EVROPSKÁ
KOMISE

Ve Štrasburku dne 17.12.2024
COM(2024) 702 final

SDĚLENÍ KOMISE EVROPSKÉMU PARLAMENTU, RADĚ A EVROPSKÉMU HOSPODÁŘSKÉMU A SOCIÁLNÍMU VÝBORU

Zpráva o mechanismu varování na rok 2025

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

{SWD(2024) 700 final} - {SWD(2024) 701 final} - {SWD(2024) 702 final}

SDĚLENÍ O ZPRÁVĚ MECHANISMU VAROVÁNÍ

Zpráva mechanismu varování určuje členské státy, o nichž se Komise domnívá, že mohou být postiženy nerovnováhami nebo že jim tyto nerovnováhy mohou hrozit, a to na základě ekonomických závěrů ze srovnávacího přehledu při postupu při makroekonomické nerovnováze ([1]). Ekonomické závěry srovnávacího přehledu zohledňují výsledky plnění rozpočtu za rok 2023, které jsou interpretovány s výhledem do budoucna. Zohledňují vývoj možných rizik na základě hospodářského vývoje v daném roce (2024) a případně prognóz na roky 2025 a 2026 z prognózy Komise z podzimu 2024. Po několika letech byly ve srovnávacím přehledu provedeny změny a tato zpráva mechanismu varování je první zprávou založenou na revidovaném srovnávacím přehledu. Hlavní změny jsou uvedeny v rámečku 1 a další podrobnosti jsou uvedeny ve zvláštním pracovním dokumentu útvarů Komise ([2]) o těchto revizích srovnávacího přehledu, který je přiložen k tomuto sdělení. Další pracovní dokument útvarů obsahuje úplnou ekonomickou analýzu, která je základem tohoto sdělení, a je doplněn o přílohu obsahující hodnoty srovnávacího přehledu ([3]).

Období vysoké inflace, které začalo v roce 2021, se zmírňuje, neboť cíl inflace je již na dohled, avšak inflace ve službách je stále vyšší. Výrazné inflační období, které začalo v roce 2021, se v polovině roku 2024 zmírnilo. Celková míra inflace spotřebitelských cen se postupně přibližuje cílům měnových orgánů. Navzdory tomuto celkovému snížení inflační tlaky přetrvávají. Vnitřně generovaná inflace – především ze služeb – zůstává celkově výrazná a proměnlivá; v některých zemích je míra inflace zvláště výrazná. V současné době je její příspěvek k celkové inflaci kompenzován dezinflací z dovážených zdrojů, především cen energií a potravin, a snížením cen zboží dlouhodobé spotřeby. Tento dezinflační proces je způsoben jak bazickými efekty, tak nižšími cenami energií, které se promítají do výrobního procesu. S odeznívajícím účinkem těchto procesů by inflace v odvětví služeb mohla vést ke zvýšení celkových sazeb – nedostane-li se mezitím pod kontrolu. Vzhledem k tomu, že reálné mzdy dosáhly své předpandemické úrovně teprve letos, může být mzdová poptávka i nadále silná a přispívat k tomu, že jádrová inflace a deflátor HDP zůstanou vyšší.

Hospodářský růst se obnovil, ale makroekonomické prostředí je náročné. Reálný růst byl v roce 2023 slabý, neboť spotřeba i investice poklesly v důsledku kombinace vysokých úrokových sazeb a vysokého růstu cen a nákladů. V roce 2024 se obnovuje reálný růst, neboť kupní síla domácností se zvyšuje díky vyšším mzdám a nižší inflaci. To by mělo vést k tomu, že nominální růst zůstane navzdory poklesu inflace relativně dynamický. Úrokové sazby začaly klesat, byť jsou stále výrazně vyšší než po většinu minulého desetiletí. Díky tomu by se měl začít zmírňovat tlak spojený s dluhy, jež je třeba obsluhovat, který pociťují domácnosti, podniky i vlády. Zatímco finanční podmínky se uvolňují, fiskální politika se v některých zemích zpřísňuje, což může mít dopad na růst. Vzhledem k tomu, že pandemie a cenové šoky v energetice jsou již dávno minulostí a vrací se růst, začínají vlády snižovat míru zadlužení, která se částečně zvýšila v důsledku politik, jež podporovaly

([1]) Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1176/2011 ze dne 16. listopadu 2011 o prevenci a nápravě makroekonomické nerovnováhy.

([2]) Pracovní dokument útvarů Komise o změnách ve srovnávacím přehledu postupu při makroekonomické nerovnováze, SWD(2024) 702.

[3] Pracovní dokument útvarů Komise, Zpráva mechanismu varování 2025, SWD(2024) 700. Pracovní dokument útvarů Komise, Statistická příloha ke zprávě mechanismu varování 2025, SWD(2024) 701.

poptávku v období pandemie a cenových šoků v energetice. Globální ekonomická situace je i nadále složitá: vznikající geopolitické napětí a potenciální narušení ekonomiky představují velké výzvy, které by mohly ovlivnit výši veřejného dluhu. Přetrvávající rizika směřují nadále dolů a jsou ovlivněna globálním kontextem: konfliktem na Blízkém východě, pokračující válkou Ruska proti Ukrajině a obecně měnícím se geopolitickým kontextem, který může mít dopad na světový obchod a ztížit vnější podmínky.

