EURÓPSKA
KOMISIA

V Štrasburgu 17. 12. 2024
COM(2024) 702 final

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

Správa o mechanizme varovania na rok 2025

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

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

OZNÁMENIE – SPRÁVA O MECHANIZME VAROVANIA

V správe o mechanizme varovania (ďalej len „SMV“) sa identifikujú členské štáty, o ktorých sa Komisia na základe ekonomických záverov hodnotiacej tabuľky v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe (ďalej len „PMN“) domnieva, že môžu byť postihnuté nerovnováhami alebo že im môže hroziť, že budú postihnuté nerovnováhami ([1]). V ekonomických záveroch hodnotiacej tabuľky sa posudzujú údaje o výsledku rozpočtového hospodárenia za rok 2023, ktoré sa interpretujú výhľadovo. Zároveň sa zohľadňuje vývoj možných rizík na základe hospodárskeho vývoja v danom roku (2024) a prípadne prognóz na roky 2025 a 2026 z jesennej prognózy Komisie na rok 2024. Po niekoľkých rokoch boli v hodnotiacej tabuľke vykonané zmeny a táto správa o mechanizme varovania je prvou správou vypracovanou na základe revidovanej hodnotiacej tabuľky. Hlavné zmeny sú uvedené v rámčeku 1 a ďalšie podrobnosti sú uvedené v osobitnom pracovnom dokumente útvarov Komisie ([2]) o týchto revíziách hodnotiacej tabuľky, ktorý je priložený k tomuto oznámeniu. Ďalší pracovný dokument útvarov Komisie obsahuje úplnú ekonomickú analýzu, z ktorej vychádza toto oznámenie, a je k nemu pripojená príloha obsahujúca hodnoty z hodnotiacej tabuľky ([3]).

Obdobie vysokej inflácie, ktoré sa začalo v roku 2021, sa zmierňuje, pretože cieľ inflácie je na dohľad, ale v oblasti služieb zostáva inflácia zvýšená. Do polovice roka 2024 sa obdobie vysokej inflácie, ktoré sa začalo v roku 2021, zmiernilo. Celkové miery inflácie meranej indexom spotrebiteľských cien sa postupne približujú k cieľom menových orgánov. Napriek tomuto celkovému zníženiu inflačné tlaky pretrvávajú. Interne spôsobená inflácia – predovšetkým v oblasti služieb – zostáva celkovo vysoká a rozdielna, pričom miery inflácie v niektorých krajinách vynikajú. V súčasnosti je jej príspevok k celkovej inflácii kompenzovaný dezináciou spôsobenou dovážanými zdrojmi, najmä cenami energií a potravín, a znížením cien tovaru dlhodobej spotreby. Tento proces dezinflácie je dôsledkom tak bázických efektov, ako aj nižších cien energie, ktoré sa premietajú do výrobného procesu. Keďže účinok týchto procesov slabne, inflácia v oblasti služieb by mohla zvýšiť celkové miery, ak sa medzičasom neobmedzí. Keďže reálne mzdy dosiahli svoju úroveň spred pandémie až v tomto roku, mzdové požiadavky môžu byť naďalej vysoké a prispievať k tomu, že základná inflácia a deflátor HDP zostávajú zvýšené.

Hospodársky rast sa obnovil, ale makroekonomické prostredie predstavuje výzvu. Reálny rast bol v roku 2023 slabý, keďže spotreba aj investície klesli v dôsledku kombinácie vysokých úrokových sadzieb a vysokého rastu cien a nákladov. V roku 2024 sa reálny rast začal obnovovať, pretože sa zvýšila kúpna sila domácností, k čomu prispeli vyššie mzdy a nižšia inflácia. To by malo viesť k tomu, že nominálny rast zostane napriek poklesu inflácie relatívne dynamický. Úrokové

([1]) Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 1176/2011 zo 16. novembra 2011 o prevencii a náprave makroekonomických nerovnováh.

([2]) *Commission staff working document on the changes in the scoreboard of the Macroeconomic Imbalance Procedure* (Pracovný dokument útvarov Komisie o zmenách v hodnotiacej tabuľke v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe), SWD(2024) 702.

