EVROPSKÁ
KOMISE

V Bruselu dne 18.11.2020
COM(2020) 745 final

ZPRÁVA KOMISE

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

Zpráva mechanismu varování 2021

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

{SWD(2020) 275 final}

Tato zpráva mechanismu varování zahajuje desáté roční kolo provádění postupu při makroekonomické nerovnováze. Cílem tohoto postupu je odhalování, prevence a náprava nerovnováhy, která brání řádnému fungování ekonomik členských států, hospodářské a měnové unie nebo Unie jako celku, a dát podnět k nalezení vhodných politických řešení. Provádění postupu při makroekonomické nerovnováze je zakotveno v evropském semestru pro koordinaci hospodářských politik, aby byl zajištěn soulad s analýzami a doporučeními v rámci ostatních nástrojů ekonomického dohledu (články 1 a 2 nařízení (EU) č. 1176/2011) [1].

Letošní cyklus dohledu v rámci evropského semestru, včetně provádění postupu při makroekonomické nerovnováze, se upravuje s ohledem na vznik facility na podporu oživení a odolnosti. Roční strategie pro udržitelný růst přijatá v polovině září 2020 shrnula hospodářskou a sociální situaci v Evropě, stanovila pro EU obecné politické priority a poskytla strategické pokyny pro provádění facility na podporu oživení a odolnosti.

Analýza zprávy mechanismu varování vychází z hospodářské analýzy srovnávacího přehledu vybraných ukazatelů, která je doplněna širším souborem pomocných ukazatelů, analytickými nástroji a hodnotícími rámci a dalšími relevantními informacemi, včetně nedávno zveřejněných údajů a prognóz. Letošní zpráva mechanismu varování obsahuje posílené posouzení budoucích rizik pro makroekonomickou stabilitu a pro vývoj makroekonomické nerovnováhy. Zpráva mechanismu varování obsahuje rovněž analýzu důsledků makroekonomické nerovnováhy v členských státech pro celou eurozónu.

Zpráva mechanismu varování určuje, u kterých členských států by měl být proveden hloubkový přezkum, aby se posoudilo, zda jsou postiženy nerovnováhou, jež vyžaduje přijetí politických opatření (článek 5 nařízení (EU) č. 1176/2011). S přihlédnutím k diskusím o zprávě mechanismu varování s Evropským parlamentem, v Radě a v Euroskupině poté Komise vypracuje hloubkové přezkumy pro dotčené členské státy. Tyto hloubkové přezkumy budou zveřejněny na jaře 2021 a budou základem pro posouzení Komise ohledně existence a závažnosti makroekonomické nerovnováhy a pro identifikaci nedostatků politiky.

1. SHRNUTÍ

Tato zpráva mechanismu varování byla vypracována v kontextu krize COVID-19. Vzhledem k rychlým a významným změnám ekonomických podmínek, které přinesla krize COVID-19, obsahuje ekonomická interpretace této zprávy důkladnější posouzení budoucích potenciálních rizik pro makroekonomickou stabilitu a pro vývoj makroekonomické nerovnováhy. Za tímto účelem je zapotřebí zohlednit i jiné než konečné roční údaje srovnávacího přehledu zprávy mechanismu varování, které se v letošní zprávě týkají období do roku 2019. Letošní zpráva proto ve srovnání s předchozími lety více

[1] Spojené království opustilo Evropskou unii dne 31. ledna 2020 na základě Dohody o vystoupení Spojeného království Velké Británie a Severního Irska z Evropské unie a Evropského společenství pro atomovou energii (dále jen „dohoda o vystoupení“, Úř. věst. C 384 I, 12.11.2019, s. 1) a právo Unie se na Spojené království a ve Spojeném království i nadále uplatňuje po dobu trvání přechodného období, které končí dne 31. prosince 2020.

využívá prognóz a často poskytovaných údajů, aby bylo možné změřit potenciální dopady krize COVID-19[2].

Stávající cyklus dohledu v rámci evropského semestru se dočasně upravuje, aby se zajistilo konzistentní a účinné provádění facility na podporu oživení a odolnosti, což ovlivní i provádění postupu při makroekonomické nerovnováze. Roční strategie pro udržitelný růst 2021, jež byla přijata v polovině září, zahájila letošní cyklus evropského semestru a vymezila strategické pokyny pro používání facility na podporu oživení a odolnosti[3]. Facilita na podporu oživení a odolnosti předpokládá, že členské státy přijmou plány na podporu oživení a odolnosti, které určí reformy a investice pro řešení nejdůležitějších ekonomických problémů, jsou sladěny s prioritami EU a zahrnují i doporučení pro jednotlivé země, jež byla adresována členským státům v cyklech evropského semestru v posledních letech, zejména v roce 2019 a 2020. Facilita na podporu oživení a odolnosti je tedy pro členské státy příležitostí k provedení reforem a investic v souladu s doporučeními souvisejícími s postupem při makroekonomické nerovnováze za účelem řešení dlouhodobých strukturálních příčin stávající makroekonomické nerovnováhy. Zvláštní monitorování opatření politik v reakci na stávající makroekonomickou nerovnováhu neproběhne na podzim 2020, ale místo toho bude provedeno v kontextu posouzení plánů na podporu oživení a odolnosti[4]. Příští hloubkové přezkumy budou zveřejněny na jaře 2021 spolu s posouzením programů stability a konvergenčních programů a budou se podrobně zabývat závažností a vývojem již identifikovaných případů nerovnováhy a riziky vzniku případů nových[5].

U většiny stávajících případů makroekonomické nerovnováhy probíhal až do propuknutí krize COVID-19 proces nápravy za příznivých makroekonomických podmínek. Případy *nerovnováhy v oblasti toků*, jako jsou nadměrně vysoké schodky běžného účtu nebo výrazný růst úvěrů, byly napraveny v rámci rozsáhlého snižování zadluženosti soukromého sektoru v letech následujících po finanční krizi v roce 2008. Hospodářský růst, který začal v roce 2013, pomohl k nápravě *stavové nerovnováhy*, jež nastala později a postupovala pomaleji, jelikož urychlil snižování poměru soukromého, veřejného a vnějšího dluhu k DPH a posílil rozvahy bank. Tento hospodářský růst zároveň během posledních let přinesl určitá rizika přehřívání, zejména na úrovni dynamiky cen obytných nemovitostí a vývoje nákladové konkurenceschopnosti, zejména v zemích, kde byl hospodářský růst výrazný.

Makroekonomickou nerovnováhu v mnoha případech zhoršuje krize COVID-19 a mohou se objevit nová rizika. Vzrůstá zejména poměr veřejného a soukromého dluhu k DPH. S postupem času můžou hrozit problémy se splácením dluhu soukromého sektoru, a to kvůli nedostatečné míře ekonomické aktivity, úpadkům a slabému trhu práce. Toto riziko zadlužení by ovlivnilo rozvahy bank a

---

[2] Nařízení (EU) č. 1176/2011 výslovně uvádí, že analýza zprávy mechanismu varování vychází i z jiných relevantních informací (čl. 3 odst. 2). Údaje srovnávacího přehledu jsou uvedeny v tabulkách 1 a 2 na konci této zprávy. Tato zpráva je doplněna o statistickou přílohu.

[3] COM(2020) 575 final, Roční strategie pro udržitelný růst 2021, k dispozici na adrese: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/cs/IP_20_1658

[4] Pro členské státy se zjištěnou nerovnováhou představuje zvláštní monitorování cílený dohled nad pokrokem politik při řešení nerovnováhy, který doplňuje dohled probíhající v rámci cyklu evropského semestru. V předchozích letech probíhalo toto monitorování na podzim.

[5] Pro členské státy, u nichž byla letos v únoru identifikována nerovnováha nebo nadměrná nerovnováha, shrnují doporučení pro jednotlivé země v letošní zprávě mechanismu varování (oddíl 5) i nejnovější doporučení s významem pro postup při makroekonomické nerovnováze a opatření, jež členské státy přijaly pro jejich realizaci.

ještě více zhoršilo jejich ziskovost. Zároveň se očekává, že nadměrné náklady práce a dynamika cen obytných nemovitostí, které byly charakteristické pro nedávnou minulost, nyní oslabí, ale mohou vzniknout obavy, že tyto úpravy povedou k nadměrným korekcím směrem dolů, zejména u cen obytných nemovitostí v členských státech, v nichž již existuje vysoký dluh domácností.

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

- **Vývoj u běžných účtů ve většině členských států EU po krizi COVID-19 pravděpodobně nebude významný.** Schodky běžného účtu zůstávají ve většině zemí mírné. Přetrvává určitý nadměrný přebytek běžných účtů, ale v posledních letech se zmenšuje. Prognóza je taková, že pohyb běžných účtů kvůli krizi COVID-19 bude jen malý. To je v ostrém kontrastu s vývojem během celosvětové finanční krize, kdy byly schodky v zemích EU významné a krize vyvolala jejich záměrné snižování. Stabilita údajů týkajících se běžného účtu však zastírá velké posuny, pokud jde o příspěvek jednotlivých odvětví k celkové vnější pozici, jelikož významný nárůst v čisté úvěrové pozici soukromého sektoru je kompenzován zásadním zhoršením čisté úvěrové pozice vlád při jejich úsilí o zmírnění dopadu krize.
- **Očekává se, že zaznamenaná zlepšení v čisté investiční pozici vůči zahraničí u většiny členských států v minulých letech se zastaví.** Přestože v řadě členských států stále existuje vysoká míra vnější nerovnováhy, zlepšování čisté investiční pozice vůči zahraničí pokračovalo v roce 2019 ve většině zemí EU a napomáhaly mu výsledky běžného účtu, které převyšovaly úrovně stabilizující čistou investiční pozici vůči zahraničí, růst nominálního HDP a někdy i výrazně pozitivní účinky oceňování. Očekává se, že v budoucnu se zlepšování poměru čisté investiční pozice vůči zahraničí k HDP zastaví, a to v důsledku velkého poklesu HDP v roce 2020 a relativně stabilních výsledků běžného účtu.
- **Určité napětí u vnějšího financování se objevilo na začátku krize COVID-19 v některých členských státech mimo eurozónu.** Pohyby kapitálu a směnné kurzy u některých členských států mimo eurozónu se na krátkou dobu na konci března a v dubnu ocitly pod tržním tlakem v důsledku zvýšené averze k riziku. Tento tlak se od té doby díky lepším výsledkům finančních trhů zmírnil.
- **Dopad krize COVID-19 na trh práce byl ve srovnání s rozsahem recese doposud relativně mírný, a to díky politickým opatřením, jako jsou režimy zkrácené pracovní doby, ale očekává se, že nezaměstnanost se zvýší.** Krize ukončila dlouholeté zlepšování situace na trzích práce v EU. Doposud vedla většinou ke snížení průměrného počtu hodin na pracovníka a počet nezaměstnaných osob se zvýšil jen mírně. Tento fenomén zadržování pracovní síly, kdy si společnosti drží své zaměstnance, který byl v roce 2020 charakteristický pro mnoho ekonomik EU, je do značné míry důsledkem iniciativ dotovaných vládami, jejichž cílem je zachovat pracovní místa, jako jsou zejména režimy zkrácené pracovní doby. Očekává se však, že nezaměstnanost vzroste s určitým zpožděním, což je typický vývoj po recesích. Hrozí zejména riziko významných ztrát pracovních míst v odvětvích, jež byla pandemií silně zasažena, které závisí jednak na tom, jak dlouho budou tyto účinky trvat, a jednak na síle politické reakce.
- **Jednotkové náklady práce v posledních letech se v různých zemích EU zvyšovaly, a to kvůli růstu mezd a slabému růstu produktivity, ale očekává se, že se po prudkém nárůstu v roce 2020 opět sníží.** Silná dynamika u jednotkových nákladů práce v souvislosti s masivním hospodářským růstem byla v posledních letech zaznamenána v několika zemích střední a východní Evropy a pobaltských zemích. Předpokládá se, že pokles produktivity práce způsobený poklesem produkce ve spojení s udržováním pracovních míst způsobí v roce 2020 nárůst jednotkových nákladů práce, a to i přes výrazné zpomalení růstu mezd. Očekává se, že

předpokládané postupné oživení ekonomické aktivity v roce 2021 vyvolá i oživení celkové produktivity, což by částečně vyvážilo nárůst jednotkových nákladů práce v roce 2020.

- **U podnikového dluhu se očekává, že v roce 2020 všeobecně výrazně vzroste, zejména kvůli potřebám likvidity.** V souvislosti s pandemií COVID-19 prudce narostly půjčky za účelem financování pracovního kapitálu a úvěry pro nefinanční podniky se zvýšily ve většině zemí. Úvěrové záruky pomohly podnikům půjčovat si na svůj provoz a rovněž za účelem posílení jejich likviditní pozice. K nárůstu dluhu přispěla i moratoria na splácení dluhu. Očekává se, že vzrůstající míra zadlužení v kombinaci s významným poklesem HDP v roce 2020 způsobí prudký nárůst poměru dluhu k HDP, zejména v krátkodobém horizontu. Postupem času se dynamika poměru dluhu k HDP pravděpodobně zlepší, a to vzhledem k oživení, ale obsluha dluhu by mohla být problematická, zejména v odvětvích zasažených pandemií trvaleji. To by mělo dopad i na rozvahy věřitelů.

- **Zdá se, že dynamika zadlužení domácností je relativně pod kontrolou.** Před krizí COVID-19 začaly úvěry domácností v řadě zemí po letech snižování zadlužení nebo slabé dynamiky znovu dynamicky narůstat. Vývoj výše dluhu domácností se v roce 2020 zjevně do určité míry zpomaluje. K tomu dochází navzdory účinku dluhových moratorií, jež zmírnila tlaky na likviditu u zadlužených domácností a zpomalila tempo splácení. Poměr dluhu domácností k HDP v roce 2020 vzhledem k poklesu HDP mechanicky narůstá. Zároveň se zvýšily úspory domácností v důsledku prudkého poklesu spotřeby. Vyhlídky domácností na splacení dluhu kalí zhoršování situace na trzích práce.

- **Růst cen obytných nemovitostí zůstal během roku 2020 značný, přičemž v některých zemích se zrychlil, ale jeho zmírnění a možné korekce směrem dolů jsou pravděpodobné.** V roce 2019 rostly ceny obytných nemovitostí ve značné míře, rovněž v řadě zemí, které vykazovaly riziko nadhodnocení. Dopad krize na vyhlídky v oblasti zaměstnání a příjmy domácností by se měl odrazit ve zmírnění dynamiky cen obytných nemovitostí. Poslední čtvrtletní údaje již ukazují na oslabení trhů s bydlením ve více než polovině zemí EU. Prognózy cen obytných nemovitostí naznačují korekce směrem dolů ve velké většině členských států v období let 2020–2021.

- **Veřejný dluh, který v posledních letech vykazoval klesající trend při současném silném růstu nominálního DPH, v současnosti prudce vzrůstá ve všech členských státech, a zejména v těch, na které měla krize COVID-19 nejzávažnější dopad.** Veřejný dluh ve většině členských států v posledních letech stále klesá, avšak v několika zemích s vysokou mírou zadlužení ke snížení nedošlo nebo bylo jen omezené. Vlády v celé EU nechaly během krize fungovat automatické stabilizátory a poskytovaly přímou fiskální podporu a podporu likvidity, aby zmírnily zdravotní krizi a snižování výdajů soukromého sektoru. Poměr veřejného dluhu roste více tam, kde byla míra zadlužení nejvyšší již před krizí, což odráží také skutečnost, že recese byla v těchto zemích hlubší. Výjimečné uvolňování měnové politiky a různé iniciativy na úrovni EU a eurozóny udržovaly náklady na financování na historicky nízkých úrovních a zvyšovaly důvěru. Zatímco některé země využily vysoké likvidity a poptávky ze strany investorů, aby prodloužily strukturu splatnosti svého státního dluhu, struktura veřejného dluhu by mohla obnášet rizika pro ostatní, zejména z důvodu struktur krátké splatnosti a velkých podílů dluhu denominovaného v cizí měně.

- **Podmínky v bankovním sektoru se v posledních letech zlepšily, ale otřes způsobený pandemií COVID-19 by mohl pro bankovní sektor EU představovat zkoušku odolnosti.** Podmínky v bankovním sektoru se od celosvětové finanční krize výrazně zlepšily – kapitálové poměry a rezervy v oblasti likvidity jsou silnější než před 10 lety. Tento sektor se však nadále potýká s nízkou ziskovostí v prostředí s nízkými úrokovými sazbami a v několika zemích i s

relativně velkým objemem úvěrů se selháním. Značná likvidita, kterou poskytly centrální banky, pomohla zabránit zamrznutí úvěrového trhu po propuknutí pandemie COVID-19 a pozastavení výplat dividend a určité dočasné uvolnění regulace také poskytuje bankám další prostor. Očekává se, že krize poškodí kvalitu aktiv a vyhlídky na ziskovost. Narůstající těžkosti podniků a domácností se splácením dluhů by způsobily další nárůst úvěrů se selháním, zejména poté, co vyprší dluhová moratoria. Korekce směrem dolů u cen obytných nemovitostí mohou mít vliv na ocenění zajištění, a tedy na rozvahy bank.

Otřes způsobený pandemií COVID-19 zhoršuje stávající nerovnováhu v eurozóně, a proto je zapotřebí co nejlépe využít podpůrných opatření EU. Podle hospodářské prognózy Komise z podzimu 2020 je pro členské státy, na něž měla krize COVID-19 největší ekonomický dopad z důvodu závažnosti pandemie nebo závislosti na vysoce exponovaných odvětvích, charakteristický relativně velký objem veřejného a vnějšího dluhu. Zdá se tedy, že krize COVID-19 zvýrazňuje stávající trend v eurozóně, pokud jde o domácí a zahraniční zadluženost. Řada zemí, jež krize COVID-19 významně postihla, se v nedávné minulosti vyznačovala slabým potenciálním růstem. Pandemie by tedy mohla zhoršit i hospodářské rozdíly. Zároveň i přes velký pokles světové poptávky se nyní předpokládá, že v eurozóně jako celku bude přetrvávat obchodní přebytek, což naznačuje, že by mohl existovat další prostor pro rozšíření domácí poptávky na agregované úrovni eurozóny, aby se napomohlo oživení a zároveň i úsilí ECB o dosažení inflačního cíle. Vzhledem k vzrůstající zadluženosti ve všech členských státech může facilita na podporu oživení a odolnosti a další nástroje pro finanční podporu zavedené na úrovni eurozóny a EU, včetně nástrojů SURE a REACT-EU a větší flexibility při využívání zbývajících fondů EU, členským státům pomoci vytvořit podmínky pro trvalou obnovu a posílit odolnost. Pro další vývoj je důležité, aby podpůrná politická opatření, reformy a investice zavedené v celé eurozóně byly kombinovány tak, že budou účinně řešit makroekonomickou nerovnováhu, zejména pokud je nadměrná.

Obecně se zdá, že kvůli krizi COVID-19 vzrůstají rizika v zemích, v nichž již byla zjištěna (nadměrná) nerovnováha. Krize COVID-19 do určité míry zastavila postupné snižování nerovnováhy v mnoha členských státech, které bylo poháněno zejména hospodářským růstem od roku 2013. Zároveň se zdá, že již dříve existující rizika přehřívání související se silnou cenou obytných nemovitostí a růstem jednotkových nákladů práce jsou nyní menším rizikem ve střednědobém horizontu a možná dokonce budou předmětem korekcí směrem dolů. I když se zatím ukázalo, že tlaky na kapitálové toky a směnné kurzy byly v roce 2020 jen krátkodobé, nálada na trzích by mohla zůstat proměnlivá. Dohled se proto musí zaměřit na země, kde riziko zjevně stoupá, tj. převážně na země, u nichž již byla zjištěna nerovnováha. Vývoj je navíc třeba pečlivě monitorovat i v jiných členských státech, včetně několika ekonomik mimo eurozónu, kde se obavy ohledně vnější udržitelnosti projevily během jara tržním tlakem, a rovněž v členských státech s velmi vysokou mírou zadlužení.

Zvýšení poměru soukromého a veřejného dluhu k HDP v roce 2020 vyžaduje pečlivé monitorování, ale v této fázi nevyžaduje nové hloubkové přezkumy. Rizika pro makroekonomickou nerovnováhu, zejména rizika spojená s nárůstem poměru dluhu k HDP, se zhoršují zejména v zemích, v nichž již byla zjištěna nerovnováha nebo nadměrná nerovnováha. Významný nárůst poměru dluhu k HDP v roce 2020 souvisí do značné míry s mechanickým účinkem dočasné, ale rozsáhlé recese, která snižuje jmenovatele tohoto poměru. Toto zvýšení veřejného dluhu a podnikového dluhu je rovněž spojeno s reakcí na velký jednorázový otřes způsobený krizí COVID-19 a výsledkem záměrného a dočasného politického úsilí (spojeného rovněž s opatřeními, jako jsou bankovní záruky a moratoria na splátky), aby se zmírnil dopad krize a zabránilo se ještě horším dopadům této pandemie na ekonomickou aktivitu, příjmy a makroekonomickou stabilitu v budoucnu. Zabránit tomu, aby se recese ještě prohloubila a zakořenila, je nezbytná reakce pro zlepšení budoucího vývoje dluhu, i kdyby to znamenalo dočasný nárůst dluhu.

Hloubkové přezkumy budou vypracovány pro členské státy, u nichž již byla zjištěna nerovnováha nebo nadměrná nerovnováha. V souladu se zavedenou praxí obezřetnosti budou hloubkové přezkumy provedeny za účelem posouzení, zda je stávající nerovnováha odstraňována, zda přetrvává nebo se zhoršuje, a za účelem ověření provedených nápravných opatření. S vypracováním hloubkového přezkumu se tedy počítá pro 12 členských států, u nichž byla na základě zjištění hloubkových přezkumů z února 2020 zjištěna nerovnováha a nadměrná nerovnováha[6]. Nerovnováha byla v současnosti zjištěna u devíti členských států (**Chorvatska, Francie, Německa, Irska, Nizozemska, Portugalska, Rumunska, Španělska** a **Švédska**) a v případě **Kypru**, **Řecka** a **Itálie** byla zjištěna nadměrná nerovnováha.

Tato zpráva mechanismu varování zdůrazňuje potenciálně rizikový vývoj v řadě členských států, pro něž se hloubkové přezkumy vypracovávat nebudou. Po propuknutí pandemie COVID-19 se v některých zemích mimo eurozónu objevila rizika spojená s vnějším financováním. Zdá se, že Maďarsko je případ země, kde by bylo vhodné monitorovat vzájemné působení mezi vládními půjčkami a vnějším financováním[7]. Veřejný dluh je částečně financován v cizí měně, což odráží otevřenou povahu této ekonomiky a skutečnost, že část příjmů veřejného sektoru a soukromého sektoru je v cizí měně. Veřejný dluh však má velmi krátkou splatnost a relevantní účast má domácí bankovní sektor, zatímco oficiální rezervy na začátku roku 2020 se blížily obezřetnostním minimálním úrovním. Tlaky na trhy se od jara sice snížily a v současnosti nic hodnověrně nenasvědčuje tomu, že by hrozila rizika nerovnováhy, ale tato rizika se mohou znovu objevit v budoucnosti, a proto vyžadují pečlivé monitorování. Důsledky v podobě nárůstu poměru dluhu k HDP by rovněž bylo vhodné monitorovat v řadě členských států, které v současnosti nejsou předmětem dohledu v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze. U soukromého i veřejného dluhu se očekává další nárůst nad prahové hodnoty postupu při makroekonomické nerovnováze. Členské státy, u nichž se předvídá nárůst soukromého dluhu nad prahovou hodnotu, jsou Dánsko, Finsko a Lucembursko. Další nárůst veřejného dluhu nad 60 % HDP se očekává v Rakousku a Slovinsku. Rozsah, v jakém může tento vývoj obnášet dodatečná rizika pro makroekonomickou stabilitu, je velmi nejistý, zejména vzhledem k potřebě zohlednit i vyhlídky na střednědobý a dlouhodobý růst a to, jak je ovlivnila krize COVID-19. Předpokládaný nárůst poměru dluhu tedy sice vyžaduje pečlivé monitorování, ale v této fázi není zapotřebí provádět hloubkový přezkum u dalších členských států.

2. MĚNÍCÍ SE HOSPODÁŘSKÝ VÝHLED: DŮSLEDKY PRO MAKROEKONOMICKOU NEROVNOVÁHU EUROZÓNY

Pandemie COVID-19 byla pro hospodářství nevídaným šokem. Po propuknutí pandemie byla od března 2020 zavedena omezující opatření s cílem omezit šíření tohoto onemocnění, která se od května začala ve většině členských států uvolňovat. Zavedená opatření byla obecně přiměřená závažnosti této hrozby pro zdraví, ale v jednotlivých zemích se významně lišila[8]. V důsledku pandemie COVID-19 se

[6] Viz „Evropský semestr 2020: 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(2020) 150 final, 26.2.2020. Bulharsko bylo letos v únoru rovněž podrobeno hloubkovému přezkumu, ale bylo zjištěno, že s nerovnováhou se již nepotýká.

[7] Interakce mezi veřejnými financemi a vnějším sektorem si zaslouží analýzu i v hloubkovém přezkumu plánovaném pro Rumunsko.

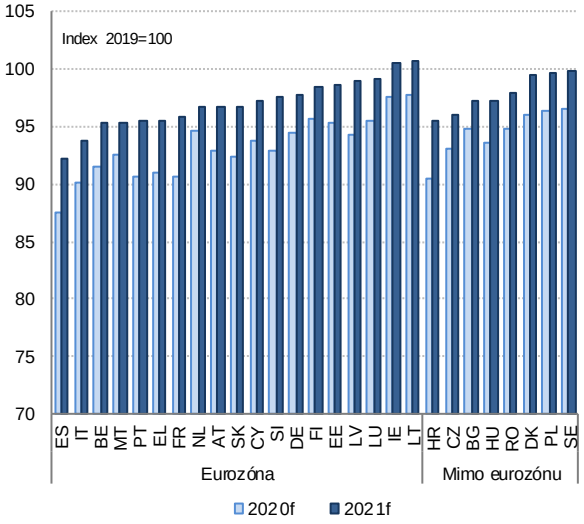
[8] Viz https://ec.europa.eu/info/files/policy-measures-against-spread-coronavirus_en. Viz rovněž Mezinárodní měnový fond, Fiscal Monitor, říjen 2020.

velký šok na straně poptávky ovlivňující spotřebu kombinoval s omezeními dodávek v době platnosti omezujících opatření. Dynamika spotřeby zůstává ve srovnání s trendy před krizí COVID nedostatečná, zejména u činností v oblasti služeb, kde je obtížnější zabránit kontaktu mezi lidmi. Investicím nadále brání závažná nejistota. Snížené příjmy a růst nezaměstnanosti, jakož i nedostatečná dynamika vývozních trhů budou i nadále bránit poptávce v pozdější fázi. Narušení některých hodnotových řetězců a opatření k omezení kontaktu na pracovišti nadále ovlivňují nabídku, což se negativně projevuje na produktivitě[9]. EU a další oblasti ve světě se nyní ocitly uprostřed nové vlny pandemie, ohledně jejíž závažnosti a trvání panuje velká nejistota. Hospodářská prognóza Komise z podzimu 2020 obecně předpokládá, že HDP se v roce 2020 sníží o –7,8 % v eurozóně a o –7,4 % v EU. I přes oživení, které se očekává pro rok 2021, je prognóza taková, že úrovně HDP budou pod úrovněmi před krizí v roce 2019 (graf 1)[10,11].

Výjimečná opatření politik pomohla zmírnit hospodářský pokles v důsledku krize COVID-19. Došlo k obrovské mobilizaci politik v celé EU i jiných velkých částech světa, aby se zabránilo propadu příjmů v důsledku omezujících opatření a snížilo se riziko velké ztráty pracovních míst a úpadků podniků. Vlády poskytly fiskální podporu prostřednictvím režimů zkrácené pracovní doby a posílily podporu příjmů nezaměstnaných. Byla poskytnuta moratoria na platbu daní a splátky hypoték. Byly poskytnuty záruky pro bankovní úvěry, aby se zabránilo tlaku na úvěry. ECB přijala širokou řadu podpůrných opatření pro zachování finanční stability a hladkého fungování finančních trhů, včetně poskytnutí dodatečné likvidity bankám, zmírnění požadavků na zajištění, jakož i významných dalších nákupů aktiv veřejného a soukromého sektoru v rámci program nákupu aktiv (APP) a nouzového pandemického programu nákupu aktiv (PEPP). Jednotný mechanismus dohledu (SSM) uvolnil regulační požadavky na banky proticyklickým způsobem. Evropský mechanismus stability (ESM) zpřístupnil všem členským státům eurozóny podporu v krizi způsobené pandemií na základě své úvěrové linky za zpřísněných podmínek. EU a její členské státy zřídily tři záchranné sítě pro pracovníky, společnosti a státy: nástroj pro dočasnou podporu na zmírnění rizik nezaměstnanosti v mimořádné situaci (SURE), celoevropský záruční fond Evropské investiční banky a podporu v krizi způsobené pandemií ze strany ESM. Komise vypracovala návrhy nových nástrojů na podporu oživení (Next Generation EU), které Evropská rada schválila v červenci, zejména rozsáhlou facilitu na podporu oživení a odolnosti. Tato facilita poskytuje granty a půjčky na podporu reforem a investic, aby se zvýšil růstový potenciál, posílila se ekonomická a sociální odolnost a usnadnila se zelená a digitální transformace v souladu s relevantními cíli Unie. Byla přijata řada dalších opatření politik, včetně urychlení a větší flexibility při využívání zbývajících fondů EU, zavedení dočasného rámce státní podpory a aktivace obecné únikové doložky podle Paktu o stabilitě a růstu.

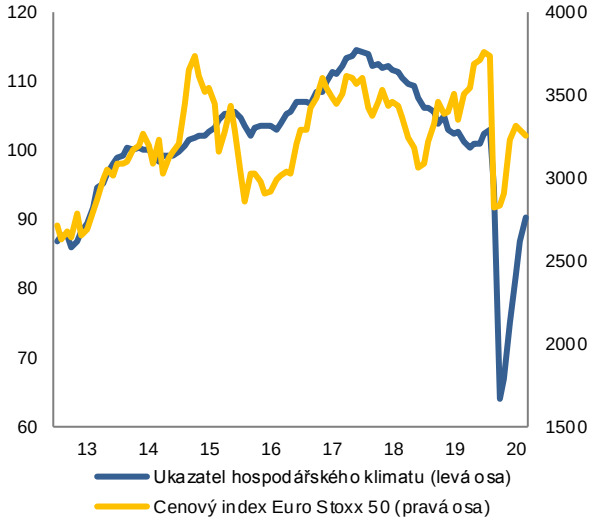
[9] Viz Mezinárodní měnový fond, Světový ekonomický výhled, kapitola 2, říjen 2020.
[10] Evropská komise, Evropská hospodářská prognóza, podzim 2020, Institutional Paper 136, listopad 2020.
[11] Spojené království není zahrnuto do grafů v následujících oddílech, jelikož tyto grafy slouží k ilustraci postupu při makroekonomické nerovnováze v roce 2021, tj. po skončení přechodného období.

Graf 1: HDP ve stálých cenách ve srovnání s úrovněmi před krizí



Zdroj: Hospodářská prognóza Evropské komise z podzimu 2020

Graf 2: Hospodářské klima a index akciového trhu, 2013–2020



Zdroj: Evropská komise a ECB, poskytla platforma DataStream

Pandemii COVID-19 doprovázely silné počáteční reakce na finančních trzích. Finanční trhy předvídaly velkou recesi krátce po vypuknutí krize COVID. Akciové trhy se v důsledku revidovaného očekávání zisků podniků prudce zhouply. Ocenění trhů s dluhopisy odrážela dynamiku „úniku do bezpečí“, přičemž rizikové přirážky se zvyšovaly u vládních dluhopisů, které investoři považovali za rizikovější, a spready podnikových dluhopisů se zvyšovaly zejména u segmentů s nízkým ratingem. Dynamika směnných kurzů odrážela tlaky na rozvíjejících se trzích v důsledku odlivu kapitálu a významných korekcí směrem dolů u cen ropy a jiných komodit. Určitý tlak směrem dolů pocítily i měny několika členských států mimo eurozónu. Napětí se projevilo zejména u několika měn a výnosů z dluhopisů členských států mimo eurozónu, které přijaly režimy pružného směnného kurzu v období zvýšené volatility kapitálových toků [12].

Situace na finančních trzích se po zavedení podpůrných opatření veřejnými orgány významně zlepšila, a to odděleně od vyhlídek reálné ekonomiky. Akciové trhy a trhy s dluhopisy se zotavily, i když se rizikové přirážky zúžily. Devizové trhy se stabilizovaly, stejně jako komoditní trhy. Nahromaděné ztráty po propuknutí pandemie COVID-19 se výrazně snížily a volatilita trhu byla zastavena. Zdá se, že v souvislosti s masivními, včasnými a důvěryhodnými intervencemi veřejných orgánů se finanční trhy oddělily od vyhlídek reálné ekonomiky, kterým stále hrozí významné riziko nepříznivého vývoje (graf 2)[13].

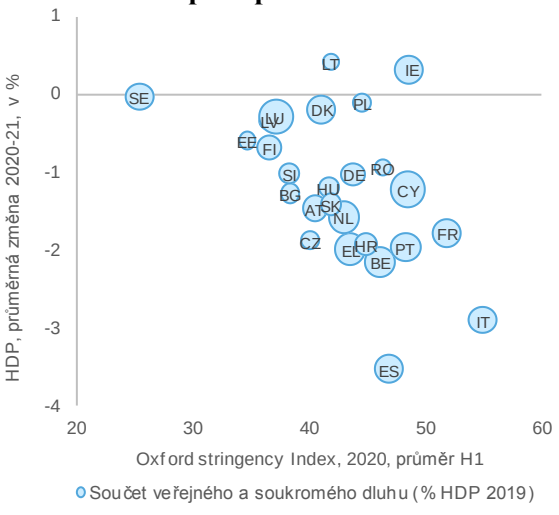
[12] Viz rovněž ECB, Zpráva o finanční stabilitě, květen 2020, Banka pro mezinárodní platby, Výroční hospodářská zpráva, červen 2020, a Mezinárodní měnový fond, Zpráva o globální finanční stabilitě, duben 2020, aktualizace červen 2020 a říjen 2020.

[13] Ukazatel hospodářského klimatu Komise je navzdory určitému zlepšení stále pod svým průměrem od oživení v roce 2013, zatímco hlavní index cen akcií v eurozóně se dostal zpět na hodnoty víceméně stejné, jako byl průměr za totéž období po roce 2013. Viz rovněž Mezinárodní měnový fond, Globální finanční stabilita, aktualizace červen 2020 a říjen 2020.

Panuje zvýšená nejistota ohledně ekonomického výhledu v souvislosti s vývojem pandemie i s politickými reakcemi a změnami chování hospodářských subjektů. Účinky recese z jara 2020 se doposud plně neprojevily, pokud jde o dopady na zaměstnanost, úpadky a rozvahy bank. Stávající vývoj právě probíhající druhé vlny pandemie má dopad na výhled v oblasti růstu kvůli zavádění nových omezujících opatření. Očekává se, že tato opatření krátkodobě ovlivní ekonomickou aktivitu a klima a budou mít negativní účinky na spotřebu a investice, avšak v menší míře než na jaře, jelikož dosavadní postup je cílenější. Zdá se tedy, že po silném oživení ve třetím čtvrtletí se růst HDP EU ve čtvrtém čtvrtletí 2020 zastaví. Navíc se může znovu objevit napětí v oblasti obchodu a geopolitické napětí. Podpůrný přístup fiskálních a měnových orgánů finanční trhy doposud považovaly za důvěryhodný a předčasné zrušení politických opatření by představovalo riziko. Nelze vyloučit opětovné posouzení rizik a možné nové případy finančního napětí, zejména v zemích, v nichž se vyskytuje zároveň vysoká zadluženost, slabá vnější pozice a potřeby významného financování, jež nelze plně uspokojit z domácích zdrojů. Naopak rychlejší pokrok při zvládání pandemie a provádění ambiciózních a koordinovaných politik v rámci EU by mohly umožnit rychlejší oživení.

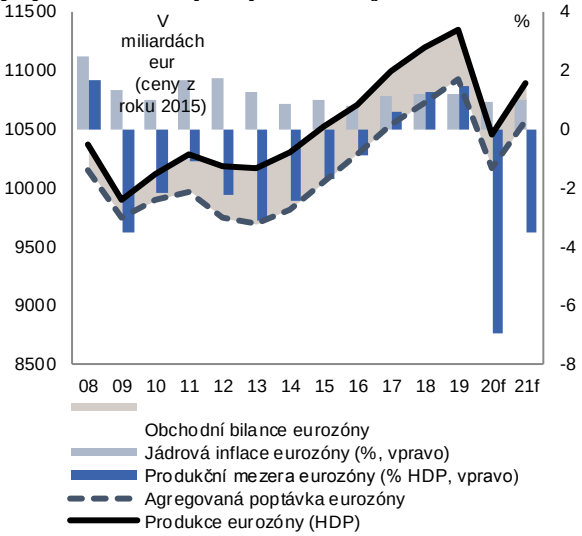
Stávající hospodářská situace má dopady na makroekonomickou nerovnováhu. Poměr veřejného a soukromého dluhu k DPH se ve většině členských států zvyšuje. Důvodem je jak mechanický výsledek recese, který snižuje jmenovatele poměru dluhu k DPH, tak i větší objem půjček veřejného a podnikového sektoru za účelem zmírnění dopadu krize COVID-19. Zhoršení vyhlídek pro veřejný a soukromý dluh je v zásadě rizikem, které by mohlo mít dopad na rozvahy finančního sektoru, které by byly přímo ovlivněny i otřesem v důsledku pandemie COVID-19, pokud jde o snížení ziskovosti. Zároveň platí, že trendy, jež bylo možné pozorovat v řadě členských států, pokud jde o zhoršování nákladové a cenové konkurenceschopnosti a silný růst cen obytných nemovitostí, se nyní pravděpodobně zastaví. To však naopak vyvolává otázky, jaké by byly dopady, kdyby se tyto trendy obrátily. Konkrétně se jedná o to, že slabý nebo negativní vývoj u příjmů ze zaměstnání může snížit schopnost domácností splácet, zatímco korekce cen obytných nemovitostí směrem dolů, pokud k nim dojde v zemích s vysokou mírou zadlužení domácností a budou probíhat neuspořádaně, mohou ovlivnit rozvahy bank a vést k nižším hodnotám zajištění.

Graf 3: Recese, Oxford Stringency Index a míra zadlužení před pandemií COVID-19



Zdroj: Eurostat, hospodářská prognóza Evropské komise z podzimu 2020 a Oxford COVID-19 Government Response Tracker.

Graf 4: Produkce eurozóny, domácí poptávka, čistý vývoz a jádrová inflace



Zdroj: AMECO a hospodářská prognóza Evropské komise z podzimu 2020.

Poznámka: Rozdíl mezi HDP a domácí poptávkou by sice měl z definice odpovídat obchodní bilanci, ale údaje nejsou plně sladěny v důsledku nesrovnalostí při podávání zpráv v

rámci eurozóny.