Končící inflační období za sebou zanechává odlišné cesty růstu a rozdílný růst celkové cenové hladiny, což vede k potenciálním problémům s nákladovou konkurenceschopností. Celková míra spotřebitelské inflace v jednotlivých zemích výrazně poklesla a v některých zemích došlo v posledním roce ke krátkodobé deflaci. Obvykle se jedná o země, kde energie a další komodity hrály významnou roli při snižování cen, částečně v důsledku bazických efektů. V některých zemích však zůstává jádrová inflace vytrvale vyšší než v zemích srovnatelných, což přispívá k celkovému kumulovanému růstu cenové hladiny v posledních letech. Je tedy možné, že bude pokračovat efekt zpětné vazby mezi růstem mezd a růstem cen, přičemž v zemích, kde již došlo k velmi vysokému nárůstu cenové hladiny, by tato pokračující zpětná vazba mohla být znepokojující. Růst HDP vykazuje rovněž odlišné vzorce. Ačkoli celková tendence nižšího růstu v roce 2023 a následného zvýšení v letech 2024 a 2025 se týká víceméně všech zemí, jsou zde výrazné rozdíly. Mezi vysokou jádrovou inflací a domácí poptávkou nelze pozorovat žádný konzistentní vzorec, což svědčí o velkých rozdílech v pokrizových prostředích. Zatímco v některých případech vysoká jádrová inflace doprovází pokračující vysoký růst reálného HDP, v jiných případech přetrvává, a to navzdory zápornému růstu v loňském roce a nadále chabému reálnému HDP ve srovnání s ostatními zeměmi i s mírami růstu před pandemií.

Tematické závěry pro konkrétní odvětví

- V roce 2023 **se běžné účty zlepšily téměř ve všech členských státech**, protože ceny energií klesaly a poptávka zůstala slabá, což částečně kompenzovalo výrazné snížení obchodních bilancí z roku 2022. Navzdory těmto nárůstům zůstávají běžné účty v mnoha případech – zejména u některých velkých čistých dlužníků – pod úrovní před pandemií, jakož i pod úrovní, která by umožnila jejich rychlou korekci. Za pozornost stojí několik případů, kde domácí poptávka zůstala silná a kde zřejmě přetrvávají výrazné deficity běžného účtu. V některých jiných případech je výrazné zlepšení či stabilizace běžných účtů na mírné úrovni výsledkem cyklického – nebo alespoň dočasného – snížení poptávky. V těchto případech může návrat příznivějších podmínek poodhalit negativnější základní pozici. Přetrvávají vysoké přebytky, přičemž v některých případech sehrávají velkou roli bilance příjmů a specifika jednotlivých zemí. Postupným zlepšováním domácí poptávky je v roce 2024 celkově kompenzováno pokračující zlepšování obchodních podmínek, což vede k celkově stabilním běžným účtům v aktuálním a příštím roce, byť na roční bázi se do údajů stále promítá zlepšení z posledních čtvrtletí. V porovnání s obdobím před pandemií došlo v různých odvětvích ekonomiky ke změně v poskytování a čerpání úvěrů: vlády zvýšily své čisté půjčky a soukromý sektor zvýšil svou čistou úvěrovou pozici. V roce 2024 není tento efekt tak výrazný jako v roce 2023, neboť došlo ke snížení vládních půjček a zvýšení úspor soukromého sektoru.

- Velká **záporná čistá vnější nerovnováha** se v roce 2023 výrazně snížila, přičemž významnou roli sehrála nikoli kompenzace výrazných schodků, ale účinek jmenovatele. V některých případech vedl výrazný účinek ocenění k dalšímu snížení, které odráželo pohyby směnných kurzů. Výrazná **pozitivní čistá vnější nerovnováha** zůstala v zásadě stabilní, protože účinek čitatele a jmenovatele se při pokračujících silných přebytcích běžného účtu vyrovnávají.

- **Běžný účet platební bilance eurozóny** začal od svého minima na počátku roku 2023 stoupat a od té doby se každé čtvrtletí zvyšuje. Výrazné zlepšení nominální bilance bylo způsobeno zlepšením obchodních podmínek, přičemž poptávka byla celkově utlumená, což také zvýšilo

saldo běžného účtu. Běžný účet platební bilance eurozóny stále zůstává pod úrovní před pandemií, což odráží trvalý dopad vyšších cen energií, které ovlivnily obchodní bilanci, a postupné snižování bilance prvotních důchodů. Tato snížení bilancí prvotních důchodů se soustřeďují do malého počtu zemí a v některých případech odrážejí operace účelových subjektů se silnými přeshraničními finančními vazbami, ale s omezenými vazbami na domácí ekonomiky zemí. Současně došlo k poklesu (malého) přebytku služeb, byť příspěvek cestovního ruchu je zhruba na úrovni dlouhodobého průměru. Předpokládá se, že běžný účet eurozóny se bude v letošním roce nadále zlepšovat a v příštím roce zůstane zhruba stabilní, což odráží dlouhodobý nedostatek domácích investic v porovnání s úsporami. Celkově výrazné zlepšení čistých zahraničních investičních pozic čistých dlužníků vedlo k jednostrannému vyrovnání **vnějších pozic v rámci eurozóny**, a to i přes absenci korekce na straně velkých zemí, které jsou čistými věřiteli.

- Růst **jednotkových nákladů práce** se v roce 2023 celkově výrazně zrychlil – napříč jednotlivými zeměmi se však výrazně liší – a to ve většině případů v důsledku zrychlujícího se růstu mezd a pomalého nebo dokonce záporného růstu produktivity. Velmi silný nárůst jednotkových nákladů práce představuje pro většinu členských států nejvyšší nárůst za poslední roky. Mzdy se výrazně zvýšily, ale v některých členských státech reálné mzdy stále nedosáhly úrovně roku 2019. V roce 2024 dochází ke zpomalení růstu mezd, ale v mnoha zemích je i nadále předpokládaný růst bezprecedentně vysoký. Trh práce zůstává celkově napjatý, což zvyšuje vyjednávací sílu pracovníků. Nezaměstnanost se sice v některých zemích zvyšuje, avšak z nízké úrovně, a je i nadále jen mírná. V řadě případů došlo k nárůstu nezaměstnanosti souběžně s mnohem výraznějším nárůstem zaměstnanosti, protože se zvýšila migrace nebo účast na trhu práce. Velké země eurozóny, které jsou čistými dlužníky, vykazují růst jednotkových nákladů práce pod průměrem eurozóny, přičemž mnohé země, které jsou čistými věřiteli, vykazují silnější růst; ty by měly přispět k symetrickému vyrovnávání vnějších pozic v rámci eurozóny.