([3]) *Commission staff working document, Alert Mechanism Report 2025* (Pracovný dokument útvarov Komisie s názvom Správa o mechanizme varovania na rok 2025), SWD(2024) 700, *Commission staff working document, Statistical Annex accompanying the Alert Mechanism Report* (Pracovný dokument útvarov Komisie s názvom Štatistická príloha k správe o mechanizme varovania na rok 2025), SWD(2024) 701.

sadzby, napriek tomu, že sú stále podstatne vyššie ako počas väčšiny posledného desaťročia, začali klesať. Vďaka tomu by sa mal začať zmierňovať tlak spojený s dlhovou službou, ktorý pociťujú domácnosti, podniky a verejné správy. Zatiaľ čo finančné podmienky sa uvoľňujú, fiškálna politika sa v niektorých krajinách sprísňuje, čo môže mať vplyv na rast. Keďže pandémia a otrasy spôsobené cenami energie sú už dávnou minulosťou a verejné správy sa opäť začínajú venovať znižovaniu svojej miery zadlženosti, ktorá sa čiastočne zvýšila v dôsledku politík podporujúcich dopyt počas pandémie a cenových otrasov v energetike. Globálna ekonomická situácia je naďalej zložitá, pričom vznikajúce geopolitické napätie a potenciálne hospodárske narušenia predstavujú významné výzvy, ktoré by mohli ovplyvniť úrovne vereného dlhu. Pretrvávajúce riziká sú naďalej naklonené smerom nadol a sú dôsledkom globálnej situácie: konflikt na Blízkom východe, pokračujúca vojna Ruska proti Ukrajine a všeobecne sa meniaca geopolitická situácia, ktorá môže mať dosah na globálny obchod a sťažiť vonkajšie podmienky.

Končiace sa inflačné obdobie zanecháva za sebou rozdielne trendy rastu a rôzne zvýšenia celkových cenových hladín, čo vedie k potenciálnym problémom v oblasti nákladovej konkurencieschopnosti. Celková miera inflácie meranej indexom spotrebiteľských cien vo všetkých krajinách výrazne klesla a v niektorých krajinách sa v minulom roku vyskytli krátkodobé prípady deflácie. Zvyčajne ide o krajiny, kde významnú úlohu pri znižovaní cien zohrávali ceny energie, čiastočne v dôsledku bázických efektov. V niektorých krajinách však základná inflácia zostáva naďalej vyššia ako v ich krajinách, čo prispieva k celkovému kumulovanému nárastu cenových hladín, ktorý bol zaznamenaný v posledných rokoch. Tým sa zvyšuje riziko pretrvávajúcich účinkov spätnej väzby medzi rastom miezd a cenovou infláciou; v prípade krajín, ktoré už zaznamenali veľmi vysoký nárast cenových hladín, by takéto pokračujúce účinky spätnej väzby mohli vyvolávať obavy. Aj rast HDP vykazuje odlišné trendy. Hoci celková prognóza nižšieho rastu v roku 2023, po ktorom bude nasledovať nárast v rokoch 2024 a 2025, platí, a to takmer pre všetky krajiny, existujú výrazné rozdiely. Medzi vysokou základnou infláciou a domácim dopytom neexistuje konzistentný vzorec, čo poukazuje na podstatné rozdiely v pokrízovom prostredí. Konkrétne, zatiaľ čo vysoká základná inflácia sprevádza v niektorých prípadoch pokračujúci vysoký rast reálneho HDP, v iných prípadoch pretrváva aj napriek zápornému rastu v minulom roku a pretrvávajúcemu oslabeniu reálneho HDP v porovnaní s inými krajinami, ako aj s mierou rastu pred pandémiou.

