.3	-0.4	-3.2	-11.3
LV	0.6	-56.3	1.7	7.8	14.7	5.5	0.3	83.5	40.0	9.4	6.1	2.4	-1.3	-2.6
LT	-0.7	-35.9	2.3	9.7	16.0	5.4	3.7	56.1	39.4	8.0	14.0	2.2	-2.1	-6.0
LU	5.0	47.0	-0.9	25.2	7.1	4.1	-15.5	322.9	23.0	6.1	-1.7	-0.6	0.5	-6.9
HU	4.0	-52.9	0.1	11.3	6.7	3.3	0.9	71.4	73.3	5.4	-8.0	4.2	-2.0	-9.7
MT	8.4	62.6	-2.3	11.2	1.7	4.1p	2.9	120.2	50.9	5.2	4.7	4.4	-1.1	-1.2
NL	8.3	59.7	-1.6	1.2	-0.2p	6.0	3.0p	252.1p	57.0	5.9	2.0p	0.7	-1.0	-3.8
AT	2.1	3.7	0.3	2.3	3.7	3.5	4.3	122.5	78.3	5.7	1.8	1.0	0.3	-0.5
PL	-0.3	-61.2	-3.4	28.4	4.5p	1.7	2.7	76.4	50.6	6.2	6.3	1.7	-2.3	-9.1
PT	0.4	-104.9	-0.7	14.6	3.5p	7.9	1.3p	162.2p	124.8	10.9	1.8	1.5	-3.9	-10.9
RO	-2.2	-47.7	-5.5	37.0	11.9p	4.0	1.7p	50.8p	35.1	5.9	8.1	1.6	-0.8	-5.7
SI	5.7	-32.3	-2.0	18.6	3.4	6.2	0.8	75.6	74.1	7.9	5.1	3.3	-2.2	-9.0
SK	-2.0	-65.6	=K30-1.9	6.7	6.9	4.4	5.9	96.1	50.9	9.8	17.9	1.8	-4.2	-10.8
FI	-0.7	2.4	-2.6	-4.3	-2.5	0.5	8.2	146.4	61.3	8.9	-3.8	1.3	0.2	-0.4
SE	4.0	1.8	-5.4	-4.3	3.7	4.6	13.1	194.4	40.8	7.0	6.8	1.0	-0.2	-5.1
UK	-4.6	-8.6	-10.7	-1.0	5.4	2.4	8.4	169.0	87.4	4.8	-1.6	0.9	-1.1	-4.9

Zvýrazněné údaje se nacházejí na úrovni prahové hodnoty nebo ji překračují. Zkratky: b: přerušení řady. d: definice se liší. e: odhad. p: prozatímní.

1) Ukazatele zaměstnanosti viz zpráva mechanismu varování za rok 2016, s. 2. 2) Index cen rezidenčních nemovitostí e = zdroj: řecká centrální banka. 3) Chorvatské nominální jednotkové náklady práce, d: v údajích o zaměstnanosti není použit koncept domácí, nýbržnárodní. 4) Míra nezaměstnanosti, míra ekonomické aktivity, míra dlouhodobé nezaměstnanosti a míra nezaměstnanosti mladých lidí: Belgie: revize metodiky průzkumu; Irsko: zavedení nového šetření pracovních sil, které nahrazuje čtvrtletní národní průzkum domácností jako zdroj dat; Dánsko: zlepšení sběru údajů, zavedení pohovorů pomocí počítače.