- Euro v roce 2023 vůči ostatním hlavním měnám posilovalo, protože ECB pokračovala v cyklu zpřísňování měnové politiky. Evropské měny mimo eurozónu rovněž posilovaly, s výjimkou švédské koruny. V důsledku toho se celkově zvyšovaly **reálné efektivní směnné kurzy**, výjimkou bylo pouze Švédsko a některé země eurozóny s mnohem nižší inflací, kde zůstaly v podstatě stabilní. V zemích s velmi vysokou inflací vzrostly reálné efektivní směnné kurzy na základě harmonizovaného indexu spotřebitelských cen o více než 5 % za rok a dále se zvyšovaly v zemích mimo eurozónu, které se vyznačují jak silným zhodnocením vlastní měny, tak vysokou inflací. Posilování eura v roce 2024 výrazně zpomalilo, což vedlo k celkově stabilním reálným efektivním směnným kurzům v celé eurozóně, přičemž nyní relativně omezené změny reálných efektivních směnných kurzů byly způsobeny mnohem menšími rozdíly v inflaci.

- V celé EU vykázal **poměr dluhu podniků k HDP** v roce 2023 již třetí rok výrazné snížení a celkový poměr dluhu dosáhl nejnižší hodnoty za více než deset let. I když nejvýznamnějším faktorem snížení byl vliv inflace na jmenovatel, k celkovému poklesu zadluženosti podniků přispěly také omezené nebo v některých případech záporné čisté úvěrové toky. Celkově úvěrové toky klesly na nejnižší úroveň za více než deset let. Snižování zadluženosti podniků bylo spojeno především se snižováním objemu úvěrů; dluhové cenné papíry zůstaly v podstatě stabilní. Napjaté podmínky financování a vysoké úrokové sazby zvýšily úrokové náklady podniků a ztížily schopnost podnikového sektoru splácet dluh. Navzdory mírnému nárůstu finanční zranitelnosti podniků však v současné době není mnoho náznaků nárůstu nesplácených úvěrů. Po dosažení vrcholu v polovině roku 2022 se podíly na zisku v průběhu roku 2023 a na začátku roku 2024 vrátily na úroveň před pandemií, což pravděpodobně svědčí o tom, že firmy se přizpůsobily vyšším mzdám, byť utlumená hospodářská aktivita a nevýrazný růst produktivity pravděpodobně tlačí a i nadále budou tlačit na zisky v některých zemích a odvětvích. V roce 2024 bude snižování zadluženosti pokračovat, avšak pomalejším tempem, a bude tak odrazem mírnější inflace a mírného nárůstu úvěrových toků. Současně by mělo docházet také k postupnému – byť

pomalému – oživování podnikových investic. Toto oživení by mělo nabrat na dynamice s tím, jak bude posilovat poptávka a budou se zlepšovat podmínky financování a podnikatelská důvěra.

- Růst **cen bytových nemovitostí** se po výrazném růstu v letech 2020–2022 v roce 2023 zmírnil. Mezi jednotlivými zeměmi však existovaly značné rozdíly: v některých zemích ceny klesaly, v několika jiných naopak rostly. Snížení (nebo pomalejší růst) cen svědčí o přizpůsobení se vyšším výpůjčním nákladům, protože domácnosti jsou schopny obsluhovat nižší objem úvěrů. Mírné snížení úrokových sazeb, ke kterému již došlo, jakož i přizpůsobení trhu nižší cenové hladině vedlo v roce 2024 k obnovení poptávky, ač v některých zemích pokračuje mírný růst cen. Navzdory zmírnění zůstávají ceny bytových nemovitostí podle odhadů nadhodnocené ve třech čtvrtinách zemí EU, přičemž více než polovina z nich vykazuje známky nadhodnocení o více než 10 %. Je tomu tak i přesto, že k největšímu poklesu cen bytových nemovitostí došlo na trzích, které byly podle odhadů nejvíce nadhodnocené. Současně v některých zemích pokračuje velmi silný růst cen bytových nemovitostí. Celkově došlo k omezení bytové výstavby a získávání povolení, a to zejména v zemích, kde došlo k výraznější korekci cen, což by mělo v blízké budoucnosti udržet omezenou nabídku a vést k obnovení základní dynamiky, která v posledních letech vedla k silnému růstu cen bytových nemovitostí.

- **Snižování míry zadlužení domácností**, které trvá již několik let, pokračovalo i v roce 2023 a ve většině zemí EU dosáhlo historického minima. Zatímco snížení v roce 2023 bylo silně ovlivněno dopadem vysoké inflace na jmenovatel, ke snížení dopadu nových výpůjček na dluh přispělo také snížení úvěrových toků. Zvýšení výpůjčních nákladů bylo prudké a okamžitě se promítlo do nových úvěrů, což snížilo poptávku po hypotékách. Splátky úroků ze stávajících úvěrů byly bezprostředněji ovlivněny v zemích, kde jsou hypotéky častěji úročeny variabilními sazbami nebo kde mají hypotéky krátkou dobu fixace úrokové sazby a dlouhou dobu splatnosti. Po dvou letech, kdy úspory domácností po prudkém nárůstu způsobeném pandemií klesaly, se v roce 2023 poněkud stabilizovaly. V průměru byly úroky přijaté domácnostmi vyšší než úroky zaplacené. Protože však aktiva a úvěry vlastní různé domácnosti, mohou být v řadě zemí některé domácnosti vystaveny velkému tlaku vysokých úrokových sazeb. Nedávné snížení úrokových sazeb a očekávaný růst mezd by to měly do budoucna trochu zmírnit. Rozvahy domácností v roce 2024 celkově nadále posilovaly, byť pomaleji než v roce 2023.