Tematické závery pre jednotlivé sektory

- V roku 2023 **sa bežné účty zlepšili takmer vo všetkých členských štátoch**, keďže ceny energie klesli a dopyt zostal slabý, čo čiastočne kompenzovalo výrazné zníženie obchodných bilancií z roku 2022. Napriek týmto nárastom zostávajú bežné účty v mnohých prípadoch, a najmä v prípade niektorých veľkých krajín, ktoré sú čistými dlžníkmi, pod úrovňou spred pandémie a pod úrovňou, ktorá by umožnila ich rýchlu korekciu. V niekoľkých významných prípadoch zostal domáci dopyt silný a zdá sa, že pretrvávajú veľké deficity bežného účtu. V niektorých iných prípadoch je výrazné zlepšenie bežných účtov alebo ich stabilizácia na miernej úrovni výsledkom cyklického, resp. aspoň dočasného, zníženia dopytu. V týchto prípadoch môže návrat priaznivejších podmienok odhaliť negatívnejšiu základnú pozíciu. Vysoké prebytky pretrvávali, pričom v niektorých prípadoch zohrávali významnú úlohu príjmové saldá a špecifiká jednotlivých krajín. V roku 2024 celkovo postupné zlepšovanie domáceho dopytu vyvažuje pokračujúce zlepšovanie podmienok obchodu, čo vedie k celkovo stabilným bežným účtom v tomto a budúcom roku, hoci medziročne sa v údajoch stále prejavuje zlepšenie z posledných štvrťrokov. V porovnaní s obdobím pred pandémiou sa poskytovanie a čerpanie úverov v rôznych sektoroch hospodárstva zmenilo, keďže verejné správy zvýšili svoje čisté prijaté pôžičky a súkromný sektor zvýšil svoju čistú úverovú pozíciu. V roku 2024 tento účinok nie je taký výrazný ako v roku 2023, keďže štátne pôžičky sa znížili a úspory súkromného sektora sa zvýšili.

- Rozsiahle **záporné čisté zahraničné pozície** sa v roku 2023 výrazne znížili, pričom významnú úlohu zohrali účinky menovateľa, ktoré viac než len kompenzovali niektoré značné deficity. V niektorých prípadoch viedli účinky silného ocenenia k ďalším zníženiam, ktoré odrážali pohyby výmenných kurzov. Veľké **kladné čisté zahraničné pozície** zostali vo všeobecnosti stabilné, keďže vzhľadom na pretrvávajúce vysoké prebytky bežného účtu sa účinky čitateľa a menovateľa vyrovnávajú.

- **Bežný účet eurozóny** začal rásť zo svojej najnižšej úrovne zo začiatku roka 2023 a odvtedy každý štvrťrok pokračoval v raste. Výrazné zlepšenie nominálneho salda bolo spôsobené zlepšením obchodných podmienok, zatiaľ čo dopyt bol celkovo tlmený, čo takisto viedlo k zvýšeniu salda bežného účtu. Bežný účet eurozóny stále zostáva pod úrovňou spred pandémie, čo je odrazom pretrvávajúceho vplyvu vyšších cien energie, ktoré ovplyvnili obchodnú bilanciu, a postupného znižovania bilancie prvotných dôchodkov. Tieto zníženia bilancie prvotných dôchodkov sa sústreďujú v malom počte krajín a v niektorých prípadoch odrážajú operácie účelovo vytvorených subjektov so silnými cezhraničnými finančnými väzbami, ale s obmedzenými väzbami na domáce ekonomiky krajín. Zároveň sa znížil (malý) prebytok v oblasti služieb, hoci príspevok cestovného ruchu je zhruba na úrovni dlhodobého priemeru. Podľa prognóz sa bežný účet platobnej bilancie eurozóny bude v tomto roku naďalej zlepšovať a v budúcom roku zostane celkovo stabilný, čo je odrazom dlhodobého nedostatku domácich investícií v porovnaní s úsporami. Celkovo výrazné zlepšenie čistých medzinárodných investičných pozícií krajín, ktoré sú čistými dlžníkmi, viedlo k jednostrannému vyrovnaniu **zahraničných pozícií v rámci eurozóny**, a to aj napriek chýbajúcej korekcii na strane veľkých krajín, ktoré sú čistými veriteľmi.