Zdá se, že otřes způsobený pandemií COVID-19 zhoršuje stávající nerovnováhu v eurozóně.[14] Ačkoli se nezdá, že by míra zadlužení byla faktorem, který výrazně zhoršil recesi po pandemii COVID, pro většinu zemí, které byly pandemií COVID-19 zasaženy nejhůře a musely zavést omezující opatření, je charakteristický relativně velký objem veřejného či vnějšího dluhu (graf 3). [15] Z toho vyplývá, že kvůli relativně silné recesi se poměr dluhu k HDP zvyšuje zejména v zemích, kde výše dluhu již byla poměrně vysoká. [16] Některé ze zemí, které jsou čistými dlužníky a které byly pandemií těžce zasaženy, se vyznačují rovněž relativně vysokým podílem příjmů z cestovního ruchu (např. Kypr, Řecko, Portugalsko, Španělsko), jež jsou zvláště vystaveny dopadům krize COVID, což má dopady i na jejich vnější bilanci. Stručně řečeno, zdá se, že krize COVID posiluje stávající trend v eurozóně, pokud jde o hospodářské rozdíly, domácí a zahraniční zadluženost.

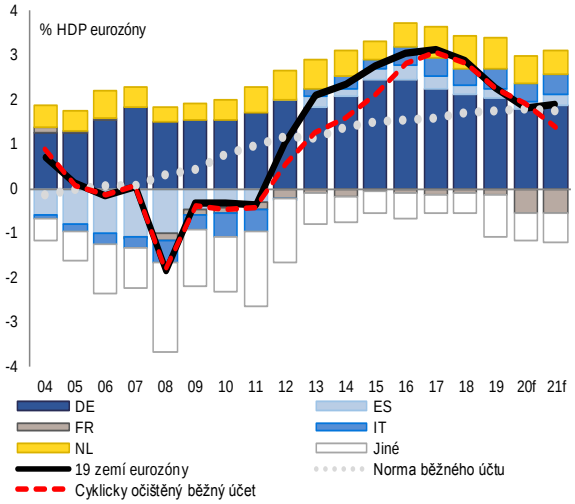
Vzhledem k masivnímu poklesu agregátní poptávky se předpokládá, že postupné snižování přebytku obchodní bilance eurozóny skončí. Obchodní přebytek eurozóny se snižuje od roku 2017 a předpokládá se, že v letech 2020 a 2021 zůstane v podstatě stabilní. Očekává se, že propad HDP v roce 2020 a jeho oživení v roce 2021 bude probíhat obecně v souladu s vývojem domácí poptávky. Obdobně se předpokládá, že i dynamika dovozu do eurozóny bude do značné míry odpovídat dynamice vývozu. Proto se neočekává, že obchodní přebytek na úrovni eurozóny by se dále snižoval, v kontextu zhoršení produkční mezery v roce 2020, u níž se předpokládá, že bude větší než produkční mezera pozorovaná v roce 2009 po finanční krizi. Zároveň se očekává, že jádrová inflace zůstane utlumená (graf 4).

[14] Ve zprávě „Dokončení hospodářské a měnové unie“ ze dne 22. června 2015 Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi a Martin Schulz navrhli, aby byla věnována větší pozornost dimenzy nerovnováhy v eurozóně. 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“. Analýza obsažená v této zprávě doprovází posouzení uvedené v pracovním dokumentu útvarů Evropské komise „Analýza hospodářství eurozóny“, který je připojen k doporučení Komise pro doporučení Rady týkající se hospodářské politiky v eurozóně.

[15] Oxford Stringency Index uvedený v grafu 3 shrnuje osm omezujících opatření a jednu zdravotní složku. Viz T. Hale et al. (2020), „Variation in government responses to COVID-19“. BSG, Working Paper 32 (verze 8.0), Blavatnik School of Government, University of Oxford, říjen.

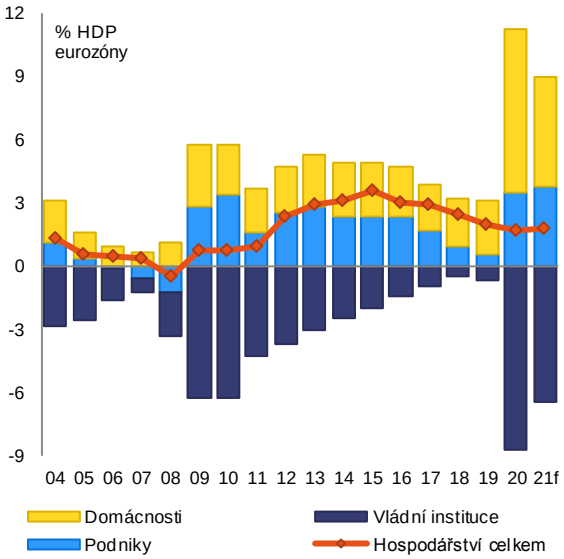
[16] Když se upraví přísnost omezujících opatření, kvalita institucí a závislost na turistickém ruchu, zdá se, že veřejný dluh není v průřezu faktorů určujících rozsah recese v důsledku pandemie COVID příliš významný. Toto zjištění podporuje názor, že intervence měnových orgánů na podporu trhů s dluhopisy byly účinné při bránění tomu, aby napětí na trzích s dluhopisy zhoršilo recesi. Viz A. Sapir, „Why has COVID-19 hit different European Union economies so differently?“, Policy Contribution Issue, číslo 18, září 2020.

Graf 5: Vývoj běžného účtu eurozóny: členění podle zemí



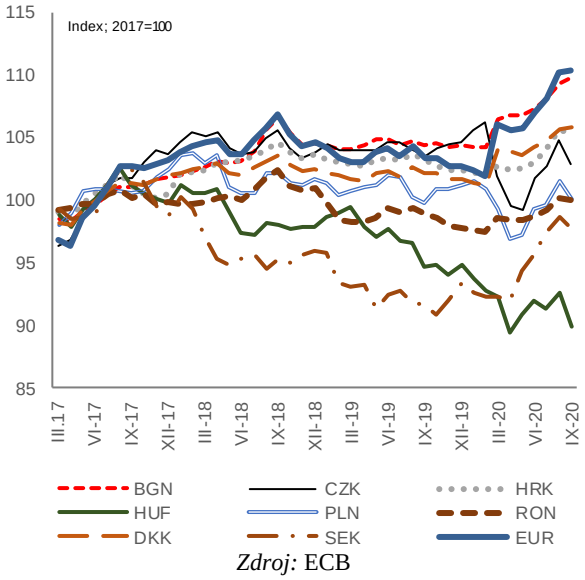
Zdroj: Eurostat – platební bilance a hospodářská prognóza Evropské komise z podzimu 2020.
Poznámka: Běžný účet 19 zemí eurozóny za roky 2020 a 2021 odpovídá upravené prognóze Evropské komise z podzimu 2020, která bere v úvahu nesrovnalosti při podávání zpráv v rámci eurozóny ze strany jednotlivých národních statistických úřadů (viz poznámka pod čarou č. 17).

Graf 6: Čisté půjčky/výpůjčky eurozóny



Zdroj: AMECO, Eurostat, hospodářská prognóza Evropské komise z podzimu 2020.
Poznámka: Čísla týkající se celé ekonomiky 19 zemí eurozóny za roky 2020 a 2021 odpovídají upravené prognóze Evropské komise z podzimu 2020. Čísla týkající se celé ekonomiky 19 zemí eurozóny za dřívější roky odpovídají čistým půjčkám/výpůjčkám v údajích Eurostatu týkajících se platební bilance. Údaje týkající se domácností a podnikového sektoru za roky 2020 a 2021 jsou vypočteny jako souhrn za 19 zemí eurozóny kromě Malty, pro niž nejsou k dispozici žádné údaje.

Graf 7: Nominální efektivní směnné kurzy



Zdroj: ECB

Přebytek běžného účtu eurozóny jako podíl HDP se od roku 2017 snižuje a předpokládá se, že v roce 2020 se sníží ještě více. Běžný účet eurozóny rostl do roku 2017 uprostřed masivního snižování zadlužení a od té doby vykazoval propad. Podle odhadů činilo v roce 2019 saldo běžného účtu eurozóny 2,3 % HDP (graf 5)[17]. Zatímco se snižování přebytku běžného účtu mezi lety 2017 a 2018 převážně spojovalo s vývojem obchodní bilance zboží, zejména v souvislosti s napětím v oblasti obchodní politiky a vyššími náklady na energii, v roce 2019 tento pokles způsobilo zejména saldo služeb. Přebytek běžného účtu eurozóny však zůstal v roce 2019 nominálně největší na světě. Jeho hodnota, i když byla cyklicky očištěna, mírně přesahovala normu běžného účtu v souladu se základními ekonomickými veličinami odhadovanými na 2 % HDP eurozóny[18]. Pokud se politiky nezmění, podle prognózy Evropské komise z podzimu 2020 se očekává, že přebytek běžného účtu eurozóny v roce 2020 dále klesne na 1,8 % HDP a v roce 2021 dosáhne 1,9 % HDP, a tím se dostane pod stávající odhad normy běžného účtu. Předpokládané snížení přebytku eurozóny je částečně způsobeno snížením nákladů na energii; významné zhodnocování eura, jež bylo zahájeno na začátku roku 2020 (graf 7), by rovněž způsobilo další snižování běžného účtu.

Geografická struktura přebytku běžného účtu eurozóny zůstává stabilní a k nejvýznamnějším změnám dochází u příspěvků jednotlivých hospodářských odvětví. Přebytek eurozóny stále odráží zejména velké, ale setrvale klesající přebytky zaznamenané v Německu a Nizozemsku, jejichž kombinované vnější bilance v roce 2019 představovaly 2,7 % HDP eurozóny[19]. Očekává se, že salda běžného účtu eurozóny budou vykazovat určitou stabilitu ve všech zemích i v letech 2020 a 2021 (graf 5). Stabilita údajů týkajících se běžného účtu však zastírá významné změny v čisté úvěrové pozici ve všech odvětvích ekonomiky, jelikož významný nárůst v čisté úvěrové pozici soukromého sektoru je téměř zcela kompenzován zásadním zhoršením čisté úvěrové pozice sektoru vládních institucí (graf 6). Tento trend pozorovaný u eurozóny jako celku přetrvává i v jednotlivých zemích. Velký nárůst úspor v roce 2020 v sektoru domácností je do značné míry spojen s opatřeními omezujícím volný pohyb osob a nedostatečnou dynamikou ve využívání služeb, jež neumožňují dostatečné omezení fyzického kontaktu, a rovněž s preventivními úsporami pro řešení zvýšené nejistoty. Výrazný skok v čisté úvěrové pozici podniků směrem nahoru částečně souvisí s poklesem investic a částečně je výsledkem nárůstu preventivních úspor. Důsledkem klesajících příjmů vládních institucí a fiskálních opatření zavedených za účelem zmírnění dopadů pandemie COVID-19 je zásadní zhoršení čisté úvěrové pozice sektoru vládních institucí. Podobný trend, i když méně výrazný, se předpokládá pro rok 2021.

Řešení narůstajících makroekonomických rizik v budoucnu vyžaduje účinné využívání podpůrných opatření EU.

- Stávající krize se zásadním způsobem liší od finanční krize v roce 2008. Tehdejší finanční krize byla do značné míry způsobena odstraňováním neudržitelné nerovnováhy (nadměrný objem úvěrů ve finančním sektoru, realitní bubliny, velké a rostoucí vnější schodky a nárůst vládního dluhu v příznivých časech), krize spojená s onemocněním COVID-19 je výsledkem otřesů

[17] Zmíněné údaje týkající se běžného účtu eurozóny, které jsou použity v této zprávě, odkazují na „očištěné“ saldo běžného účtu eurozóny ve vztahu ke zbytku světa (ze statistiky platební bilance eurozóny), které je v souladu se zprávou členských států o běžných účtech pro partnery mimo eurozónu (v rámci tzv. „režimu Společenství“). Tento údaj se může lišit od součtu celkových sald běžného účtu členských států, a to z důvodu asymetrií sald členských států v eurozóně vykazovaných jednotlivými národními statistickými úřady.

[18] Ve zprávě MMF (External Sector Report 2020) se rovněž navrhuje, že by běžný účet eurozóny měl standardně odpovídat přibližně 1,4 % HDP.

[19] Součet přebytků zaznamenaných v Německu a Nizozemsku je vyšší než přebytek eurozóny, jelikož některé členské státy zaznamenaly v roce 2019 schodek; viz též poznámka pod čarou č. 17.

ekonomiky způsobených vládními omezeními a změnou vzorců chování v souvislosti s obavami o zdraví. K těmto otřesům dochází za situace, kdy většina vnějších pozic dosáhla díky nedávným příznivým ekonomickým podmínkám vyrovnaného nebo přebytkového stavu, snižování zadluženosti finančního sektoru během posledních let vytvořilo solidní kapitálové rezervy v bankovním sektoru, díky snižování zadluženosti soukromého sektoru dosáhl poměr soukromého dluhu k HDP opět úrovní značně nižších, než byla maxima zaznamenaná před finanční krizí v roce 2008, a poměr veřejného dluhu k HDP zahájil ve většině členských států eurozóny sestupný trend.

- V nadcházející době závisí vyhlídky na splacení dluhu zásadně na zajištění hospodářského oživení a posílení základních ekonomických veličin, což vyžaduje podpůrné nastavení politik během roku 2021. Udržitelné oživení má zásadní význam jak pro sektor vládních institucí, pokud jde o dynamiku jejich příjmů, tak pro sektor finančních a nefinančních podniků, jejichž schopnost splácet závisí na ziskovosti, a pro domácnosti, jejichž vyhlídky na udržitelnost hypotečního dluhu závisejí na dynamice zaměstnání a příjmů.
- Účinné využívání dostupných nástrojů zavedených na úrovni eurozóny a EU spolu s účinným prováděním nezbytných reforem a investic by pomohlo posílit trvalé oživení a odolnost. Zásadní význam bude mít to, aby financování EU bylo plně absorbováno a nasměrováno k co nejproduktivnějšímu využití. Tím by se posílil ekonomický dopad finančních prostředků a zároveň by se zabránilo riziku, že zvýšené výdaje během krátké doby přispějí k nadměrnému růstu neobchodovatelných činností a vnější nerovnováze v zemích, kde velký podíl HDP tvoří přítoky.
- Pro další vývoj je důležité, aby podpůrná politická opatření, reformy a investice zavedené v celé eurozóně byly kombinovány tak, že budou účinně řešit makroekonomickou nerovnováhu, zejména pokud je nadměrná.

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

Zpráva mechanismu varování vychází z ekonomické interpretace srovnávacího přehledu ukazatelů postupu při makroekonomické nerovnováze, který představuje filtrovací nástroj pro odhalení zjevných důkazů o možných rizicích a zranitelných místech. Srovnávací přehled obsahuje 14 ukazatelů s orientačními prahovými hodnotami v těchto oblastech: vnější pozice, konkurenceschopnost, soukromý a vládní dluh, trhy s bydlením, bankovní sektor a zaměstnanost. Aby bylo možné zajistit stabilitu údajů a konzistentnost mezi jednotlivými zeměmi, vychází srovnávací přehled z aktuálních údajů s dobrou statistickou kvalitou. V souladu s nařízením o postupu při 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[20]. Závěry srovnávacího přehledu doplňuje soubor 28 pomocných ukazatelů.

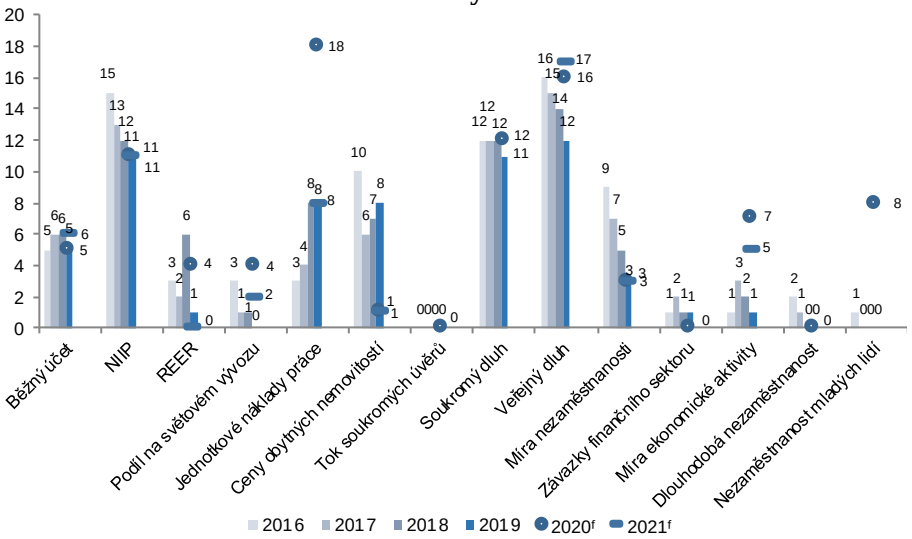
[20] Další informace o základním principu vypracování srovnávacího přehledu zprávy mechanismu varování a jeho interpretaci viz Evropská komise (2016), „Postup při makroekonomické nerovnováze. Důvody, proces, aplikace: přehled“, European Economy, Institutional Paper 039, listopad 2016.

Ve srovnání s předchozími zprávami mechanismu varování letošní zpráva více využívá prognóz a často poskytovaných údajů, aby bylo možné změřit i dopady krize COVID-19 v kontextu velké nejistoty. Údaje o uvedených dopadech nelze získat z oficiálního srovnávacího přehledu zprávy mechanismu varování, jelikož ten odráží pouze údaje do roku 2019. Hodnoty jednotlivých proměnných ve srovnávacím přehledu a jiných relevantních proměnných pro analýzu postupu při makroekonomické nerovnováze pro roky 2020 a 2021 proto byly odhadnuty s použitím údajů z prognózy Komise a analýzy aktuálních údajů za dobu kratší než jeden rok (pro podrobnosti podle jednotlivých proměnných ve srovnávacím přehledu viz rámeček č. 1). I když se tento postup jeví jako nezbytný, aby bylo možné změřit probíhající vývoj, je rovněž třeba připomenout, že uvedené prognózy jsou značně nejisté. V posouzení obsaženém ve zprávě mechanismu varování byly stejně jako v předchozích letech zohledněny i poznatky z hodnotících rámců, jakož i závěry ze stávajících hloubkových přezkumů a příslušných analýz. Analýza Komise nadále podléhá zásadám transparentnosti, pokud jde o použité analýzy a údaje, a obezřetnosti, pokud jde o závěry, jelikož si je vědoma výstrah souvisejících s kvalitou údajů.

Údaje srovnávacího přehledu naznačují, že nedávná náprava stavové nerovnováhy se zastaví, a očekává se, že rizika přehřívání zaznamenaná v posledních letech se v důsledku krize oslabí. Započítání hodnot mimo prahové hodnoty srovnávacího přehledu zprávy mechanismu varování během jednotlivých let odhaluje řadu níže uvedených trendů (graf 8).

- Hospodářský růst, který začal v roce 2013, pomohl snížit poměr soukromého a veřejného dluhu vůči HDP, a to díky příznivým účinkům jmenovatele. Výsledkem bylo, že se do roku 2019 snižoval počet zemí s poměrem dluhu převyšujícím prahové hodnoty. Zdá se, že krize COVID-19 tento trend ukončí.
- Po nápravě značných schodků běžného účtu z prvního desetiletí 21. století došlo v minulém desetiletí v případě některých ekonomik k akumulaci velkých přebytků běžného účtu, které se v posledních letech snížily. Neočekává se, že by krize COVID významně změnila vnější korekci, jelikož její dopad na běžný účet platební bilance by měl být jen omezený a počet zemí překračujících prahové hodnoty salda běžného účtu a čisté investiční pozice vůči zahraničí je ovlivněn pouze okrajově.
- Rychle rostoucí jednotkové náklady práce a ceny obytných nemovitostí vedly k většímu počtu záznamů překračujících příslušné prahové hodnoty během posledních let. Očekává se, že uvedená rizika přehřívání, jež se projevila v rychle rostoucích zemích, by měla s krizí COVID postupně vymizet. To je nejlépe vidět na úrovni cen obytných nemovitostí, které by se měly ochladit, a riziko, že přesáhnou prahovou hodnotu, by mělo hrozit v menším počtu případů. Růst jednotkových nákladů práce se může rovněž zpomalit, ale až po dočasném, ale prudkém nárůstu v roce 2020, kdy více než polovině členských států hrozí riziko překročení prahové hodnoty. To odráží mechanický účinek viditelně nižší produktivity z důvodu podstatného omezení činnosti a menšího vlivu na zaměstnanost. Předpokládá se, že reálné efektivní směnné kurzy značně překročí prahové hodnoty, a to s ohledem na vývoj nominálních směnných kurzů.

Graf 8: Počet členských států, u nichž proměnné ve srovnávacím přehledu překračují prahové hodnoty



Zdroj: Eurostat a výpočty útvarů Komise (viz též rámeček č. 1).
Poznámka: Počet zemí, u nichž proměnné ve srovnávacím přehledu překračují prahové hodnoty, se zakládá na srovnávacím přehledu zveřejněném v příslušné roční zprávě mechanismu varování. Je možné, že po případné revizi údajů *ex post* se bude počet hodnot překračujících prahové hodnoty vypočtený za použití nejnovějších údajů pro proměnné ve srovnávacím přehledu lišit od počtu ve výše uvedeném grafu. Přístupy použité pro prognózu ukazatelů srovnávacího přehledu v letech 2020 a 2021 jsou uvedeny v rámečku č. 1. Prognózy pro níže uvedené ukazatele se pro rok 2020 provádějí pouze pro: tok soukromých úvěrů, soukromý dluh, závazky finančního sektoru, dlouhodobá nezaměstnanost, nezaměstnanost mladých lidí.

Rámeček č. 1: Analýzy aktuálních údajů u hlavních ukazatelů srovnávacího přehledu

Aby bylo možné při interpretaci srovnávacího přehledu zdůraznit prvky zaměřené na budoucnost, opírá se analýza zprávy mechanismu varování, kdykoli je to možné, také o prognózy a projekce na roky 2020 a 2021 a o „analýzy aktuálních údajů“ za letošní rok. Pokud jsou tyto údaje k dispozici, jsou založeny na prognóze Komise z podzimu 2020. V ostatních případech představují čísla analýzu aktuálních údajů vycházející ze zástupných ukazatelů, kterou vypracovaly útvary Komise konkrétně pro účely této zprávy mechanismu varování.

Níže uvedená tabulka shrnuje předpoklady použité pro prognózy a čísla z „analýzy aktuálních údajů“ u hlavních ukazatelů srovnávacího přehledu. Je třeba poznamenat, že údaje týkající se HDP použité jako jmenovatelé u některých poměrů vycházejí z podzimní prognózy Komise.

V případě míry změn za několik let (jako je změna podílů na světovém vývozu za období pěti let) vychází z prognóz pouze složka pro roky 2020 a 2021, zatímco složky týkající se roku 2019 nebo dřívějších let využívají údaje Eurostatu, které jsou základem srovnávacího přehledu v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze.

Tabulka: Přístupy k prognózám a analýzám aktuálních údajů pro hlavní ukazatele srovnávacího přehledu v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze

Ukazatel	Přístup	Zdroje údajů
Saldo běžného účtu, % HDP (průměr za 3 roky)	Hodnoty z podzimní prognózy Komise týkající se salda běžného účtu (koncepce platební bilance)	AMECO
Čistá investiční pozice vůči zahraničí (% HDP)	Podzimní prognóza Komise pro čisté půjčky/výpůjčky za celou ekonomiku uvádí změnu čisté investiční pozice vůči zahraničí, která odráží transakce; jiné účinky (např. změny v ocenění) jsou zohledněny	AMECO, Eurostat

	do 2. čtvrtletí 2020 a předpokládá se, že poté zůstaly nulové.	
Reálný efektivní směnný kurz – 42 obchodních partnerů, deflátor HISC, (změna za 3 roky v %)	Hodnoty z podzimní prognózy Komise	AMECO
Podíl na světovém vývozu – % světového vývozu (změna za 5 let v %)	Údaje jsou založeny na prognóze Komise týkající se i) nominálního vývozu zboží a služeb za členské státy EU (koncepce národních účtů), ii) prognóze Komise ohledně objemu vývozu zboží a služeb za zbytek světa, převedené na nominální úrovně prostřednictvím deflátoru Komise pro dovoz do USA, a prognóze ohledně směnného kurzu EUR/USD	AMECO
Index nominálních jednotkových nákladů práce, 2010=100 (změna za 3 roky v %)	Hodnoty z podzimní prognózy Komise	AMECO
Index cen obytných nemovitostí (2015=100), deflovaný (změna za 1 rok v %)	Prognózy založené na modelech a vypočítané na základě modelu ocenění obytných nemovitostí, který byl sdílen s členskými státy v kontextu pracovní skupiny EPC LIME. Prognózy představují očekávané změny reálných cen obytných nemovitostí vyjádřené jako procentní podíl podle základních ekonomických veličin (populace, prognóza disponibilního příjmu, bytový fond, dlouhodobá úroková sazba a cenový deflátor výdajů na konečnou soukromou spotřebu) a na základě pojmu korekce chyb, který shrnuje úpravu cen z hlediska jejich dlouhodobého vztahu vůči základním veličinám.	Eurostat, útvary Komise
Tok úvěrů v soukromém sektoru, konsolidovaný (% HDP)	Údaj za rok 2020 představuje zástupný údaj o úvěrových tocích za období od 1. čtvrtletí 2020 do 3. čtvrtletí 2020 s použitím konsolidovaných údajů z čtvrtletních odvětvových účtů ECB za období od 1. čtvrtletí do 2. čtvrtletí 2020 plus zástupných údajů pro určité složky úvěrového toku z 3. čtvrtletí 2020. Tento údaj používá úvěrové toky ECB BSI MFI na soukromý sektor k projekci složek bankovních úvěrů za 3. čtvrtletí 2020 a nominální emise dluhových cenných papírů ECB k projekci emise dluhopisů za 3. čtvrtletí 2020.	ECB (QSA, BSI, SEC)
Dluh soukromého sektoru, konsolidovaný (% HDP)	Zástupný údaj za rok 2020 pro dluh soukromého sektoru ke konci 3. čtvrtletí 2020. Používá konsolidované údaje z čtvrtletních odvětvových účtů ECB za 2. čtvrtletí 2020. Tento údaj je projektován i dále do 3. čtvrtletí 2020 s použitím údajů o bankovních úvěrech (na základě ECB BSI) a údajů o závazcích z dluhopisů (na základě ECB SEC).	ECB (QSA, BSI, SEC)
Hrubý veřejný dluh (% HDP)	Hodnoty z podzimní prognózy Komise	AMECO
Míra nezaměstnanosti (průměr za 3 roky)	Hodnoty z podzimní prognózy Komise	AMECO
Celkové závazky finančního sektoru, nekonsolidované (změna za 1 rok v %)	Údaj za rok 2020 představuje růst závazků ECB MFI do září 2020.	ECB (BSI)
Míra ekonomické aktivity – % celkové populace ve věku 15–64 let (změna za 3 roky v procentních bodech)	Míra změn za roky 2020 a 2021 je založena na podzimní prognóze Komise ohledně změny v celkové pracovní síle (jakéhokoli věku) minus podzimní prognóza Komise ohledně změny populace (věková skupina 15–64 let).	AMECO
Míra dlouhodobé nezaměstnanosti – % aktivní populace ve věku 15–74 let (změna za 3 roky v procentních bodech)	Analýza aktuálních údajů za rok 2020 je založena na nejnovějších údajích (1. až 2. čtvrtletí 2020 s předpokladem konstantní míry pro zbytek roku).	Eurostat (šetření pracovních sil)

Míra nezaměstnanosti mladých lidí – % aktivní populace ve věku 15–24 let (změna za 3 roky v procentních bodech)	Analýza aktuálních údajů za rok 2020 je založena na nejnovějších údajích (od ledna do září 2020 s předpokladem konstantní míry pro zbytek roku).	Eurostat (šetření pracovních sil)

3.1 Vnější sektor a konkurenceschopnost

Běžné účty byly v roce 2019 celkem stabilní. Po obecném trendu směrem k oslabení salda běžného účtu v roce 2018 při současném poklesu světové poptávky a vzrůstajících cenách ropy nevykazovaly změny běžných účtů mezi lety 2018 a 2019 žádný jasný trend a zůstaly relativně pod kontrolou (graf 10). V roce 2019 byla zaznamenána výrazná zlepšení v Bulharsku, Dánsku a Litvě, zatímco běžný účet Kypru se posunul dále do negativních čísel. Některé značné přebytky byly do určité míry sníženy, mimo jiné v Německu a Nizozemsku.

- **Dva členské státy zaznamenaly v roce 2019 schodky běžného účtu přesahující nižší prahovou hodnotu srovnávacího přehledu v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze.** Vysoký schodek Kypru se v roce 2019 dále zhoršil, a 3letý průměr tedy zůstal pod prahovou hodnotou postupu při makroekonomické nerovnováze a pod příslušnou normou běžného účtu a úrovní požadovanou pro uvedení čisté investiční pozice vůči zahraničí do obezřetnostního spektra během příštích 10 let[21]. Po dalším mírném zhoršení běžného účtu Rumunska se jeho 3letý průměr dostal v roce 2019 k prahové hodnotě postupu při makroekonomické nerovnováze a takový stav je i viditelně horší než příslušná norma.
- **Schodky běžného účtu ve většině členských států byly v roce 2019 nad referenčními hodnotami pro jednotlivé země, s určitými významnými výjimkami** (graf 9)[22]. Cyklicky očištěné běžné účty se většinou blížily celkovému saldu nebo byly nad ním a odrážely negativní dopad ochlazujícího se hospodářského cyklu[23]. Salda běžných účtů Kypru a Rumunska jsou pod normou běžného účtu odůvodněnou základními veličinami. Schodky Kypru, Řecka a Portugalska jsou pod úrovní nutnou pro zajištění konvergence čisté investiční pozice vůči zahraničí směrem k obezřetné úrovni[24].

[21] Metodika pro obezřetnostní prahové hodnoty čisté investiční pozice vůči zahraničí pro jednotlivé země viz poznámka pod čarou č. 25.

[22] Běžné účty v souladu se základními veličinami (tzv. „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. Viz L. Coutinho et al. (2018), „Methodologies for the assessment of current account benchmarks“, European Economy, Discussion Paper 86/2018, pro popis metodiky pro výpočet běžného účtu v souladu se základními ekonomickými veličinami použité v této zprávě mechanismu varování; tato metodika se podobá metodice popsané v S. Phillips et al. (2013), „The External Balance Assessment (EBA) Methodology“, IMF Working Paper, 13/272.

[23] 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“, European Economy, Discussion Paper 427/2010.

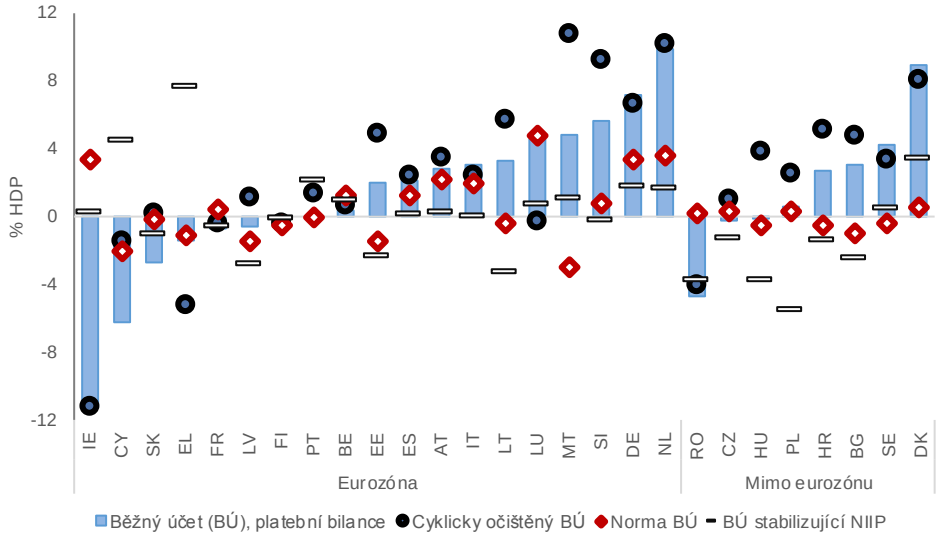
[24] Velký schodek, který v roce 2019 zaznamenalo Irsko, je způsoben jednorázovými účinky souvisejícími s činnostmi nadnárodních společností. Mezera mezi současnými saldy běžných účtů a stavem, který je nutný ke stabilizaci čisté investiční pozice vůči zahraničí, zásadním způsobem závisí na posuzovaném časovém rámci. Například běžný účet nutný ke stabilizaci čisté investiční pozice vůči zahraničí Řecka přesahující obezřetnostní

- **Tři země EU nadále zaznamenávají přebytky běžného účtu, které překročily horní prahovou hodnotu srovnávacího přehledu v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze a referenční hodnoty pro jednotlivé země.** Tak je tomu v případě Dánska, Německa a Nizozemska již téměř 10 let. Zatímco Dánsko svůj přebytek v roce 2019 zvýšilo, salda Německa a Nizozemska se nadále postupně snižovala. V Nizozemsku závisí salda běžného účtu rovněž na činnostech nadnárodních společností, které ovlivňují jak obchodní bilanci, tak i bilanci výnosů.

Prognózy poukazují na určitou stabilitu stavu běžných účtů i v letech 2020 a 2021, ovšem s velkými změnami, pokud jde o příspěvky jednotlivých hospodářských odvětví k vnější pozici. Krize COVID-19 způsobuje velký pokles vývozu i dovozu, a to v přibližně podobném poměru. I když se souhrnná čistá úvěrová pozice zemí EU příliš nemění, výrazné změny probíhají u čisté úvěrové pozice jednotlivých hospodářských odvětví. V roce 2020 zaznamenaly pozice vlád významný pokles v důsledku podpůrných opatření, která vlády přijaly za účelem zmírnění ostré recese, čímž se vyvažují vyšší čisté úspory domácností a podniků (graf 11).

- **Očekává se, že údaje týkající se běžných účtů některých zemí, které jsou čistými dlužníky a které jsou do značné míry závislé na službách cestovního ruchu, se zhorší.** To se týká zejména Chorvatska, Kypru, Řecka a Malty.
- **Značné přebytky se v roce 2020 sníží** a k významnému poklesu dojde u Německa a Nizozemska během let 2020 a 2021 dohromady.

Graf 9: Salda běžného účtu a referenční hodnoty v roce 2019

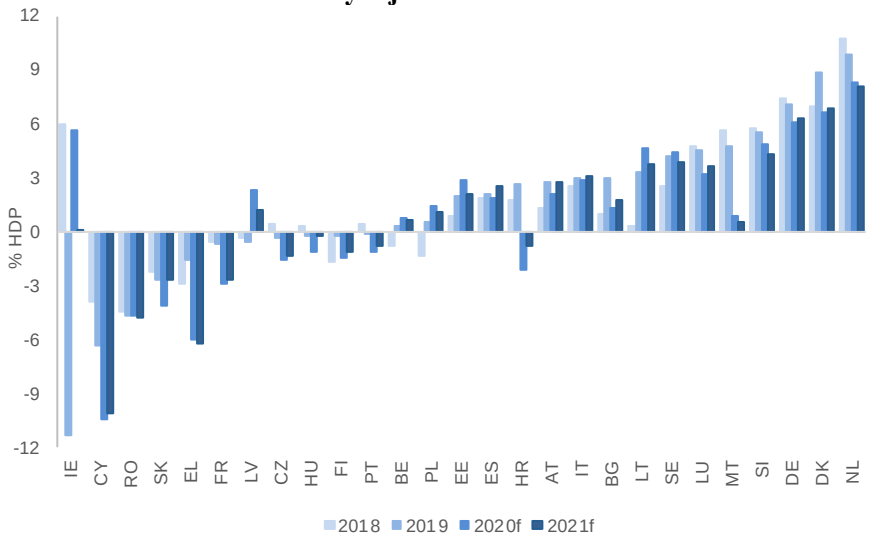


Zdroj: Eurostat a výpočty útvarů Komise.
Poznámka: Země jsou seřazeny podle salda běžného účtu v roce 2019. Cyklicky očištěná salda běžného účtu: viz poznámka pod čarou č. 23. Normy běžného účtu: viz poznámka pod čarou č. 22. Referenční hodnota běžného účtu stabilizujícího čistou investiční pozici vůči zahraničí je definována jako běžný účet nutný 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 nutný k tomu, aby v dalších deseti letech bylo dosaženo obezřetnostní prahové hodnoty čisté investiční pozice vůči zahraničí.

---

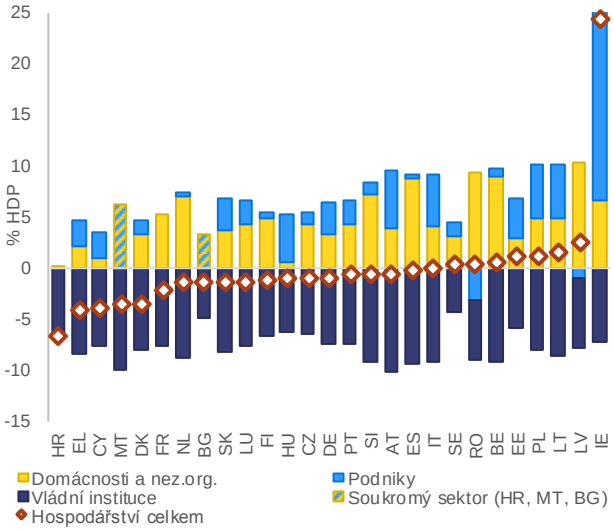
prahové hodnoty čisté investiční pozice vůči zahraničí v horizontu 20 let by znamenal přebytek ve výši 1,7 % HDP na rozdíl od přebytku ve výši 7,7 % HDP, kdyby se počítal v horizontu 10 let.

Graf 10: Vývoj sald běžného účtu



Zdroj: Eurostat, hospodářská prognóza Evropské komise z podzimu 2020 a výpočty útvarů Komise.
Poznámka: Země jsou řazeny vzestupně podle salda běžného účtu v roce 2019.

Graf 11: Změna v čistých půjčkách/výpůjčkách podle odvětví, od roku 2019 do roku 2020



Zdroj: AMECO a hospodářská prognóza Evropské komise z podzimu 2020.
Poznámka: Část změny v čistých půjčkách u sektoru podniků v Irsku je mimo škálu na výše uvedeném grafu.

Čisté investiční pozice vůči zahraničí se ve většině členských států nadále zlepšují, ale přetrvává vysoká míra vnějších závazků a krize by mohla tuto zátěž v určitých případech zvýšit. Zlepšování čisté investiční pozice vůči zahraničí pokračovalo v roce 2019 ve většině zemí EU a přispívaly k němu výsledky běžného účtu, které převyšovaly prahové hodnoty stabilizující čistou investiční pozici vůči zahraničí, růst nominálního HDP a někdy i výrazně pozitivní účinky oceňování. V řadě zemí EU však čisté investiční pozice vůči zahraničí zůstávají značné a záporné. V roce 2019 zaznamenalo 11 členských států čisté investiční pozice vůči zahraničí přesahující prahovou hodnotu srovnávacího přehledu ve výši –35 % HDP; je to o jeden stát méně než v roce 2018. V uvedených zemích jsou hodnoty nižší než hodnoty, které by se daly odůvodnit základními ekonomickými veličinami („normy čisté investiční pozice vůči zahraničí“), a v některých případech také nižší než příslušné obezřetnostní

prahové hodnoty. (graf 12)[25]. Krize brzdí zlepšení u negativnějších poměrů čisté investiční pozice vůči zahraničí k HDP.