- Silný růst nominálního HDP tažený vysokou inflací přispíval i v roce 2023 ke snižování **veřejného dluhu**, a to i přes stále výrazné schodky veřejných financí. V letech 2024 a 2025 by se primární schodky veřejných financí v některých zemích s vysokým zadlužením neměly výrazněji snížit a v důsledku méně příznivého diferenciálu mezi nominálním růstem HDP a úrokovými sazbami by se výrazné snižování poměru veřejného dluhu k HDP, které bylo patrné od roku 2021, mělo podle prognózy buď zmírnit, nebo zastavit. V některých, zejména vysoce zadlužených zemích se však i v roce 2024 předpokládá výrazné snižování dluhu. Jde o země s přebytky nebo mírnými deficity a pokračujícím silným růstem reálného HDP, který by měl napomáhat snižování zadluženosti. Pro některé země mimo eurozónu mohou existovat další rizika spojená s vládními půjčkami, je-li relativně velký podíl jejich veřejného dluhu denominován v cizích měnách a může tak být ovlivněn změnami směnných kurzů. V nadcházejících letech přispěje ke snižování zadluženosti vládního sektoru provádění nového fiskálního rámce EU.

- Celkově lze říci, že **finanční sektor** v EU se i v roce 2023 vyznačoval pokračující odolností, neboť banky profitovaly z vyšších úrokových výnosů a míra nesplácených úvěrů zůstala stabilní. Vyšší úrokové sazby vedly ke zvýšení úrokových marží, protože banky přenášely vyšší sazby na úvěry rychleji než na vklady. To zvýšilo ziskovost bank, zejména těch, které jsou více závislé na financování vkladů. Poměr kmenového kapitálu tier 1 mírně vzrostl. Celkově zůstávají nesplácené úvěry stabilní, byť v roce 2024 byl zaznamenán jistý nárůst, který zřejmě souvisí především s korekcí cen komerčních nemovitostí, která probíhá v řadě zemí, ale také s obecně slabšími cyklickými podmínkami. Úvěrové standardy se v roce 2023 zpřísnily a došlo ke snížení nabídky i

poptávky po úvěrech jak ze strany domácností, tak ze strany nefinančních protistran. Odolnost bankovního sektoru přetrvává i v roce 2024, ač se objevují určité náznaky zhoršení kvality aktiv, protože někteří dlužníci, včetně firem působících v oblasti nemovitostí, jsou postiženi vyššími úrokovými sazbami a nesouladem likvidity. Pokud jde o nebankovní finanční sektor, ten je pravděpodobně vystaven dalším rizikům souvisejícím se zpřísněnými finančními podmínkami, zhoršující se kvalitou úvěrů a možností neuspořádaných korekcí cen aktiv. Patří sem rizika likvidity a rizika spojená s propojeností, neboť vazby mezi bankovním a nebankovním sektorem jsou v EU obzvláště silné. Narušení v sektoru investičních fondů nebo pojišťovnictví může mít vedlejší účinky na bankovní sektor a naopak. Pokles v sektoru komerčních nemovitostí představuje pro některé části finančního sektoru riziko a v důsledku může mít negativní vedlejší účinek na celý finanční sektor a reálnou ekonomiku.

Výhled ekonomické nerovnováhy

Výhled nerovnováhy byl ovlivněn neobvykle silným inflačním prostředím, které přineslo výrazné snížení míry zadlužení. V roce 2023 došlo k výraznému poklesu míry inflace, která se do konce roku přiblížila cílům centrálních bank. Po celý rok však byl rozhodujícím faktorem pro výhled nerovnováhy růst cen a nákladů. Vysoké deflátory HDP měly silný vliv na jmenovatele hlavních ukazatelů zadlužení. Dědictví v podobě nerovnováh – především vysoká výše dluhu – se tak nadále koriguje a mnohé agregáty, zejména zadlužení podniků a domácností, jsou nyní na nejnižších úrovních za mnoho let. Výjimkou je veřejný dluh některých zemí, kde se i přes další snížení v roce 2023 míra zadlužení ještě nevrátila na úroveň před rokem 2020.

Inflační tlaky posledních let za sebou zanechávají proměněnou ekonomickou situaci. Přestože snížení inflace znamená, že ke snižování zadluženosti nyní přispívá méně, dědictví vyšší inflace přetrvává a bude i nadále faktorem utvářejícím nerovnováhy. Předpokládá se, že v mnoha zemích budou jednotkové náklady práce nadále výrazně růst, protože mzdy vyrovnávají pokles reálných disponibilních příjmů. Přestože centrální banky, včetně Evropské centrální banky, začaly uvolňovat měnovou politiku, úrokové sazby zůstávají a podle očekávání zůstanou na vyšší úrovni, než tomu bylo v posledním desetiletí. To ovlivňuje úrokové zatížení spojené se zadlužením a má dopad na hodnotu aktiv ve všech odvětvích ekonomiky. Po zvýšení úrokových sazeb již došlo ke snížení investic, a to jak do bydlení, tak do podnikání.