- Rast **jednotkových nákladov práce** sa v roku 2023 celkovo výrazne zvýšil, ale so značnými rozdielmi medzi jednotlivými krajinami, vo väčšine prípadov pod vplyvom zrýchľujúceho sa rastu miezd a pomalého alebo dokonca záporného rastu produktivity. Tento veľmi silný nárast jednotkových nákladov práce predstavuje vo väčšine členských štátov najvyšší nárast za posledné roky. Mzdy sa výrazne zvýšili, ale v niektorých členských štátoch reálne mzdy stále nedosiahli úrovne z roku 2019. V roku 2024 sa rast miezd spomaľuje, ale v mnohých krajinách zostáva predpokladaný rast historicky vysoký. Trhy práce sú celkovo naďalej napäté, čo zvyšuje vyjednávaciu silu pracovníkov. Hoci sa nezamestnanosť v niektorých krajinách zvyšuje, rastie z nízkej úrovne a zostáva mierna. V mnohých prípadoch bol rast nezamestnanosti sprevádzaný oveľa výraznejším nárastom zamestnanosti, pretože sa zvýšila migrácia a/alebo účasť na trhu práce. Veľké krajiny eurozóny, ktoré sú čistými dlžníkmi, vykazovali rast jednotkových nákladov práce pod priemerom eurozóny, pričom mnohé krajiny, ktoré sú čistými veriteľmi, vykazovali silnejší rast; tie by mali podporiť symetrické vyrovnávanie zahraničných pozícií v rámci eurozóny.

- V roku 2023 sa euro voči ostatným hlavným menám zhodnotilo, keďže ECB pokračovala v cykle sprísňovania. Mimo eurozóny sa zhodnotili aj európske meny s výnimkou švédskej koruny. V dôsledku toho sa **reálne efektívne výmenné kurzy (ďalej len „REER“)** celkovo zvýšili, pričom jedinou výnimkou bolo Švédsko a niektoré krajiny eurozóny s oveľa nižšou infláciou, kde zostali v podstate stabilné. V krajinách s veľmi vysokou infláciou vzrástol REER založený na HICP za rok o viac ako 5 % a ďalej sa zvýšil v krajinách mimo eurozóny, ktoré sa vyznačovali silným zhodnocovaním národnej meny aj vysokou infláciou. V roku 2024 sa zhodnocovanie eura výrazne spomalilo, čo viedlo k celkovo stabilným REER v celej eurozóne, pričom relatívne obmedzené zmeny REER spôsobili teraz oveľa menšie rozdiely v inflácii.

- V celej EÚ sa pomer **podnikového dlhu k HDP** v roku 2023 už tretí rok výrazne znižoval, pričom celková miera zadlženosti dosiahla najnižšiu hodnotu za viac ako desať rokov. Hoci najvýraznejším faktorom zníženia bol vplyv inflácie na menovateľa, k celkovému poklesu zadlženosti podnikov prispeli aj obmedzené alebo v niektorých prípadoch záporné čisté úverové

toky. Úverové toky celkovo klesli na najnižšiu úroveň za viac ako desať rokov. Znižovanie zadlženosti podnikov súviselo predovšetkým so znižovaním objemu úverov, zatiaľ čo dlhové cenné papiere zostali vo všeobecnosti stabilné. Prísne podmienky financovania a vysoké úrokové sadzby spôsobili nárast úrokových nákladov podnikov a oslabili schopnosť podnikového sektora splácať dlh. Napriek miernemu nárastu finančnej zraniteľnosti podnikov však bolo v súčasnosti zaznamenaných len málo rozšírených náznakov nárastu nesplácaných úverov. Po dosiahnutí vrcholu v polovici roka 2022 sa podiely na zisku v priebehu roka 2023 a na začiatku roka 2024 znížili na úrovne spred pandémie, čo pravdepodobne odráža zvýšenie miezd v podnikoch, hoci utlmená hospodárska aktivita a slabý rast produktivity pravdepodobne vyvíjali a budú vyvíjať tlak na zisky v niektorých krajinách a odvetviach. V roku 2024 bude znižovanie dlhu pokračovať, ale pomalším tempom, čo bude odrazom zmiernenia inflácie a mierneho nárastu úverových tokov, ktoré by malo sprevádzať aj postupné – ale pomalé – oživenie podnikových investícií. Toto oživenie by sa malo zintenzívniť, keďže dopyt sa posilňuje a podmienky financovania a podnikateľská dôvera sa zlepšujú.