- Některé země eurozóny mají i nadále **výrazně záporné čisté investiční pozice vůči zahraničí** nižší než –100 % HDP, např. Kypr, Řecko, Irsko a Portugalsko. V těchto čtyřech zemích jsou čisté investiční pozice vůči zahraničí značně pod normami i obezřetnostními prahovými hodnotami. V Irsku a na Kypru odráží úroveň čisté investiční pozice vůči zahraničí do značné míry přeshraniční finanční vztahy nadnárodních společností a velký význam zvláštních účelových jednotek. Tyto čtyři země spolu se Španělskem vykazují značné dluhové závazky ve své čisté investiční pozici vůči zahraničí, jak naznačuje velmi záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání[26]. V Řecku tvoří čistou investiční pozici vůči zahraničí převážně velký zahraniční veřejný dluh, často za velmi výhodných podmínek[27]. V roce 2020 by měl mít očekávaný značný pokles HDP určitý negativní vliv na jejich poměr čisté investiční pozice vůči zahraničí k HDP, u nějž se často počítá se zhoršením.
- V zemích s **méně zápornými čistými investičními pozicemi vůči zahraničí**, které přesahují prahovou hodnotu srovnávacího přehledu, jsou čisté investiční pozice vůči zahraničí nižší, než se očekává podle základních veličin pro jednotlivé země, ale někdy se blíží k obezřetnostním prahovým hodnotám nebo jsou lepší. Tyto země, konkrétně Chorvatsko, Maďarsko, Lotyšsko, Polsko, Rumunsko a Slovensko, jakož i další země střední a východní Evropy a pobaltské země, jsou často velkými čistými příjemci přímých zahraničních investic, takže údaje o čisté investiční pozici vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání jsou příznivější. Změny očekávané u uvedených zemí v roce 2020 jsou většinou mírné nebo středně velké.
- Většina **velkých kladných čistých investičních pozic vůči zahraničí** se v roce 2019 nadále zvyšovala. Německo, Dánsko a Nizozemsko zaznamenaly rekordní kladné čisté investiční pozice vůči zahraničí překračující 70 % HDP, přičemž jejich nárůstu v roce 2019 napomohly i významné účinky kladného oceňování. Čisté investiční pozice vůči zahraničí u Belgie, Malty a Lucemburska převyšují 50 % HDP. Ve všech uvedených případech je stav čisté investiční pozice vůči zahraničí viditelně nad příslušnými normami, tj. nad rámec úrovně, která by mohla být odůvodněna základními veličinami pro jednotlivé země nebo se na základě těchto veličin dala očekávat.

---

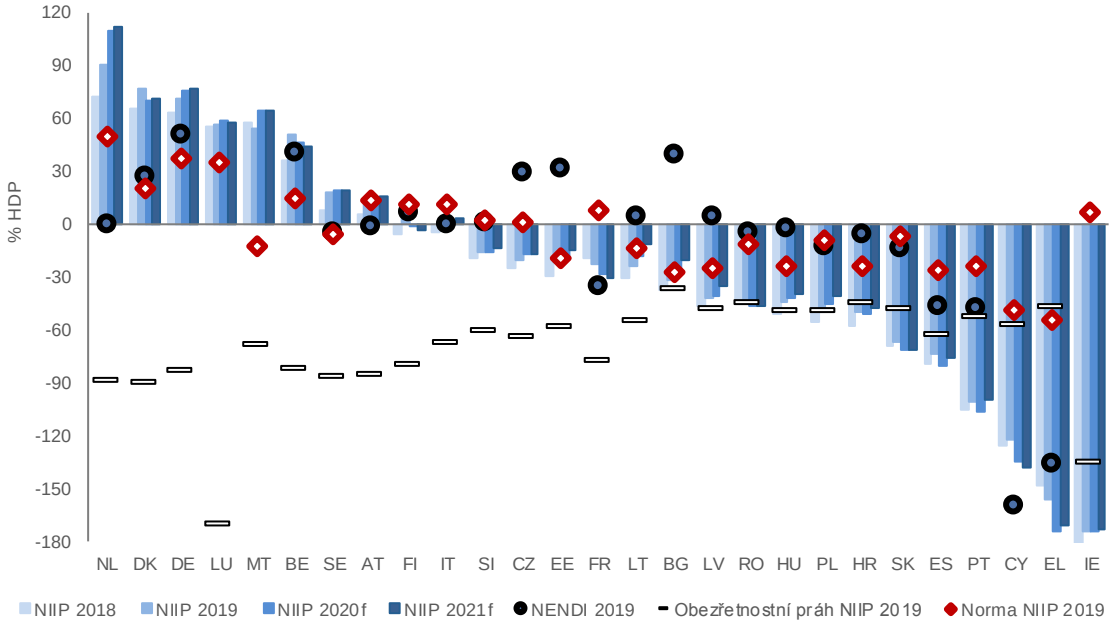
[25] Čisté investiční pozice vůči zahraničí v souladu se základními ekonomickými veličinami („normy čisté investiční pozice vůči zahraničí“) jsou získány kumulací norem běžného účtu v průběhu času (viz rovněž poznámka pod čarou č. 22). Obezřetnostní prahové hodnoty čisté investiční pozice vůči zahraničí se určí z maximalizace síly signálu při předvídání krize platební bilance, přičemž se zohlední informace týkající se jednotlivých zemí, které jsou shrnuty podle příjmu na obyvatele. Metodika pro výpočet objemu čisté investiční pozice vůči zahraničí v souladu se základními ekonomickými veličinami viz A. Turrini a S. Zeugner (2019), „Benchmarks for Net International Investment Positions“, European Economy, Discussion Paper 097/2019.

[26] Čistá investiční pozice vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání je podmnožinou čisté investiční pozice vůči zahraničí, která nezahrnuje složky čistého vlastního kapitálu, a to kapitál a kapitálové účasti v souvislosti s přímými zahraničními investicemi a přeshraniční dluh v důsledku přímých zahraničních investic v rámci společnosti a představuje čistou investiční pozici vůči zahraničí bez nástrojů bez rizika selhání. Viz též Evropská komise, „Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard“, technická poznámka; https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

[27] Zhoršení čisté investiční pozice vůči zahraničí v Řecku v roce 2019 do značné míry souvisí s účinky záporného oceňování.

Po vypuknutí krize COVID-19 došlo v některých zemích mimo eurozónu k napětí v oblasti vnějších půjček. Na začátku krize COVID-19 došlo ve většině rozvíjejících se ekonomik s plovoucími směnnými kurzy k odlivu kapitálu a depreciacím. Trhy předvídaly, že měnové orgány budou možná činit kompromisy mezi podporou svých ekonomik a stabilizací svých měn. Určité napětí bylo viditelné i u některých měn členských států mimo eurozónu, které přijaly režimy pružného směnného kurzu. K depreciacím došlo zejména v březnu a dubnu, hlavně v Maďarsku, ale tlak v květnu polevil a měny se stabilizovaly a v určitých případech v následujících měsících posílily. Sice se zdá, že napětí na finančních trzích, a tím i rizika spojená s vnějším financováním se poté snížily, ale některé členské státy mimo eurozónu mohou zůstat zranitelné v případě zvýšené averze k riziku na globálních finančních trzích nebo opětovného výskytu volatility kapitálových toků. V tomto ohledu může hrát roli řada podmínek, včetně vyhlídek na potřeby v oblasti zahraničního financování, mimo jiné ze strany vlád, a dostupnosti devizových rezerv.

Graf 12: Čisté investiční pozice vůči zahraničí v letech 2018–2021 a referenční hodnoty v roce 2019



Zdroj: Eurostat a výpočty útvarů Komise (viz též rámeček č. 1).
Poznámka: Země jsou řazeny sestupně podle poměru čisté investiční pozice vůči zahraničí (NIIP) k HDP v roce 2019. NENDI je čistá investiční pozice vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání. Koncepce normy čisté investiční pozice vůči zahraničí a obezřetnostní prahové hodnoty čisté investiční pozice vůči zahraničí viz poznámka pod čarou č. 25. NENDI pro IE, LU a MT jsou mimo škálu.

Jednotkové náklady práce v různých zemích EU v roce 2019 nadále dynamicky rostly, ale uvedené trendy s krizí COVID-19 klesají. Srovnávací přehled ukazuje ukazatel růstu jednotkových nákladů práce v roce 2019 nad prahovou hodnotu v osmi zemích, tj. stejně jako v předchozím roce: Bulharsko, Česko, Estonsko, Lotyšsko, Litva, Lucembursko, Rumunsko a Slovensko; kromě Lucemburska se všechny tyto země nacházely za prahovou hodnotou již v roce 2018. Od roku 2013 se růst jednotkových nákladů práce zrychlil v pobaltských zemích a v některých zemích střední a východní Evropy v souvislosti s vysokým hospodářským růstem, napjatým trhem práce a nedostatkem kvalifikovaných pracovníků.

Očekává se, že vývoj po propuknutí pandemie COVID-19 se bude vyznačovat jednorázovým zvýšením jednotkových nákladů práce v roce 2020 a poté bude jejich dynamika mírnější. V důsledku krize COVID-19 se předpokládá, že růst jednotkových nákladů práce bude v roce 2020 v celé EU ještě výraznější, jelikož produktivita se téměř všude snižuje. Předpokládá se však, že tento trend se v roce 2021 částečně zvrátí, jelikož díky předpokládanému hospodářskému oživení produktivita vzroste a způsobí významný pokles nebo stagnaci jednotkových nákladů práce v kontextu zpomalení růstu mezd (graf 13, horní panel).

- **Růst mezd byl v roce 2019 nadále nejsilnější hnací silou růstu jednotkových nákladů práce v mnoha zemích, ale krize nyní povede k výraznému zpomalení růstu mezd.** Krize ukončí rizika přehřívání pozorovaná do roku 2019. Očekává se, že mzdy a odměny porostou ve většině zemí EU v letech 2020 a 2021 mírnějším tempem. V roce 2020 to bude zejména důsledkem nižšího počtu odpracovaných hodin, do značné míry v souvislosti s dočasnými režimy zkrácené pracovní doby[28]. V rámci těchto režimů si pracovník udrží zaměstnání, ale pod podmínkou zkrácené pracovní doby a snížené mzdy[29].

- **Nárůst produktivity práce zůstal v roce 2019 omezený a v roce 2020 produktivitu dále negativně ovlivňuje krize.** Očekává se, že produktivita v roce 2020 prudce poklesne téměř ve všech zemích EU, pokud je měřena jako výstup na zaměstnance. Recesi v roce 2020 odpovídal pokles vstupů pracovní síly. Důvodem pro to však byla zejména zkrácená pracovní doba, zatímco počet zaměstnaných osob se změnil jen málo[30]. Pokud tedy budeme produktivitu měřit jako výstup na odpracovanou hodinu, ztráty se budou jevit mírnější (graf 13, čtvrtý panel). Významnému a velmi rozšířenému zadržování pracovní síly zaznamenanému v celé EU velmi pomohlo intenzivní využívání vládami dotovaných režimů zkrácené pracovní doby[31]. Jakmile v roce 2021 započne oživení, očekává se skokové zvýšení údajů o produktivitě. Avšak pokud jde o její úroveň, předpokládá se, že produktivita zůstane ve většině případů přibližně ve stavu před krizí nebo pod ním.

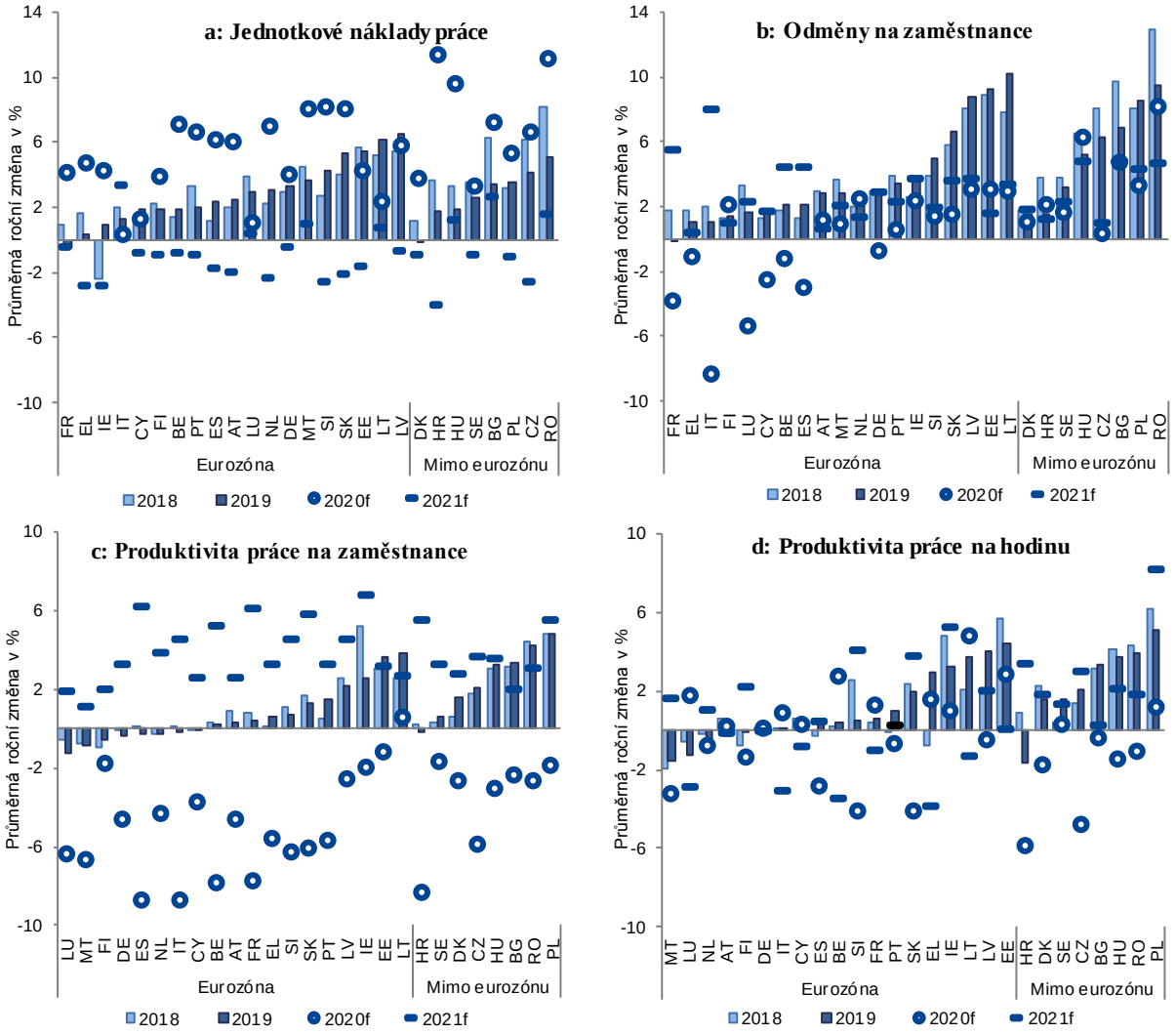
[28] 10 členských států EU, které měly zavedeny rámce pro poskytování podpory příjmů při zkrácené pracovní době již před pandemií COVID, své stávající rámce upravily tak, aby odpovídaly otřesům způsobeným touto pandemií. V jiných zemích byla podobná opatření zavedena na bázi *ad hoc* (viz rovněž rámeček č. 2 a Evropská komise (2020), „Labour Market and Wage Developments in Europe 2020“, připravuje se). Pro financování těchto režimů bude použit nástroj SURE, který zpřístupnila Komise.

[29] Zdá se, že pokles odměn na zaměstnance je výraznější v zemích, kde je podpora příjmů klasifikována spíše jako transfery od vládních institucí, než jako příjem ze zaměstnání.

[30] V průměru se odhaduje se, že v celé eurozóně je 75 % snížení celkového počtu odpracovaných hodin v první polovině roku 2020 důsledkem snížení průměrného počtu odpracovaných hodin a zbytek důsledkem snížení počtu zaměstnanců. Viz ECB (2020), Economic Bulletin, vydání 6/2020.

[31] Botelho V, A. Consolo a A. Dias da Silva (2020), „A preliminary assessment of the impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market“, ECB Economic Bulletin, vydání 5/2020, Evropská centrální banka. OECD (2020), „Policy Responses to Coronavirus (COVID-19) – Job retention schemes during the COVID-19 lockdown and beyond“, 3. srpna 2020, https://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/job-retention-schemes-during-the-covid-19-lockdown-and-beyond-0853ba1d/#biblio-d1e2009.

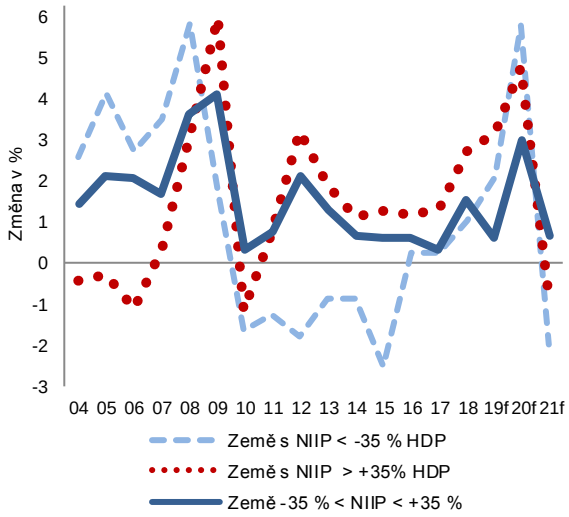
Graf 13: Růst jednotkových nákladů práce v posledních letech, odměny a produktivita



Zdroj: AMECO; údaje za roky 2020 a 2021 pocházejí z hospodářské prognózy Evropské komise z podzimu 2020. Údaje odkazují na počet zaměstnanců a počet zaměstnaných osob.
Poznámka: V každém grafu jsou země řazeny vzestupně podle příslušné proměnné v roce 2019.

Z hlediska eurozóny se očekává, že vývoj jednotkových nákladů práce bude o něco méně příznivý pro obnovování rovnováhy než v minulosti. V roce 2019 byl růst jednotkových nákladů práce mírně vyšší v řadě zemí, které jsou čistými věřiteli, včetně Německa, Lucemburska a Nizozemska, než v některých zemích, které jsou čistými dlužníky, včetně Kypru, Řecka, Irska, Španělska a Portugalska. Avšak pokud jde o roky 2020 a 2021 dohromady, předpokládá se, že růst jednotkových nákladů práce se bude zvyšovat téměř stejnou rychlostí v obou skupinách zemí, a proto nebude přispívat k dalšímu obnovování rovnováhy u vnějších pozic (graf 14). Řada zemí, které jsou čistými dlužníky, byla zároveň mezi zeměmi, které byly krizí COVID-19 zasaženy více (viz též oddíl 2), a proto zaznamenaly výraznější oslabení ekonomické aktivity, takže tlak na náklady a mzdy by v pozdějších fázích mohl být v uvedených zemích méně rozšířený.

Graf 14: Růst jednotkových nákladů práce v celé eurozóně



Zdroj: AMECO, údaje za roky 2020 a 2021 pocházejí z hospodářské prognózy Evropské komise z podzimu 2020.
Poznámky: Zeměmi s čistou investiční pozicí vůči zahraničí > +35 % HDP jsou DE, LU, NL, BE, MT. Zeměmi s čistou investiční pozicí vůči zahraničí mezi 35 % a –35 % HDP jsou FI, EE, IT, LT, FR, SI, AT. Zbývající skupinu tvoří země, které se nacházejí v čisté investiční pozici vůči zahraničí < –35 % HDP. Rozdělení zemí je založeno na průměrných hodnotách čisté investiční pozice vůči zahraničí v období 2017–2019. Země, které jsou čistými věřiteli, zaznamenaly ve stejném období průměrný přebytek běžného účtu. Údaje vycházejí z váženého průměru HDP pro všechny tři skupiny zemí.

Dynamika reálného efektivního směnného kurzu je čím dál více poháněna volatilitou nominálních směnných kurzů. Mezi lety 2016 a 2018 byly reálné efektivní směnné kurzy v mnoha členských státech na vzestupu, a to s ohledem na zhodnocování eura (graf 15). Ztráta konkurenceschopnosti byla nejzjevnější při jejím měření v jednotkových nákladech práce. V roce 2019 se však konkurenceschopnost zlepšila díky přechodné depreciaci eura. Vzhledem k tomuto vývoji v roce 2019 se pouze Estonsko nacházelo za prahovými hodnotami kvůli zhodnocenému reálnému efektivnímu směnnému kurzu založenému na HISC, přičemž v roce 2018 to bylo šest zemí, což odráželo rovněž změněnou dynamiku inflace. V dalších fázích se očekává, že zhodnocení eura v roce 2020 způsobí globální ztráty konkurenceschopnosti ve všech zemích eurozóny, zatímco u měn některých zemí mimo eurozónu se projevila depreciace.

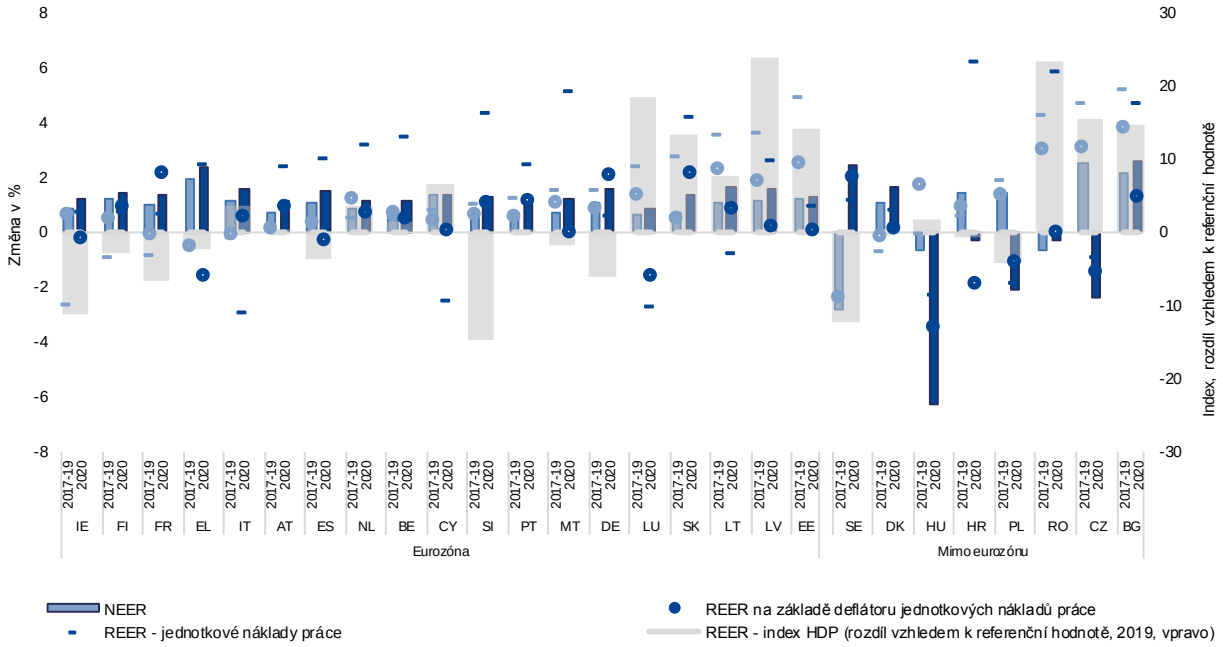
- **Nominální depreciace byly v roce 2019 běžné, ale v roce 2020 lze pozorovat větší rozdíly mezi zeměmi, pokud jde o vývoj měn.** Většina zemí EU zaznamenala v roce 2019 nominální depreciaci, která byla ještě silnější u některých členských států mimo eurozónu, konkrétně v Maďarsku, Rumunsku a Švédsku. V roce 2020 po vypuknutí pandemie COVID-19 se euro začalo znovu zhodnocovat. Mimo eurozónu sledovaly měny buď obecně stejný trend jako euro, nebo výrazně posilovaly (Švédsko), nebo výrazně oslabovaly, zejména v případě Maďarska a v menší míře u Česka a Polska.

- **Reálné efektivní směnné kurzy založené na jednotkových nákladech práce v roce 2019 ve většině členských států posilovaly, ale méně než v posledních letech a krize trendy zhodnocování dále tlumí.** Zejména řada zemí střední a východní Evropy zaznamenala i v roce 2019 silnější reálné zhodnocení. Sem patří některé země eurozóny, zejména pobaltské země a Slovensko, a země mimo eurozónu, zejména Bulharsko, Česko a Rumunsko. Mezi zeměmi, které jsou čistými věřiteli, došlo k výraznému zhodnocení reálného efektivního směnného kurzu pouze u Německa a Malty. Po prognóze reálných zhodnocení pro rok 2020 ve většině zemí, která odrážela přechodné výkyvy v jednotkových nákladech práce, předpovídaný utlumený růst

jednotkových nákladů práce pro rok 2021 zřejmě také povede k útlumu reálného zhodnocování ve většině zemí EU.

- **Ve většině členských států stále dochází ke stlačování rozpětí cen a nákladů.** Dynamika reálných efektivních směnných kurzů založených na jednotkových nákladech práce, která převyšuje dynamiku reálných efektivních směnných kurzů založených na HDP, se projevovala v posledních letech a trvala až do roku 2019, i když byla pomalejší, což svědčí o dalším stlačování rozpětí cen a nákladů[32]. Tento trend pokračoval v roce 2020 a nejviditelněji se projevoval u některých zemí střední a východní Evropy, Belgie, Řecka, Malty a Španělska.
- **I měření reálných efektivních směnných kurzů naznačuje, že vývoj nákladové konkurenceschopnosti může být v budoucnu méně příznivý pro obnovování rovnováhy než v minulosti.** Předpokládá se, že velké země, které jsou čistými dlužníky, nebo země, které byly recesí COVID-19 postiženy více, jako je Chorvatsko, Francie, Itálie, Portugalsko nebo Španělsko, zaznamenají v letech 2020 a 2021 ve srovnání s Německem a Nizozemskem pouze omezený nebo žádný nárůst konkurenceschopnosti.
- **Úroveň indexů reálného efektivního směnného kurzu se zdá být vyšší než referenční hodnota většinou v členských státech, které se vyznačovaly delšími trendy silné relativní cenové dynamiky.** To platí zejména pro země střední a východní Evropy.

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



Zdroj: AMECO, údaje za roky 2020 a 2021 pocházejí z hospodářské prognózy Evropské komise z podzimu 2020.
Poznámka: Země jsou řazeny vzestupně podle průměrné roční změny reálného efektivního směnného kurzu (REER) na základě deflátoru jednotkových nákladů práce v letech 2017 až 2019. REER a nominální efektivní směnný kurz (NEER) se

[32] 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.

vypočítávají vůči 37 obchodním partnerům. Úroveň indexu REER založeného na HDP je vyjádřena jako procentní rozdíl oproti referenční hodnotě představující REER v souladu se základními ekonomickými veličinami. Údaje v grafu znázorňují rozdíl mezi pozorovanou úrovní REER vzhledem k referenční úrovni REER: kladné hodnoty indexu ukazují nadhodnocení a záporné hodnoty indexu podhodnocení[33].

Růst podílu na světovém vývozu se v roce 2019 zpomalil a ve většině členských států se očekává jeho další pokles. V roce 2019 nezaznamenal žádný členský stát ztráty podílu na světovém vývozu pod prahovou hodnotou srovnávacího přehledu (na základě kumulované změny podílu za 5 let). Pandemie COVID vytváří mnohem odlišnější obchodní prostředí s důsledky pro podíly na vývozních trzích.

- **Očekává se, že podíl na světovém vývozu v roce 2020 klesne přibližně v polovině členských států EU.** Krize výrazněji omezuje obchod uvnitř EU ve srovnání s obchodem se zeměmi mimo EU. Je tomu tak proto, že krize COVID zatím postihla EU ve srovnání s jinými oblastmi světa více. Vzhledem k tomu, že země EU obchodují především mezi sebou, jejich hlavní vývozní trhy se ve srovnání s trhy ostatních oblasti světa zmenšily, což rovněž znamená ztrátu podílů na trhu pro většinu zemí EU.
- **Podíl na světovém vývozu nejvýrazněji klesá u zemí, které intenzivně vyvážejí služby, zejména cestovní ruch.** Klesá zejména obchod se službami, konkrétně s cestovním ruchem, který je silně ovlivněn omezením cestování do zahraničí a měnícím se chováním spotřebitelů. Největší pokles podílu na světovém vývozu se v roce 2020 předpokládá v Chorvatsku, na Kypru, v Řecku, Francii, Itálii, Portugalsku a Španělsku, jelikož všechny tyto země se vyznačují silnou závislostí na odvětví cestovního ruchu, které utrpělo velké ztráty. Podíly na světovém vývozu Německa a Nizozemska by se naopak měly zvýšit.

3.2 Soukromý dluh a trhy s bydlením

Dluh soukromého sektoru jako podíl na HDP až do roku 2019 ve většině členských států díky příznivému ekonomickému vývoji klesal, ale v některých zemích zůstává úroveň zadlužení vysoká. V roce 2019 překročilo prahovou hodnotu srovnávacího přehledu pro celkový soukromý dluh 11 členských států, zatímco v roce 2018 to bylo 12 členských států: Kypr, Dánsko, Irsko, Lucembursko, Nizozemsko a Švédsko zaznamenaly poměr soukromého dluhu k HDP přesahující 200 %, což rovněž odráží velký význam nadnárodních společností a zvláštních účelových jednotek v několika z těchto zemí. Belgie, Finsko, Francie a Portugalsko zaznamenaly nižší úrovně, ale rovněž se nacházejí za prahovou hodnotou. Zadlužení se v jednotlivých zemích značně liší s ohledem na strukturální faktory specifické pro jednotlivé země, které tyto rozdíly odůvodňují. Zadlužení se však v některých zemích EU jeví jako vysoké i ve srovnání s referenčními hodnotami, které představují tyto základní ekonomické veličiny dané země. V některých zemích se zadlužení zdá být vysoké i s ohledem na obezřetnostní prahové hodnoty[34].

---

[33] Metodika výpočtu těchto referenčních hodnot založených na základních veličinách vychází ze sdělení pro pracovní skupinu EPC LIME nazvaného „Benchmarks for the assessment of real effective exchange rates“, které bylo předloženo dne 15. června 2020.

[34] Referenční hodnoty zadlužení pro jednotlivé země vypracovala Evropská komise ve spolupráci s pracovní skupinou EPC LIME (Evropská komise, „Benchmarks for the assessment of private debt“, Note for the Economic Policy Committee, ARES (2017) 4970814), a J.-C. Bricongne, L. Coutinho, A. Turrini a S. Zeugner, „Is Private Debt Excessive?“, *Open Economies Review*, 3, 471–512, 2020. Referenční hodnoty vycházející ze základních veličin umožňují posoudit soukromý dluh vzhledem k hodnotám, jež lze vysvětlit pomocí základních

- **Snižování zadluženosti soukromého sektoru pokračovalo i v roce 2019, přičemž většina zemí EU zaznamenala nižší míru zadlužení soukromého sektoru.** Snížení poměru dluhu k HDP mezi roky 2018 a 2019 bylo způsobeno především růstem nominálního HDP („pasivní snižování zadluženosti“), jelikož v posledních letech se v rostoucím počtu zemí zrychlilo poskytování úvěrů.

- **V posledních letech byly půjčky stále dynamičtější, zejména v sektoru domácností**. Navzdory převážně kladným čistým úvěrovým tokům poměr dluhu k HDP u nefinančních podniků v letech 2018 až 2019 ve všech zemích EU s výjimkou Dánska, Finska, Francie, Německa, Lucemburska a Švédska klesal. Pokud jde o domácnosti, snížení míry zadlužení bylo zaznamenáno pouze asi v polovině členských států. V posledních letech byla dynamika výše dluhu (transakce ovlivňující objem úvěrů a nesplacených dluhových cenných papírů) poměrně silná, pokud jde o domácnosti (viz zpráva mechanismu varování 2020). Stejný vývoj byl opět pozorován v letech 2018 až 2019.

- **Dluh nefinančních podniků zůstal v řadě zemí v roce 2019 nad referenční hodnotou.** V Belgii, na Kypru, v Dánsku, Francii, Irsku, Lucembursku, Nizozemsku, na Maltě, v Portugalsku, Španělsku a Švédsku byly dluhy nefinančních podniků nad úrovní odůvodněnou jak základními ekonomickými veličinami, tak obezřetnostními prahovými hodnotami. Očekává se, že dluh nefinančních podniků se bude v roce 2020 v Rakousku, Chorvatsku, Řecku a Itálii blížit obezřetnostním prahovým hodnotám a ve Finsku bude nadále překračovat obezřetnostní úroveň (graf 16). V řadě zemí, zejména v Belgii, na Kypru, v Irsku, Lucembursku a Nizozemsku, je dluh nefinančních podniků významně ovlivněn přeshraničním vnitropodnikovým dluhem a dluhem zvláštních účelových jednotek.

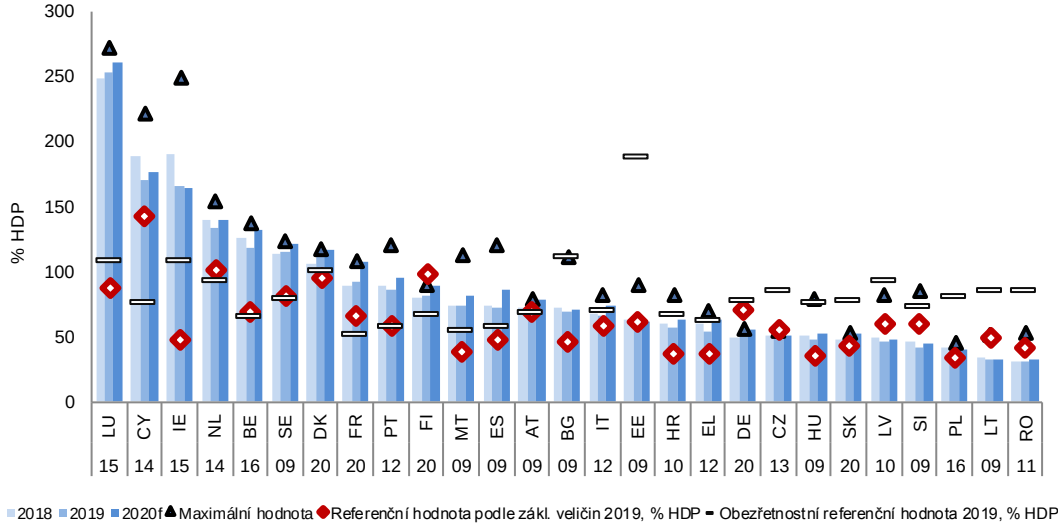
- **Zadlužení domácností zůstalo v roce 2019 v několika členských státech nad referenčními hodnotami.** V Dánsku, Finsku, Francii, Řecku, Nizozemsku, Portugalsku, Španělsku a Švédsku jsou úrovně zadlužení vyšší než referenční hodnota založená na základních veličinách i než obezřetnostní prahové hodnoty (graf 21). Zadlužení domácností překračuje obezřetnostní úroveň v Belgii a na Kypru a blíží se obezřetnostním prahovým hodnotám v Rakousku, Německu a Itálii. V některých zemích se míra zadlužení v sektoru domácností zdá být výrazně vyšší, pokud se počítá jako podíl hrubého disponibilního příjmu domácností. Tak je tomu v případě Irska, Lucemburska a Malty.

Zdá se, že míra zadlužení soukromého sektoru se v roce 2020 ve většině členských států zvyšuje, zejména pokud jde o nefinanční podniky. Odhady poměru dluhu k HDP u nefinančních podniků a domácností (na základě dostupných informací z měsíčních údajů o výši dluhu) poukazují na nezanedbatelný nárůst ve většině zemí EU. Takové zvýšení míry zadlužení je z velké části mechanickým důsledkem snížených údajů o HDP ve jmenovateli tohoto poměru. Avšak zejména pokud jde o nefinanční podniky, hraje roli také dynamika výše dluhu. Očekává se, že čisté úvěrové toky budou v roce 2020 ve většině zemí EU, zejména v Belgii, Finsku, Francii, Irsku, Lucembursku, Španělsku a Švédsku, skutečně značné, v některých případech výrazně větší než v roce 2019.

---

ekonomických veličin, přičemž jsou odvozeny z regresních modelů zachycujících hlavní faktory růstu úvěrů a zohledňujících danou původní výši dluhu. Obezřetnostní prahové hodnoty představují míru zadlužení, nad níž je pravděpodobnost bankovní krize relativně vysoká; uvedená míra je založena na maximalizaci síly signálu při předvídání bankovních krizí prostřednictvím minimalizace pravděpodobnosti nezachycení krize a falešných poplachů a pomocí zahrnutí informací o kapitalizaci bank, veřejném dluhu a úrovni hospodářského rozvoje v jednotlivých zemích.

Graf 16: Dluh nefinančních podniků



Zdroj: Účty odvětvové finanční rozvahy Eurostatu – úvěry (F4) plus dluhové cenné papíry (F3), AMECO a odhady útvarů Komise (viz rámeček č. 1).
Poznámka: Země jsou řazeny sestupně podle poměru dluhu nefinančních podniků k HDP v roce 2019. Číslo uvedené pod kódem země znamená rok, ve kterém uvedená míra zadlužení dosáhla nejvyšší hodnoty. Definice referenčních hodnot založených na základních veličinách a obezřetnostních prahových hodnot viz poznámka pod čarou č. 34.

Pokud jde o nefinanční podniky, prudké ztráty a nedostatek likvidity vysvětlují zvýšené potřeby v oblasti půjček v roce 2020.

- **Míra zadlužení se v roce 2020 zdá být na vzestupu, zejména v zemích, kde pandemie COVID-19 závažněji ovlivňuje zisky a peněžní toky nefinančních podniků.** Obecně platí, že země, kde se očekává výrazný pokles čistých provozních zisků podniků v roce 2020, měly tendenci vykazovat nejvyšší čisté úvěrové toky (transakce) jako podíl HDP v roce 2019 (viz graf 20).

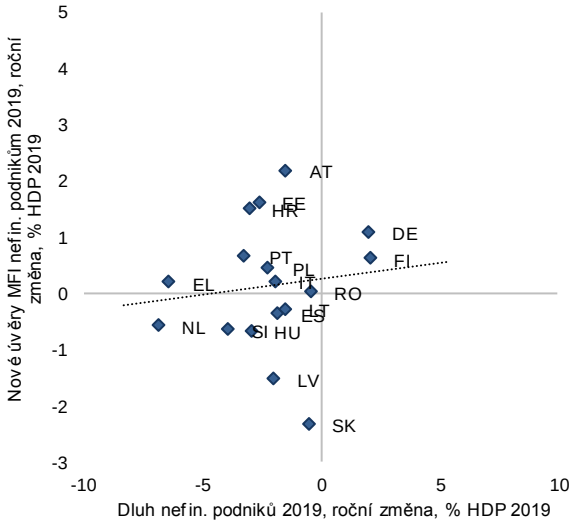
- **K financování provozního kapitálu nefinančních podniků pro vytvoření rezerv v oblasti likvidity byly zapotřebí vyšší půjčky, což znamená, že čistý dluh nefinančních podniků se nezvýšil tolik jako hrubý dluh.** Část půjček byla použita na doplnění a posílení hotovostních rezerv s cílem vyrovnat se se zvýšenou nejistotou ohledně hospodářské situace a těžit z dočasných zvláštních opatření na podporu úvěrových toků. Půjčky na financování investic hrály nepatrnou roli. Celkově se navzdory značným půjčkám v roce 2020 očekává, že úsporná pozice podniků výrazně neklesne. Kromě toho se očekává, že kvůli nižším investicím vzrostou čisté úspory podniků ve všech zemích EU (viz graf 11).