Nominální růst bude v příštích letech podporou pro pasivní snižování zadluženosti v omezenější míře. Celkový nominální růst by měl zůstat o něco vyšší než před pandemií, a to zejména v důsledku mírně zvýšeného deflátoru HDP. V nadcházejících letech však již nebude možné dosáhnout dalšího snížení dluhového zatížení, aniž by došlo k omezení výpůjček. U domácností s velkými dluhy a hypotékami s pohyblivou úrokovou sazbou nebo s již ukončenými nebo končícími fixačními obdobími se schopnost splácet vyšší úrokové platby může octnout pod tlakem. V případě podniků je patrné snížení úvěrových toků, které přichází současně s poklesem jednotkových zisků – poté, co byly výrazně zvýšeny – pravděpodobně proto, aby se absorboval určitý nárůst jednotkových nákladů práce v důsledku vyrovnávání mezd s životními náklady.

V některých zemích jsou patrné značné schodky běžného účtu a čistý zahraniční dluh by mohl začít opět růst. V několika případech dochází ke zlomu v zahraniční zadluženosti, kdy výrazné schodky běžného účtu již nejsou kompenzovány nominálním růstem, což vede k očekávanému zhoršení čisté zahraniční pozice v nadcházejících letech. To sice neplatí pro země s nejvyšším vnějším zadlužením, ale patří sem některé země, kde by absence účinných politických opatření mohla vést k znepokojivému nárůstu vnějšího zadlužení. Opatření obvykle vyžadují omezení fiskálních deficitů, které by působilo jako brzda vysoké poptávky a zároveň by pomohlo zastavit přetrvávající inflační tlaky, může však být zapotřebí i korekce v sektoru domácností nebo podniků.

Problémy s nákladovou konkurenceschopností se v posledních letech stupňovaly a některé země nyní čelí mnohem vyšším cenám a nákladům v důsledku kumulativního růstu, který se v některých případech stále zhoršuje. Přestože se inflační rozdíly velmi výrazně snížily – a v mnoha případech zmizely – v některých členských státech po sobě zanechaly dědictví v podobě mnohem vyšších relativních cen a nákladů. Ačkoli se to týká především zemí, které mají ještě určitý potenciál k dohánění, zdá se, že nárůst je mnohem vyšší, než lze věrohodně přičíst faktorům, jako je Balassův-Samuelsonův efekt, a není způsoben zvýšením produktivity. Výsledkem je, že tyto země mají mnohem vyšší cenové hladiny než dříve, což může vyvolat tlak na jejich konkurenceschopnost, zejména v případech, kdy se k tomu přidává již oslabená konkurenceschopnost z doby před pandemií. Náprava těchto účinků vyžaduje určitý čas: je třeba buď prudké snížení cen a nákladů, které by mohlo vést k narušení ekonomiky, nebo trvalé období zmírnění cen a nákladů vůči obchodním partnerům, které by trvalo déle nebo by bylo výraznější než normálně.

Zvýšená úroveň cen a nákladů může vyvolat další tlak na vnější stranu a v některých případech může být obtížné zastavit další růst cen a nákladů. V některých zemích, kde dochází k výraznému nárůstu cen a úrovně nákladů, působí další škodlivé faktory, které představují zvláštní rizika. Ztrátu vývozních trhů, která může souviset s geopolitickými důvody, lze jen těžko vyřešit nalezením nových příležitostí, a to vzhledem k vyšším cenám a nákladům na domácím trhu. Pokud jsou vnější bilance již vystaveny tlaku, například v důsledku trvalého snížení bilancí v důsledku vlivu cen energie, může zvýšená úroveň nákladů vyvolat další tlak na vnější stranu, dokud nedojde k přizpůsobení se nižší úrovni poptávky. Tam, kde byl růst rovněž utlumen, může být obtížné po oživení poptávky omezit další inflační tlaky. S normalizací ekonomických podmínek se mohou projevit základní ekonomické slabiny, jako je strukturálně slabší vnější bilance.

Vysoké ceny bytových nemovitostí jsou v několika zemích i přes určité zmírnění růstu v poslední době nadále významným problémem. Po letech výrazného růstu, který se ve většině případů v době pandemie ještě zrychlil, se růst cen bytových nemovitostí zmírnil. Tyto korekce samy o sobě nepředstavují podstatné snížení rizika spojeného s vývojem cen bytových nemovitostí. Jsou však projevem zranitelnosti: v zemích, kde ceny bytových nemovitostí výrazně klesají, je to proto, že existovala základní dynamika, která je přivedla na neudržitelnou úroveň. Celkově se tato základní dynamika nezměnila. Jakmile se poptávka po bydlení plně přizpůsobí vyšším úrokovým sazbám, lze očekávat, že výrazný růst cen bytových nemovitostí bude s ohledem na dlouhodobou propast mezi silnou poptávkou po bydlení a omezenou nabídkou pokračovat. To by mohlo být ještě zhoršeno snížením investic do bydlení, ke kterému došlo v nedávné době v souvislosti s bezprecedentní čistou migrací do některých členských států. Dostupnost bydlení, která se v mnoha zemích zhoršuje, se bude pravděpodobně zhoršovat i nadále. V metropolitních oblastech některých členských států dosáhly ceny bytových nemovitostí úrovně, která může brzdit schopnost jejich ekonomik přilákat pracovníky, což může být stále větší překážkou pro jejich růstový model. V některých zemích je růst cen bytových nemovitostí stále velmi výrazný a opět zrychluje. V některých případech tento výrazný růst pokračuje současně se silnou inflační dynamikou, přičemž omezit ji bez velkých ekonomických dopadů může být obtížné.

Závěry pro jednotlivé země a následný dohled

V roce 2025 budou provedeny hloubkové přezkumy u devíti členských států, u nichž byla v roce 2024 zjištěna nerovnováha nebo nadměrná nerovnováha ([4]). Zpráva mechanismu varování předkládá přehled vývoje klíčových údajů, z nichž tyto nerovnováhy vyplývají. Ekonomické posouzení toho, zda se tyto nerovnováhy zhoršují, zda jsou v procesu nápravy nebo zda již byly napraveny, jež má za cíl aktualizovat stávající posouzení a posoudit případné zbývající politické potřeby, bude provedeno v rámci hloubkových přezkumů v roce 2025, jež budou zveřejněny v první polovině roku 2025. To bude případ **Kypru, Německa, Řecka, Itálie, Maďarska, Nizozemska, Rumunska, Slovenska** a **Švédska**.