- Po výraznom raste v rokoch 2020 – 2022 sa rast **cien obytných nehnuteľností** v roku 2023 zmiernil. Medzi jednotlivými krajinami však boli značné rozdiely, pričom v niektorých krajinách ceny klesali, v niekoľkých iných naopak rástli. Zníženie – alebo pomalší rast – cien odráža prispôsobenie sa vyšším nákladom na pôžičky, keďže domácnosti sú schopné obsluhovať nižší objem úverov. Mierne zníženie úrokových sadzieb, ktoré už bolo zaznamenané, spolu s prispôsobením sa trhu nižšej cenovej hladine vedie v roku 2024 k obnoveniu dopytu, hoci v niektorých krajinách pokračuje tlmený rast cien. Odhaduje sa, že napriek zmierneniu cien obytných nehnuteľností zostávajú ceny v troch štvrtinách krajín EÚ nadhodnotené, pričom viac ako polovica z nich vykazuje známky nadhodnotenia o viac ako 10 %. Je to napriek tomu, že ceny obytných nehnuteľností najvýraznejšie klesli na trhoch, na ktorých boli podľa odhadov najviac nadhodnotené. Zároveň v niektorých krajinách je rast cien obytných nehnuteľností naďalej vysoký. Bytová výstavba a získavanie povolení vo všeobecnosti zaznamenali pokles, najmä v krajinách, kde sa uskutočnila výraznejšia korekcia cien, čo by malo v blízkej budúcnosti udržať obmedzenú ponuku a viesť k obnoveniu základnej dynamiky, ktorá v posledných rokoch viedla k výraznému rastu cien obytných nehnuteľností.

- V roku 2023 pokračovalo znižovanie **mier dlhu domácností** z posledných rokov a vo väčšine krajín EÚ dosiahli historické minimum. K zníženiu v roku 2023 síce výrazne prispel vplyv vysokej inflácie na menovateľa, ale k zníženiu vplyvu nových pôžičiek na dlh prispelo aj zníženie úverových tokov. Zvýšenie nákladov na prijaté úvery a pôžičky bolo prudké a okamžite sa premietlo do nových úverov, čím sa znížil dopyt po hypotekárnych úveroch. Splátky úrokov z existujúcich úverov boli bezprostrednejšie ovplyvnené v krajinách, v ktorých sa na hypotekárne úvery častejšie uplatňujú pohyblivé sadzby alebo veľmi krátke obdobia fixácie úrokovej sadzby a v ktorých sa poskytujú dlhodobé hypotekárne úvery. Úspory domácností sa po dvoch rokoch poklesu, ktorý nasledoval po prudkom náraste spôsobenom pandémiou, v roku 2023 mierne zvýšili. Úroky prijaté domácnosťami sa v priemere zvýšili o niečo viac ako zaplatené úroky. Keďže však aktíva a úvery vlastnia rôzne domácnosti, v mnohých krajinách môžu niektoré domácnosti čeliť značnému tlaku spôsobenému vysokými úrokovými sadzami. Veľmi nedávne zníženie úrokových sadzieb a očakávaný rast miezd by tento tlak mali v ďalšom období trochu zmierniť. V roku 2024 sa súvahy domácností celkovo naďalej posilňovali, hoci pomalším tempom ako v roku 2023.

- Silný rast nominálneho HDP spôsobený vysokou infláciou naďalej podporoval znižovanie **verejného dlhu** v roku 2023, a to napriek stále značným deficitom verejnej správy. V rokoch 2024 a 2025 by sa primárne deficity verejnej správy v niektorých krajinách s vysokým dlhom nemali výrazne znížiť a v dôsledku menej priaznivého rozdielu medzi rastom nominálneho HDP a úrokovými mierami sa predpokladá, že výrazné znižovanie pomeru dlhu verejnej správy k HDP,

ktoré bolo zjavné od roku 2021, sa buď zmierni, alebo zastaví. V niektorých – najmä vysoko zadlžených – krajinách sa však predpokladá, že výrazné znižovanie dlhu bude aj v roku 2024 pokračovať. Ide o krajiny s prebytkami alebo obmedzenými deficitmi a pokračujúcim silným rastom reálneho HDP, ktorý by mal prispievať k znižovaniu zadlženosti. V prípade niektorých krajín mimo eurozóny môžu existovať dodatočné riziká spojené so štátnymi pôžičkami, ak je relatívne veľký podiel ich verejného dlhu denominovaný v cudzích menách, a preto ho môžu ovplyvniť zmeny výmenných kurzov. V nasledujúcich rokoch podporí znižovanie zadlženosti sektora verejnej správy vykonávanie nového fiškálneho rámca EÚ.