- **Půjčky byly usnadněny řadou politických opatření.** Kromě rozsáhlého poskytování likvidity bankám měnovými orgány a přizpůsobení obezřetnostních předpisů pomohly vládní úvěrové záruky udržet úvěrové toky, zejména pro malé a střední podniky.

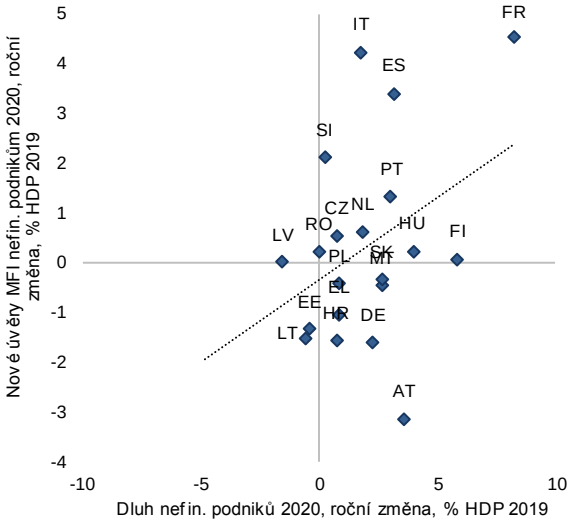
- **Ke zvýšení dynamiky dluhu v roce 2020 přispívají moratoria na splácení dluhu.** Zpoždění při splácení dluhu nefinančními podniky, jež umožnila moratoria v celé EU, ať už jako vládní opatření, nebo jako dobrovolná iniciativa věřitelů, znamená mechanické zvýšení dynamiky výše dluhu. To potvrzuje mnohem silnější pozitivní vztah v roce 2020 mezi změnou dluhu nefinančních podniků a „čistě novými“ úvěry poskytnutými měnovými finančními institucemi (bez nových sjednání a splátek), než jaký byl zaznamenán v roce 2019 (viz graf 17 a graf 18). V roce 2020 tak byla dynamika dluhu méně ovlivněna splátkami ve srovnání s minulostí, nejspíše v důsledku moratorií.

- **Do budoucna se očekává, že dynamika poměru dluhu k HDP bude z řady důvodů mírnější.** Za prvé se očekává, že mechanický nárůst míry zadlužení kvůli snížení jmenovatele bude mít krátkou životnost, neboť poměr dluhu k HDP v roce 2020 se zvýší zejména v důsledku dočasného cyklického hospodářského útlumu (viz graf 19). Za druhé, mimořádná opatření zavedená v roce 2020 budou postupně zrušena. Vypršení dluhových moratorií povede k vyššímu objemu splátek. Postupné rušení úvěrových záruk bude znamenat omezení možností půjček pro podniky nacházející se v zoufalé situaci. Údaje z šetření navíc naznačují, že v budoucnu může dojít ke zpřísnění úvěrových podmínek[35]. Za třetí, nefinanční podniky budou mít možnost vyčerpat rezervy v oblasti likvidity jako alternativu k novým výpůjčkám.
- **Dlouhotrvající potíže sektoru nefinančních podniků mohou negativně ovlivnit vyhlídky na investice a splácení dluhu.** Ziskovost bude i nadále silně ovlivněna zejména v odvětvích služeb, která jsou zranitelnější v důsledku pandemie. To může znamenat nejen utlumené investice, ale také obtíže při splácení stávajícího dluhu. V obecnější rovině bude skončení platnosti dluhových moratorií spojeno s vyšším dluhovým břemenem kvůli nahromaděným úrokům.

Graf 17: Nové úvěry od měnových finančních institucí pro nefinanční podniky vs. vývoj dluhu nefinančních podniků vůči HDP, 2019



Graf 18: Nové úvěry od měnových finančních institucí pro nefinanční podniky vs. vývoj dluhu nefinančních podniků vůči HDP, 2020



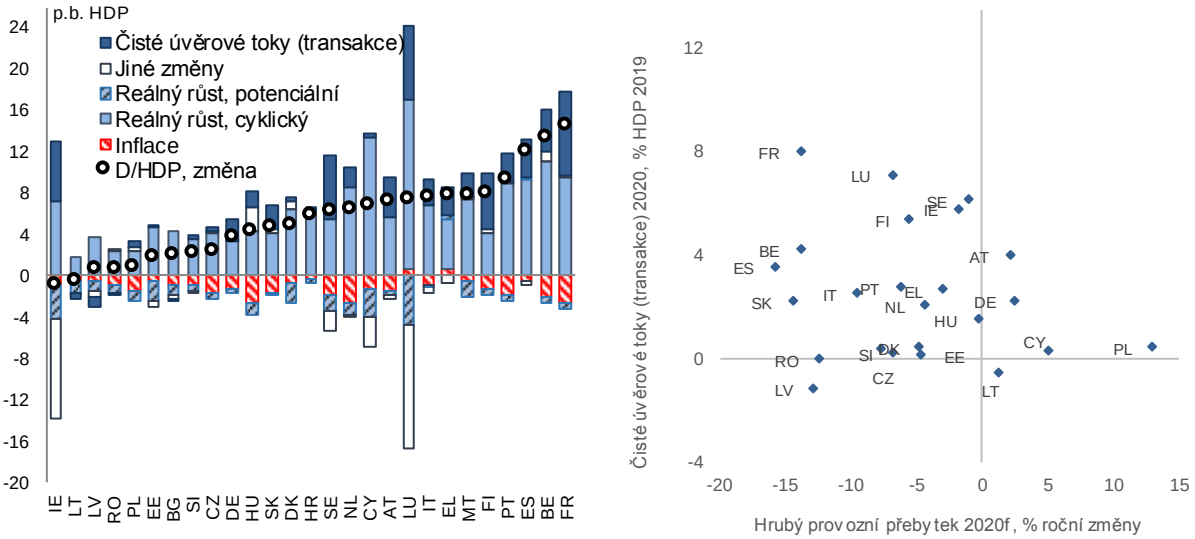
Zdroj: Databáze ECB MIR, AMECO, Eurostat a výpočty útvarů Komise (viz také rámeček č. 1 pro prognózy soukromého dluhu).

Poznámka: Nové úvěry od měnových finančních institucí se týkají „čistě nových“ úvěrů poskytnutých měnovými finančními institucemi (MFI) a zahrnují pouze nové úvěry poskytnuté ze strany MFI nefinančním podnikům, bez nových sjednání a splátek. Vyloučeny jsou Belgie, Kypr a Lucembursko jakožto odlehlé hodnoty a Bulharsko, Dánsko, Irsko a Švédsko z důvodu dostupnosti údajů.

Graf 19: Rozčlenění změny v poměru dluhu nefinančních podniků k HDP (2019–2020)

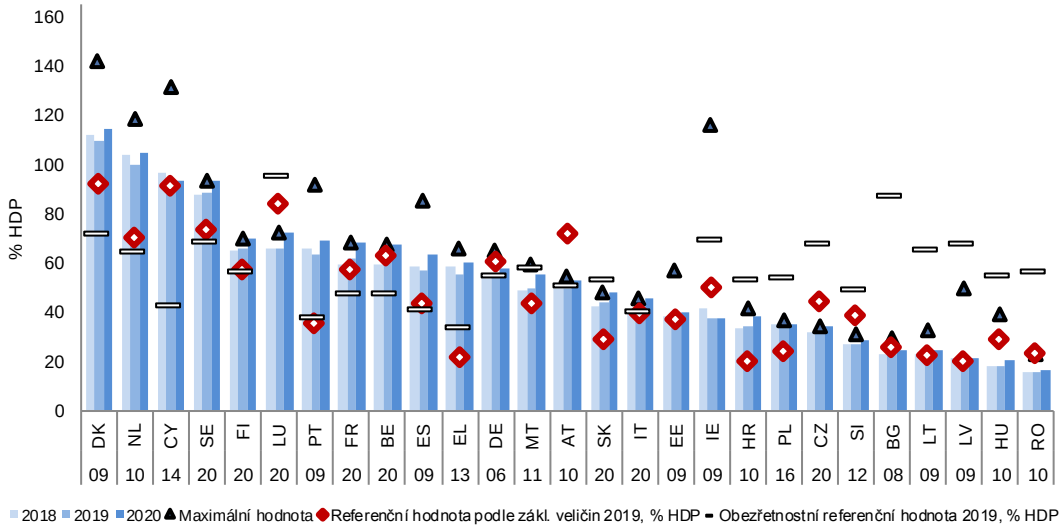
Graf 20: Vývoj hrubého provozního přebytku v roce 2020 a čistých úvěrů (transakcí) pro nefinanční podniky

[35] ECB (2020): Průzkum bankovních úvěrů v eurozóně – druhé čtvrtletí 2020, červenec 2020.



Zdroj: AMECO, Eurostat a odhady útvarů Komise (viz rámeček č. 1) a výpočty založené na měsíčních údajích ECB o úvěrech MFI a transakcích s dluhovými cennými papíry (tocích) se soukromým sektorem z databáze BSI, hospodářská prognóza Evropské komise z podzimu 2020.
Poznámka: Čisté úvěrové toky (dluhové transakce) odpovídají transakcím s úvěry (F4) a dluhovými cennými papíry (F3) z účtů odvětvových finančních transakcí Eurostatu. Hrubý provozní přebytek nefinančních podniků není k dispozici pro Bulharsko, Chorvatsko a Maltu.

Graf 21: Zadlužení domácností



Zdroj: Účty odvětvové finanční rozvahy Eurostatu – úvěry (F4) plus dluhové cenné papíry (F3), AMECO a odhady útvarů Komise (viz rámeček č. 1).
Poznámky: Země jsou řazeny sestupně podle poměru dluhu domácností k HDP v roce 2019. Číslo uvedené pod kódem země znamená rok, ve kterém uvedená míra zadlužení dosáhla nejvyšší hodnoty. Definice referenčních hodnot založených na základních veličinách a obezřetnostních prahových hodnot viz poznámka pod čarou č. 34.

Pokud jde o domácnosti, zdá se, že pandemie COVID-19 vedla k utlumenější dynamice půjček v souvislosti s omezenými vyhlídkami na příjmy a vyššími úsporami.

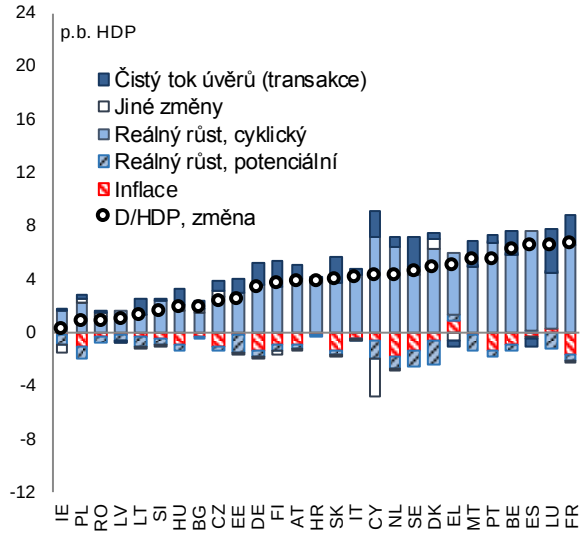
- **Očekává se, že čisté úvěrové toky (dluhové transakce) pro domácnosti se v roce 2020 ve většině zemí EU blíží nule nebo jsou mírné.** Jak je patrné z graf 22, rostoucí poměr dluhu domácností k HDP je do značné míry způsoben propadem HDP, a nikoli úvěrovými a zajišťovacími transakcemi, které jsou poměrně omezené, a zdá se, že ve srovnání s rokem 2019 téměř ve všech zemích EU poklesly. Zpomalení půjček u domácností se zdá být odůvodněno

zhoršením vyhlídek na příjmy domácností spolu se zvýšením úspor, které je částečně preventivní a částečně způsobené omezujícími opatřeními, která omezují možnosti spotřeby. Rozdíly mezi jednotlivými zeměmi mohou souviset s přísností omezení volného pohybu osob a zastavením nákupů obytných nemovitostí, s různou mírou vládní podpory příjmů domácností a úvěrových podmínek, a také s podmínkami na trhu s bydlením.

- **Navzdory vlivu moratorií dochází ke zpomalení půjček domácností.** Stejně jako v případě nefinančních podniků mají dluhová moratoria pozitivní vliv na vývoj výše dluhu v důsledku nižších splátek. Z tohoto důvodu se zdá, že výše zadlužení domácností klesá pomaleji.

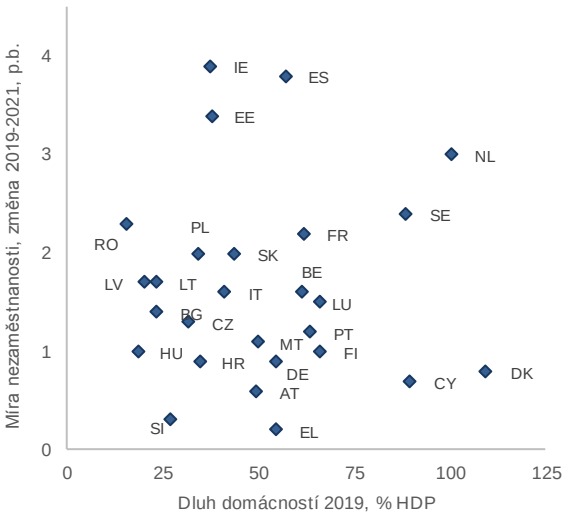
- **Dynamika zadlužení domácností pravděpodobně zůstane utlumená a v důsledku zhoršování trhů práce se mohou objevit potíže se splácením.** Navzdory pokračujícím podpůrným finančním podmínkám a vládním opatřením ke zmírnění dopadů krize na trh práce a na domácnosti zůstanou příjmy domácností pod tlakem. Zejména se očekává, že po poklesu, který probíhal do roku 2020, míra nezaměstnanosti v průběhu roku 2021 celkově vzroste. To bude odrážet také ztrátu pracovních míst po postupném zrušení opatření, která vlády přijaly s cílem zmírnit dopad pandemie, zejména dotovaných režimů zkrácené pracovní doby, které by měly být dočasné, aby se zabránilo udržování pracovních míst v podnicích, které nejsou životaschopné. Větší potíže domácností se splácením dluhu by se mohly projevit i v zemích, které se již vyznačují poměrně vysokým dluhovým zatížením domácností (graf 23).

Graf 22: Rozčlenění změny v poměru dluhu domácností k HDP (2019–2020)



Zdroj: Čisté úvěrové toky (dluhové transakce) odpovídají transakcím s úvěry (F4) a dluhovými cennými papíry (F3) z účtů odvětvových finančních transakcí Eurostatu. Dalšími zdroji jsou AMECO a odhady útvarů Komise (viz rámeček č. 1) a výpočty založené na měsíčních údajích ECB o úvěrech MFI a transakcích s dluhovými cennými papíry (tocích) se soukromým sektorem z databáze BSI.

Graf 23: Zadlužení domácností a nezaměstnanost



Zdroj: AMECO, údaje za roky 2020 a 2021 pocházejí z hospodářské prognózy Evropské komise z podzimu 2020.

Ceny obytných nemovitostí až do začátku roku 2020 rostly a v některých případech se zrychlily.

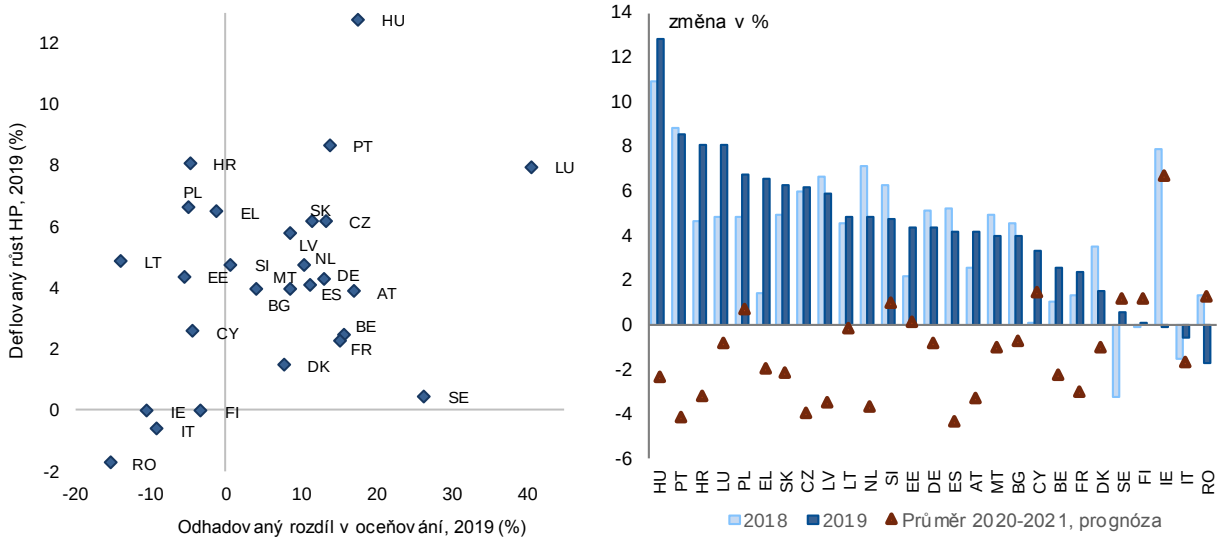
- **V roce 2019 vykázalo růst reálných cen obytných nemovitostí nad prahovou hodnotu srovnávacího přehledu osm členských států** (Chorvatsko, Česko, Řecko, Maďarsko, Lucembursko, Polsko, Portugalsko a Slovensko), o jeden více než v roce 2018. To celkově potvrdilo pokračování dynamického růstu cen obytných nemovitostí, který byl pozorován přibližně od poloviny tohoto desetiletí.
- **Ceny obytných nemovitostí v roce 2019 rostly téměř ve všech zemích EU a ke zrychlení došlo v letech 2018 až 2019 ve většině členských států.** Zpomalení bylo naopak zaznamenáno v Bulharsku, Dánsku, Německu, Irsku, Lotyšsku, na Maltě, v Nizozemsku, Rumunsku, Španělsku a Slovinsku.
- **Nedávný pozitivní trend růstu cen obytných nemovitostí byl způsoben především základními ekonomickými veličinami.** V souvislosti se zpožděným přizpůsobováním nabídky bydlení byly hlavními faktory nedávné poptávky po službách v oblasti bydlení nízké úrokové sazby a zvyšující se příjmy z práce. Zrychlení růstu hypotečního dluhu se projevilo až poté, co se zrychlení cen obytných nemovitostí konsolidovalo a rozšířilo se v celé EU.
- **Silný růst cen obytných nemovitostí lze pozorovat také v členských státech, které vykazují známky nadhodnocení** (graf 24). V některých zemích se známkami nadhodnocení bylo zaznamenáno určité zpomalení cen mezi roky 2018 a 2019. Tak tomu však nebylo v jiných významných případech, včetně Lucemburska a Švédska[36].
- **Většina členských států v roce 2019 vykazovala známky nadhodnocení.** Srovnání cenových indexů s referenčními hodnotami naznačuje rozsáhlé důkazy o nadhodnocení. Omezení dostupnosti bydlení potvrzují odhady cenových úrovní. Přibližně v polovině zemí EU je zapotřebí více než 10letého příjmu pro koupi obytné nemovitosti o výměře 100 metrů čtverečních[37].

Graf 24: Změny deflovaných cen obytných nemovitostí a rozdíly v oceňování v roce 2019

Graf 25: Vývoj růstu deflovaných cen obytných nemovitostí

[36] Rozdíly v oceňování cen obytných nemovitostí se vypočítávají s ohledem na referenční hodnoty, aby bylo možné zachytit dopad ceny obytných nemovitostí v jednotlivých zemích. Syntetické odchylky ocenění jsou založeny na odchylce získané z různých referenčních hodnot: i) odchylka poměru cena-příjem od dlouhodobých průměrných hodnot; ii) odchylka poměru cena-výše nájemného od dlouhodobých průměrných hodnot; iii) odchylka od referenčních hodnot založených na regresi s ohledem na základní ekonomické veličiny týkající se nabídky a poptávky (viz N. Philiponnet a A. Turrini (2017), „Assessing House Price Developments in the EU“, diskusní dokument Evropské komise 048, květen 2017). Při výpočtu referenčních hodnot založených na regresi jsou cyklické vysvětlující proměnné zpracovány pomocí Hodrick-Prescottova filtru, aby se omezila jejich volatilita.

[37] Odhady úrovně cen se získávají na základě údajů z národního účtu a údajů ze sčítání lidu, domů a bytů, nebo pokud nejsou k dispozici, na základě informací zveřejněných na internetových stránkách realitních makléřů. Viz J. C. Bricongne et al. (2019), „Assessing House Prices: Insights from „Houselev“, a Dataset of Price Level Estimates“, European Economy, diskusní dokument č. 101, červenec 2019.



Zdroj: Eurostat a výpočty útvarů Komise.

Poznámka: Rozdíl v nadhodnocení je odhadován jako průměr ze tří hodnot: odchylky v poměrech ceny k příjmu a ceny k pronájmu od jejich dlouhodobých průměrných hodnot a rozdíly v ocenění získané z regresního modelu faktorů určujících ceny obytných nemovitostí (viz poznámka pod čarou č. 36). Prognózy cen obytných nemovitostí vycházejí z regresního modelu faktorů určujících ceny obytných nemovitostí (viz poznámka pod čarou č. 40).

Do budoucna se očekává, že krize COVID-19 zpomalí nedávnou dynamiku cen obytných nemovitostí, zejména s ohledem na klesající příjmy z práce.

- **Čtvrtletní údaje za rok 2020 ukazují, že se růst reálných cen obytných nemovitostí v některých členských státech začíná ochlazovat.** Zatímco většina zemí EU ve druhém čtvrtletí tohoto roku nadále zaznamenávala růst cen ve srovnání se stejným čtvrtletím roku 2019, u některých již bylo zaznamenáno zpomalení nebo dokonce pokles deflovaných cen obytných nemovitostí. Korekce směrem dolů na ročním základě jsou pozorovány na Kypru a v Maďarsku. Zpomalení a stagnace jsou zjevné ve více než polovině zemí EU. Při pohledu na mezičtvrtletní dynamiku v první polovině roku 2020, zejména v Estonsku, Maďarsku a Rumunsku, ale do určité míry i v Lotyšsku, Portugalsku, Slovinsku a Švédsku se objevuje trend rozsáhlejších korekcí směrem dolů[38].

- **Odhady cenových hladin z údajů od prodejců potvrzují počínající oslabení trhu s bydlením.** Údaje o cenách obytných nemovitostí do poloviny roku 2020 nemusí plně odrážet dopad krize COVID, protože transakce byly v mnoha případech dohodnuty před pandemií COVID. Nedávné odhady požadovaných cen nicméně v některých zemích rovněž naznačují korekce směrem dolů[39].

- **Prognózy cen obytných nemovitostí založené na modelech rovněž poukazují na oslabení trhů s bydlením během roku 2021 a korekce směrem dolů v převážné většině členských**

[38] Mezičtvrtletní vývoj deflovaných cen obytných nemovitostí může být ovlivněn sezónností. To platí zejména v Rumunsku kvůli sezónnosti použitého deflátoru, tj. deflátoru národních účtů pro výdaje na konečnou soukromou spotřebu. Novější důkazy založené na indexu cen obytných nemovitostí Valueguard Hox naznačují, že nominální ceny obytných nemovitostí ve Švédsku se v září 2020 meziročně zvýšily o 8,9 %.

[39] Tyto odhady byly získány z náhodného vzorku domů a bytů s maximální výměrou 600 metrů čtverečních stratifikovaného podle regionů. Údaje pocházejí z internetové stránky Idealista.com realtor. Původní velikost vzorku pro každou zemi činila přibližně 1 700 až 2 000 nemovitostí. Složení vzorku je dynamické, protože některé nemovitosti již nejsou k dispozici a jsou zahrnuty i nové nemovitosti. Mediánová cena za metr čtvereční byla sledována v období od dubna do září 2020 a ve třech analyzovaných zemích svědčí o jasném sestupném trendu.

států EU (graf 25). Pokles příjmů z práce vysvětluje velkou část očekávaného zpomalení. Očekává se, že k významnému zpomalení dojde zejména v zemích, které v současnosti vykazují známky nadhodnocení[40].

V řadě členských států nadhodnocené ceny obytných nemovitostí nadále spoluexistují s vysokým zadlužením domácností. Tak je tomu zejména v Belgii, Dánsku, Lucembursku, Nizozemsku a Švédsku. Nizozemsko rovněž vykazuje vysoké cenové úrovně, pokud jde o průměrný příjem domácností. Růst objemu hypoték v roce 2019 byl obzvláště rychlý v Bulharsku a na Maltě (o více než 10 % oproti předchozímu roku) a o více než 5 % v dalších 14 zemích. V některých případech došlo k silnému nárůstu z již poměrně vysoké úrovně, zejména v Belgii, Francii, Německu, Lucembursku a na Maltě. Kromě Řecka a Portugalska byl silný růst cen obytných nemovitostí spojen se silným růstem hypoték[41].

3.3 Sektor vládních institucí

Poměr veřejného dluhu k HDP ve většině členských států v roce 2019 díky příznivým ekonomickým podmínkám dále klesal, ale v celé EU opět roste, a to zejména v těch zemích, které byly výrazněji zasaženy krizí COVID-19. Míra zadlužení překročila v roce 2019 prahovou hodnotu srovnávacího přehledu ve výši 60 % HDP ve 12 členských státech, což je pokles oproti 14 v roce 2018. Řecko, Itálie a Portugalsko vykázaly dluh přesahující 100 % HDP. Belgie, Kypr, Francie a Španělsko měly dluh o něco nižší. Mezi další členské státy s dluhem převyšujícím 60 % HDP patří Rakousko, Chorvatsko, Maďarsko a Slovinsko. V roce 2019 bylo snížení míry veřejného zadlužení viditelnější (více než 5 procentních bodů HDP) na Kypru, v Řecku a Irsku a veřejný dluh zůstal nezměněn ve Francii a Itálii. V roce 2019 a několika dřívějších letech byl v některých případech, včetně Belgie, Kypru, Francie a Portugalska, zaznamenán veřejný dluh přesahující 60 % HDP v kombinaci s dluhem soukromého sektoru převyšujícím příslušnou prahovou hodnotu srovnávacího přehledu.

Poměr veřejného dluhu k HDP se s krizí COVID-19 jednoznačně zvyšuje. Pokles produkce a příjmů v souvislosti s recesí v roce 2020 a rozsáhlá podpůrná opatření zavedená vládami s cílem zmírnit dopad krize jsou příčinou zvýšeného objemu půjček a růstu výše zadlužení ve všech členských státech EU. Vlády nechaly během krize fungovat automatické stabilizátory a poskytovaly přímou fiskální podporu a podporu likvidity, aby zmírnily zdravotní krizi a snižování výdajů soukromého sektoru. Součástí nárůstu poměru dluhu k HDP v roce 2020 je mechanický účinek mnohem nižšího nominálního HDP.

- **Předpokládá se, že do konce roku 2021 zůstane míra veřejného zadlužení ve všech zemích EU vyšší než v roce 2019, někdy s velkým rozpětím.** Na konci roku 2020 se očekává, že viditelně více členských států překročí prahovou hodnotu 60 % HDP a několik dalších členských

[40] Prognózy cen obytných nemovitostí jsou prognózy útvarů Evropské komise vypočítané v rámci modelu korekce chyb, přičemž se jako vysvětlující proměnné používají: populace, disponibilní příjem, bytový fond, dlouhodobá úroková sazba a cenový deflátor výdajů na konečnou soukromou spotřebu, jakož i zbývající část z odhadovaného kointegračního vztahu.

[41] V září 2019 vydala Evropská rada pro systémová rizika (ESRB) varování a doporučení pro jednotlivé země ohledně zranitelných míst v odvětví obytných nemovitostí ve střednědobém horizontu určená devíti členským státům: doporučení Belgii, Dánsku, Finsku, Lucembursku, Nizozemsku a Švédsku a varování Česku, Francii a Německu. Z bývalé skupiny zemí všechny obdržely varování ESRB již v listopadu 2016 a totéž se týkalo Rakouska. Nařízení o postupu při makroekonomické nerovnováze (nařízení (EU) č. 1176/2011) vyzývá Komisi, aby vzala v úvahu veškerá varování nebo doporučení, která ESRB adresuje členským státům, které jsou předmětem hloubkového přezkumu.

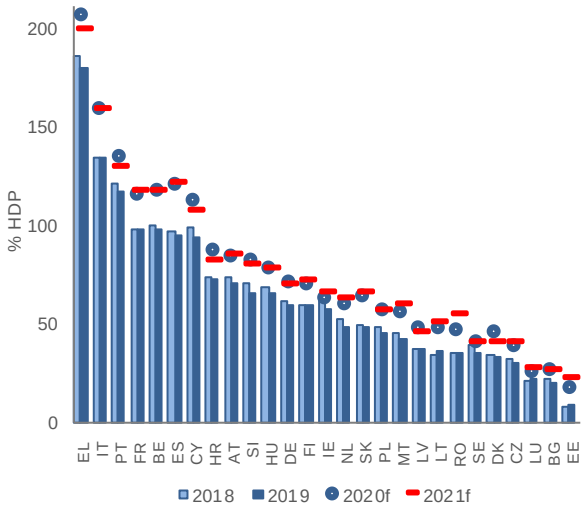
států překročí 100 %. Očekává se, že v roce 2021 se míra zadlužení bude stabilizovat nebo mírně klesat přibližně v polovině zemí, a to díky oživení a prognóze nižších schodků (graf 26). Očekává se však, že veřejný dluh v roce 2021 dále poroste ve zbývajících zemích EU, zejména v Rumunsku, kde se předpokládá, že vysoký schodek veřejných financí se příští rok ještě zhorší a míra zadlužení se výrazně zvýší, i když z relativně nízkých úrovní.

- **Obecně se očekává, že zvýšení míry veřejného zadlužení bude ostřejší tam, kde byla již předkrizová úroveň dluhu relativně vysoká.** To odráží skutečnost, že recese byla v těchto zemích obecně závažnější, zejména kvůli většímu počtu nakažených osob nebo v důsledku přísných omezujících opatření a toho, že ekonomika je více závislá na odvětvích, jako je cestovní ruch. Očekává se, že Řecko, Itálie a Španělsko v roce 2020 zaznamenají nárůst míry veřejného dluhu o více než 20 procentních bodů HDP. Růst dluhu odráží také vnitřní dynamiku dluhu, která vede k jeho zvýšení a zahrnuje rovněž formy finanční podpory nezaznamenané v saldech veřejných rozpočtů. Předpokládá se, že tyto účinky budou nejsilnější na Kypru, v Dánsku, Německu a Slovinsku.

- **Vládní financování se nezdražilo.** Výnosy ze státních dluhopisů byly v roce 2019 stabilní nebo klesaly. Po otřesu vyvolaném pandemií COVID-19 a následných turbulencích na finančních trzích v březnu a dubnu prudce vzrostly v některých zemích eurozóny, ale také v zemích mimo eurozónu. Avšak v souvislosti se sníženou volatilitou na finančních trzích a po rozsáhlých opatřeních ze strany měnových orgánů se výnosy opět snížily a přiblížily se úrovním převládajícím na začátku roku 2020 a v některých případech byly dokonce ještě nižší a pouze v několika málo případech mírně vzrostly.

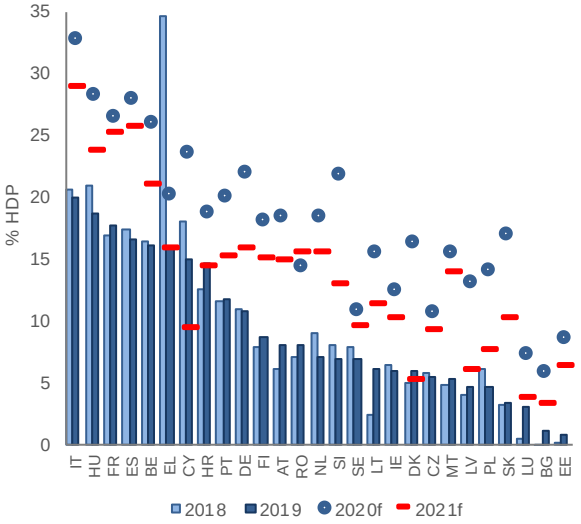
Struktura veřejného dluhu by mohla umocnit další rizika pro některé země. Struktury splatnosti veřejného dluhu se v jednotlivých členských státech značně liší, což rovněž znamená odlišné potřeby refinancování v blízké budoucnosti. Předpokládá se, že hrubé potřeby financování v následujících letech budou v Belgii, Francii, Maďarsku, Itálii a Španělsku činit nejméně 20 % HDP (graf 27). Některé země mimo eurozónu, které nejsou součástí ERM II, včetně Maďarska a Rumunska, čelí dodatečným rizikům vzhledem k relativně vysokým podílům jejich veřejného dluhu denominovaného v cizí měně.

Graf 26: Veřejný dluh



Zdroj: AMECO, údaje za roky 2020 a 2021 pocházejí z hospodářské prognózy Evropské komise z podzimu 2020.
Poznámka: Země jsou řazeny sestupně podle veřejného dluhu v roce 2019 vyjádřeného jako jejich HDP.

Graf 27: Hrubé potřeby financování vládních institucí



Zdroj: Výpočty útvarů Komise.
Poznámka: Hrubé potřeby financování se vypočítávají jako součet rozpočtového schodku, vnitřní dynamiky dluhu a amortizace dluhu. Země jsou řazeny sestupně podle potřeb financování veřejných institucí v roce 2019 vyjádřených jako jejich HDP.

3.4 Finanční sektor

Bankovní sektor EU v posledních letech výrazně posílil navzdory přetrvávajícím problémům spojeným s nízkou ziskovostí a úvěry se selháním v několika členských státech.

- **Bankovní sektor EU je v lepší kondici než na začátku celosvětové finanční krize.** Úvěry se selháním výrazně poklesly, zejména tam, kde byly vyšší. Kapitálové poměry přestaly v roce 2018 růst poté, co ve všech členských státech překročily regulatorní požadavky TIER 1. Banky mají také mnohem silnější rezervy v oblasti likvidity než před deseti lety. Růst závazků finančního sektoru zůstal v roce 2019 omezený – prahovou hodnotu srovnávacího přehledu překročilo pouze Maďarsko.

- **Bankovní sektor EU je nadále ohrožen nízkou úrovní ziskovosti**, která se v roce 2019 v prostředí nízkých úrokových sazeb dále oslabila. Ziskovost se jeví jako obzvláště nízká na Kypru, v Německu, Řecku, Irsku a Portugalsku. Pokud jde o kapitálové poměry, jsou poměrně nižší v Německu, Řecku, Maďarsku, Portugalsku a Španělsku.

- **Několik zemí EU je ohroženo kombinací nízké ziskovosti, podprůměrných kapitálových poměrů a velkého objemu úvěrů se selháním** (graf 28 a graf 29)[42]. V Řecku se poměr úvěrů se

[42] Úvěry se selháním jsou v souboru pomocných ukazatelů srovnávacího přehledu definovány jako procentní podíl celkových hrubých úvěrů se selháním a záloh na celkových hrubých úvěrech a zálohách (hrubá účetní hodnota) pro sektor vykazování „domácí bankovní skupiny a samostatné banky, dceřiné společnosti nebo pobočky pod zahraniční kontrolou, veškeré instituce“. Hodnoty jsou uvedeny v tabulce 2.1 v příloze. Harmonizované údaje o podílech úvěrů se selháním jsou k dispozici pouze od roku 2014. Pro údaje týkající se roku 2008 a „nárůstu na maximální hodnotu“ tudíž Graf 29 znázorňuje podíl hrubých dluhových nástrojů se selháním na celkových

selháním snížil, ale stále se pohybuje kolem 35 %, zatímco ziskovost je pouze nepatrně pozitivní a kapitálové poměry patří k nejnižším v EU. Kyperské banky zaznamenaly značné zlepšení, pokud jde o jejich velmi vysoký podíl úvěrů se selháním, který klesl pod 20 %, a ziskovost bank byla kladná, ale pod průměrem EU. V Itálii, Bulharsku a Portugalsku poměr úvěrů se selháním v posledních letech výrazně poklesl a v roce 2019 klesal dále, byť mírnějším tempem, na úroveň pod 7 %. Kapitálové poměry jsou podprůměrné v Itálii a Portugalsku a ziskovost je nižší, zejména u Portugalska.

Otřes způsobený pandemií COVID-19 bude mít pravděpodobně významný dopad na kvalitu bankovních aktiv, ziskovost a kapitál. Tyto účinky dosud nejsou patrné a mohou se projevit až za určitý čas, a to i kvůli rozsáhlým podpůrným politickým opatřením. Otřes způsobený pandemií COVID-19 měl za následek velké zhoršení hospodářského výhledu a některé jednotlivé banky jsou výrazně vystaveny odvětvím, která byla krizí neúměrně zasažena. Značná likvidita, kterou poskytly centrální banky, pomohla omezit zamrznutí úvěrového trhu po propuknutí pandemie COVID-19 a pozastavení výplat dividend a určité dočasné uvolnění regulace také poskytují bankám další prostor. Objevuje se však řada problémů, které mohou ovlivnit rozvahy a kapitál bank[43]:

- **Nárůst úvěrů se selháním.** Potíže se splácením dluhu ze strany nefinančních podniků, jejichž ziskovost je nejvíce ovlivněna krizí COVID-19, povedou velmi pravděpodobně k nárůstu úvěrů se selháním. Očekává se, že počet úpadků vzroste zejména v odvětvích, kde je menší prostor pro omezení fyzického kontaktu. Skutečnost, že jsou ohroženy vyhlídky domácností na příjmy a zaměstnání, by znamenala, že i větší části hypotečního dluhu přestanou být spláceny. Kromě toho bude pro země s problémy z minulosti obtížnější prodávat stávající úvěry se selháním. Platby jsou již opožděny v důsledku moratorií. Část úvěrů, které by byly obvykle klasifikovány jako úvěry se selháním, kvůli zavedení moratorií takto klasifikovat nelze. Údaje dostupné pro vzorek bank systémového významu EU naznačují, že objem úvěrů se selháním přestal počínaje druhým čtvrtletím roku 2020 klesat[44]. Předběžné odhady možného vývoje poměru úvěrů se selháním ukazují na značné zvýšení[45].
- **Očekává se, že ziskovost bank v EU se bude dále zhoršovat.** Ziskovost bude pravděpodobně dále klesat v důsledku snížené poptávky po úvěrech, stlačených úrokových marží a úvěrových ztrát[46]. Ocenění vlastního kapitálu bank zaznamenávalo po propuknutí pandemie COVID-19 trvale výrazný pokles. Ocenění vlastního kapitálu bank stagnovalo již v roce 2019 a v březnu

---

hrubých dluhových nástrojích, protože tyto údaje jsou dostupné za delší období a kromě úvěrů se týkají rovněž ostatních dluhových nástrojů v držbě bankovního sektoru. Podíl dluhových nástrojů se selháním je obvykle o něco nižší než podíl úvěrů se selháním, zejména protože jmenovatel je větší, tj. hodnota celkových hrubých dluhových nástrojů je větší než celkové úvěry. Maximální rozdíl mezi těmito dvěma podíly v současnosti činí 4 procentní body (v případě Řecka), zatímco u většiny zemí je nižší než 1 procentní bod.