Z ekonomických závěrů srovnávacího přehledu navíc vyplývá, že hloubkový přezkum by měl být proveden u Estonska, neboť tento členský stát představuje zvláštní riziko nově vznikající nerovnováhy. To je v souladu s výhledem do budoucna, který byl v posledních letech prosazován. V rámci tohoto přístupu by se hloubkové přezkumy měly provádět v okamžiku, kdy se objeví znepokojivý vývoj, a nemělo by se čekat na to, až bude jisté, že nerovnováha existuje. V Estonsku se v posledních letech projevily silné nákladové tlaky, přičemž ceny bytových nemovitostí výrazně vzrostly a zvýšilo se i zadlužení domácností. V Estonsku tento vývoj viditelně přetrvává a lze zde pozorovat i jiné znepokojivé faktory, které představují další rizika.

V Estonsku se stále kumulují ztráty nákladové konkurenceschopnosti a běžný účet se zhoršil; zároveň však ceny bytových nemovitostí nadále výrazně rostou. Hloubkový přezkum byl v Estonsku proveden na jaře 2023, nicméně tehdy nebyly zjištěny žádné nerovnováhy: zranitelnost týkající se konkurenceschopnosti, vnější bilance a cen bytových nemovitostí sice již existovala, byl však učiněn závěr, že není výrazná a bude brzy napravena. Z aktuálního srovnávacího přehledu pro Estonsko vyplývá, že v roce 2023 se dva ukazatele nacházely za svými orientačními prahovými hodnotami: reálný efektivní směnný kurz a jednotkové náklady práce. Ekonomické závěry ze srovnávacího přehledu založeného na nedávném vývoji a vyhlídkách nejsou přesvědčivé. Nákladové tlaky se zmírnily, ale patří k nejvyšším v eurozóně. Země nadále vykazuje vysokou inflaci, přičemž jádrová inflace se v poslední době zvyšuje a zřetelně převyšuje průměr eurozóny. K výraznému růstu cen a nákladů v Estonsku došlo navzdory slabému růstu ekonomiky. Ekonomika se nevzpamatovala z krize vyvolané ruskou válkou na Ukrajině a v letech 2023 a 2024 prošla výraznou recesí; v reálném vyjádření se HDP pohybuje na úrovni před pandemií, což je nejhorší výsledek v EU. Vývoz – a s ním i podíl na vývozním trhu – v poslední době výrazně poklesl. Deficit běžného účtu se oproti roku 2022 snížil, další zlepšení se však neočekává. Tento deficit navíc vzniká v době nízké aktivity, což svědčí o slabší základní vnější pozici, přičemž zlepšení hospodářské aktivity vedoucí k vyšší poptávce by běžný účet snížilo. Zároveň v posledních letech výrazně rostly ceny bytových nemovitostí a nominální ceny rostly v první polovině roku 2024 o více než 7 %. Zvýšilo se tak riziko nadhodnocení cen bytových nemovitostí. Výpůjčky domácností byly v roce 2023 nižší, ale zůstaly stále vysoké, a to navzdory nejvyšším výpůjčním nákladům v eurozóně.

U zbývajících členských států není třeba v této fázi provádět hloubkové přezkumy.

([4]) Sdělení Komise: Evropský semestr 2024 – Jarní balíček, COM(2024) 600 final.

Rámeček: Výsledek přezkumu srovnávacího přehledu postupu při makroekonomické nerovnováze v roce 2024

V souladu s nařízením o postupu při makroekonomické nerovnováze Komise pravidelně vyhodnocuje přiměřenost srovnávacího přehledu postupu při makroekonomické nerovnováze a v případě potřeby jej aktualizuje (čl. 4 odst. 7 nařízení (EU) č. 1176/2011). Tato zpráva mechanismu varování přináší do srovnávacího přehledu řadu změn, a to jak v hlavních, tak v pomocných ukazatelích. Stejně jako při předchozích revizích srovnávacího přehledu byly zamýšlené revize před jejich konečným přijetím oznámeny Evropskému parlamentu, Radě (včetně jejích výborů odborníků) a ESRB.

Přijaté revize zohledňují nejnovější vývoj statistických ukazatelů a jejich cílem je, aby srovnávací přehled byl kompaktnější, lépe vyvážený mezi různými tematickými bloky a více zaměřený na budoucnost. Důležité byly následující zásady: i) stabilita (zamezení příliš častým revizím); ii) zamezení rozšiřování proměnných (počet proměnných by se zpravidla neměl zvyšovat, aby byl dodržen požadavek nařízení týkající se úspornosti srovnávacího přehledu); iii) význam a důležitost pro dohled nad postupem při makroekonomické nerovnováze; a iv) nutnost zohlednit průběžné zlepšování statistické kvality. Hlavní změny nejdůležitějších ukazatelů jsou uvedeny níže; Další podrobnosti jsou k dispozici v doprovodném pracovním dokumentu útvarů Komise ([5]).