- Celkovo **finančný sektor** v EÚ vykazoval v roku 2023 pretrvávajúcu odolnosť, keďže banky mali prospech z vyšších príjmov z úrokov a podiely nesplácaných úverov zostali stabilné. Vyššie úrokové sadzby viedli k zvýšeniu úrokových marží, keďže banky prenášali vyššie sadzby na úvery rýchlejšie ako na vklady. Tým sa zvýšila ziskovosť bánk, najmä tých, ktoré sa vo väčšej miere venujú financovaniu vkladov. Podiel vlastného kapitálu Tier 1 sa mierne zvýšil. Celkovo zostávajú nesplácané úvery stabilné, hoci v roku 2024 bol zaznamenaný určitý nárast, ktorý zrejme súvisí najmä s korekciou cien komerčných nehnuteľností, ktorá prebieha vo viacerých krajinách, ale aj s celkovo slabšími cyklickými podmienkami. Úverové štandardy sa v roku 2023 sprísnili a ponuka aj dopyt po úveroch zo strany domácností aj nefinančných korporácií klesli. Odolnosť bankového sektora pretrváva aj v roku 2024, hoci sa objavujú určité náznaky zhoršenia kvality aktív, keďže na niektorých dlžníkov – vrátane podnikov pôsobiacich v oblasti nehnuteľností – majú vplyv vyššie úrokové sadzby a likvidná medzera. Mimo bankového sektora je nebankový finančný sektor nepochybne vystavený ďalším rizikám, súvisiacim sprísneným finančným podmienkam, zhoršujúcej sa úverovej kvalite a možnosti neriadených korekcií cien aktív. Tieto riziká zahŕňajú riziká likvidity a riziká súvisiace so vzájomnou prepojenosťou vzhľadom na to, že prepojenia medzi bankovým a nebankovým sektorom sú v EÚ zvlášť silné. Narušenia v sektore investičných fondov alebo poisťovníctve môžu mať účinky presahovania na bankový sektor a naopak. Pokles v sektore komerčných nehnuteľností predstavuje riziko pre niektoré časti finančného sektora a môže spôsobiť negatívny účinok presahovania na celý finančný sektor a reálnu ekonomiku.

Výhľad v súvislosti s hospodárskymi nerovnováhami

Výhľad v súvislosti s nerovnováhami bol ovplyvnený nezvyčajne silným inflačným prostredím, ktoré prinieslo výrazné zníženie mier zadlženosti. Rok 2023 bol rokom výrazného poklesu mier inflácie, ktoré sa ku konca roka priblížili k cieľom centrálnych bánk. Počas celého roka však bol rozhodujúcim faktorom pre výhľad v súvislosti s nerovnováhami rast cien a nákladov. Vysoké deflátory HDP mali silné účinky menovateľa na hlavné miery zadlženosti. Týmto spôsobom pokračovala korekcia zdedených nerovnováh – najmä vysoké objemy dlhu – a mnohé súhrnné údaje, najmä dlh korporácií a domácností, sú v súčasnosti na najnižších úrovniach za mnoho rokov. Výnimkou je verejný dlh v prípade niektorých krajín, kde sa napriek ďalšiemu zníženiu v roku 2023 miery zadlženosti ešte nevrátili na úroveň spred roka 2020.

Inflačné tlaky posledných rokov za sebou zanechali zmenené ekonomické prostredie. Napriek tomu, že zníženie inflácie znamená, že jej príspevok k znižovaniu zadlženosti je teraz obmedzenejší, vplyv vyššej inflácie pretrváva a bude naďalej faktorom pri vytváraní nerovnováh. V mnohých krajinách sa predpokladá, že jednotkové náklady práce budú naďalej výrazne rásť, keďže zníženie reálnych disponibilných príjmov kompenzujú mzdy. Napriek tomu, že centrálne banky vrátane Európskej centrálnej banky začali uvoľňovať menovú politiku, úrokové sadzby ostávajú a podľa očakávaní aj ostanú na vyššej úrovni, ako boli v poslednom desaťročí. Vplýva to na úrokové zaťaženie spojené so zadlžením, ako aj na hodnotu aktív vo všetkých sektoroch hospodárstva. Od zvýšenia úrokových sadzieb sa už investície znížili, a to na účely bývania, ako aj podnikania.