[43] Pro poslední zátěžový test ECB odhadující ztrátu kapitálu u bankovního sektoru eurozóny při alternativních scénářích viz https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200728~7df9502348.en.html.

[44] Zdroj: EBA, Přehled ukazatelů rizik za 2. čtvrtletí 2020.

[45] Poměr úvěrů se selháním v eurozóně by se mohl v období mezi prosincem 2019 a 2021 zvýšit o 1,7 až 2,3 procentního bodu – podle Allianz Research, „European Banks – Could Eur 300 bn of Additional NPLs Crunch the Recovery in Europe?“, červenec 2020.

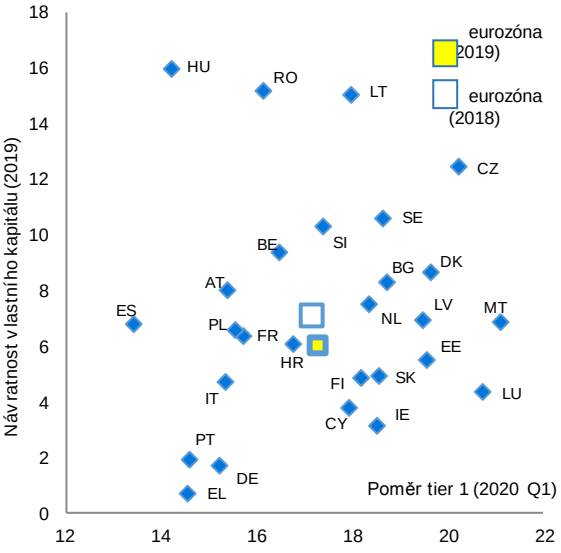
[46] ECB, Zpráva o finanční stabilitě, květen 2020. EBA, „The EU Banking Sector: First Insight into the Covid-19 Impacts“, Thematic Note EBA/REP/2020/17.

2020 zaznamenalo výrazný pokles v důsledku propuknutí pandemie COVID-19 a poté se oživilo jen okrajově a zjevně zaostává za celkovými indexy evropského akciového trhu.

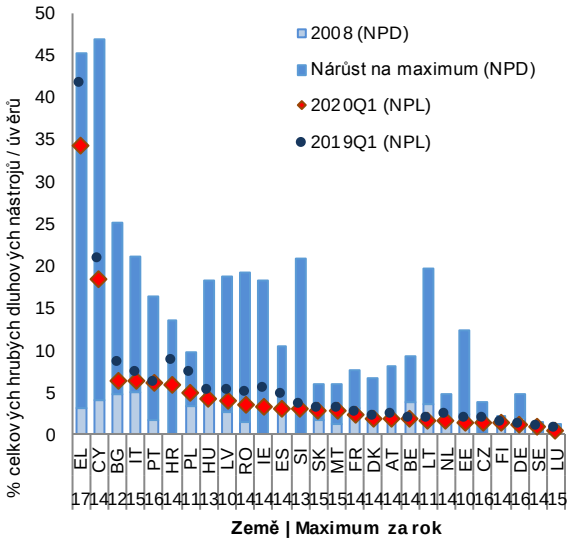
- **Ocenění aktiv.** Banky absorbují velké podíly státních dluhopisů. Finanční instituce propojené se státem v zemích s méně stabilními veřejnými financemi by mohly být vystaveny nepříznivé zpětné vazbě. Oslabující trhy s nemovitostmi, zejména komerčními nemovitostmi, mohou navíc snížit hodnotu hypotečního zajištění a vést ke zpětné vazbě mezi cenami obytných nemovitostí, rozvahami bank a dostupností hypoték.

Tato krize dále prodlouží období nízkých úrokových sazeb s možným nepříznivým dopadem na nebankovní finanční sektor. Vzhledem k tomu, že prostředí s nízkými výnosy postihuje zejména nízkoriziková finanční aktiva, zatěžuje rovněž ziskovost a rozvahu nebankovních finančních institucí s portfoliem do značné míry investovaným do nízkorizikových aktiv, jako jsou pojišťovny, především v oblasti životního pojištění, a penzijní fondy. Při hledání výnosů mnoho nebankovních finančních institucí zintenzivnilo své snižování zadluženosti a expozici rizikovějším aktivům, jejichž ceny po pandemii COVID poklesly, což způsobilo značné ztráty z ocenění zejména investičním fondům. Očekává se rovněž, že nedávný vývoj bude mít nepříznivý dopad na odvětví pojišťovnictví[47].

Graf 28: Ziskovost a kapitál bankovního sektoru



Graf 29: Úvěry se selháním



Zdroj: ECB, výpočty útvarů Komise.
Poznámka: Průměrné hodnoty eurozóny v grafu 28 nejsou vážené podle velikosti hospodářství. Údaje o hrubých dluhových nástrojích se selháním (NPD) za rok 2008 nejsou k dispozici pro Chorvatsko, Česko, Irsko, Slovinsko a Švédsko. V graf 29 údaje týkající se roku 2008 a „nárůstu na maximální hodnotu" odkazují na podíl hrubých dluhových nástrojů se selháním (NPD) na celkových hrubých dluhových nástrojích; podíly úvěrů se selháním (NPL) jsou vykázány za 1. čtvrtletí 2018 a 1. čtvrtletí 2019; číslo uvedené pod kódem země znamená rok, ve kterém podíl NPD dosáhl maximální hodnoty.

[47] EIOPA (2020): Zpráva o finanční stabilitě, červenec 2020.

Rámeček č. 2: Vývoj zaměstnanosti a sociální situace

V roce 2019 před pandemií pokračovalo zlepšování na trzích práce v EU, a to i přesto, že evropské hospodářství se již zpomalovalo. Zaměstnanost v EU v roce 2019 dále rostla a dosáhla nového rekordu, pokud jde o počet zaměstnaných osob. V roce 2019 se míra zaměstnanosti zvýšila téměř ve všech členských státech. Největší nárůst míry zaměstnanosti zaznamenalo Bulharsko (2,4 p.b.), následované Kyprem (1,9 p.b.), Řeckem (1,6 p.b.) a Chorvatskem (1,5 p.b.). Nezaměstnanost nadále klesala ve všech členských státech a v prosinci 2019 dosáhla nejnižší míry od roku 2000 (6,5 %) a všechny země vstoupily do roku 2020 s nejnižší mírou nezaměstnanosti od roku 2013. Tento pokles byl obzvláště intenzivní v zemích s vysokou nezaměstnaností, jako jsou Řecko a Chorvatsko (–2 p.b.), Kypr (–1,3 p.b.) a Španělsko (–1,2 p.b.), zatímco ve Švédsku se míra nezaměstnanosti zvýšila o 0,4 p.b. a v Lucembursku a Litvě se pohybovala kolem stejné úrovně jako v roce 2018, ovšem ve všech třech případech z poměrně nízké úrovně. Rozdíly mezi jednotlivými zeměmi, pokud jde o míru nezaměstnanosti, se tedy výrazně zmenšily, ale před pandemií COVID-19 zůstaly značné.

Míra ekonomické aktivity byla rovněž poměrně odolná vůči zpomalení před pandemií, zatímco *dlouhodobá* nezaměstnanost a *nezaměstnanost mladých lidí* se zlepšila výrazněji než ostatní ukazatele trhu práce. V roce 2019 se míra ekonomické aktivity (populace ve věku 15–64 let) snížila pouze ve Francii (–0,4 p.b.), Lotyšsku (–0,2 p.b.) a Estonsku (–0,2 p.b.). Rozdíl mezi zeměmi s nejnižší a nejvyšší mírou ekonomické aktivity zůstal převážně nezměněn na úrovni přibližně 16 p.b. *Dlouhodobá nezaměstnanost* se v roce 2019 ve všech členských státech snížila a ve všech byla zaznamenána nižší míra nezaměstnanosti než před třemi roky. Nejvyšší míra dlouhodobé nezaměstnanosti byla zaznamenána v Řecku (12,2 % ekonomicky aktivního obyvatelstva), Itálii (5,6 %) a Španělsku (5,3 %). Téměř ve všech zemích EU se v období tří let do roku 2019 snižovala *míra nezaměstnanosti mladých lidí*; v Řecku a Španělsku však stále přesahovala 30 % a v Itálii byla těsně pod touto úrovní. Současně v roce 2019 nebylo 10,1 % mladých lidí (ve věku 15–24 let) v EU ani zaměstnaných, ani se neúčastnilo vzdělávání nebo odborné přípravy (NEET). Kromě toho několik členských států (včetně Bulharska, Chorvatska, Kypru, Francie, Řecka, Maďarska, Irska, Itálie, Rumunska, Slovenska a Španělska) zaznamenalo míru vyšší než 10 %.

Chudoba a sociální vyloučení v roce 2019 dále poklesly, ale v několika členských státech zůstávají na zvýšené úrovni. Podíl osob ohrožených chudobou nebo sociálním vyloučením v EU v roce 2019 dále poklesl na 21,4 %[48]. Všechny země zaznamenaly ve třech letech do roku 2019 pokles s výjimkou Švédska a Lucemburska, které zaznamenaly nárůst, i když z poměrně nízkých úrovní. Přes významný pokles míry ohrožení chudobou a sociálním vyloučením z téměř 39 % na 32,5 % zaznamenává Bulharsko nejvyšší úroveň v EU, následuje Rumunsko a Řecko, v obou případech přes 30 %, zatímco Španělsko, Lotyšsko a Litva zaznamenaly míru přesahující 25 %.

Pandemie COVID-19 však dramaticky změnila výhled. Za několik týdnů se výhled na rok 2020 dramaticky zhoršil. Ve druhém čtvrtletí roku 2020 byl HDP téměř o 15 % nižší než na konci roku 2019 (18 % v eurozóně) a zaměstnanost poklesla o 3 %, tj. o 6 milionů (v eurozóně o 2,9 %). Jedná se o největší pokles, který byl kdy zaznamenán v rané fázi recese. Kromě toho existuje značná nejistota spojená s důsledky tohoto bezprecedentního otřesu, neboť hospodářský dopad se může v jednotlivých zemích výrazně lišit, kromě jiných faktorů i v závislosti na intenzitě epidemie a na jejich různých odvětvových specializacích.

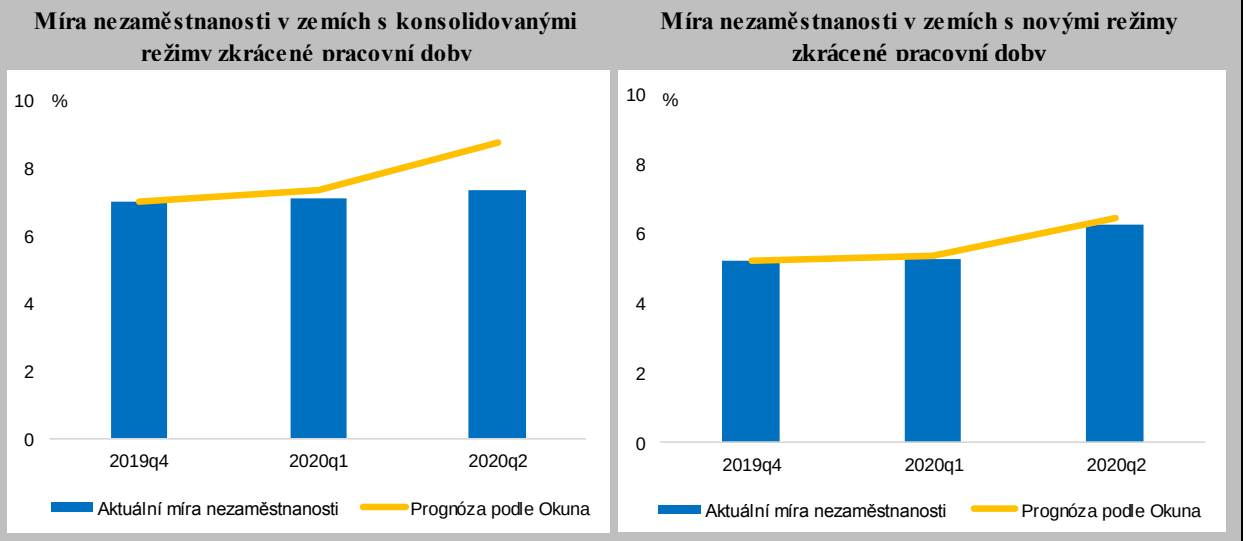
Rozsáhlé využívání režimů zkrácené pracovní doby zmírnilo dopad recese na nezaměstnanost. Zatímco míra

[48] Vážený průměr 25 členských států, pro něž byly údaje k dispozici do 23. října 2020. 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 (upraveným podle 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.

nezaměstnanosti se ve všech členských státech zvýšila, což je zřetelná odchylka od vývoje v předchozích letech, ve většině zemí byl tento nárůst relativně malý. Rozsáhlé využívání režimů zkrácené pracovní doby přispělo k omezení masivního úbytku pracovních míst, k němuž by jinak došlo v mnoha zemích po vážných ztrátách produktivity v prvních dvou čtvrtletích 2020. To platí zejména pro země se zavedenými režimy zkrácené pracovní doby. Naopak v zemích, které takové režimy zavedly nedávno, tyto režimy (částečně kvůli jejich koncepci nebo zpoždění při jejich provádění) jen stěží tlumí nárůst nezaměstnanosti v porovnání s tím, co bylo možné očekávat na základě historických důkazů (obrázek 1)[49].

Pokles míry ekonomické aktivity vysvětluje pokles míry nezaměstnanosti pozorovaný v některých členských státech. Závažnost recese přivedla mnoho nezaměstnaných do nečinnosti, neboť přestali hledat práci. V devíti členských státech, které představují více než třetinu obyvatel EU, došlo k poklesu míry ekonomické aktivity. V EU jako celku poklesla míra ekonomické aktivity (populace ve věku 15–64 let) ze 73,5 % ve čtvrtém čtvrtletí roku 2019 na 71,8 % ve druhém čtvrtletí roku 2020. Například v Itálii odráží pokles míry nezaměstnanosti o 2 p.b. mezi lednem a dubnem silnější pokles míry ekonomické aktivity o 3,5 p.b. než pokles míry zaměstnanosti (–1,7 p.b.).

Graf: Skutečná míra nezaměstnanosti za přítomnosti režimů zkrácené pracovní doby a předpověď podle Okunova zákona



Zdroj: Vývoj na trzích práce a vývoj mezd v Evropě 2020.
Poznámka: Okunův zákon odkazuje na vypozorovanou korelaci mezi nezaměstnaností a ztrátami v produkci dané země.

Krize COVID-19 postihuje nejzranitelnější pracovníky neúměrně více a může vyžadovat trvalé úsilí o zmírnění rostoucích sociálních a hospodářských nerovností. Dopad pandemie na zaměstnanost se liší podle zemí, odvětví a pracovníků[50]. Zejména ekonomicky nejohroženější pracovníci (pracovníci s nízkým vzděláním, pracovníci s nízkou mzdou, migranti narození mimo EU) a mladí pracovníci pravděpodobně budou mít zaměstnání v odvětvích, která jsou obzvláště vystavena epidemiologickým rizikům (tj. maloobchod, ubytovací a stravovací služby). Většina z nich má nestandardní formy zaměstnání. V důsledku toho by pandemie COVID-19 mohla mít poměrně větší dopad na osoby s nižšími příjmy, což by vedlo ke zvýšení míry chudoby, pokud by nebyla zavedena nápravná opatření. V této souvislosti přijaly členské státy dočasná opatření na podporu zranitelných skupin s velmi nízkými příjmy a osob, které nemají nárok na dávky v nezaměstnanosti. Do budoucna jsou pro účinné zmírnění dopadů krize na sociální situaci zapotřebí reakce vnitrostátních politik podporované

[49] Evropská komise (2020), „Labour Markets and Wage Developments in Europe 2020“ (připravuje se). Země s konsolidovanými režimy zkrácené pracovní doby: Rakousko, Belgie, Německo, Španělsko, Finsko, Francie, Itálie, Lucembursko, Portugalsko a Švédsko.
[50] Viz Basso, G., et al. (2020), „The new hazardous jobs and worker reallocation“, OECD Social, Employment and Migration Working Papers, č. 247, OECD Publishing, Paříž, https://doi.org/10.1787/400cf397-en.

iniciativami EU, jako je SURE, REACT-EU, ESI fondy a facilita na podporu oživení a odolnosti.

4. SHRNUTÍ HLAVNÍCH PROBLÉMŮ A DŮSLEDKY DOHLEDU

Makroekonomická nerovnováha byla převážně předmětem nápravy až do roku 2019, kdy panovaly příznivé ekonomické podmínky, ale po propuknutí pandemie COVID-19 hrozí nová rizika.

- **Nerovnováha v oblasti toků, která byla korigována po finanční krizi z roku 2008, a hospodářský růst od roku 2013 napomohly ke snížení stavové nerovnováhy**, a to zejména díky vyššímu jmenovateli, který stlačuje poměr dluhu k DPH**.** Tento růst zároveň během posledních let přinesl určitá rizika přehřívání, zejména na úrovni cen obytných nemovitostí a nákladové konkurenceschopnosti, a to převážně v zemích, kde byl růst výraznější. Tyto trendy pokračovaly až do roku 2019.
- **Po pandemii COVID-19 se mohou některé případy stávající makroekonomické nerovnováhy zhoršit a mohou se objevit nová rizika.** Prognózy a údaje za dobu kratší než jeden rok naznačují zejména, že poměr veřejného a soukromého dluhu k HDP je nyní na vzestupu. Do budoucna by vyhlídky na splacení dluhu byly ohroženy přetrvávajícími utlumenými úrovněmi ekonomické aktivity, úpadky podniků a slabým trhem práce. Rozvahy bank mohou být do budoucna ovlivněny rizikem zadlužení, jakož i sníženou ziskovostí. Zároveň se může přemrštěná dynamika cen obytných nemovitostí, která charakterizovala nedávnou minulost, změnit v korekce směrem dolů.

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

- Několik členských států se nadále potýká zejména s *řadou vzájemně propojených zranitelných míst spojených se stavovými ukazateli*. Je to obvykle případ těch zemí, které byly zasaženy konjunkturálními úvěrovými cykly spojenými se zhoršením salda běžného účtu po celosvětové finanční krizi, které měly rovněž dopad na bankovní sektor a veřejný dluh. Řada těchto členských států byla recesí v důsledku pandemie COVID-19 vážně zasažena, což rovněž odráží relativně vysoký význam cestovního ruchu v jejich ekonomikách.
    - V případě Kypru a Řecka jsou vysoké objemy dluhu a rozsáhlé negativní čisté investiční pozice vůči zahraničí spojené s přetrvávajícími problémy ve finančním sektoru, i když u kyperských bank lze pozorovat zlepšení v oblasti úvěrů se selháním a ziskovosti a v Řecku v roce 2019 zrychlení poklesu úvěrů se selháním, jejich úroveň však zůstává velmi vysoká. V případě Řecka je růst potenciálního produktu v kontextu vysoké nezaměstnanosti nízký.
    - V Chorvatsku, Irsku, Portugalsku a Španělsku jsou rovněž významná početná a vzájemně provázaná zranitelná místa způsobená staršími problémy se stavovými ukazateli. V uvedených zemích se nerovnováha stavů dosud snižovala v důsledku růstu nominálního HDP. To bylo v některých případech spojeno s opětovným silným růstem cen obytných nemovitostí (v Irsku a v poslední době rovněž v Portugalsku), jakož i obnovením růstu jednotkových nákladů práce a zastavením zlepšování konkurenceschopnosti v Portugalsku a ve Španělsku. Zdá se však, že tyto trendy zároveň s krizí ustupují, zatímco poměr dluhu k HDP roste v důsledku nižšího růstu nominálního HDP a vyšších půjček.

- V Rumunsku a Maďarsku se zranitelná místa týkají vzájemného působení mezi veřejným dluhem a vnějším financováním. V Rumunsku se schodek běžného účtu po letech velmi silného růstu jednotkových nákladů práce a silného růstu domácí poptávky zvýšil. Veřejný dluh rychle roste a má se dále zvyšovat, což přispívá k potřebám vnějšího financování. V Maďarsku vytváří veřejný dluh velké potřeby financování s ohledem na krátké doby splatnosti a zdroj tohoto financování je částečně vnější. V obou těchto zemích je nezanedbatelný podíl dluhu denominován v cizí měně.

- V několika členských státech je příčinou zranitelnosti zejména *velký objem veřejného dluhu, který se dále zvyšuje v důsledku krize*, a obavy související s *růstem potenciálního produktu* a *konkurenceschopností*. To je zejména případ Itálie, kde zranitelnost rovněž souvisí s bankovním sektorem a stále ještě velkým, i když rychle klesajícím objemem úvěrů se selháním až do propuknutí krize, a to v kontextu přetrvávající slabé výkonnosti trhu práce. S problémy spojenými s vysokým veřejným dluhem a potenciálními problémy růstu se v situaci snížené konkurenceschopnosti potýkají Belgie a Francie. Ve Francii byl poměrně vysoký objem soukromého dluhu na vzestupu již před touto poslední krizí a jednoznačně se ještě zvýšil již v tomto roce. V Belgii je relativně vysoký a rostoucí objem dluhu domácností spojen s možným nadhodnocením cen obytných nemovitostí; vnější pozice zůstává solidní, ale v poslední době se poněkud oslabila. Vzhledem k pokračující recesi, která negativně ovlivňuje příjmovou základnu, a vzhledem k opatřením přijatým ke zmírnění dopadů krize by veřejný dluh v těchto zemích měl růst. V případě Belgie se očekává, že jak soukromý dluh, tak veřejný dluh porostou z úrovní, které již překročily prahové hodnoty srovnávacího přehledu v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze.

- Pro některé členské státy jsou charakteristické *velké, ale stabilně klesající přebytky běžného účtu*, které zůstávají nad úrovní, kterou by odůvodňovaly základní ekonomické veličiny. To je případ zejména Německa a Nizozemska. V Nizozemsku je vysoký přebytek spojen s vysokým objemem dluhu domácností a silným nárůstem cen obytných nemovitostí; tlak na ceny obytných nemovitostí byl v poslední době zaznamenán i v Německu, avšak tamní úrovně dluhů jsou relativně nízké. Vysoké, avšak snižující se přebytky mohou odrážet uniklé příležitosti pro růst a domácí investice, což má důsledky pro zbytek eurozóny v kontextu inflace, která je dlouhodobě pod cílovou hodnotou, a slábnoucí zahraniční poptávky.

- V některých členských státech *vedl vývoj na trhu s bydlením k rizikům spojeným s oceněním cen obytných nemovitostí v souvislosti s vysokým zadlužením domácností*. Tak je tomu zejména ve Švédsku a v menší míře rovněž v Rakousku, Dánsku a Lucembursku, kde byl v posledních letech pozorován trvalý růst cen obytných nemovitostí v kontextu možného nadhodnocení a výrazných úrovní zadlužení domácností. Důkazy z posledních let ukazují na určité, ale krátkodobé úpravy cen a nadhodnocení ve Švédsku a na mírný růst cen obytných nemovitostí v ostatních případech (kromě Lucemburska). Zdá se, že ve Finsku nedochází k silnému růstu cen obytných nemovitostí ani případnému nadhodnocení, ale zadlužení domácností je vysoké a stále roste. Vývoj po pandemii COVID-19 bude pravděpodobně charakterizován zpomalením nebo korekcemi cen obytných nemovitostí směrem dolů. Monitorování by mělo zjistit, zda k takové úpravě dochází řádným způsobem.

Pokračující zhoršování stavové nerovnováhy by nemělo automaticky znamenat potřebu nových hloubkových přezkumů. Zhoršení rizik, zejména rizik souvisejících se soukromým a veřejným dluhem, se týká zejména zemí, u nichž již byla nerovnováha nebo nadměrná nerovnováha identifikována. Za druhé, prognózy stále provází značná nejistota, zejména s ohledem na vývoj pandemie, a tato nejistota pravděpodobně přetrvá až do doby, kdy budou vypracovávány hloubkové

přezkumy. Za třetí, velký nárůst poměru dluhu k HDP v roce 2020 je částečně důsledkem výrazného dočasného poklesu nominálního HDP a záměrných politických rozhodnutí ke zmírnění dopadu krize.

Tato zpráva mechanismu varování dospěla k závěru, že hloubkové přezkumy jsou opodstatněné u 12 členských států: Chorvatska, Kypru, Francie, Německa, Řecka, Irska, Itálie, Nizozemska, Portugalska, Rumunska, Španělska a **Švédska**. Uvedené členské státy byly předmětem hloubkového přezkumu v předchozím ročním cyklu provádění postupu při makroekonomické nerovnováze a mělo se za to, že se potýkají s nerovnováhou nebo nadměrnou nerovnováhou. Nové hloubkové přezkumy umožní hlubší analýzu uvedených problémů a posouzení politických potřeb. Plánované hloubkové přezkumy se zaměří zejména na posouzení toho, zda se tato nerovnováha prohlubuje, nebo napravuje, aby bylo možné aktualizovat stávající posouzení.

Tato zpráva mechanismu varování poukazuje na potřebu důkladně monitorovat potenciálně rizikový vývoj v řadě členských států, pro něž se hloubkové přezkumy provádět nebudou. Brzy po propuknutí pandemie COVID-19 se v řadě členských států mimo eurozónu objevily obavy související s vnějším financováním. Tržní tlaky se od té doby zmírnily, ale mohou se znovu objevit, pokud se znovu naplní podmínky odůvodňující přehodnocení rizik. Zejména země, kde se vláda částečně financuje v cizí měně a kde jsou veřejné finance vnímány jako rizikovější, a Maďarsko se jeví jako případ, kdy by bylo vhodné monitorovat vzájemné působení mezi vládními půjčkami a vnějším financováním[51]. Důsledky v podobě nárůstu poměru dluhu k HDP rovněž vyžadují monitorování v řadě členských států, které v současnosti nejsou předmětem dohledu v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze. Pokud jde o Belgii, u soukromého i veřejného dluhu se očekává nárůst nad prahové hodnoty postupu při makroekonomické nerovnováze. V Dánsku, Finsku a Lucembursku se předpokládá, že soukromý dluh dále poroste nad prahovou hodnotu. Další nárůst veřejného dluhu nad 60 % HDP se očekává v Rakousku a Slovinsku. Rozsah, v jakém může tento vývoj obnášet dodatečná rizika pro makroekonomickou stabilitu, je velmi nejistý, jelikož vyhlídky týkající se dluhu zásadně závisí na vyhlídkách týkajících se střednědobého a dlouhodobého růstu, které je v současnosti obtížné posoudit. Z tohoto důvodu tato zpráva mechanismu varování dospěla k závěru, že hloubkové přezkumy pro tyto země nejsou v současné době nutné.

[51] Interakce mezi veřejnými financemi a vnějším sektorem si zaslouží analýzu i v hloubkovém přezkumu plánovaném pro Rumunsko.

5. KOMENTÁŘE K JEDNOTLIVÝM ČLENSKÝM STÁTŮM

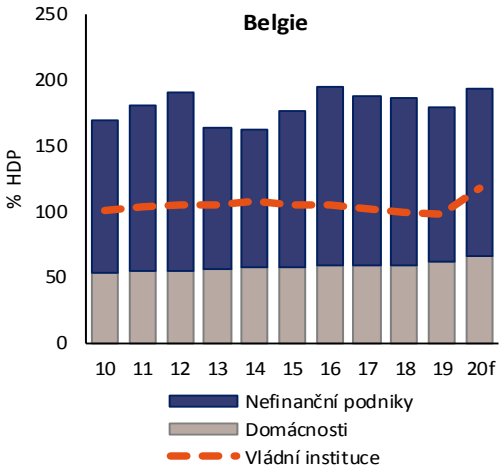
BELGIE: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Belgii zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2019 překračují ukazatele zadlužení soukromého a veřejného sektoru orientační prahové hodnoty.

Odhaduje se, že růst reálného HDP v důsledku krize COVID-19 výrazně klesne z 1,7 % v roce 2019 na –8,4 % v roce 2020. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 4,1 %, přičemž nominální úroveň HDP bude o 1,4 % nižší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Vnější zranitelnost zůstává omezená.** V roce 2019 zaznamenalo saldo běžného účtu nepatrný přebytek, zatímco čistá investiční pozice vůči zahraničí je výrazně pozitivní a mírní obavy o vnější udržitelnost. Jednotkové náklady práce rostou mírným tempem.
- **Zadluženost soukromého sektoru** zůstala v roce 2019 výrazně nad prahovou hodnotou a očekává se, že v roce 2020 dále vzroste na přibližně 200 % HDP. Dluh belgických **nefinančních podniků** je vysoký, avšak do značné míry odráží přeshraniční poskytování úvěrů v rámci skupiny, čímž se snižují rizika. **Zadluženost domácností**, která odráží především hypoteční dluhy, se v roce 2019 nadále zvyšovala v důsledku kladného čistého toku úvěrů. Investice do bydlení v prvním pololetí v důsledku opatření izolace a omezení volného pohybu osob poklesly, avšak očekává se, že ve druhé polovině roku 2020 opět porostou. Ceny obytných nemovitostí v roce 2019 rostly a existují náznaky možného nadhodnocení.

Graf A1: ***Dluh podle hospodářských odvětví***



Zdroj: Eurostat

- V posledních letech byly **rozvahy bank** posíleny a poměr kapitálu a likvidity je i nadále přiměřený. Již nyní vysoká úroveň **veřejného zadlužení** se má s krizí COVID-19 výrazně zvýšit a předpokládá se, že se zvýší o 20 procentních bodů a v roce 2020 dosáhne téměř 118 % HDP.
- Příznivé makroekonomické podmínky podpořily **vytváření pracovních míst a míra nezaměstnanosti** v roce 2019 nadále klesala poté, co v roce 2015 dosáhla vrcholu. Očekává se, že se tento klesající trend v roce 2020 zvrátí, a zejména se předpokládá, že nezaměstnanost v roce 2021 prudce vzroste. Míra neaktivity je i nadále vysoká.

Belgie vstoupila do krize COVID-19 bez zjištěné makroekonomické nerovnováhy, avšak s možnou zranitelností spojenou se zadlužeností. S krizí COVID-19 se veřejné zadlužení a zadluženost soukromého sektoru zvýšily a vyžadují sledování. Komise v této fázi nevidí nutnost v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

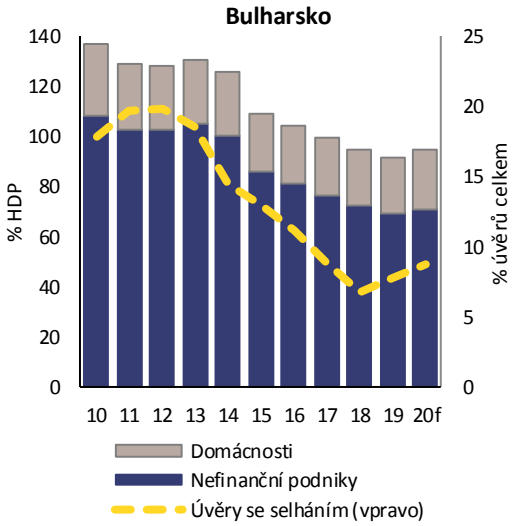
BULHARSKO: V únoru 2020 dospěla Komise k závěru, že Bulharsko již není vystaveno makroekonomické nerovnováze. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2019 překračuje ukazatel nominálních jednotkových nákladů práce orientační prahovou hodnotu.

Odhaduje se, že růst reálného HDP v důsledku krize COVID-19 výrazně klesne z 3,7 % v roce 2019 na –5,1 % v roce 2020. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 2,6 %, přičemž nominální úroveň HDP bude o 1,4 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- V roce 2019 se přebytek **běžného účtu** zvýšil, avšak očekává se, že se v roce 2020 mírně sníží s prudkým poklesem příjmů z cestovního ruchu. Nadále se zlepšovala záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí, která z velké části sestává z přímých zahraničních investic, a v roce 2019 se pohybovala v rámci orientační prahové hodnoty. Očekává se, že se bude do budoucna nadále zlepšovat. Zpomalení růstu mezd v souvislosti s krizí COVID-19 pravděpodobně do budoucna sníží tlak nákladové konkurenceschopnosti, ačkoli hromadění pracovních sil vedlo v roce 2020 k dočasnému zvýšení růstu jednotkových nákladů práce.

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



Zdroj: Eurostat a ECB

- V roce 2019 **se v podnikovém sektoru nadále snižoval pákový efekt** díky silnému růstu nominálního HDP. Podnikový dluh je pod obezřetnostní, avšak nad referenční hodnotou vycházející ze základních veličin. Růst úvěrů se v roce 2019 zvýšil, ale očekává se, že v roce 2020 opět klesne, zatímco míra zadlužení s poklesem HDP vzroste. Růst reálných **cen obytných nemovitostí** se v roce 2019 poněkud zmírnil v důsledku zrychlení hypotečních úvěrů, avšak s ohledem na krizi COVID-19 je pravděpodobné, že v roce 2020 opět zpomalí.
- **Veřejné zadlužení** se v roce 2020 udrží výrazně pod 30 % HDP, navzdory dopadu krize COVID-19 na rozpočet. **Finanční sektor** je ziskový a dobře kapitalizovaný. Stabilitu finančního systému podpořila lepší správa a dohled. V červenci 2020 se Bulharsko připojilo k ERM II a vstoupilo do bankovní unie. Podíl úvěrů se selháním vykazoval sestupný trend a v roce 2019 dosáhl 6,5 %. Nadcházející výzvou bude zabránit výraznému nárůstu úvěrů se selháním poté, co budou ukončena vládní podpůrná opatření v reakci na krizi COVID-19.
- **Pozitivní vývoj na trhu práce** pokračoval i v roce 2019 a nezaměstnanost se snížila na 4,2 %. Během krize COVID-19 se tento sestupný trend zvrátil, avšak ztráty v oblasti zaměstnanosti se plně neprojevily prudkým nárůstem nezaměstnanosti, když se zvýšila míra neaktivity.

Bulharsko vstoupilo do krize COVID-19 bez zjištěné makroekonomické nerovnováhy, avšak úvěry se selháním a zadluženost podniků byly poměrně vysoké, přestože se snižovaly. S krizí COVID-19 se poměr podnikového dluhu k HDP zvýší a úvěry se selháním se mohou zvyšovat. Komise v této fázi nevidí nutnost v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

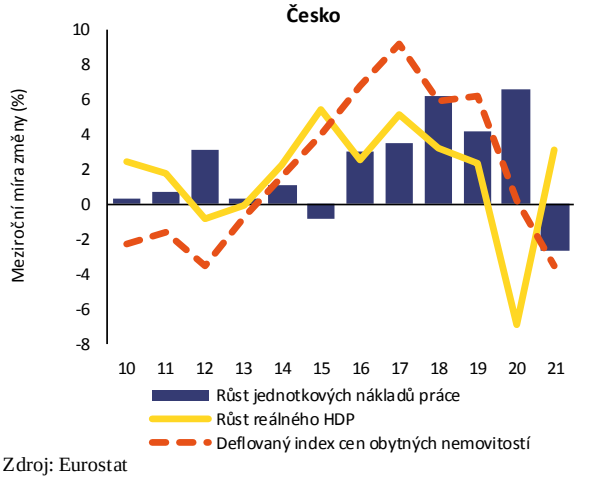
ČESKO: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Česku zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2019 překračují ukazatele růstu jednotkových nákladů práce a cen obytných nemovitostí orientační prahovou hodnotu.

Odhaduje se, že růst reálného HDP v důsledku krize COVID-19 výrazně klesne z 2,3 % v roce 2019 na –6,9 % v roce 2020. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 3,1 %, přičemž nominální úroveň HDP bude o 0,8 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Vnější pozice** je poměrně zdravá s omezeným schodkem běžného účtu v roce 2019. Koncentrace vývozu a začlenění do globálních hodnotových řetězců jsou i nadále vysoké. Čistá investiční pozice vůči zahraničí se nadále zlepšovala, ale v roce 2019 zůstává záporná na úrovni přibližně –20 % HDP. Čistá investiční pozice vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání se rovněž zlepšuje a vykazuje jasně kladnou čistou pozici aktiv.

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



Zdroj: Eurostat

- Růst **jednotkových nákladů práce** se v roce 2019 zmírnil, zůstal však vysoký. Je pravděpodobné, že bude pokračovat určité zmírňování růstu mezd v důsledku krize COVID-19, ačkoli se předpokládá, že hromadění pracovních sil povede v roce 2020 k dočasnému zvýšení růstu jednotkových nákladů práce.
- Nadále je třeba sledovat **ceny obytných nemovitostí** a dynamiku hypoték. Během roku 2019 se růst reálných cen obytných nemovitostí zrychlil s rostoucími náznaky nadhodnocení. Nicméně v období 2020–2021 se růst cen obytných nemovitostí pravděpodobně zpomalí. Čisté úvěry poskytované domácnostem zůstaly kladné a růst hypoték byl v roce 2019 stabilní. Úvěry v posledních letech celkově mírně rostly s určitým zpomalením v roce 2019 a zadluženost soukromého sektoru zůstává nízká.
- Míra **veřejného zadlužení** se v roce 2019 dále snižovala, ale předpokládá se, že se v roce 2020 v důsledku krize COVID-19 zvýší na 40 % HDP a v roce 2021 na této úrovni zůstane. **Bankovní sektor**, který je do značné míry v zahraničním vlastnictví, je řádně kapitalizovaný a úroveň vlastního kapitálu patří k nejvyšším v EU.
- V roce 2019 se dále zlepšovala situace na **trhu práce** díky lepším makroekonomickým podmínkám a míra nezaměstnanosti klesla na 2 %. Předpokládá se, že v důsledku krize COVID-19 míra nezaměstnanosti v letech 2020 a 2021 mírně vzroste, avšak v porovnání s průměrem EU zůstane na velmi nízké úrovni.

Česko vstoupilo do krize COVID-19 bez identifikované makroekonomické nerovnováhy, přestože konkurenceschopnost a tlak na trhu s bydlením s sebou nesly určitá rizika. S krizí COVID-19 se snížily nákladové tlaky. Komise v této fázi nevidí nutnost v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

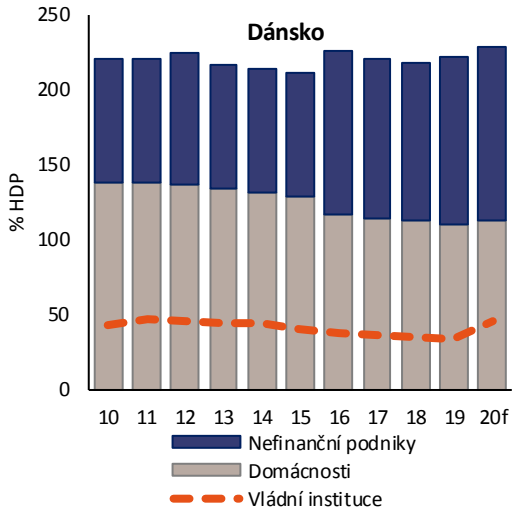
DÁNSKO: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Dánsku zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2019 překračují ukazatele přebytku běžného účtu a zadlužení soukromého sektoru orientační prahovou hodnotu.

Odhaduje se, že růst reálného HDP v důsledku krize COVID-19 výrazně klesne z 2,8 % v roce 2019 na –3,9 % v roce 2020. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 3,5 %, přičemž nominální úroveň HDP bude o 1,5 % vyšší než v roce 2019.