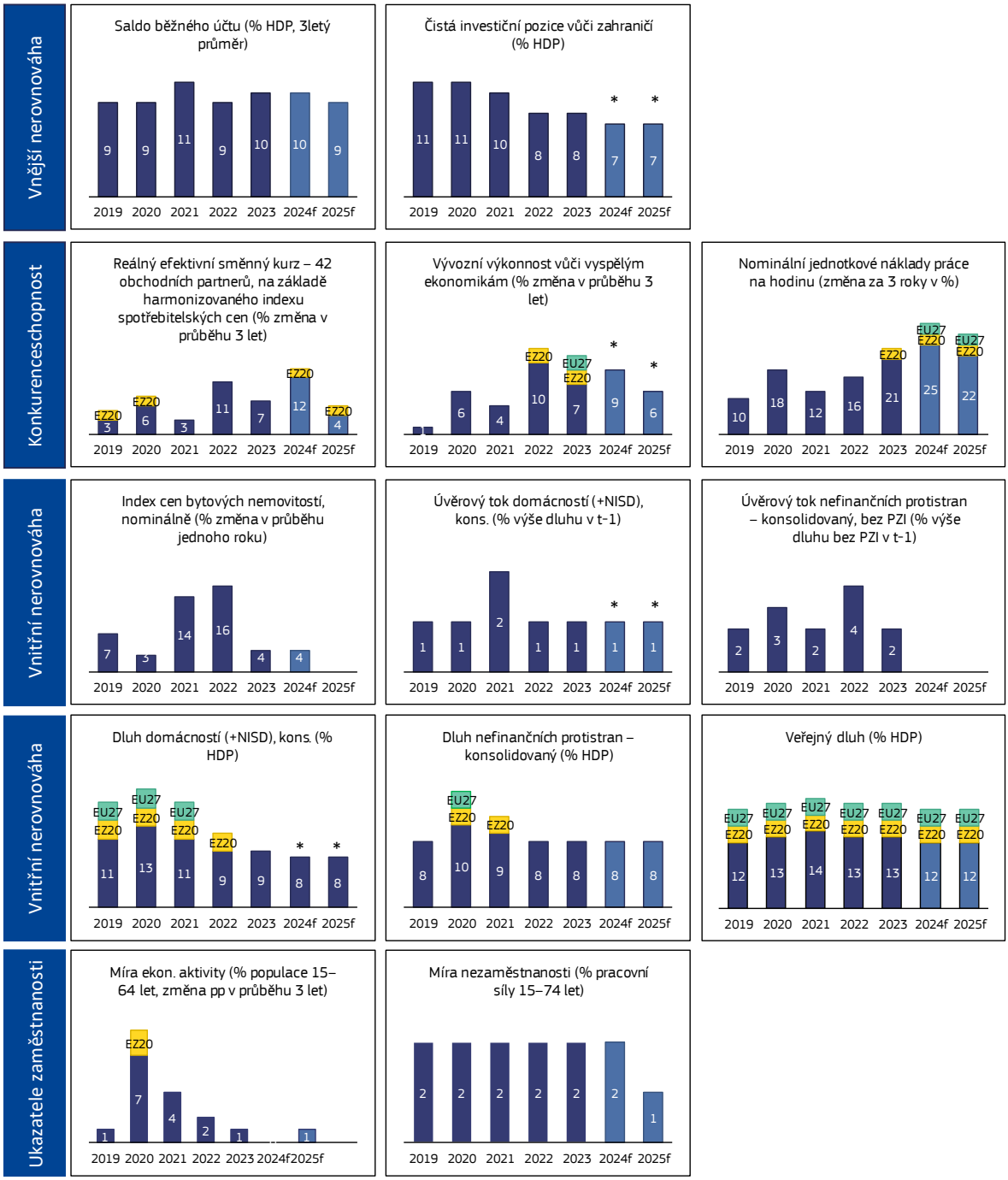
- Ukazatel „vývozní výkonnost vůči vyspělým ekonomikám“ se mění z pomocného na hlavní ukazatel a měří se jako změna za tři roky. Pro tento ukazatel je nově stanovena prahová hodnota -3 %. Ukazatel „podíl na vývozním trhu“ je naopak ponížen na pomocný ukazatel.
- Ukazatele výše dluhu soukromého sektoru a úvěrových toků jsou rozděleny na samostatné ukazatele pro domácnosti a nefinanční podniky. Úvěrové toky se budou měřit jako procento stavů předchozího roku a úvěrový tok nefinančním podnikům nebude zahrnovat přímé zahraniční investice v čitateli ani ve jmenovateli. Nově stanovené prahové hodnoty činí 55 %, resp. 85 % HDP pro výši dluhu domácností a nefinančních podniků a 14 %, resp. 13 % výše dluhu v předchozím roce pro úvěrové toky.
- Hlavní ukazatel závazků finančního sektoru byl vypuštěn s ohledem na neexistenci komplexního ukazatele finančního sektoru, pro který by bylo možné rozumně stanovit prahovou hodnotu, a s ohledem na existenci několika dalších nezávislých mechanismů dohledu nad finančním sektorem na evropské úrovni, které byly zřízeny po vzniku postupu při makroekonomické nerovnováze. Bankovní sektor bude podrobněji sledován prostřednictvím tří pomocných ukazatelů: hrubé úvěry se selháním (% hrubých úvěrů), kapitálový poměr tier 1 bankovního sektoru (% rizikově vážených aktiv) a návratnost vlastního kapitálu bankovního sektoru (%). Ačkoli tyto ukazatele poskytují důležité informace, je obtížné stanovit smysluplné makroekonomické prahové hodnoty. To, že ve srovnávacím přehledu chybí hlavní ukazatel, v žádném případě neznamená, že by finančnímu sektoru byl v makroekonomickém dohledu Komise přikládán menší význam.
- Dlouhodobá nezaměstnanost a míra nezaměstnanosti mladých lidí se stanou pomocnými ukazateli.
- Hranice ukazatele reálného efektivního směnného kurzu bude zúžena z ±5 % pro země EZ a ±11 % pro země mimo EZ na ±3 % pro země EZ a ±10 % pro země mimo EZ, aby se zohlednily distribuční charakteristiky novějších údajů.
- Byly upraveny definice a změny některých hlavních ukazatelů, zejména:
  - Nominální index jednotkových nákladů práce se bude měřit v přepočtu na hodinu, nikoli na zaměstnance.
  - Index cen bytových nemovitostí se bude měřit v nominálním, nikoli reálném vyjádření, což rovněž povede ke změně prahové hodnoty na +9 %.
  - Míra nezaměstnanosti bude prezentována v ročních údajích, nikoli v tříletém průměru.