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

Tabulka 2.1: Pomocné ukazatele, 2017

Rok 2017	Reálný HDP (jednoletá % změna)	Tvorba hrubého fixního kapitálu (v % HDP)	Hrubé domácí výdaje na výzkum a vývoj (v % HDP)	Běžný + kapitálový účet (čisté půjčky-výpůjčky) (v % HDP)	Čistá investiční pozice vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání (v % HDP)	Přímé zahraniční investice ve vykazujícím hospodářství - toky (v % HDP)	Přímé zahraniční investice ve vykazujícím hospodářství - stavy (v % HDP)	Čistá obchodní bilance energetických produktů (v % HDP)	Reálný efektivní směnný kurz -obchodní partneři eurozóny (tříletá % změna)	Vývozní výkonnost v porovnání s vyspělými ekonomikami (pětiletá % změna)	Směnné relace (pětiletá % změna)	Objem podílu na světovém vývozu (jednoletá % změna)	Produktivita práce (jednoletá % změna)	Hrubé úvěry domácích a zahraničních subjektů se selháním (v % hrubých úvěrů)	Výkonnost jednotkových nákladů práce - eurozóna (desetiletá % změna)	Index cen rezidenčních nemovitostí (2015=100) - v nominálním vyjádření (tříletá % změna)	Bytová výstavba (v % HDP)	Zadlužení domácností, v nekonsolidovaném vyjádření (včetně neziskových organizací. Páka v bankovním sektoru. v konsolidovaném vyjádření, domácí a zahraniční subjekty (celková aktiva/celkový vlastní 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

Zkratky: d: definice se liší. e: odhad. p: pro zatímní.

1) Úřední lhůta pro předání údajů za rok 2017 týkajících se hrubých domácích výdajů na výzkum a vývoj je 31. říjen 2018, zatímco údaje byly získány dne 24. října 2018. 2) Index cen rezidenčních nemovitostí e = zdroj: řecká národní banka. 3) Chorvatské nominální jednotkové náklady práce, d: v údajích o zaměstnanosti není použit koncept domácí, nýbrž národní.

Zdroj: Evropská komise, Eurostat a Generální ředitelství pro hospodářské a finanční záležitosti (reálný efektivní směnný kurz), Evropská centrální banka (hrubé úvěry domácích a zahraničních subjektů se selháním a páka v bankovním sektoru v konsolidovaném vyjádření, domácí a zahraniční subjekty) a údaje Mezinárodního měnového fondu, globální ekonomický výhled (světový objem vývozu zboží a služeb)