Řadu změn důležitých při postupu při makroekonomické nerovnováze lze shrnout takto:

- **Saldo běžného účtu** nadále vykazovalo vysoký přebytek, jenž v roce 2019 dosáhl 8,9 % HDP, a očekává se, že se v roce 2020 sníží přibližně na 7 %. Po sobě jdoucí přebytky přispěly k silně pozitivní čisté investiční pozici vůči zahraničí, která tak vytváří kladný čistý primární příjem, který zase přispěl k přebytkům běžného účtu.

Graf A4: ***Dluh podle hospodářských odvětví***



Zdroj: Eurostat

- **Zadlužení soukromého sektoru** bylo v roce 2019 víceméně stabilní, růst úvěrů se však zvýšil. Navzdory pokračujícímu pasivnímu snižování páky od roku 2009 zůstává **zadluženost domácností** nejvyšší v EU a v roce 2019 činila přibližně 110 % HDP, což je jasně nad základními a obezřetnostními prahovými hodnotami, a v roce 2020 pravděpodobně ještě vzroste. Rizika spojená s pákovým efektem domácností jsou však částečně kompenzována značnými držbami aktiv. Čisté úvěry poskytované domácnostem zůstaly v roce 2019 kladné. Nízké náklady financování a příznivé daňové zacházení nadále podporují vytváření dluhu. **Reálné ceny obytných nemovitostí** nepřetržitě rostly mírným tempem, s náznaky nadhodnocení. Zadluženost podniků zůstává navzdory nedávnému vzestupnému trendu celkově mírná.
- **Míra nezaměstnanosti** se v roce 2019 dále zvýšila na 5 % a předpokládá se, že se bude díky vládním režimům podpory zvyšovat jen mírně. Nedostatek pracovních sil přetrvává v pouze v několika odvětvích, což zmírňuje tlak na růst mezd.
- Rizika spojená s **bankovním sektorem a veřejným dluhem** zůstávají mírná. Banky mají obecně dobré předpoklady k tomu, aby podporovaly úvěrování hospodářství. V důsledku krize a díky rozsáhlým balíčkům nouzových opatření a na podporu oživení, jež zřizuje vláda, se očekává, že veřejné zadlužení v roce 2020 vzroste přibližně o 10 procentních bodů a dosáhne 45 % HDP, díky čemuž zůstane jasně pod 60 % HDP.

Dánsko vstoupilo do krize COVID-19 bez identifikované makroekonomické nerovnováhy, přestože vysoký dluh domácností a bydlení s sebou nesly určitá rizika. V důsledku krize COVID-19 se poměr dluh domácností zvýší. Komise v této fázi nevidí nutnost v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

NĚMECKO: V únoru 2020 dospěla Komise k závěru, že Německo je vystaveno makroekonomické nerovnováze, jež se týká zejména velkého přebytku běžného účtu, který odráží omezené investice v porovnání s úsporami v soukromém i ve veřejném sektoru. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2019 přesahuje ukazatel přebytku běžného účtu orientační prahovou hodnotu.

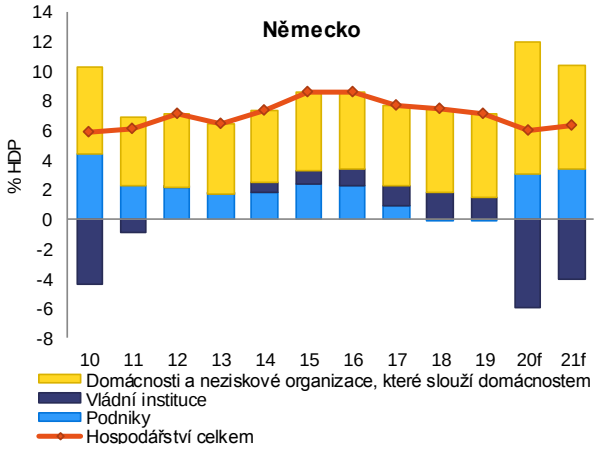
Doporučení s významem pro postup při makroekonomické nerovnováze vydaná v letech 2019 a 2020 jsou obecně spojena s investicemi, podporou pracovních příjmů, podnikatelského prostředí a důchodů. Kromě nezbytných politik zaměřených na řešení pandemie se opatření přijatá v roce 2020 k řešení nerovnováhy týkají posílení veřejných investic, podpory soukromých investic a závazku vyhnout se zvyšování daní z práce.

Odhaduje se, že růst reálného HDP v důsledku krize COVID-19 výrazně klesne z 0,6 % v roce 2019 na –5,6 % v roce 2020. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 3,5 %, přičemž nominální úroveň HDP bude o 1,7 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Přebytek běžného účtu**, který v roce 2019 činil 7,1 % HDP, se v posledních letech postupně snižoval. V roce 2020 přispívá k výraznému snížení přebytku strmý pokles čistých půjček sektoru vládních institucí, přestože soukromý sektor svou čistou úvěrovou pozici zvýšil. V roce 2020 se také snižuje přebytek obchodní bilance, protože vývoz klesl více než dovoz. Očekává se, že v důsledku hospodářského oživení přebytek běžného účtu opět mírně vzroste.

Graf A5: ***Čisté půjčky/výpůjčky podle odvětví***



Zdroj: Ameco

- V posledních letech se **soukromé a veřejné investice** zvýšily a zůstávají mírně pod průměrem eurozóny. V roce 2020 došlo k výraznému zrychlení vzestupného trendu veřejných investic, avšak soukromé investice v souvislosti s krizí COVID-19 značně utrpěly.
- **Veřejné zadlužení** sklouzlo v roce 2019 pod orientační prahovou hodnotu srovnávacího přehledu ve výši 60 % HDP, ale předpokládá se, že v roce 2020 dosáhne přibližně 71 % HDP. Německý **bankovní systém** zůstává dostatečně kapitalizován s velmi nízkou úrovní úvěrů se selháním. Ziskovost však zůstává nízká a úvěry se selháním se pravděpodobně zvýší.
- **Trh práce** byl před krizí COVID-19 historicky napjatý s nízkou nezaměstnaností a vysokou zaměstnaností. Očekává se, že míra nezaměstnanosti v roce 2020 mírně vzroste a růst mezd zpomalí. Režimy zkrácené pracovní doby přispěly k omezení růstu nezaměstnanosti a poskytly částečnou úlevu v oblasti příjmů.

Německo vstoupilo do krize COVID-19 s velkým přebytkem domácích úspor, a to primárně díky čistým úsporám domácností a vlády. V důsledku krize COVID-19 se přebytek běžného účtu výrazně snížil a vládní investice se zrychlily, zatímco soukromé investice utrpěly. Komise má celkově i s ohledem na únorové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

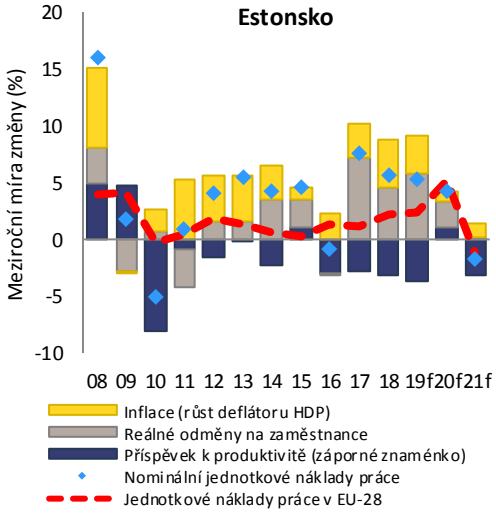
ESTONSKO: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Estonsku zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2019 překračuje ukazatel růstu reálného efektivního směnného kurzu a nominálních jednotkových nákladů práce orientační prahovou hodnotu.

Odhaduje se, že růst reálného HDP v důsledku krize COVID-19 výrazně klesne z 5 % v roce 2019 na –4,6 % v roce 2020. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 3,4 %, přičemž nominální úroveň HDP bude o 0,7 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Vnější zranitelnost** zůstává omezená, neboť ačkoli je čistá investiční pozice vůči zahraničí záporná, postupně se zlepšovala a předpokládá se, že v roce 2020 se nadále zvýší nad –20 % HDP. Přebytek běžného účtu činil v roce 2019 celkem 2 % HDP a předpokládá se, že v roce 2020 dosáhne téměř 3 %.
- Růst **nominálních jednotkových nákladů práce** zůstal v roce 2019 vyšší než 5 % a byl ovlivňován faktory souvisejícími s napjatou nabídkou pracovní síly. Předpokládá se, že zmírnění růstu mezd v důsledku krize COVID-19 oslabí v letech 2020 a 2021 růst jednotkových nákladů práce. Reálný efektivní směnný kurz založený na HISC v roce 2019 nadále posiloval, i když pomalejším tempem.

Graf A6: ***Rozčlenění podle jednotkových nákladů práce***



Zdroj: útvary Komise

- **Podnikový dluh a zadluženost domácností** zůstávají poměrně nízké. Poměr zadlužení soukromého sektoru k HDP se v roce 2019 snížil na 98 % HDP. Je pravděpodobné, že v roce 2020 v důsledku poklesu HDP mírně vzroste, avšak zůstane relativně nízký.
- V **bankovním sektoru** zůstal podíl úvěrů se selháním v roce 2019 nízký, avšak výhledově se může v důsledku krize COVID-19 zvyšovat. Předpokládá se, že **veřejné zadlužení** v důsledku krize COVID-19 poroste a v roce 2021 dále vzroste, ačkoli zůstane na nejnižší úrovni v EU, a to kolem 20 % HDP.
- Výkonnost **trhu práce** byla velmi silná, ale bude ovlivněna krizí COVID-19, neboť míra nezaměstnanosti vzrostla ze 4,4 % v roce 2019 na 7,5 % v roce 2020.

Estonsko vstoupilo do krize COVID-19 bez identifikované makroekonomické nerovnováhy, přestože dynamika ukazatelů nákladové konkurenceschopnosti s sebou nesla určitá omezená rizika. S krizí COVID-19 zůstala vnější pozice stabilní a způsobila zmírnění růstu mezd. Komise v této fázi nevidí nutnost v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

IRSKO: V únoru 2020 dospěla Komise k závěru, že Irsko je vystaveno makroekonomické nerovnováze spojené zejména s vysokým soukromým a veřejným zadlužením a čistými vnějšími závazky. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2019 překračují ukazatele čisté investiční pozice vůči zahraničí a zadlužení soukromého sektoru orientační prahovou hodnotu.

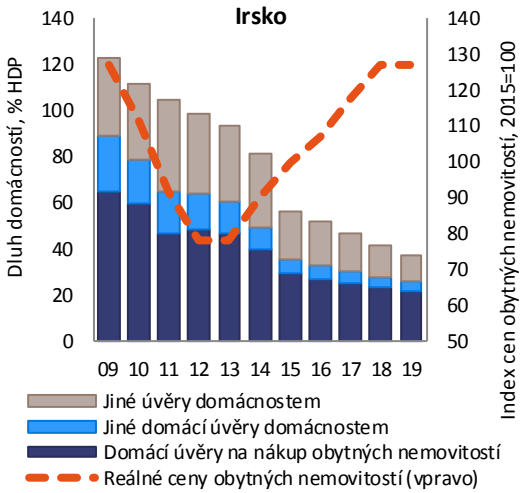
Doporučení s významem pro postup při makroekonomické nerovnováze vydaná v letech 2019 a 2020 jsou obecně spojena s fiskálně-strukturálními politikami a trhem s bydlením. Nezbytné politiky přijaté v roce 2020 řešily především pandemii.

Odhaduje se, že růst reálného HDP v důsledku krize COVID-19 výrazně klesne z 5,6 % v roce 2019 na –2,3 % v roce 2020. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 2,9 %, přičemž nominální úroveň HDP bude o 2,7 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Vnější zranitelnost** zůstává problematická. Je obtížné posoudit výkyvy jak běžného účtu, tak čisté investiční pozice vůči zahraničí, a to kvůli dopadu činností nadnárodních podniků. Saldo běžného účtu, které je velmi proměnlivé, bylo v roce 2019 výrazně záporné, zatímco pro rok 2020 se předpokládá značný přebytek a v roce 2021 zhruba vyrovnané číslo. Hlavní čistá investiční pozice vůči zahraničí byla v roce 2019 víceméně stabilní.

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



Zdroj: Eurostat a ECB

- **Zadlužení soukromého sektoru** zůstává vysoké, přestože poměr dluhu k HDP se v roce 2019 snížil na 200 % HDP. **Zadlužení domácností** je v procentech HDP nízké, ale zůstává vysoké v poměru k disponibilnímu příjmu. Je obtížné posoudit rizika spojená se **zadlužeností podniků** kvůli silné přítomnosti nadnárodních společností. V budoucnu by podniky, které se potýkají s nižšími zisky, ale obecně nemají změněné potřeby financování, mohly být nuceny vydávat více dluhopisů vzhledem ke krizi COVID-19. Růst **cen obytných nemovitostí** v roce 2019 výrazně zpomalil směrem k nulovému růstu, ale dostupnost bydlení zůstává problémem.
- **Poměr veřejného dluhu k HDP** klesl v roce 2019 pod prahovou hodnotu 60 %, ale předpokládá se, že v roce 2020 opět vzroste na 63 % HDP, což odráží hloubku recese a vládní podpůrná opatření v reakci na krizi COVID-19. Úroveň veřejného zadlužení se zdá být vyšší ve srovnání s opatřeními národního důchodu, tj. poměr dluhu k HND*, který v roce 2019 dosáhl 95 %.
- **Bankovní sektor** během posledního desetiletí posílil svou odolnost. Poměr půjček se selháním setrvale klesá, avšak může se po ukončení podpůrných vládních opatření přijatých v důsledku krize COVID-19 začít zvyšovat.
- Výsledky na **trhu práce** se v roce 2019 nadále zlepšovaly. Předpokládá se, že míra nezaměstnanosti v roce 2020 vzroste jen mírně na 5,3 %, výrazněji však vzroste v roce 2021, a to na 8,9 %.

Irsko vstoupilo do krize COVID-19 se zranitelností související s vnějším zadlužením, veřejným zadlužením a zadlužením soukromého sektoru. V důsledku krize COVID-19 se míra zadlužení a

nezaměstnanost zvýší. Komise má celkově i s ohledem na únorové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

ŘECKO: V únoru 2020 dospěla Komise k závěru, že Řecko je vystaveno nadměrné makroekonomické nerovnováze, jež zahrnuje zejména vysoké veřejné zadlužení, vysoký podíl úvěrů se selháním a nedokončené obnovení vnější rovnováhy v kontextu vysoké, i když klesající nezaměstnanosti a nízkého potenciálního růstu. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2019 překračují ukazatele čisté investiční pozice vůči zahraničí, růstu cen obytných nemovitostí, veřejného zadlužení a míry nezaměstnanosti orientační prahovou hodnotu.

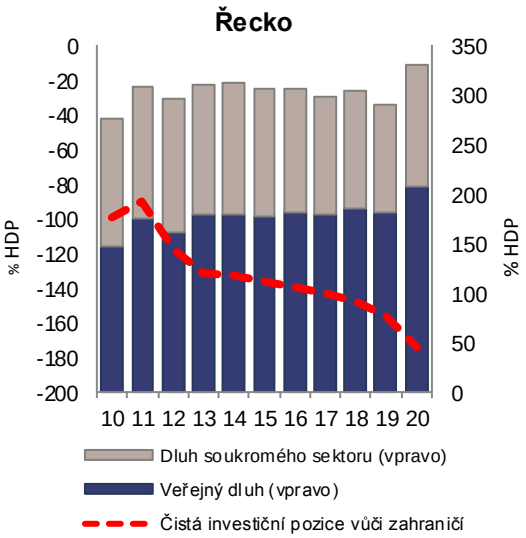
Doporučení s významem pro postup při makroekonomické nerovnováze vydaná v letech 2019 a 2020 jsou obecně spojena s fiskálně-strukturálními politikami, trhem práce, podnikatelským prostředím, úvěry se selháním a finančním sektorem. Kromě nezbytných politik zaměřených na řešení pandemie se opatření přijatá v roce 2020 k řešení nerovnováhy týkají platební neschopnosti, trhů s energií, právních předpisů v oblasti trhu práce, úvěrů se selháním, veřejných investic, privatizace, digitální správy, vzdělávání a odborné přípravy a podnikatelského prostředí.

Odhaduje se, že růst reálného HDP v důsledku krize COVID-19 výrazně klesne z 1,9 % v roce 2019 na –9 % v roce 2020. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 5 %, přičemž nominální úroveň HDP bude o 5,3 % nižší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Vnější udržitelnost** zůstává problematická vzhledem k tomu, že se očekává, že čistá investiční pozice vůči zahraničí se bude v důsledku krize COVID-19 dále zhoršovat. Velký podíl čisté investiční pozice vůči zahraničí je způsoben veřejným zadlužením za výhodných podmínek a dlouhou dobou splatnosti. Schodek běžného účtu se v roce 2019 snížil, ale předpokládá se, že v letech 2020 a 2021 výrazně vzroste, což odráží rovněž dopad slabšího cestovního ruchu.
- Míra **zadlužení soukromého sektoru** se v roce 2019 nadále snižovala a zůstala pod prahovou hodnotou postupu při makroekonomické nerovnováze. **Reálné ceny obytných nemovitostí** se v roce 2019 po deseti letech poklesu začaly zvyšovat. Výhledově se ceny mohou v souvislosti s krizí COVID-19 snižovat.
- **Veřejné zadlužení** se v roce 2019 snížilo na 180 % HDP, očekává se však, že v roce 2020 vzroste na více než 200 % HDP s poklesem HDP a pandemickými opatřeními. **Bankovní sektor** je i nadále zatížen velkým množstvím starších úvěrů se selháním.
- **Nezaměstnanost** je i nadále velmi vysoká a pomalu se snižující trend přerušila krize.

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



Zdroj: Eurostat

Řecko vstoupilo do krize COVID-19 se zranitelností související s veřejným zadlužením, staršími úvěry se selháním, obnovením vnější rovnováhy, nezaměstnaností a nízkým potenciálním růstem. S krizí se pravděpodobně zvýší míra zadlužení, nezaměstnanost i úvěry se selháním. Komise celkově považuje za užitečné, a to i s ohledem na únorové zjištění nadměrné nerovnováhy, aby se dále zkoumalo přetrvávání makroekonomických rizik a sledoval pokrok při snižování nadměrné nerovnováhy.

ŠPANĚLSKO: V únoru 2020 dospěla Komise k závěru, že Španělsko je vystaveno makroekonomické nerovnováze související zejména s vysokým vnějším i vnitřním zadlužením veřejného i soukromého sektoru v situaci, kdy panuje vysoká nezaměstnanost. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2019 překračují ukazatele čisté investiční pozice vůči zahraničí, veřejného zadlužení, míry nezaměstnanosti a také míry aktivity orientační prahovou hodnotu.

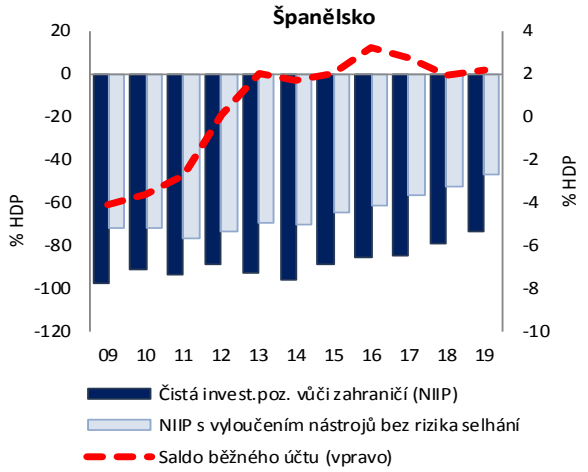
Doporučení s významem pro postup při makroekonomické nerovnováze vydaná v letech 2019 a 2020 jsou obecně spojena s fiskálně-strukturálními politikami, trhem práce, vzděláváním a podnikatelským prostředím. Kromě nezbytných politik zaměřených na řešení pandemie se opatření přijatá v roce 2020 k řešení nerovnováhy týkají odborné přípravy, vzdělávání a inovací.

Odhaduje se, že růst reálného HDP v důsledku krize COVID-19 výrazně klesne z 2 % v roce 2019 na –12,4 % v roce 2020. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 5,4 %, přičemž nominální úroveň HDP bude o 6,1 % nižší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Vnější pozice** se v roce 2019 zlepšila, záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí se snížila a přebytek běžného účtu zůstal zachován. Nicméně čistá investiční pozice vůči zahraničí bez nástrojů bez rizika selhání zůstává výrazně záporná. Předpokládá se však, že se čistá investiční pozice vůči zahraničí v roce 2020 zvýší, a přebytek běžného účtu zřejmě zůstane i přes slabý cestovní ruch poměrně značný.

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



Zdroj: útvary Komise

- **Zadlužení podniků a domácností** se do roku 2020 postupně snižovalo a míra zadlužení soukromého sektoru v roce 2019 poklesla pod prahovou hodnotu postupu při makroekonomické nerovnováze. Úvěrové toky v soukromém sektoru zůstávaly v roce 2019 slabé. Zadlužení domácností se pohybuje nad základními a obezřetnostními prahovými hodnotami. Zvýšení nezaměstnanosti by mohlo v budoucnosti snížit schopnost splácet. Poměr zadlužení podniků i domácností k HDP by se měl v roce 2020 zvýšit, a to převážně v důsledku poklesu HDP vyvolaného krizí COVID-19.
- Očekává se, že již nyní vysoký poměr **veřejného zadlužení** k HDP vzroste v roce 2020 přibližně o 25 procentních bodů, dosáhne 120 % HDP a v roce 2021 obecně zůstane na této úrovni.
- **Bankovní sektor** během posledního desetiletí posílil svou odolnost. Má silné rezervy v oblasti likvidity a je obecně přiměřeně kapitalizován, ziskovost je mírná. Úvěry se selháním se v roce 2019 snížily na 3 %, je však pravděpodobné, že se v důsledku krize COVID-19 zvýší.
- Výsledky na **trhu práce** se v roce 2019 nadále zlepšovaly, i když nezaměstnanost a segmentace trhu práce byly i nadále zdrojem obav. Míra nezaměstnanosti vzroste v roce 2020 podle odhadů na téměř 17 % a poté v roce 2021 dále mírně vzroste. Míra ekonomické aktivity se od roku 2016 do roku 2019 mírně snížila, částečně v důsledku většího počtu osob ve vzdělávání.

Španělsko vstoupilo do krize COVID-19 se zranitelností související s vnějším zadlužením, veřejným zadlužením a zadlužením soukromého sektoru a vysokou nezaměstnaností. V důsledku krize COVID-19

se míra zadlužení a nezaměstnanost zvyšuje. Komise má celkově i s ohledem na únorové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

FRANCIE: V únoru 2020 dospěla Komise k závěru, že Francie je vystavena makroekonomické nerovnováze zahrnující zejména vysoký veřejný dluh a slabou dynamiku konkurenceschopnosti v kontextu nízkého růstu produktivity, což má přeshraniční význam. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2019 překračují ukazatele zadlužení soukromého a veřejného sektoru orientační prahové hodnoty.

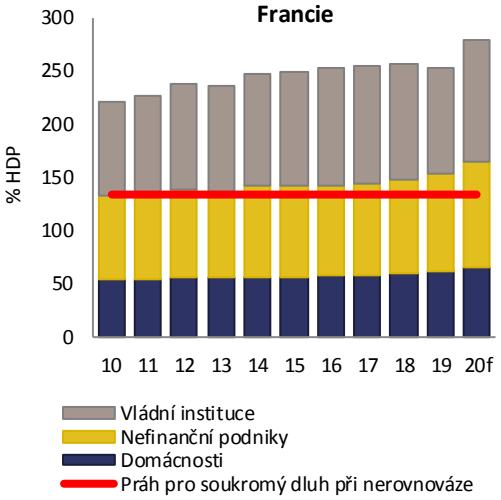
Doporučení s významem pro postup při makroekonomické nerovnováze vydaná v letech 2019 a 2020 jsou obecně spojena s fiskálně-strukturálními politikami, produktivitou práce a podnikatelským prostředím. Kromě nezbytných politik zaměřených na řešení pandemie se opatření přijatá v roce 2020 k řešení nerovnováhy týkají zlepšení podnikatelského prostředí a výzkumu a vývoje.

Odhaduje se, že růst reálného HDP v důsledku krize COVID-19 výrazně klesne z 1,5 % v roce 2019 na –9,4 % v roce 2020. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 5,8 %, přičemž nominální úroveň HDP bude o 0,9 % nižší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Vnější pozice** je stabilní s omezeným schodkem běžného účtu a s mírně zápornější čistou investiční pozicí vůči zahraničí v roce 2019.
- **Poměr zadlužení soukromého sektoru** se v roce 2019 nadále zvyšoval a dosáhl 153 % HDP. Očekává se, že v roce 2020 dále poroste. **Podnikové úvěry** byly v roce 2019 vysoké a očekává se, že se ještě zvýší, přestože společnosti i nadále akumulovaly peněžní rezervy díky rostoucím ziskům podniků, nižším dividendám, nižším investicím a celkově nízké a klesající úrovni úvěrů se selháním. **Zadlužení domácností** je vysoké a poroste. Ceny obytných nemovitostí vykazují určité omezené známky nadhodnocení, ale růst cen obytných nemovitostí byl v roce 2019 celkově mírný.

Graf A10: ***Dluh podle hospodářských odvětví***



Zdroj: Eurostat

- Ztrátu **konkurenceschopnosti**, k níž došlo v posledním desetiletí, se nepodařilo dohnat. Růst jednotkových nákladů práce zůstal mírný, přestože se značně zpomalila produktivita práce. V předchozích letech se podíl na světovém vývozu mírně zvýšil, ale v roce 2019 poklesl.
- **Veřejné zadlužení** zůstalo v roce 2019 stabilní na úrovni 98 % HDP. Předpokládá se, že poměr dluhu k HDP vzroste v roce 2020 přibližně na 116 % HDP, přičemž HDP se sníží a bude zaveden rozsáhlý fiskální balíček ke zmírnění dopadu krize. **Bankovní sektor** vykazuje dobrou a rostoucí úroveň vlastního kapitálu, snižující se a celkově nízké úvěry se selháním, avšak ziskovost je mírná, stejně jako v jiných evropských zemích. Počet případů úpadků by se však mohl v souvislosti s krizí COVID-19 zvýšit.
- Výsledky na **trhu práce** se v roce 2019 zlepšily, předpokládá se však, že se výhledově mírně zvýší nezaměstnanost.

Francie vstoupila do krize COVID-19 se zranitelností související se zadlužením a konkurenceschopností. V důsledku krize COVID-19 a opatření přijatých na podporu hospodářství se veřejné zadlužení zvýšilo, vývoj konkurenceschopnosti však zůstal relativně stabilní. Komise má celkově

i s ohledem na únorové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

CHORVATSKO: V únoru 2020 dospěla Komise k závěru, že Chorvatsko je vystaveno makroekonomické nerovnováze spojené zejména s vysokými úrovněmi veřejného, soukromého a vnějšího zadlužení v podmínkách nízkého potenciálního růstu. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2019 překračují ukazatele čisté investiční pozice vůči zahraničí, růstu cen obytných nemovitostí a veřejného zadlužení orientační prahovou hodnotu.

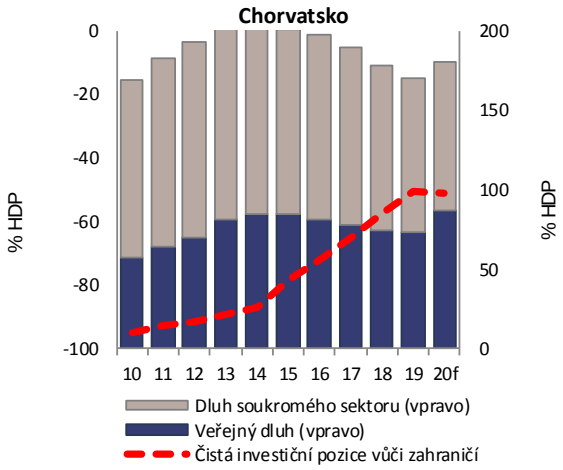
Doporučení s významem pro postup při makroekonomické nerovnováze vydaná v letech 2019 a 2020 jsou obecně spojena s fiskálně-strukturálními politikami, trhem práce a podnikatelským prostředím. Kromě nezbytných politik zaměřených na řešení pandemie se opatření přijatá v roce 2020 k řešení nerovnováhy týkají posílení správy veřejného sektoru a snížení administrativní a finanční zátěže podniků.

Odhaduje se, že růst reálného HDP v důsledku krize COVID-19 výrazně klesne z 2,9 % v roce 2019 na –9,6 % v roce 2020. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 5,7 %, přičemž nominální úroveň HDP bude o 2,5 % nižší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- Obavy týkající se **vnější udržitelnosti** zůstávají, přestože se v roce 2019 nadále zlepšovala značně záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí a přebytek běžného účtu se zvýšil na 3 % HDP. Rizika ohrožující vnější udržitelnost jsou zmírněna relativně vysokým podílem přímých zahraničních investic na celkových zahraničních závazcích. Saldo běžného účtu se v roce 2020 dostane do záporných čísel, převážně v důsledku slabého cestovního ruchu.
- Poměr **zadlužení soukromého sektoru** k HDP se v roce 2019 nadále snižoval. Velký podíl dluhu je nadále denominován v zahraniční měně, což vytváří rizika spojená se směnným kurzem.

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



Zdroj: Eurostat

- **Růst reálných cen obytných nemovitostí** se v roce 2019 zrychlil na více než 8 %, zvýšil se rovněž růst hypotečních úvěrů a rozdíly v ocenění se zmenšovaly. Očekává se, že růst cen obytných nemovitostí se v souvislosti s krizí COVID-19 zpomalí.
- **Veřejné zadlužení** se v roce 2019 nadále snižovalo na stále poměrně vysokou úroveň 73 % HDP. Předpokládá se, že v roce 2020 vzroste v důsledku prudkého hospodářského poklesu a opatření na podporu hospodářství v souvislosti s krizí COVID-19 o více než 15 procentních bodů.
- **Bankovní sektor** se vyznačuje mírnou ziskovostí a relativně silnou kapitalizací, ale také relativně vysokým, přestože klesajícím, počtem úvěrů se selháním. Úvěry se selháním pravděpodobně porostou poté, co budou ukončena vládní podpůrná opatření v reakci na krizi COVID-19.
- **Míra nezaměstnanosti** dosáhla v roce 2019 historicky nejnižší úrovně 6,6 % a současně výrazně poklesla dlouhodobá nezaměstnanost i nezaměstnanost mladých. Předpokládá se však, že se nezaměstnanost v době současné krize zvýší.

Chorvatsko vstoupilo do krize COVID-19 se zranitelností související s veřejným zadlužením, zadlužením soukromého sektoru a vnějším zadlužením v situaci, kdy je potenciál růstu nízký. V důsledku krize COVID-19 se míra zadlužení a nezaměstnanost dle očekávání zvýší. Komise má celkově i s ohledem na únorové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

ITÁLIE: V únoru 2020 dospěla Komise k závěru, že Itálie je vystavena nadměrné makroekonomické nerovnováze zahrnující zejména vysoké veřejné zadlužení a dlouhodobě nízký růst produktivity v situaci, kdy stále přetrvává velký objem úvěrů se selháním a vysoká nezaměstnanost. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2019 překračují ukazatele zadlužení veřejného sektoru a míra nezaměstnanosti orientační prahové hodnoty.

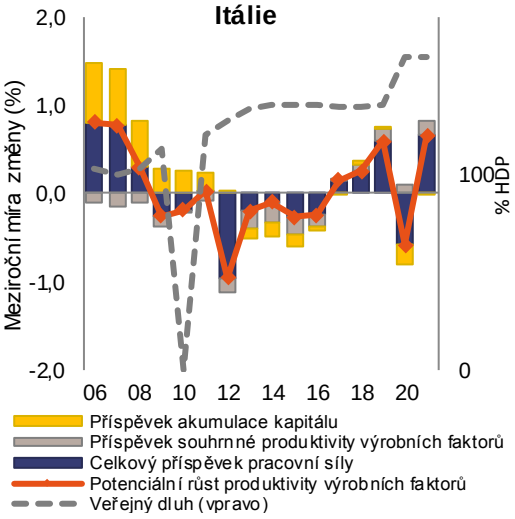
Doporučení s významem pro postup při makroekonomické nerovnováze vydaná v letech 2019 a 2020 jsou obecně spojena s fiskálně-strukturálními politikami, trhem práce, podnikatelským prostředím a finančním sektorem. Kromě nezbytných politik zaměřených na řešení pandemie se opatření přijatá v roce 2020 k řešení nerovnováhy týkají účinnosti veřejné správy a podpory digitální a zelené transformace.

Odhaduje se, že růst reálného HDP v důsledku krize COVID-19 výrazně klesne z 0,3 % v roce 2019 na –9,9 % v roce 2020. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 4,1 %, přičemž nominální úroveň HDP bude o 4,1 % nižší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Vnější pozice** je stabilní, protože čistá investiční pozice vůči zahraničí je téměř vyrovnaná a běžný účet stabilně vykazuje značný přebytek i v roce 2020 navzdory slabému cestovnímu ruchu.
- Agregovaný **růst produktivity** je i nadále velmi nízký a ve střednědobém horizontu se má zlepšit jen nepatrně. **Růst jednotkových nákladů práce** byl v roce 2019 nadále nízký a růst mezd se v roce 2020 podle předpokladů zpomalí.
- **Veřejné zadlužení** zůstalo v roce 2019 stabilní na úrovni přibližně 135 % HDP, očekává se však, že v roce 2020 výrazně vzroste přibližně o 25 procentních bodů, což odráží reakci na pandemii a pokles ekonomické aktivity. Očekává se, že primární saldo bude v roce 2020 poprvé od roku 2009 záporné.

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



Zdroj: útvary Komise

- Pokud jde o **bankovní sektor**, nadále pokračovalo výrazné snižování úvěrů se selháním, avšak jejich úroveň je i nadále relativně vysoká a dosahuje téměř 7 %. Opatření v oblasti likvidity poskytnutá v reakci na pandemii zlepšila poměrně slabé úvěry zaznamenané v roce 2019. Úvěry se selháním pravděpodobně porostou, pokud budou některá opatření související s COVID-19 ukončena příliš brzy.
- Šok vyvolaný pandemií začal negativně působit na zlepšení na **trhu práce**, jehož situace se může po ukončení nouzových opatření ještě zhoršit. Předpokládá se, že míra nezaměstnanosti zůstane v roce 2020 na úrovni 10 %.

Itálie vstoupila do krize COVID-19 se zranitelností související s veřejným zadlužením a slabým růstem produktivity v situaci, kdy je vysoká nezaměstnanost a stále vysoký, přestože klesající, počet úvěrů se selháním. V souvislosti s krizí COVID-19 se míra zadlužení zvýšila, zatímco dopad na trh práce a bankovní sektor se může projevit s určitým zpožděním v závislosti na délce krize a načasování postupného rušení podpůrných opatření. Komise celkově považuje za užitečné, a to i s ohledem na

únorové zjištění nadměrné nerovnováhy, aby se dále zkoumalo přetrvávání makroekonomických rizik a sledoval pokrok při snižování nadměrné nerovnováhy.

KYPR: V únoru 2020 dospěla Komise k závěru, že Kypr je vystaven nadměrné makroekonomické nerovnováze zahrnující zejména velmi vysoký podíl úvěrů se selháním, které zatěžují finanční sektor, a velké soukromé, veřejné a vnější zadlužení v situaci mírného potenciálního růstu. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2019 překračují ukazatele schodku běžného účtu, čisté investiční pozice vůči zahraničí, zadlužení soukromého sektoru a veřejného zadlužení orientační prahovou hodnotu.

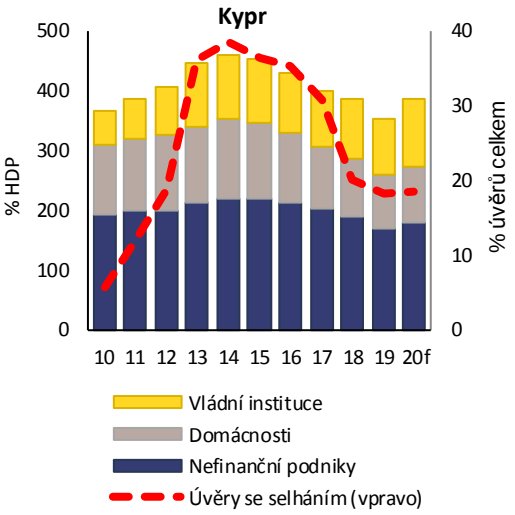
Doporučení s významem pro postup při makroekonomické nerovnováze vydaná v letech 2019 a 2020 jsou obecně spojena s fiskálně-strukturálními politikami, zadlužením soukromého sektoru, úvěry se selháním a podnikatelským prostředím. Kromě nezbytných politik zaměřených na řešení pandemie se opatření přijatá v roce 2020 k řešení nerovnováhy týkají systému justice, veřejné správy, místní správy a přístupu k financování.

Odhaduje se, že růst reálného HDP v důsledku krize COVID-19 výrazně klesne z 3,1 % v roce 2019 na –6,2 % v roce 2020. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 3,7 %, přičemž nominální úroveň HDP bude o 0,7 % nižší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- Problémem zůstává **vnější zranitelnost** vzhledem k tomu, že čistá investiční pozice vůči zahraničí je i přes zlepšení v roce 2019 výrazně záporná a že velká část odráží činnosti zvláštních účelových jednotek. Běžný účet vykázal v roce 2019 vysoký schodek ve výši 6,3 % HDP a očekává se, že se situace v důsledku razantního poklesu cestovního ruchu v roce 2020 prudce zhorší.
- Míra **zadlužení podniků** v roce 2019 nadále klesala, zůstala však vysoká. Nefinanční podniky snižovaly pákový efekt rychleji než domácnosti. **Zadlužení domácností** činilo v roce 2019 přibližně 90 % HDP, což je více než obezřetnostní prahové hodnoty. V roce 2020 vzroste míra zadlužení soukromého sektoru v důsledku poklesu nominálního HDP a úvěrových moratorií. Očekává se, že se v roce 2021 vrátí klesající trend.
- Zatímco poměr **veřejného zadlužení** k HDP v roce 2019 klesl, předpokládá se, že v roce 2020 vzroste zhruba o 20 procentních bodů a dosáhne téměř 113 % HDP vzhledem k opatřením fiskální podpory, dalším emisím dluhopisů a poklesu HDP. Stabilita **bankovního sektoru** se v posledních letech zlepšila s výrazným poklesem úvěrů se selháním v období 2018–2019. V roce 2020 byl nárůst podílu úvěrů se selháním omezený vzhledem k prodeji a odpisům aktiv, ale v roce 2021 se může ještě více zvýšit se zrušením moratorií na splácení dluhu.

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



Zdroj: Eurostat a ECB

Kypr vstoupil do krize COVID-19 se zranitelností související s vnějším zadlužením, zadlužením soukromého sektoru a veřejným zadlužením a se stále vysokým počtem úvěrů se selháním v situaci, kdy je potenciál růstu mírný. V důsledku krize COVID-19 se schodek běžného účtu zhoršil, míra zadlužení se zvýšila a zpomalilo se snižování páky bank u úvěrů se selháním. Komise celkově považuje za užitečné, a to i s ohledem na únorové zjištění nadměrné nerovnováhy, aby se dále zkoumalo přetrvávání makroekonomických rizik a sledoval pokrok při snižování nadměrné nerovnováhy.