Několik změn se provádí také u pomocných ukazatelů, včetně výrazného snížení jejich počtu, jak je

([5]) Pracovní dokument útvarů Komise o změnách ve srovnávacím přehledu postupu při makroekonomické nerovnováze, SWD(2024) 702.

podrobně popsáno v doprovodném pracovním dokumentu útvarů Komise. Revidovaný srovnávací přehled bude mít o 1 hlavní ukazatel a 5(+5) pomocných ukazatelů méně než dosud používaná verze.

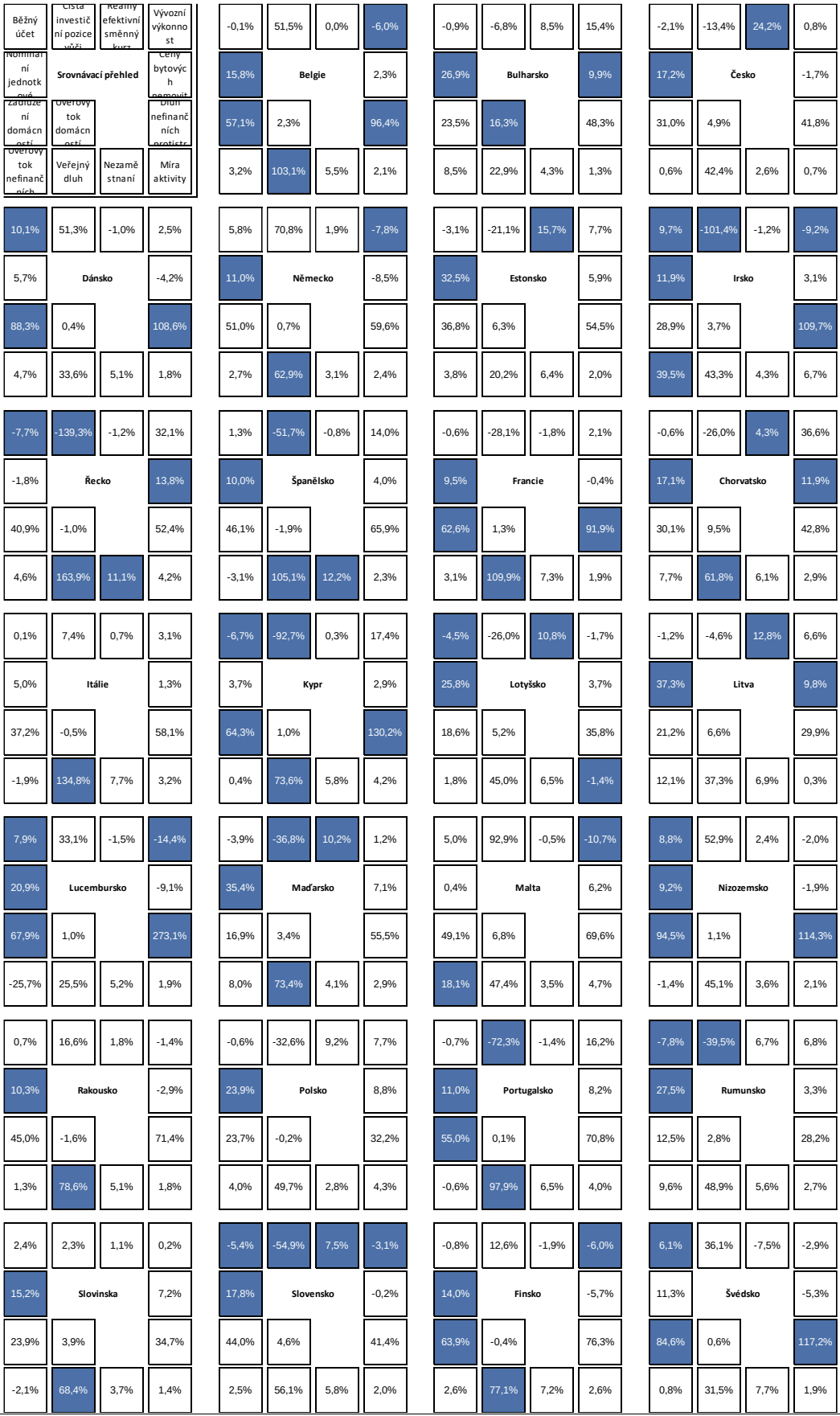
Graf 1: **Počet členských států, u nichž proměnné ve srovnávacím přehledu překračují prahové hodnoty**



Počet členských států, které v určitém roce zaznamenaly proměnné ze srovnávacího přehledu nad příslušné prahové hodnoty, odráží údaje k datu uzávěrky zprávy mechanismu varování pro rok 2025 (31. října 2024). V důsledku případných následných revizí údajů může vzniknout rozdíl v počtu hodnot za prahovými hodnotami vypočtenými na základě předchozích ročníků pro proměnné srovnávacího přehledu, jak byly zveřejněny v předchozích vydáních zprávy mechanismu varování. * Údaje o souhrnech za prognózované období nejsou k dispozici.

Zdroj: Eurostat a odhady Evropské komise.

Graf 2: **Ukazatele srovnávacího přehledu zprávy mechanismu varování v roce 2023 podle zemí**



Zdroj: Eurostat