Tabulka 2.1 (pokračování): Pomocné ukazatele, 2017

Rok 2017	Míra nezaměstnanosti (jednoletá % změna)	Míra ekonomické aktivity - % celkové populace ve věku 15-64 (%)	Míra dlouhodobé nezaměstnanost - % aktivní populace ve věku 15-74 (%)	Míra nezaměstnanosti mladých lidí - % aktivní populace ve věku 15-24 (%)	Mladí lidé, kteří nejsou zaměstnaní ani se neúčastní vzděl. nebo odb. přípravy - % celk. populace ve věku 15-24		Osoby ohrožené chudobou nebo sociálním vyloučením - % celkové populace		Osoby ohrožené chudobou po sociálních dávkách - % celkové populace		Osoby trpící silnou materiální deprivací - % celkové populace		Lidí žijící v domácnostech s velmi nízkou intenzitou práce - % celkové populace ve věku 0-59	
					%	tříletá změna v procentních bodech	%	tříletá změna v procentních bodech	%	tříletá změna v procentních bodech	%	tříletá změna v procentních bodech	%	tříletá změna v procentních bodech
BE	1.4	68.0b	3.5b	19.3b	9.3b	-2.7b	20.3	-0.9	15.9	0.4	5.1	-0.8	13.5	-1.1
BG	1.8p	71.3	3.4	12.9	15.3	-4.9	38.9	-1.2b	23.4	1.6	30.0	-3.1	11.1	-1.0
CZ	1.6	75.9	1.0	7.9	6.3	-1.8	12.2	-2.6	9.1	-0.6	3.7	-3.0	5.5	-2.1
DK	1.6	78.8b	1.3b	11.0	7.0b	1.2b	17.2	-0.7	12.4	0.3	3.1	-0.1	10.0	-2.2
DE	1.4	78.2	1.6	6.8	6.3	-0.1	19.0	-1.6	16.1	-0.6	3.4	-1.6	8.7	-1.3
EE	2.7	78.8	1.9	12.1	9.4	-2.3	23.4	-2.6b	21.0	-0.8	4.1	-2.1	5.8	-1.8b
IE	2.9	72.7	3.0	14.4	10.9b	-4.4b	:	:	:	:	:	:	:	:
EL	1.5p	68.3	15.6	43.6	15.3	-3.8	34.8	-1.2	20.2	-1.9	21.1	-0.4	15.6	-1.6
ES	2.6p	73.9	7.7	38.6	13.3	-3.8b	26.6	-2.6	21.6	-0.6	5.1	-2.0	12.8	-4.3
FR	1.1p	71.5	4.2	22.3	11.5	0.3b	17.1	-1.4	13.3	0.0	4.1	-0.7	8.1	-1.5
HR	2.2d	66.4	4.6	27.2	15.4	-3.9	26.4	-2.9	20.0	0.6	10.3	-3.6	12.2	-2.5
IT	1.2	65.4	6.5	34.7	20.1	-2.0	28.9	0.6	20.3	0.9	10.1	-1.5	11.8	-0.3
CY	3.9p	73.9	4.5	24.7	16.1	-0.9	25.2	-2.2	15.7	1.3	11.5	-3.8	9.4	-0.3
LV	0.0	77.0	3.3	17.0	10.3	-1.7	28.2	-4.5	22.1	0.9	11.3	-7.9	7.8	-1.8
LT	-0.5	75.9	2.7	13.3	9.1	-0.8	29.6	2.3	22.9	3.8	12.4	-1.2	9.7	0.9
LU	3.4	70.2	2.1	15.4	5.9	-0.4	21.5	2.5	18.7	2.3	1.2	-0.2	6.9	0.8
HU	2.0	71.2	1.7	10.7	11.0	-2.6	25.6	-6.2	13.4	-1.6	14.5	-9.5	6.6	-6.2
MT	5.2	72.2	1.6	11.3	8.6b	-1.7b	19.2	-4.6	16.8	0.9	3.3	-6.9	6.7	-3.1
NL	2.2p	79.7	1.9	8.9	4.0	-1.5	17.0	0.5	13.2	1.6	2.6	-0.6	9.5	-0.7
AT	1.7	76.4	1.8	9.8	6.5	-1.2	18.1	-1.1	14.4	0.3	3.7	-0.3	8.3	-0.8
PL	1.4p	69.6	1.5	14.8	9.5	-2.5	19.5	-5.2	15.0	-2.0	5.9	-4.5	5.7	-1.6
PT	3.3p	74.7	4.5	23.8	9.3	-3.0	23.3	-4.2	18.3	-1.2	6.9	-3.7	8.0	-4.2
RO	2.8p	67.3	2.0	18.3	15.2	-1.8	35.7	-4.6	23.6	-1.5	19.7	-6.2	6.9	-0.3
SI	2.9	74.2	3.1	11.2	6.5	-2.9	17.1	-3.3	13.3	-1.2	4.6	-2.0	6.2	-2.5
SK	2.2	72.1	5.1	18.9	12.1	-0.7	16.3	-2.1	12.4	-0.2	7.0	-2.9	5.4	-1.7
FI	1.2	76.7	2.1	20.1	9.4	-0.8	15.7	-1.6	11.5	-1.3	2.1	-0.7	10.7	0.7
SE	2.3	82.5	1.2	17.8	6.2	-1.0	17.7	-0.5	15.8	0.2	1.1	0.1	8.8	-0.2
UK	1.0	77.6	1.1	12.1	10.3	-1.6	:	:	:	:	4.9p	-2.5p	:	:

Zkratky: b: zlom v časové řadě. d: definice se liší. p: prozatímní.

1) Úřední lhůta pro předání údajů za rok 2017 týkajících se ohrožení chudobou a sociálním vyloučením je 30. listopad 2018, zatímco údaje byly získány dne 24. října 2018. 2) Chorvatské nominální jednotkové náklady práce a produktivita práce, d: v údajích o zaměstnanosti není použit koncept domácí, nýbrž národní. 3) Ukazatele šetření pracovních sil pro Irsko: zavedení nového šetření pracovních sil, které nahrazuje čtvrtletní národní průzkum jako zdroj údajů.

Zdroj: Evropská komise, Eurostat