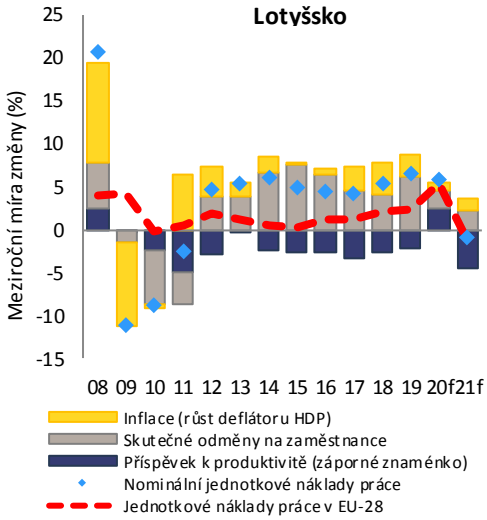
LOTYŠSKO: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Lotyšsku zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2019 překračují ukazatele čisté investiční pozice vůči zahraničí a růstu jednotkových nákladů práce orientační prahovou hodnotu.

Odhaduje se, že růst reálného HDP v důsledku krize COVID-19 výrazně klesne z 2,1 % v roce 2019 na –5,6 % v roce 2020. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 4,9 %, přičemž nominální úroveň HDP bude o 1,3 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Vnější zranitelnost** přetrvává, ale lepší se. Běžný účet byl v roce 2019 mírně záporný, ale čistá investiční pozice vůči zahraničí, která odráží zejména přímé zahraniční investice a veřejné zadlužení, se nadále poměrně rychle zlepšovala. Předpokládá se, že čistá investiční pozice vůči zahraničí se bude i nadále zlepšovat a běžný účet bude vykazovat přebytek.
- **Jednotkové náklady práce** v roce 2019 nadále poměrně silně rostly v důsledku značného růstu mezd. Očekává se však, že růst mezd v roce 2020 zpomalí vzhledem k dopadu krize COVID-19. Vedle toho reálný efektivní směnný kurz se po silném zhodnocení předchozího roku nijak výrazně nezměnil. Podíl na světovém vývozu poprvé za čtyři roky poklesl.

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



Zdroj: útvary Komise

- **Zadlužení podniků a domácností** zůstalo mírné, přestože se očekává, že se snížením HDP v důsledku krize COVID-19 se zvýší. V roce 2019 se zvýšilo poskytování úvěrů nefinančním podnikům, avšak v roce 2020 dle očekávání výrazně oslabí. Růst **cen obytných nemovitostí** zůstal v roce 2019 na zvýšené úrovni mírně pod prahovou hodnotou, očekává se však, že se v důsledku krize COVID-19 zpomalí.
- **Bankovní sektor** vstoupil do krize ve finančně zdravém stavu s poměrem jak kapitálu, tak likvidity nad průměrem EU. Úvěry se selháním, přestože jsou stále nízké, však pravděpodobně porostou poté, co budou ukončena vládní podpůrná opatření v reakci na krizi COVID-19. **Veřejné zadlužení** se v roce 2019 dále snížilo přibližně na 37 % HDP, očekává se však, že se v roce 2020 zvýší v reakci na opatření k řešení pandemie a pokles HDP.

Lotyšsko vstoupilo do krize COVID-19 bez identifikované makroekonomické nerovnováhy, přestože dynamika související s nabídkou pracovní síly a nákladová konkurenceschopnost s sebou nesly určitá omezená rizika. V důsledku krize COVID-19 se dočasně snižují tlaky na trhu práce a mzdové tlaky. Komise v této fázi nevidí nutnost v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

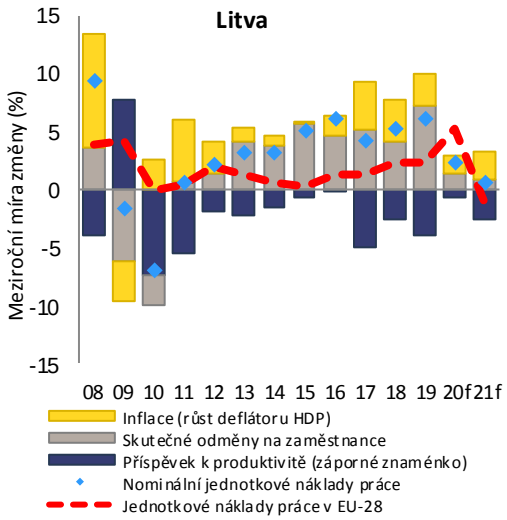
LITVA: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Litvě zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2019 překračuje ukazatel jednotkových nákladů práce orientační prahovou hodnotu.

Odhaduje se, že růst reálného HDP v důsledku krize COVID-19 výrazně klesne z 4,3 % v roce 2019 na –2,2 % v roce 2020. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 3 %, přičemž nominální úroveň HDP bude o 4,8 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Vnější zranitelnost** zůstává omezená, neboť čistá investiční pozice vůči zahraničí, přestože je záporná, se do roku 2019 postupně zlepšovala. Sestává převážně z akumulovaného objemu přímých zahraničních investic. Předpokládá se, že se čistá investiční pozice vůči zahraničí bude v letech 2020 a 2021 dále zlepšovat. Vzrůstající vývoz dopravních služeb výrazně zlepšil obchodní bilanci, a přebytek běžného účtu se proto v roce 2019 zvýšil přibližně na 3 % a očekává se, že v letech 2020 a 2021 zůstane značný. Zvyšování podílů na vývozních trzích pokračovalo stabilním tempem.
- **Nominální jednotkové náklady práce** od roku 2016 rychle rostou a odráží napjatou situaci na trhu práce a některé změny právních předpisů, včetně relativně rychlého nárůstu minimálních mezd a mezd ve veřejném sektoru. Očekává se, že pandemie COVID-19 bude mít v roce 2020 negativní dopad na mzdy v soukromém sektoru a zpomalí růst nominálních jednotkových nákladů práce.
- **Bankovní sektor** je vysoce ziskový a kapitálový poměr je mírně nad průměrem eurozóny. Úvěry se selháním mají klesající tendenci a jsou celkově nízké. **Veřejné zadlužení** se v roce 2019 dále snižovalo, ale předpokládá se, že se v roce 2020 v důsledku krize COVID-19 zvýší přibližně na 47 % HDP a v roce 2021 bude dále stoupat.
- Před pandemií COVID-19 byla výkonnost **trhu práce** silná a míra nezaměstnanosti činila 6,3 %. Míra nezaměstnanosti však v roce 2020 podle odhadů vzroste na 8,9 % a poté v roce 2021 opět klesne.

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



Zdroj: útvary Komise

Litva vstoupila do krize COVID-19 bez identifikované makroekonomické nerovnováhy, přestože dynamika nákladové konkurenceschopnosti s sebou nesla určitá omezená rizika. S krizí COVID-19 zůstala vnější pozice stabilní a mzdové tlaky se snížily. Komise v této fázi nevidí nutnost v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

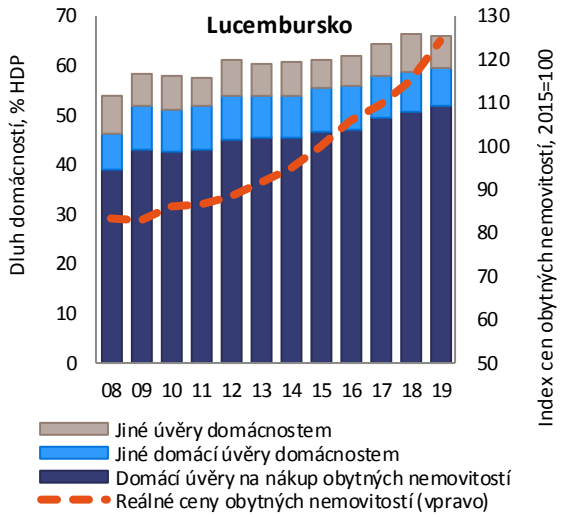
LUCEMBURSKO: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Lucembursku zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2019 překračují ukazatele růstu jednotkových nákladů práce, cen obytných nemovitostí a zadlužení soukromého sektoru orientační prahovou hodnotu.

Odhaduje se, že růst reálného HDP v důsledku krize COVID-19 výrazně klesne z 2,3 % v roce 2019 na –4,5 % v roce 2020. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 3,9 %, přičemž nominální úroveň HDP bude o 0,3 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Obavy ohledně vnější udržitelnosti jsou omezené**. Běžný účet vykazuje stabilní přebytek a čistá investiční pozice vůči zahraničí je výrazně kladná. **Jednotkové náklady práce** v roce 2019 nadále rostly poměrně vysokým tempem v situaci, kdy na trhu práce panovalo napětí. V roce 2020 se očekává, že růst jednotkových nákladů práce bude kvůli zmírnění růstu mezd v důsledku krize COVID-19 mírný.
- **Poměr zadlužení soukromého sektoru k HDP** je velmi vysoký, na úrovni 319 %, a odráží zejména vysoké **zadlužení podniků**, které v roce 2019 přesáhlo 250 % HDP. Vysoká hodnota však odráží především úlohu Lucemburska jako globálního finančního centra a přeshraniční poskytování úvěrů v rámci skupiny. **Zadluženost domácností** se v roce 2019 stabilizovala na 66 % HDP a nachází se výrazně pod základními i obezřetnostními referenčními hodnotami, i když v porovnání s disponibilním příjmem je vyšší. Hypoteční úvěry vzrostly v roce 2019 o 8 %, přičemž polovina nesplacených úvěrů měla pohyblivou sazbu, avšak jejich poměr rychle klesá. V roce 2020 se očekává, že poměr dluhu domácností k HDP vzroste, zejména v důsledku poklesu HDP.

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



Zdroj: Eurostat a ECB

- **Ceny obytných nemovitostí** v roce 2019 nadále výrazně rostly a existují náznaky nadhodnocení. Výhledově se v období 2020–2021 neočekává, že by se růst cen obytných nemovitostí měl výrazně zmírňovat. Na straně nabídky došlo v roce 2019 k poklesu bytové výstavby, což přispělo k nesouladu mezi nabídkou a poptávkou a vedlo k nárůstu cen.
- **Bankovní sektor** je dobře kapitalizovaný a likvidní a zůstal ziskový, přestože se ziskovost pohybuje pod průměrem eurozóny. Úvěry se selháním jsou velmi nízké. Vývoj cen obytných nemovitostí v souvislosti s úrovní expozice bank hypotečním úvěrům a vysokým zadlužením domácností však vyžaduje nepřetržité sledování. **Veřejné zadlužení** je nízké a očekává se, že v roce 2021 vzroste na přibližně 25 % HDP.

Lucembursko vstoupilo do krize COVID-19 bez identifikované makroekonomické nerovnováhy, avšak s určitými riziky spojenými s rostoucími cenami obytných nemovitostí a zadlužením domácností. V důsledku krize COVID-19 se dočasně snižují tlaky na ceny a náklady. Komise v této fázi nevidí nutnost v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

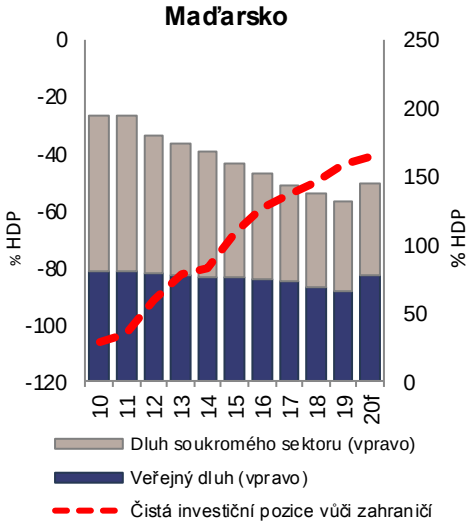
MAĎARSKO: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Maďarsku zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2019 překračují ukazatele čisté investiční pozice vůči zahraničí, růstu cen obytných nemovitostí, veřejného zadlužení a růstu finančních závazků orientační prahovou hodnotu.

Odhaduje se, že růst reálného HDP v důsledku krize COVID-19 výrazně klesne z 4,6 % v roce 2019 na –6,4 % v roce 2020. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 4 %, přičemž nominální úroveň HDP bude o 6,2 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Vnější zranitelnost** zůstává navzdory trvalému zlepšení čisté investiční pozice vůči zahraničí, která v roce 2019 činila –44 % nad rámec základní referenční hodnoty. Předpokládá se, že se čistá investiční pozice vůči zahraničí v letech 2020 a 2021 dále zlepší. Oficiální rezervy na začátku roku 2020 se blížily obezřetnostním minimálním úrovním. Saldo běžného účtu se v roce 2019 změnilo na mírný schodek a očekává se, že do roku 2022 zůstane mírně záporné. Růst podílu na světovém vývozu se zvýšil navzdory zhoršující se nákladové konkurenceschopnosti. V roce 2020 prodělal forint značnou depreciaci, jež je dobrým předpokladem pro budoucí konkurenceschopnost, ale také odráží zranitelnost vůči změnám nálady na světových finančních trzích.

Graf A17: ***Čistá investiční pozice vůči zahraničí, soukromý dluh a veřejný dluh***



Zdroj: Eurostat

- **Ceny obytných nemovitostí** a úvěrové toky v roce 2019 silně rostly s rostoucími obavami z nadhodnocení. Očekává se, že krize COVID-19 povede k určité korekci cen.
- **Veřejné zadlužení** se v roce 2019 snižovalo a kleslo přibližně na 65 % HDP. V roce 2020 by mělo vzrůst téměř o 13 procentních bodů, což odráží hloubku recese a vládní podpůrná opatření v reakci na krizi COVID-19. Hrubé potřeby financování jsou obzvláště vysoké v důsledku kombinace vysokého zadlužení a relativně krátké délky trvání. Kromě toho vykazuje jak veřejné zadlužení, tak zadlužení podniků expozici vůči měnovému riziku. Kvůli otevřenosti ekonomiky jsou zároveň domácí příjmy a rozpočtové saldo citlivé na pohyby měn. Určitá úroveň dluhu denominovaného v cizí měně může pomoci tuto expozici zajistit.
- **Bankovní sektor** je vysoce ziskový, ale kapitálový poměr tier 1 je nižší než ve většině ostatních zemí EU. Komplexní moratorium na platby pro dlužníky dočasně chrání banky před potenciálním selháním. Poměr úvěrů se selháním však zůstává poměrně vysoký, v roce 2019 činil 4,3 % a mohl by se po skončení moratoria zvýšit. Komerční banky drží značný objem veřejného dluhu (kolem 20 % HDP).

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s tlaky na ceny, strukturou vývozu, veřejným zadlužením a trhem s obytnými nemovitostmi. S krizí COVID-19 se problémy spojené s nákladovými tlaky pravděpodobně výhledově ulehčí, zatímco rizika spojená s vzájemným působením mezi potřebami financování veřejných institucí a vnějším financováním se zřejmě zvětšují. Samotný rozsah stavové nerovnováhy však není příliš vysoký. Komise v této fázi nevidí nutnost v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

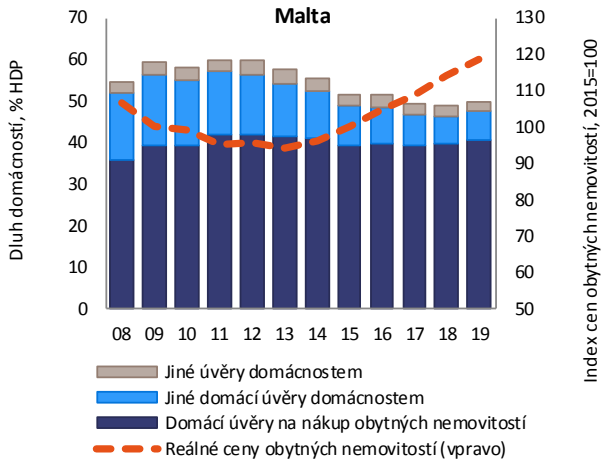
MALTA: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla na Maltě zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2019 nepřesahuje žádný ukazatel orientační prahovou hodnotu.

Odhaduje se, že růst reálného HDP v důsledku krize COVID-19 výrazně klesne z 4,9 % v roce 2019 na –7,3 % v roce 2020. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 3 %, přičemž nominální úroveň HDP bude o 2,6 % nižší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- Přebytek **běžného účtu** je vysoký, ale očekává se, že se v roce 2021 zmenší na téměř vyrovnaný, částečně v důsledku slabého cestovního ruchu. Silně kladná čistá investiční pozice vůči zahraničí odráží postavení země jakožto mezinárodního finančního centra. Jednotkové náklady práce rostou v posledních letech poměrně rychlým tempem.

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



Zdroj: Eurostat a ECB

- **Zadlužení soukromého sektoru** se mírně zvýšilo a v roce 2019 se přiblížilo prahové hodnotě srovnávacího přehledu, což bylo způsobeno pokračujícím silným růstem úvěrů, jež podpořily zvýšené investice do bytové výstavby. Očekává se, že trendy ve stavebnictví budou i nadále podporovány dočasným snížením daní z převodů nemovitostí v letech 2020 a 2021. Příznivé podmínky na trhu práce spolu s nízkými úrokovými sazbami podpořily zadluženost domácností, jež vyžaduje dohled. V roce 2019 pokračoval trvalý **růst cen obytných nemovitostí** s určitými známkami nadhodnocení. Očekává se, že se v roce 2020 růst cen obytných nemovitostí v důsledku krize COVID-19 dočasně zmírní.
- **Veřejné zadlužení** do roku 2019 klesalo a v důsledku rozšíření onemocnění COVID-19 se má v roce 2020 zvýšit na 60 % HDP. V bankovním sektoru se závazky v roce 2019 snižovaly a úroveň úvěrů se selháním zůstala stabilní a očekává se, že probíhající přezkum insolvenčního rámce posílí odolnost tohoto odvětví. Nicméně rostoucí koncentrace portfolií bank v odvětví nemovitostí si zaslouží pečlivé sledování.
- **Míra nezaměstnanosti** v roce 2019 klesla a míra ekonomické aktivity nadále stoupá. Předpokládá se však, že se míra nezaměstnanosti v době krize COVID-19 zvýší.

Malta vstoupila do krize COVID-19 bez identifikované makroekonomické nerovnováhy, avšak se zvýšeným saldem běžného účtu a relativně dynamickým růstem cen obytných nemovitostí s omezenými riziky. S krizí COVID-19 se poněkud zmírnily domácí tlaky a vnější pozice zůstala stabilní. Komise v této fázi nevidí nutnost v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

NIZOZEMSKO: V únoru 2020 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 překračují ukazatele přebytku běžného účtu a zadlužení soukromého sektoru orientační prahovou hodnotu.

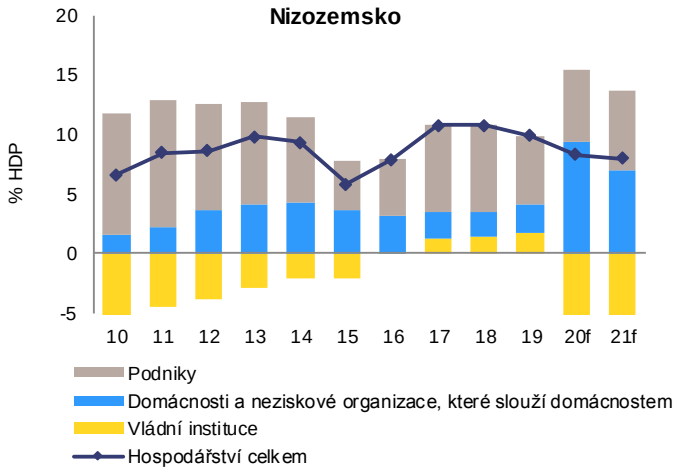
Doporučení s významem pro postup při makroekonomické nerovnováze vydaná v letech 2019 a 2020 jsou obecně spojena s investicemi, příjmy domácností, důchody, zadlužením soukromého sektoru a trhem s bydlením. Kromě nezbytných politik zaměřených na řešení pandemie se opatření přijatá v roce 2020 k řešení nerovnováhy týkají penzijního systému, investic do bydlení, nižšího zvýhodnění zadlužení domácností a zavedení Invest-NL.

Odhaduje se, že růst reálného HDP v důsledku krize COVID-19 výrazně klesne z 1,7 % v roce 2019 na –5,3 % v roce 2020. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 2,2 %, přičemž nominální úroveň HDP bude o 0,1 % nižší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Přebytek běžného účtu** se snížil z 10,8 % HDP v roce 2018 na 9,9 % v roce 2019 a očekává se, že v roce 2020 rovněž mírně klesne. S krizí COVID-19 se veřejný sektor posunul na výrazně zápornou čistou úsporu, ale to bude pravděpodobně z velké části kompenzováno dalším nárůstem přebytku úspor domácností a podniků. Celkově se očekává, že přebytek běžného účtu zůstane vysoký, výrazně nad základními referenčními hodnotami.

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



Zdroj: Ameco

- **Zadluženost soukromého sektoru**, která v roce 2019 činila přibližně 230 % HDP, má už z doby před krizí COVID-19 klesající tendenci. **Zadlužení podniků** je způsobeno především zadlužením uvnitř skupin v rámci nadnárodních korporací. **Zadlužení domácností**, které v roce 2019 činilo 100 % HDP, souvisí především se štědrým daňovým zacházením s hypotékami a s neoptimálně fungujícím trhem s nájemním bydlením. Očekává se, že se míra zadlužení domácností bude od roku 2020 opět zvyšovat. Zvýšení nezaměstnanosti může v budoucnosti snížit schopnost domácností splácet. **Ceny obytných nemovitostí** v roce 2019 vzrostly o 4,8 % a existují náznaky nadhodnocení.
- **Bankovní systém** je dobře kapitalizován s nízkou úrovní úvěrů se selháním a je ziskový. Předpokládá se, že se **veřejné zadlužení** v roce 2020 zvýší přibližně na 64 % HDP a v následujících letech se může dále zvyšovat.
- **Trh práce** byl před krizí historicky napjatý. Podmínky na trhu práce se však v důsledku krize výrazně zhorší a dotknou se především těch, kdo mají na trhu práce méně příznivé postavení.

Nizozemsko vstoupilo do krize COVID-19 s dlouhodobým velkým přebytkem domácích úspor doprovázeným vysokou úrovní zadlužení soukromého sektoru. Očekává se, že po krizi přebytek úspor mírně klesne, ale zůstane vysoký, zatímco míra zadlužení soukromého sektoru se bude zvyšovat. Komise

má celkově i s ohledem na únorové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

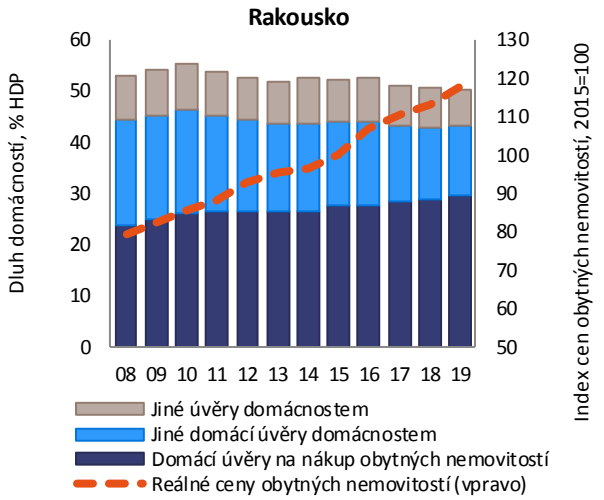
RAKOUSKO: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Rakousku zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2019 přesahuje ukazatel veřejného zadlužení orientační prahovou hodnotu.

Odhaduje se, že růst reálného HDP v důsledku krize COVID-19 výrazně klesne z 1,4 % v roce 2019 na –7,1 % v roce 2020. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 4,1 %, přičemž nominální úroveň HDP bude o 0,6 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Vnější zranitelnost** zůstává omezená. Přebytek běžného účtu se v roce 2019 zvýšil na 3 % HDP, ale předpokládá se, že v roce 2020 mírně klesne. Růst jednotkových nákladů práce v roce 2019 mírně rostl, ale zůstává relativně omezený. V roce 2020 se předpokládá omezené zpomalení růstu mezd rovněž proto, že ještě před vypuknutím krize probíhala jednání o mzdách v důležitých hospodářských odvětvích.
- **Zadluženost soukromého sektoru** dále klesala, neboť míra zadlužení domácností zůstala stabilní a zadluženost nefinančních podniků v roce 2019 mírně poklesla. V roce 2020 se však očekává, že v obou případech zadluženost poroste, především v důsledku poklesu HDP vyvolaného krizí COVID-19. Předpokládá se však, že tento trend se v roce 2021 částečně zvrátí, což odráží předpokládané hospodářské oživení.
- **Ceny obytných nemovitostí** nadále stoupaly a v roce 2019 se jejich růst opět mírně zrychlil s určitými rostoucími známkami nadhodnocení. V roce 2021 se však očekává určitá korekce cen. I když tato situace vyžaduje sledování, nezdá se, že by zvýšení cen bylo motivováno úvěry.
- **Bankovní sektor** má celkově dobrou pozici, aby pomohl zmírnit dopad krize. Podíl úvěrů se selháním se v roce 2019 dále snížil na o něco více než 2 %. Rovněž **veřejné zadlužení** pokračovalo v poklesu v důsledku silného hospodářského růstu a probíhající likvidace aktiv znárodněných finančních institucí. Očekává se však, že kvůli krizi vzroste v roce 2020 přibližně na 84 % HDP o téměř 14 procentních bodů nad úrovní z roku 2019.
- Lepší makroekonomické podmínky přispěly k dalšímu zlepšení na **trhu práce**, i když se předpokládá, že nezaměstnanost v roce 2020 v důsledku krize vzroste.

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



Zdroj: Eurostat a ECB

Rakousko vstoupilo do krize COVID-19 bez zjištěné makroekonomické nerovnováhy, avšak s možnou zranitelností spojenou s trhem s bydlením. S krizí COVID-19 se růst cen obytných nemovitostí zmírnil, veřejné zadlužení však stoupá. Komise v této fázi nevidí nutnost v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

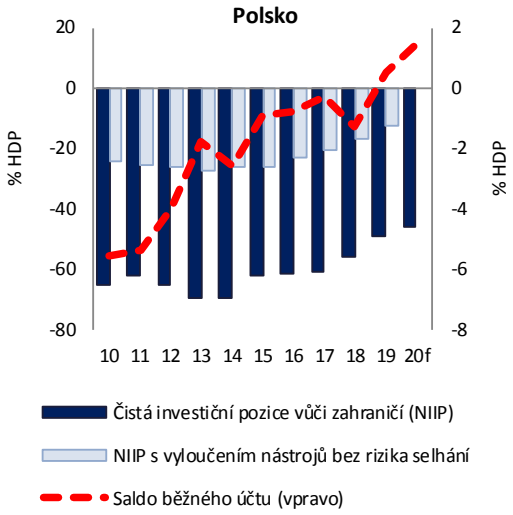
POLSKO: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Polsku zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2019 překračují ukazatele čisté investiční pozice vůči zahraničí a růstu cen obytných nemovitostí orientační prahovou hodnotu.

Odhaduje se, že růst reálného HDP v důsledku krize COVID-19 výrazně klesne z 4,5 % v roce 2019 na –3,6 % v roce 2020. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 3,3 %, přičemž nominální úroveň HDP bude o 5 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Vnější zranitelnost** zůstává omezená, neboť čistá investiční pozice vůči zahraničí, přestože je záporná, se do roku 2019 postupně zlepšovala. Kromě toho se skládá hlavně z akumulovaného objemu přímých zahraničních investic a značná část přílivu přímých zahraničních investic pochází z reinvestovaných zisků. Předpokládá se, že čistá investiční pozice vůči zahraničí se v roce 2020 mírně zlepší na 49 % HDP a v roce 2021 se bude dále zlepšovat, i když pomalejším tempem. Běžný účet dosáhl v roce 2019 kladných hodnot a očekává se, že vykáže přebytky také v letech 2020 a 2021.
- **Zadluženost soukromého sektoru** zůstává pod obezřetnostními prahovými hodnotami a v roce 2019 poklesla. Očekává se, že v roce 2020 zůstane stabilní.

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



Zdroj: útvary Komise

- Růst **cen obytných nemovitostí** se v roce 2019 zrychlil stejně jako růst hypotečních úvěrů. Růst cen obytných nemovitostí dosáhl v roce 2019 téměř 7 %, ale očekává se, že v období 2020–2021 zpomalí. Rizika zůstávají omezená a existuje jen málo známek nadhodnocení.
- **Bankovní sektor** má obecně dobrou pozici, aby pomohl zmírnit dopad krize. Podíl úvěrů se selháním se navíc v roce 2019 snížil na stále poměrně vysokou úroveň přibližně 6 % a může se v důsledku krize COVID-19 dále zvyšovat. **Veřejné zadlužení** se v roce 2019 dále snižovalo, očekává se však, že se v roce 2020 v reakci na opatření k řešení pandemie a pokles HDP zvýší o 11 procentních bodů a přiblíží se 60 % HDP.
- Příznivý makroekonomický vývoj v průběhu roku 2019 přispěl k dalšímu zlepšení na **trhu práce** s rekordně nízkou mírou nezaměstnanosti. Krize COVID-19 však v letech 2020–2021 pravděpodobně povede k jejímu zvýšení.

Polsko vstoupilo do krize COVID-19 bez identifikované makroekonomické nerovnováhy, přestože záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí s sebou nesla určitá rizika. S krizí COVID-19 zůstala vnější pozice stabilní. Komise v této fázi nevidí nutnost v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

PORTUGALSKO: V únoru 2020 dospěla Komise k závěru, že Portugalsko je vystaveno makroekonomické nerovnováze zahrnující zejména vysoký objem čistých vnějších závazků, zadlužení soukromého sektoru a veřejné zadlužení a také vysoký podíl úvěrů se selháním v souvislosti s nízkým růstem produktivity. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2019 překračují ukazatele čisté investiční pozice vůči zahraničí, růstu cen obytných nemovitostí, zadlužení soukromého sektoru a veřejného zadlužení orientační prahovou hodnotu.

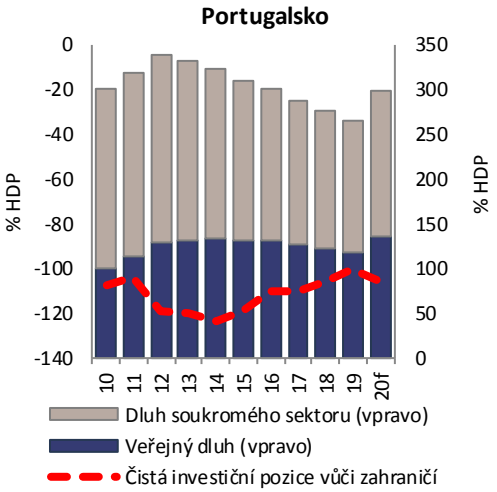
Doporučení s významem pro postup při makroekonomické nerovnováze vydaná v letech 2019 a 2020 jsou obecně spojena s fiskálně-strukturálními politikami, podnikatelským prostředím a úvěry se selháním. Kromě nezbytných politik zaměřených na řešení pandemie se opatření přijatá v roce 2020 k řešení nerovnováhy týkají vzdělávání a dovedností, digitalizace a správního soudnictví.

Odhaduje se, že růst reálného HDP v důsledku krize COVID-19 výrazně klesne z 2,2 % v roce 2019 na –9,3 % v roce 2020. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 5,4 %, přičemž nominální úroveň HDP bude o 1,1 % nižší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Vnější udržitelnost** zůstává zranitelná v důsledku velkého objemu čistých vnějších závazků země a negativního dopadu krize COVID-19 na zahraniční cestovní ruch. Běžný účet, jenž byl v roce 2019 víceméně vyrovnaný, se v roce 2020 pravděpodobně mírně zhorší. Předpokládá se, že záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí se v roce 2020 zvýší, i když relativně pomalým tempem.
- **Zadlužení soukromého sektoru** nadále klesalo a v roce 2019 dosáhlo téměř 150 % HDP, v důsledku krize COVID-19 se však opět zvýší. Existují tlaky na likviditu **podnikového sektoru** a byly zavedeny systémy úvěrových záruk. Navzdory neustálému poklesu vstoupily úvěry se selháním do krize COVID-19 na relativně vysoké úrovni a rizika v oblasti solventnosti se po skončení moratoria na splácení úvěrů pravděpodobně zvýší. Poměr **zadlužení domácností** k HDP, který je již nyní vysoký, se má v roce 2020 zvýšit s poklesem HDP, zatímco míra úspor domácností se podstatně zvýší.

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



Zdroj: Eurostat

- **Reálný růst cen obytných nemovitostí** překročil po období čtyř let po sobě až do roku 2019 orientační prahovou hodnotu a vykazuje rostoucí známky nadhodnocení. V letech 2020–2021 se však očekává prudký pokles tempa růstu v důsledku snížené poptávky na trhu a zvýšeného objemu stavebnictví.
- **Veřejné zadlužení** je vysoké, i když má stabilní sestupnou tendenci a v roce 2019 dosáhlo 117 % HDP. Pro rok 2020 se však předpokládá zvýšení o 18 procentních bodů vzhledem k opatřením k řešení pandemie a poklesu HDP.

Portugalsko vstoupilo do krize COVID-19 se zranitelností související s velkým objemem dluhu v situaci nízkého růstu produktivity. V důsledku krize COVID-19 se poměr dluhu zvýšil ve všech odvětvích. Komise má celkově i s ohledem na únorové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

RUMUNSKO: V únoru 2020 dospěla Komise k závěru, že Rumunsko je vystaveno makroekonomické nerovnováze zahrnující zejména ztrátu nákladové konkurenceschopnosti, zhoršování vnější pozice a zvyšování schodku běžného účtu v kontextu expanzivní fiskální politiky a nepředvídatelného podnikatelského prostředí. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2019 překračují ukazatele schodku běžného účtu, čisté investiční pozice vůči zahraničí a růstu jednotkových nákladů práce orientační prahovou hodnotu.

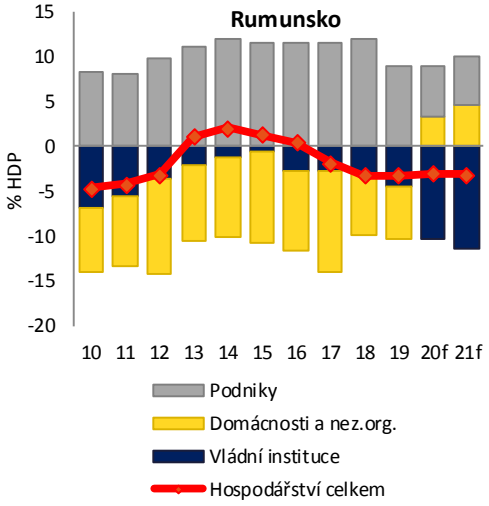
Doporučení s významem pro postup při makroekonomické nerovnováze vydaná v letech 2019 a 2020 jsou obecně spojena s fiskálními politikami, finanční stabilitou, nákladovou konkurenceschopností a podnikatelským prostředím. Kromě nezbytných politik zaměřených na řešení pandemie se opatření přijatá v roce 2020 k řešení nerovnováhy týkají především bankovního sektoru a v menší míře mechanismu stanovování minimálních mezd.

Odhaduje se, že růst reálného HDP v důsledku krize COVID-19 výrazně klesne z 4,2 % v roce 2019 na –5,2 % v roce 2020. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 3,3 %, přičemž nominální úroveň HDP bude o 3,6 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Vnější udržitelnost** zůstává zranitelná, záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí se v roce 2019 dále nezlepšila, ale stabilizovala se na přibližně –44 % HDP. Předpokládá se, že čistá investiční pozice vůči zahraničí zůstane v roce 2020 na této úrovni. Schodek běžného účtu se v roce 2019 zhoršil na téměř 5 % HDP a předpokládá, že v letech 2020 a 2021 zůstane značný.
- Růst nominálních **jednotkových nákladů práce** zůstal v roce 2019 vysoký s napjatou situací na trhu práce. Zpomalení růstu mezd v důsledku krize COVID-19 pravděpodobně sníží tlak nákladové konkurenceschopnosti, ačkoli hromadění pracovních sil vedlo v roce 2020 k dalšímu zvýšení růstu jednotkových mzdových nákladů.

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



Zdroj: Ameco

- Očekává se, že poměr **veřejného zadlužení** k HDP se v roce 2020 zvýší o více než 11 procentních bodů na přibližně 47 % HDP, což odráží dopad krize, ale také dříve přijaté trvalé zvyšování běžných výdajů. Veřejné zadlužení se má v roce 2021 dále výrazně zvýšit. Poměrně velký podíl je navíc denominován v cizí měně, a podléhá tudíž rizikům spojeným se směnným kurzem. Nepředvídatelnost politiky byla i nadále v letech 2019 a 2020 problémem, zejména v souvislosti s právními předpisy ovlivňujícími fiskální udržitelnost.
- Ziskovost **bankovního sektoru** od roku 2019 klesá, i když je výrazně nad průměrem EU. Přestože se podíl úvěrů se selháním na začátku roku 2020 snížil pod 4 % a očekává se, že v roce 2020 zůstane nízký, mohl by se v souvislosti s krizí COVID-19 zvýšit. Zadlužení soukromého sektoru zůstalo nízké, ale předpokládá se, že v roce 2020 mírně vzroste.

Rumunsko vstoupilo do krize COVID-19 se zranitelností související s vnějším a veřejným zadlužením, nákladovou konkurenceschopností a nepředvídatelným podnikatelským prostředím. S krizí COVID-19 se míra zadlužení výrazně zvýšila a fiskální pozice se zhoršila. Komise má celkově i s ohledem na únorové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

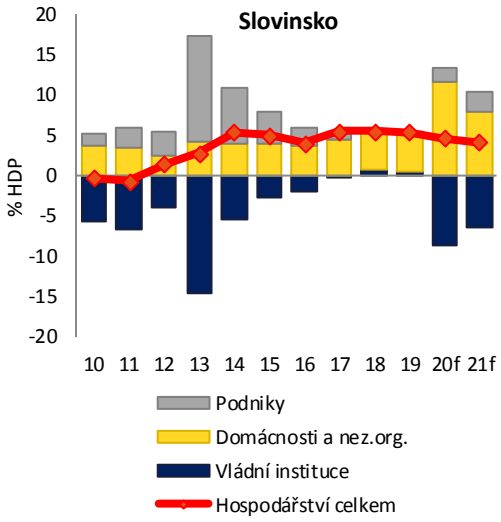
SLOVINSKO: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla ve Slovinsku zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2019 přesahuje ukazatel veřejného zadlužení orientační prahovou hodnotu.

Odhaduje se, že růst reálného HDP v důsledku krize COVID-19 výrazně klesne z 3,2 % v roce 2019 na –7,1 % v roce 2020. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 5,1 %, přičemž nominální úroveň HDP bude o 1,3 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Přebytek běžného účtu** zůstal v roce 2019 vysoký a činil téměř 6 % HDP. Přebytek odráží vysoké úspory domácností. Očekává se, že v letech 2020 a 2021 přebytek postupně klesne. Investice zůstaly v roce 2019 zhruba na úrovni předchozího roku a ve srovnání s historickými průměry zůstávají nízké. Čistá investiční pozice vůči zahraničí je mírně záporná. Růst jednotkových nákladů práce v roce 2019 vzrostl.
- **Veřejné zadlužení** se v roce 2019 nadále snižovalo a dosáhlo přibližně 66 % HDP, očekává se však, že v roce 2020 vzroste přibližně na 82 % HDP v důsledku opatření reagujících na krizi a poklesu. Předpokládané náklady spojené se stárnutím obyvatelstva navíc vytvářejí tlak na střednědobou a dlouhodobou fiskální udržitelnost.

Graf A24: ***Čisté půjčky/výpůjčky podle odvětví***



Zdroj: Ameco

- **Zadlužení soukromého sektoru** v roce 2019 dále klesalo, zatímco úvěrový tok do soukromého sektoru zůstal kladný. **Růst cen obytných nemovitostí** v roce 2019 klesl pod prahovou hodnotu a očekává se, že se v letech 2020–2021 v souvislosti s krizí COVID-19 ještě více zmírní. **Bankovní sektor** vstoupil do krize v poměrně silné pozici s nízkými úvěry se selháním a nižším pákovým efektem, což podle očekávání omezí dopad krize na toto odvětví.
- **Pracovní trh** se v roce 2019 dále zlepšil, míra aktivity byla historicky nejvyšší a nezaměstnanost na velmi nízké úrovni. Očekává se, že v roce 2020 se situace zhorší.

Slovinsko vstoupilo do krize COVID-19 v silné pozici bez identifikované makroekonomické nerovnováhy, přestože fiskální udržitelnost a vývoj cen obytných nemovitostí s sebou nesly určitá rizika. Předpokládá se, že s krizí COVID-19 se veřejné zadlužení zvýší, ale vysoký přebytek běžného účtu zůstane zachován. Komise v této fázi nevidí nutnost v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

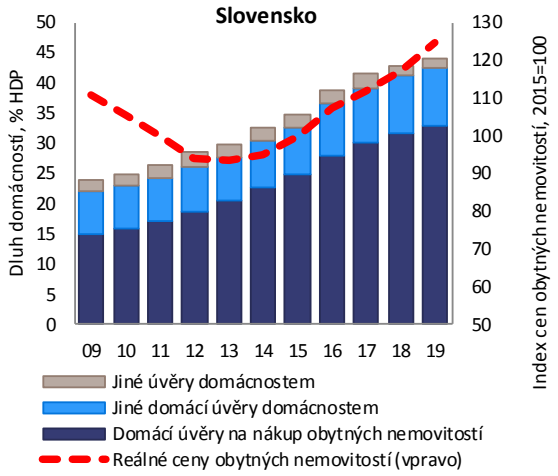
SLOVENSKO: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla na Slovensku zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2019 překračují ukazatele čisté investiční pozice vůči zahraničí, růstu jednotkových nákladů práce a růstu cen obytných nemovitostí orientační prahovou hodnotu.

Odhaduje se, že růst reálného HDP v důsledku krize COVID-19 výrazně klesne z 2,3 % v roce 2019 na –7,5 % v roce 2020. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 4,7 %, přičemž nominální úroveň HDP bude o 0,6 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- Problémem zůstává **vnější zranitelnost**, a to navzdory zlepšením. Koncentrace vývozu a začlenění do globálních hodnotových řetězců jsou i nadále vysoké. Přestože byla čistá investiční pozice vůči zahraničí v roce 2019 silně záporná a dosahovala –66 %, v témže roce se postupně zlepšovala. Předpokládá se, že se čistá investiční pozice vůči zahraničí v letech 2020 a 2021 zhorší. Rizika jsou omezená, pokud se zahraniční závazky týkají přímých zahraničních investic. Schodek běžného účtu se v roce 2019 zvýšil a předpokládá se, že v roce 2020 dále poroste.

Graf A25: ***Dluh domácností a index cen obytných nemovitostí***



Zdroj: Eurostat a ECB

- Pozornost si zaslouží vývoj **nákladové konkurenceschopnosti**, neboť jednotkové náklady práce od roku 2017 trvale rostou v důsledku silného růstu mezd v souvislosti s napjatějším trhem práce a dynamičtější konvergencí směrem k průměru EU. Reálný efektivní směnný kurz během let mírně posílil. V letech 2020 a 2021 se v souvislosti s krizí COVID-19 a potlačením růstu mezd může snížit tlak nákladové konkurenceschopnosti.
- **Zadlužení soukromého sektoru** a zejména zadlužení domácností se již několik let zvyšuje, avšak tempo tohoto růstu se zpomaluje. Zadlužení domácností zůstává pod úrovní obezřetnostního dohledu, ale přesahuje úroveň vyplývající ze základních veličin a ve srovnání s ostatními zeměmi EU v regionu je vysoké.
- Růst **cen obytných nemovitostí** byl rychlý a v roce 2019 činil více než 6 %. Trh s bydlením vykazuje určité známky nadhodnocení a přispívá ke zvyšování zadluženosti domácností. Očekává se však, že růst cen obytných nemovitostí se v letech 2020–2021 zpomalí. Tomu napomáhají rovněž makroobezřetnostní opatření přijatá národní bankou a pokles reálných příjmů v roce 2020.
- **Bankovní sektor** je dobře kapitalizován a jeho ziskovost se pohybuje kolem průměru eurozóny. V posledních letech se výrazně snížil podíl úvěrů se selháním a je pod průměrem EU, avšak v souvislosti s krizí by se mohly zvýšit potíže se správou úvěrů. S dopadem krize vzroste v roce 2020 míra veřejného zadlužení přibližně na 60 % HDP.

Slovensko vstoupilo do krize COVID-19 bez identifikované makroekonomické nerovnováhy, přestože vnější udržitelnost, domácí cenové tlaky a závislost na automobilovém průmyslu s sebou nesly omezená rizika. S krizí COVID-19 se domácí cenové tlaky zmírnily, avšak vnější pozice se mírně zhoršila. Komise v této fázi nevidí nutnost v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

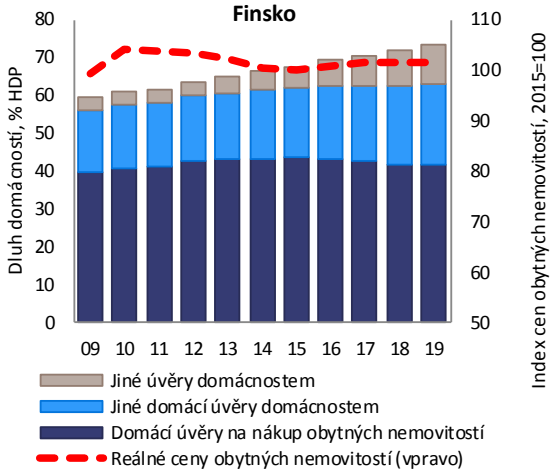
FINSKO: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla ve Finsku zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2019 přesahuje ukazatel zadlužení soukromého sektoru orientační prahovou hodnotu.

Odhaduje se, že růst reálného HDP v důsledku krize COVID-19 výrazně klesne z 1,1 % v roce 2019 na –4,3 % v roce 2020. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 2,9 %, přičemž nominální úroveň HDP bude o 1,7 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Pokud jde o vnější rozměr**, schodek běžného účtu se snížil, zatímco čistá investiční pozice vůči zahraničí se dostala do kladných hodnot. Očekává se však, že se schodek běžného účtu v roce 2020 zvýší spolu s poklesem vnější poptávky. Podíly na světovém vývozu již čtvrtý rok po sobě vykazují oživení a vyrovnávají v minulosti nahromaděné ztráty. Jednotkové náklady práce vzrostly, ale reálný efektivní směnný kurz oslabil, což snížilo riziko pro nákladovou konkurenceschopnost.

Graf A26: ***Dluh domácností a index cen obytných nemovitostí***



Zdroj: Eurostat a ECB

- Poměr zadlužení jak **nefinančních podniků,** tak **domácností** k HDP zůstal vysoký a mírně se zvýšil přibližně na 82 % v prvním případě a na 66 % ve druhém. Příznivé úvěrové podmínky a nízké úrokové sazby urychlily v roce 2019 růst úvěrů. Zadlužení domácností se pohybuje nad obezřetnostní a základní úrovní, obsluha dluhu je velmi nízká, ale téměř všechny nové hypotéky mají variabilní úrok. Očekává se, že úroveň zadlužení v roce 2020 vzhledem k opatřením týkajícím se COVID-19 a poklesu HDP dále vzroste.
- **Finanční sektor** je i nadále dobře kapitalizován a rizika pro finanční stabilitu jsou omezená, navzdory značným přeshraničním expozicím zejména jiným severským zemím z důvodu poměrně velké závislosti na velkoobchodním financování a relokace ústředí velké regionální banky do Finska. Krize by mohla vést ke zvýšení podílu úvěrů se selháním, očekává se však, že zůstane velmi nízký.
- **Veřejné zadlužení** se v roce 2019 dále snížilo pod prahovou hodnotu, ale růst HDP byl stále rychlejší než růst dluhu. Předpokládá se však, že veřejné zadlužení vzroste v roce 2020 o více než 10 procentních bodů přibližně na 70 % HDP, což bude odrážet hloubku recese a fiskální reakci vlády na krizi. Očekává se, že se v roce 2021 mírně zvýší.
- Výsledky na **trhu práce** se v roce 2019 nadále zlepšovaly a míra nezaměstnanosti a dlouhodobé nezaměstnanosti se snižovala. Míra nezaměstnanosti vzroste v roce 2020 podle odhadů v současné situaci na téměř 7,9 % a poté v roce 2021 mírně klesne.

Finsko vstoupilo do krize COVID-19 se zranitelností související se zadlužením soukromého sektoru. S krizí COVID-19 se míra zadlužení soukromého sektoru zvyšuje, rizika však zůstávají omezená. Komise v této fázi nevidí nutnost v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

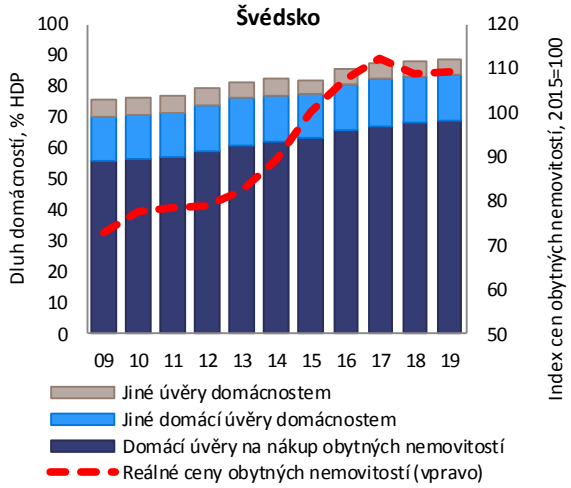
ŠVÉDSKO: V únoru 2020 dospěla Komise k závěru, že Švédsko je vystaveno makroekonomické nerovnováze zahrnující zejména nadhodnocené ceny obytných nemovitostí v kombinaci s trvalým růstem zadlužení domácností. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2019 přesahuje ukazatel zadlužení soukromého sektoru orientační prahovou hodnotu.

Doporučení s významem pro postup při makroekonomické nerovnováze vydaná v roce 2019 jsou obecně spojena s fungováním trhu s bydlením a zadlužením soukromého sektoru. Kromě nezbytných politik zaměřených na řešení pandemie se opatření přijatá v roce 2020 k řešení nerovnováhy týkají trhu s nájemním bydlením.

Odhaduje se, že růst reálného HDP v důsledku krize COVID-19 výrazně klesne z 1,3 % v roce 2019 na –3,4 % v roce 2020. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 3,3 %, přičemž nominální úroveň HDP bude o 2,8 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

Graf A27: ***Dluh domácností a index cen obytných nemovitostí***



Zdroj: Eurostat a ECB

- **Vnější pozice** zůstává pevná. Přebytek běžného účtu se v roce 2019 zvýšil na více než 4 % HDP a již tak kladná čistá investiční pozice vůči zahraničí se výrazně zvýšila. Očekává se, že přebytek běžného účtu zůstane v roce 2020 na podobné úrovni.
- Konsolidované **zadlužení soukromého sektoru** dosáhlo v roce 2019 nového maxima 204 % HDP a zadlužení jak nefinančních podniků, tak domácností překročilo obezřetnostní prahové hodnoty. **Zadlužení domácností** se zvýšilo na 89 % HDP. Hypoteční úvěry domácnostem navzdory silnému poklesu ekonomické aktivity v první polovině roku 2020 nadále rostly. Zvýšení nezaměstnanosti může v budoucnosti snížit schopnost domácností splácet.
- Po poklesu na konci roku 2017 začaly **ceny obytných nemovitostí** od roku 2018 opět růst, téměř bez jakéhokoli přerušení v důsledku krize COVID-19. Ceny obytných nemovitostí zůstávají celkově vysoké a jsou zde rizika spojená s nadhodnocením. Ceny obytných nemovitostí a zadlužení domácností se zvyšují z důvodu příznivého daňového zacházení u vlastnického bydlení, velmi nízkých úrokových sazeb u hypoték a specifických aspektů hypotečního trhu, jakož i z důvodu omezení na straně nabídky.
- V roce 2020 se tedy míra **veřejného zadlužení** výrazně zvýší a poté se v roce 2021 stabilizuje, a to stále výrazně pod hranicí 60 % HDP. **Finanční sektor** vstoupil do krize ze zdravé výchozí pozice a využíval předsunutých podpůrných opatření zejména měnových orgánů. V reakci na krizi došlo k dočasnému uvolnění makroobezřetnostní regulace.
- Podpůrná politická opatření, jako jsou nástroje pro dočasnou nezaměstnanost, pomohla zmírnit dopad na **trh práce.** Přesto se očekává, že nezaměstnanost v roce 2020 vzroste na 8,8 %.

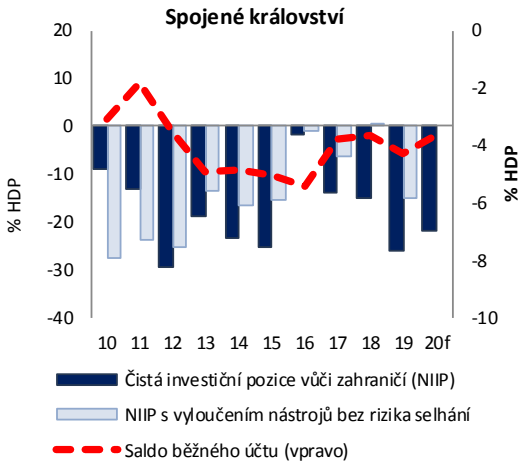
Švédsko vstoupilo do krize COVID-19 se zranitelností související s trhem s bydlením a zadlužením soukromého sektoru. S krizí COVID-19 přetrvávají zranitelná místa spojená se zadlužením domácností, hypotečními úvěry a úrovní cen obytných nemovitostí. Komise má celkově i s ohledem na únorové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

SPOJENÉ KRÁLOVSTVÍ: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla ve Spojeném království zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2019 překračují ukazatele zadlužení soukromého sektoru a veřejného zadlužení orientační prahovou hodnotu.

Odhaduje se, že růst reálného HDP v důsledku krize COVID-19 výrazně klesne z 1,3 % v roce 2019 na –10,3 % v roce 2020. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 3,3 %, přičemž nominální úroveň HDP bude o 3,9 % nižší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

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



Zdroj: útvary Komise

- **Vnější zranitelnost** se zvýšila s ohledem na značný schodek běžného účtu a zhoršující se čistou investiční pozici vůči zahraničí. Schodek běžného účtu se v roce 2019 zvýšil na více než 4 % HDP, a Spojené království tak bylo vystaveno potřebám vnějšího financování. Předpokládá se, že saldo běžného účtu v nadcházejících letech mírně klesne. Čistá investiční pozice vůči zahraničí se v roce 2019 dále zhoršila na –26 % HDP a nyní je výrazně po úrovní očekávanou vzhledem k základním veličinám, ale stále nad úrovní obezřetnostního dohledu. Výhledově se předpokládá, že čistá investiční pozice vůči zahraničí se bude stabilizovat přibližně na této úrovni.
- **Zadlužení soukromého sektoru** se v roce 2019 mírně snížilo. Vysoké je především zadlužení domácností, jež zůstává nad obezřetnostními prahovými hodnotami a vyžaduje sledování, zejména s ohledem na očekávaný negativní dopad pandemie na příjmy domácností. **Reálné ceny obytných nemovitostí** v roce 2019 poklesly o 0,3 %. Vládní politiky v roce 2020 sice podpořily ceny obytných nemovitostí, lze však očekávat další úpravy.
- **Veřejné zadlužení** zůstává nad prahovou hodnotou a předpokládá se, že se v roce 2020 zvýší nad 100 % HDP v důsledku vládních opatření reagujících na dopad pandemie a snížení HDP.
- **Bankovní sektor** zůstává ziskový a dobře kapitalizovaný a úvěry se selháním jsou velmi nízké. Expozice finančního sektoru komerčním nemovitostem a dopad vystoupení Spojeného království z jednotného trhu EU a celní unie na konci roku 2020 však představují rizika.
- **Trh práce** zůstal v roce 2019 silný s vysokou zaměstnaností a rekordně nízkou nezaměstnaností. Očekává se však, že pandemie od roku 2020 silně negativně ovlivní trh práce.

Spojené království vstoupilo do krize COVID-19 bez identifikované makroekonomické nerovnováhy, přestože problémy v oblasti vnějšího rozměru a dluh soukromého sektoru s sebou nesly určitá rizika. S krizí COVID-19 se míra zadlužení bude zvyšovat a vnější zranitelnost nadále přetrvává. Komise nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

Tabulka 1: Srovnávací přehled postupu při makroekonomické nerovnováze 2019

	Vnější nerovnováha a konkurenceschopnost					Vnitřní nerovnováha						Ukazatele v oblasti zaměstnanosti[1]		
Rok 2019	**Saldo běžného účtu - % HDP** (průměr za 3 roky)	**Čistá investiční pozice vůči zahraničí** (% HDP)	**Reálný efektivní směnný kurz - 42 obchodních partnerů, deflátor HICP** (změna za 3 roky v %)	**Podíl na světovém vývozu - % světového vývozu** (změna za 5 let v %)	**Index nominálních jednotkových nákladů práce (2010=100)** (změna za 3 roky v %)	**Index cen obytných nemovitostí (2015=100), deflovaný** (změna za 1 rok v %)	**Tok úvěrů v soukromém sektoru, konsolidovaný** (% HDP)	**Dluh soukromého sektoru, konsolidovaný** (% HDP)	**Hrubý veřejný dluh** (% HDP)	**Míra nezaměstnanosti** (průměr za 3 roky)	**Celkové závazky finančního sektoru, nekonsolidované** (změna za 1 rok v %)	**Míra ekonomické aktivity - % celkové populace ve věku 15-64 let** (změna za 3 roky v p.b.)	**Míra dlouhodobé nezaměstnanosti - % aktivní populace ve věku 15-74 let** (změna za 3 roky v p.b.)	**Míra nezaměstnanosti mladých lidí - % aktivní populace ve věku 15-24 let** (změna za 3 roky v p.b.)
Prahové ho	-4%/+6%	-35%	±5% (eurozóna) ±11% (mimo EZ)	-6%	9% (eurozóna) 12% (mimo EZ)	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2 p.b.	0.5 p.b.	2 p.b.
BE	0,1	50,6	2,6	-3,1	5,3	2,5	3,8	179,1	98,1	6,2b	4,6	1,4	-1,7	-5,9
BG	2,5	-31,2	4,5	15,4	19,5p	4,0p	5,6	91,8	20,2	5,2	5,8	4,5	-2,1	-8,3
CZ	0,6	-20,3	8,7	5,1	14,4	6,2	3,1	80,8	30,2	2,4	5,6	1,7	-1,1	-4,9
DK	8	76,9	-0,2	2,6	1,4	1,5	11,4	221,2	33,3	5,3b	13,1	1,6b	-0,4	-2,1
DE	7,4	71,7	2,1	-1,1	7,9	4,3	5,4	105,4	59,6	3,4	7,3	1,3	-0,5	-1,3
EE	1,7	-21,4	6,2	2	19,9	4,4	3,8	97,8	8,4	5,2	12,5	1,4	-1,2	-2,3
IE	-1,6	-174	-1,4	71	-4,4	0	-9,1	202,4	57,4	5,8	15,5	0,6	-2,6	-4,3
EL	-2,1	-155,9	0,3	3,7	1,7p	6,5e	0,8p	109,9p	180,5	19,4	11,5	0,2	-4,8	-12,1
ES	2,3	-73,9	1,7	2,6	4,0p	4,1	1,3p	129,4p	95,5	15,5	0,9	-0,4	-4,2	-11,9
FR	-0,7	-22,9	1,6	-0,5	1,3p	2,3	8,0p	153,3p	98,1	9	7,5	0,3	-1,2	-4,9
HR	2,6	-50,3	1,5	22,5	4,7p	8,1	1,7p	91,2p	72,8	8,8	6,8	0,9	-4,2	-14,7
IT	2,7	-1,5	0,2	-2,6	3,2	-0,6	0,2	106,6	134,7	10,6	3,8	0,8	-1,1	-8,6
CY	-5,2	-122,3	-0,1	13,7	5,2p	2,6	2,7p	259,1p	94	8,9	3,9	2,6	-3,7	-12,5
LV	0,1	-41,7	3,7	3,6	17	5,8	1,5	67,1	36,9	7,5	4,6	1	-1,6	-4,9
LT	1,4	-24,1	3,7	16,8	16,4	4,9	3	55,1	35,9	6,5	4,1	2,5	-1,1	-2,6
LU	4,7	56,2	2	10,3	11,9	8	3,8	318,7	22	5,6	3,3	2	-0,9	-1,9
HU	0,7	-43,7	0,3	5,9	10,0p	12,8p	3,2p	66,6p	65,4	3,8	17,8	2,5	-1,3	-1,5
MT	5,1	54,6	1,3	18,1	8,5	4,0p	8,5	123,7	42,6	3,8	4,4	5,3	-1,5	-1,4
NL	10,5	90	2,4	0,7	5,9p	4,8	0,0p	234,0p	48,7	4	6,1p	1,2	-1,5	-4,1
AT	1,8	12,1	2,1	1,4	5,5	3,9	4,5	120,1	70,5	5	4,3	0,9	-0,8	-2,7
PL	-0,4	-49,4	2,8	25,1	9,2p	6,7	3,3	74	45,7	4	4,2	1,8	-1,5	-7,8
PT	0,5	-100,3	-0,4	8,5	7,6p	8,7	2,2p	149,2p	117,2	7,5	0	1,8	-3,4	-9,7
RO	-4	-43,5	0,2	17,9	24,5p	-1,7	2,0p	46,7p	35,3	4,3	10,4	3	-1,3	-3,8
SI	5,9	-15,4	1	16	8,4	4,8	0,8	68,7	65,6	5,4	9,9	3,6	-2,4	-7,1
SK	-2,3	-66,3	2,6	1,9	14,5	6,2	5	91,6	48,5	6,8	4,9e	0,8	-2,4	-6,1
FI	-0,9	3,6	0,2	4,6	0,8	0	7,6	147,5	59,3	7,6	7,6	2,4	-1,1	-2,9
SE	3,3	18,2	-8,3	-5,1	8,2	0,5	9,8	203,9	35,1	6,6b	10,6	0,8	-0,4	1,2
P.M.: UK	-3,9	-26,2	-2,9	-1,4	8,8	-0,3	2,8	154,7	85,4	4	3,3	0,8	-0,4	-1,8

Zvýrazněná jsou čísla, která dosahují prahové hodnoty nebo ji překračují. Údaje: b: přerušení řady. e:odhady. p: prozatímní.

1) Spojené království vystoupilo z Evropské unie dne 31. ledna 2020 na základě Dohody o vystoupení Spojeného království Velké Británie a Severního Irska z Evropské unie a Evropského společenství pro atomovou energii („dohoda o vystoupení", Úř. věst. C 384 I, 12.11.2019, s. 1), právo Unie se nadále uplatňuje na Spojené království a ve Spojeném království během trvání přechodného období, které končí dne 31. prosince 2020. 2) Ukazatele zaměstnanosti viz s. 2 zprávy mechanismu varování 2016. 3) Index cen obytných nemovitostí = odhad národní centrální banky pro EL. 4) Dluh soukromého sektoru, tok úvěrů v soukromém sektoru, celkové závazky finančního sektoru: LU provedlo revizi finančních účtů země podle referenčních hodnot. 5) Celkové závazky finančního sektoru SK „Finanční deriváty a zaměstnanecké opce na akcie" (F.7) nezahrnují možnosti zaměstnaneckých opcí. 6) Míra nezaměstnanosti, b = revize v metodice průzkumu u BE; b = zlepšení sběru údajů, zavedení techniky CAWI (webové dotazování pomocí počítače) u DK.
Zdroj: Evropská komise, Eurostat a Generální ředitelství pro hospodářské a finanční záležitosti (pro reálný efektivní směnný kurz) a údaje Mezinárodního měnového fondu, WEO (pro objem světového vývozu zboží a služeb)

Tabulka 2: Pomocné ukazatele, 2019

Rok 2019	Reálný HDP (změna za 1 rok v %)	Tvorba hrubého fixního kapitálu (% HDP)	Hrubé domácí výdaje na VaV (% HDP)	Běžný účet plus kapitálový účet (čisté půjčky/výpůjčky) (% HDP)	Čistá investiční pozice vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání (% HDP)	Přímé zahraniční investice ve vykazujícím hospodářství - toky (% HDP)	Přímé zahraniční investice ve vykazujícím hospodářství - objemy (% HDP)	Čistá obchodní bilance energetických produktů (% HDP)	Reálný efektivní směnný kurz - obchodní partneři v eurozóně (změna za 3 roky v %)	Výkonnost vývozu v porovnání s vyspělými ekonomikami (změna za 5 let v %)	Směnné relace (změna za 5 let v %)	Podíl na světovém vývozu - objem (změna za 1 rok v %)	Produktivita práce (změna za 1 rok v %)	Hrubé úvěry se selháním domácích a zahraničních subjektů (% hrubých úvěrů)	Vývoj jednotkových nákladů práce vůči eurozóně (změna za 10 let v %)	Index cen obytných nemovitostí (2015=100) - nominální (změna za 3 roky v %)	Bytová výstavba (% HDP)	Dluh domácností, konsolidovaný (včetně neziskových organizací, které slouží	Konsolidovaná zadluženost bank, domácích a zahraničních subjektů (aktiva celkem / vlastní
BE	1,7	24,2	na	0,5	40,2	-5,3	168,1	-2,6	1,1	-4,8	1,2	-0,1	0,2	2,1p	0,3	10,9	6,2	61,2	13,4p
BG	3,7	18,7	0,8p	4,5	39,9	2,4	81,7	-2,9	1,7	13,4	8,9	2,8	3,3	6,5p	42,5	22,8p	2,8	23,3	8,2p
CZ	2,3	26,2	1,9p	0,2	29,7	3,7	78,1	-2,4	7,5	3,2	0,9	0,2	2,1	1,7p	9,0	32,4	4,5	31,8	12,1p
DK	2,8	22,0	3,0p	8,9	27,2	-2,0	54,3	-0,4	-2,5	0,8	-1,3	3,9	1,6	1,9p	-6,6	11,7	4,9	109,5	16,7p
DE	0,6	21,7	3,2e	7,1	51,3	1,9	46,6	-1,8	0,3	-2,9	3,3	-0,1	-0,3	1,2p	10,4	19,7	6,6	54,4	13,7p
EE	5,0	26,2	1,6p	3,2	31,2	9,3	96,7	-1,2	4,4	0,2	0,6	5,1	3,7	1,6p	22,2	19,6	4,9	37,6	7,5p
IE	5,6	45,6	0,8	-21,2	-285,4	-11,4	436,7	-1,2	-2,9	68,0	4,3	9,4	2,6	3,4p	-35,4	25,1	2,3	37,2	7,4p
EL	1,9p	10,1p	1,2p	-1,1	-135,3	2,4	23,8	-2,4p	-2,0	1,8	1,9p	3,7p	0,6p	35,5p	-17,8	8,0e	0,7p	54,3	10,9p
ES	2,0p	19,9p	1,1p	2,5	-46,8	1,0	67,7	-1,9p	0,0	0,8	-1,0p	1,2p	-0,3p	3,1p	-11,8	19,2	5,7p	56,9	13,5p
FR	1,5p	23,6p	na	-0,6	-35,6	1,9	48,0	-1,8p	-0,1	-2,2	2,5p	0,8p	0,4p	2,5p	-1,4	9,7	6,4p	61,7	15,1p
HR	2,9p	21,0p	na	4,7	-5,5	2,4	49,4	-2,9p	0,5	20,4	3,7p	5,7p	-0,2p	5,2p	-17,6	20,0	na	34,6	7,5p
IT	0,3	18,1	1,5p	2,9	0,0	1,6	29,0	-2,0	-1,7	-4,3	4,2	-0,1	-0,2	6,7p	-2,4	-1,8	4,2	41,2	12,9p
CY	3,1p	19,4p	na	-6,2	-159,5	103,5	1827,5	-4,0p	-2,5	11,7	0,7p	-1,5p	-0,1p	18,1p	-11,5	7,9	7,9p	89,5	12,8p
LV	2,1	22,2	0,6p	0,8	4,5	3,1	56,0	-2,7	2,8	1,8	6,7	1,0	2,1	3,9p	17,3	29,9	2,4	20,3	9,8p
LT	4,3	21,4	1,0p	5,2	4,8	2,9	44,0	-3,6	3,4	14,7	4,5	8,4	3,9	1,7p	16,8	24,9	2,9	23,0	14,5p
LU	2,3	16,9	na	4,5	-3893,6	-446,6	6742,5	-3,2	1,0	8,3	-0,7	-0,3	-1,3	0,6p	8,5	24,5	3,4	65,9	15,0p
HU	4,6p	27,2p	1,5	1,6	-2,5	19,7	169,6	-3,8p	-0,6	4,0	0,0p	4,7p	3,3p	4,1p	15,3	50,0p	3,2p	18,4	9,6p
MT	4,9	21,6p	0,6p	5,6	246,3	27,5	1497,1	-6,4	-0,1	16,0	3,3	5,0	-0,8	3,2p	4,5	18,2p	4,9p	49,7	11,2p
NL	1,7p	21,0p	na	9,9	-0,5	3,9	581,2	-0,8p	0,9	-1,1	1,9p	1,6p	-0,2p	1,8p	-1,7	26,3	5,0p	100,3p	16,1p
AT	1,4	24,7	3,2p	2,8	-1,1	-1,9	59,7	-2,2	1,1	-0,4	0,7	1,8	0,3	2,2p	5,5	16,6	4,7	49,5	11,2p
PL	4,5	18,5	1,3p	2,5	-12,5	2,4	46,4	-2,4	1,6	22,9	3,7	4,0	4,8p	6,1p	4,1	20,3	2,0	34,4	9,7p
PT	2,2p	18,2p	1,4p	0,9	-47,1	3,5	80,6	-2,5p	-1,6	6,6	4,1p	2,4p	1,4p	6,1p	-7,1	32,1	3,2p	63,6	10,8p
RO	4,2p	23,6p	na	-3,4	-4,1	2,9	44,2	-1,7p	-1,2	15,8	4,7p	2,9p	4,2p	4,3p	30,7	15,8	2,4p	15,4	9,1p
SI	3,2	19,6	na	5,2	1,6	3,1	39,7	-3,5	0,4	13,9	2,0	3,0	0,7	3,4p	-1,4	25,6	2,2	26,9	8,2p
SK	2,3	21,4	0,8	-2,0	-14,1	2,2	69,6	-3,1	1,9	0,1	-2,0	-0,3	1,3	2,9p	6,3	24,1	3,4	43,7	9,6p
FI	1,1	23,9	2,8p	-0,1	6,3	5,9	50,9	-1,7	-1,7	2,7	2,5	6,6	-0,5	1,4p	-3,1	3,7	7,2	66,0	16,6p
SE	1,3	24,5	3,4pe	4,2	-5,0	4,6	86,1	-1,1	-9,7	-6,7	-0,5	2,2	0,7	1,1p	5,8	8,3	4,6	88,6	17,9p
P.M.: UK	1,3	18,0	na	-4,3	-15,1	0,8	80,5	-0,5	-4,4	-3,1	2,3	1,7	0,2	1,2p	9,2	9,1	4,0	84,1	16,0p

Údaje: e: odhady. p: prozatímní.

1) Spojené království vystoupilo z Evropské unie dne 31. ledna 2020 na základě Dohody o vystoupení Spojeného království Velké Británie a Severního Irska z Evropské unie a Evropského společenství pro atomovou energii („dohoda o vystoupení", Úř. věst. C 384 I, 12.11.2019, s. 1), právo Unie se nadále uplatňuje na Spojené království a ve Spojeném království během trvání přechodného období, které končí dne 31. prosince 2020. 2) Oficiální lhůta pro předání údajů za rok 2019 týkajících se hrubých domácích výdajů na VaV byla 31. října 2020, avšak údaje byly získány dne 23. října 2020. 3) Index cen obytných nemovitostí = odhad národní centrální banky pro EL. 4) Dluh domácností: LU provedlo revizi finančních účtů země podle referenčních hodnot.

Zdroj: Evropská komise, Eurostat a Generální ředitelství pro hospodářské a finanční záležitosti (pro reálný efektivní směnný kurz), Evropská centrální banka (pro konsolidovanou zadluženost bank a hrubé úvěry v selhání, domácí a zahraniční subjekty) a údaje Mezinárodního měnového fondu, Světový ekonomický výhled (pro objem světového vývozu zboží a služeb)

Tabulka 2 (pokračování): Pomocné ukazatele, 2019

Rok 2019	Zaměstnanost (změna za 1 rok v %)	Míra ekonomické aktivity - % celkové populace ve věku 15-64 let (%)	Míra dlouhodobé nezaměstnanosti - % aktivní populace ve věku 15-74 let (%)	Míra nezaměstnanosti mladých lidí - % aktivní populace ve věku 15-24 let (%)	Mladí lidé, kteří nejsou zaměstnaní ani se neúčastní vzdělávání nebo odborné přípravy - % celkové populace ve		Lidé ohrožení chudobou nebo sociálním vyloučením - % celkové populace		Lidé ohrožení chudobou po sociálních transferech - % celkové populace		Osoby trpící silnou materiální deprivací - % celkové populace		Osoby žijící v domácnostech s velmi nízkou intenzitou práce - % celkové populace ve věku 0-59 let	
					%	změna za 3 roky v p.b.	%	změna za 3 roky v p.b.	%	změna za 3 roky v p.b.	%	změna za 3 roky v p.b.	%	změna za 3 roky v p.b.
BE	1,6	69,0	2,3	14,2	9,3	-0,6	19,5b	-1,4b	14,8b	-0,7b	4,4b	-1,1b	12,4b	-2,5b
BG	0,3	73,2	2,4	8,9	13,7	-4,5	32,5	-7,9b	22,6	-0,3b	19,9	-12,0b	9,3	-2,6b
CZ	0,2	76,7	0,6	5,6	5,7	-1,3	12,5	-0,8	10,1	0,4	2,7	-2,1	4,2	-2,5
DK	1,2	79,1	0,8	10,1	7,7	1,0b	16,3	-0,5	12,5	0,6	2,6	0,0	9,3	-1,4
DE	0,9	79,2	1,2	5,8	5,7	-1,0	17,4	-2,3	14,8	-1,7	2,6	-1,1	7,6	-2,0
EE	1,3	78,9	0,9	11,1	6,9	-2,2	24,3	-0,1	21,7	0,0	3,3	-1,4	5,4	-0,4
IE	2,9	73,3	1,6	12,5	10,1	-2,5	na	na	na	na	na	na	na	na
EL	1,2p	68,4	12,2	35,2	12,5	-3,3	30,0	-5,6	17,9	-3,3	16,2	-6,2	13,8	-3,4
ES	2,2p	73,8	5,3	32,5	12,1	-2,5	25,3	-2,6	20,7	-1,6	4,7	-1,1	10,8	-4,1
FR	1,1p	71,7	3,4	19,6	10,6	-1,3	17,9	-0,3	13,6	0,0	4,7	0,3	7,9	-0,5
HR	3,1p	66,5	2,4	16,6	11,8	-5,1	23,3	-4,6	18,3	-1,2	7,2	-5,3	9,2	-3,8
IT	0,5	65,7	5,6	29,2	18,1	-1,8	na	na	na	na	na	na	na	na
CY	3,1p	76,0	2,1	16,6	13,7	-2,3	22,3	-5,4	14,7	-1,4	9,1	-4,5	6,8	-3,8
LV	-0,1	77,3	2,4	12,4	7,9	-3,3	27,3	-1,2	22,9	1,1	7,8	-5,0	7,6	0,4
LT	0,5	78,0	1,9	11,9	8,6	-0,8	26,3	-3,8	20,6	-1,3	9,4	-4,1	7,5	-2,7
LU	3,6	72,0	1,3	17,0	5,6	0,2	20,6	1,5b	17,5	1,7b	1,3	-0,3b	7,5	0,9b
HU	1,3	72,6	1,1	11,4	11,0	0,0	18,9	-7,4	12,3	-2,2	8,7	-7,5	5,0	-3,2
MT	5,8	75,9	0,9	9,3	8,6	-0,2	20,1	-0,2	17,1	0,6	3,6	-0,8	4,9	-2,4
NL	1,9p	80,9	1,0	6,7	4,3	-0,3	16,5	-0,2b	13,2	0,5b	2,5	-0,1b	9,2	-0,5b
AT	1,1	77,1	1,1	8,5	7,1	-0,6	16,9	-1,1	13,3	-0,8	2,6	-0,4	7,8	-0,3
PL	-0,2p	70,6	0,7	9,9	8,1	-2,4	18,2	-3,7	15,4	-1,9	3,6	-3,1	4,7	-1,7
PT	0,8p	75,5	2,8	18,3	8,0	-2,6	21,6	-3,5	17,2	-1,8	5,6	-2,8	6,2	-2,9
RO	0,0p	68,6	1,7	16,8	14,7	-2,7	31,2	-7,6	23,8	-1,5	14,5	-9,3	6,0	-2,2
SI	2,5	75,2	1,9	8,1	7,0	-1,0	14,4	-4,0	12,0	-1,9	2,6	-2,8	5,2	-2,2
SK	1,0	72,7	3,4	16,1	10,3	-2,0	16,4	-1,7	11,9	-0,8	7,9	-0,3	6,2	-0,3
FI	1,7	78,3	1,2	17,2	8,2	-1,7	15,6	-1,0	11,6	0,0	2,4	0,2	9,7	-1,7
SE	0,6	82,9	0,9	20,1	5,5	-1,0	18,8	0,5	17,1	0,9	1,8	1,0	8,6	0,1
P.M.: UK	1,1	78,1	0,9	11,2	10,5	-0,4	na	na	na	na	na	na	na	na

Údaje: b: přerušení řady. p: prozatímní.

1) Spojené království vystoupilo z Evropské unie dne 31. ledna 2020 na základě Dohody o vystoupení Spojeného království Velké Británie a Severního Irska z Evropské unie a Evropského společenství pro atomovou energii („dohoda o vystoupení“, Úř. věst. C 384 I, 12.11.2019, s. 1), právo Unie se nadále uplatňuje na Spojené království a ve Spojeném království během trvání přechodného období, které končí dne 31. prosince 2020. 2) Oficiální lhůta pro předání údajů za rok 2019 týkajících se ukazatelů příjmů a životních podmínek (EU-SILC) je 30. prosince 2020, avšak údaje byly získány dne 23. října 2020. 3) Ukazatele příjmů a životních podmínek. Je třeba obezřetnosti při srovnávání v čase u BE: byla provedena řada zásadních zlepšení průzkumu. Změna se týká podstaty i metodiky. Pokud jde o obsah, v roce 2019 se přešlo na používání administrativních údajů pro většinu proměnných týkajících se příjmu. V důsledku toho byl celý dotazník SILC zásadním způsobem revidován. Na metodologické úrovni byl revidován celý model pro korekci neodpovědí, úbytek členů panelu a kalibraci.

Zdroj: Evropská komise, Eurostat