Nominálny rast bude v nasledujúcich rokoch poskytovať obmedzenejšiu podporu pasívnemu znižovaniu pákového efektu. Podľa prognóz celkový nominálny rast zostane o niečo vyšší ako pred pandémiou, najmä v dôsledku mierne zvýšeného deflátora HDP. V nadchádzajúcich rokoch však už nebude možné dosiahnuť ďalšie zníženie dlhového zaťaženia bez obmedzenia pôžičiek. V prípade domácností s veľkými dlhmi a hypotekárnymi úvermi s pohyblivou úrokovou sadzbou alebo s obdobím fixácie, ktoré sa skončilo alebo sa blíži ku koncu, môže byť schopnosť platiť vyššie úrokové platby vystavená tlaku. V prípade podnikov je zrejmé zníženie úverových tokov, ktoré sa prejavuje súčasne s poklesom jednotkových ziskov – po ich výraznom zvýšení – pravdepodobne s cieľom absorbovať časť zvýšenia jednotkových nákladov práce, keďže mzdy dobiehajú životné náklady.

V niektorých krajinách sú zjavné značné základné deficity bežného účtu a čistý zahraničný dlh by mohol začať opäť rásť. V niekoľkých prípadoch sa zahraničná zadlženosť nachádza v bode zlomu, pričom výrazné deficity bežného účtu už nie sú kompenzované nominálnym rastom, v dôsledku čoho sa v nadchádzajúcich rokoch očakáva zhoršenie čistej zahraničnej pozície. Hoci to nie je prípad krajín s najvyššou zahraničnou zadlženosťou, týka sa to niektorých krajín, v ktorých by absencia účinných politických opatrení mohla viesť k znepokojujúcemu nárastu zahraničnej zadlženosti. Prijatie opatrení si zvyčajne vyžaduje obmedzenie fiškálnych deficitov, ktoré by pôsobilo ako brzda vysokého dopytu, čo by zároveň pomohlo zastaviť pretrvávajúce inflačné tlaky, ale potrebná by mohla byť aj opätovná úprava v sektore domácností alebo podnikov.

Problémy s nákladovou konkurencieschopnosťou sa v posledných rokoch stupňovali a niektoré krajiny v súčasnosti čelia oveľa vyšším cenám a nákladom v dôsledku kumulatívneho zvyšovania, ktoré sa v niektorých prípadoch naďalej zhoršuje. Napriek tomu, že sa rozdiely v miere inflácie veľmi výrazne znížili a v mnohých prípadoch vymizli, v niektorých členských štátoch po sebe zanechali dedičstvo v podobe oveľa vyšších relatívnych cien a nákladov. Hoci sa to týka najmä krajín, ktoré ešte stále majú čo dobiehať, zdá sa, že tento nárast je oveľa vyšší, než by bolo možné hodnoverne pripísať faktorom, ako je Balassov-Samuelsonov efekt, a nie je spôsobený zvýšením produktivity. V dôsledku toho majú tieto krajiny oveľa vyššie cenové hladiny ako predtým, čo môže vyvíjať tlak na ich konkurencieschopnosť, najmä ak už sú poznačené oslabenou konkurencieschopnosťou z obdobia pred pandémiou. Náprava týchto účinkov si vyžiada určitý čas: buď je potrebné prudké zníženie cien a nákladov, ktoré by mohlo viesť k narušeniu hospodárstva, alebo trvalé obdobie zmierňovania cien a nákladov vo vzťahu k obchodným partnerom, ktoré by trvalo dlhšie alebo by bolo výraznejšie, ako by to bolo v opačnom prípade.

Zvýšené úrovne cien a nákladov môžu vytvárať ďalší tlak na oblasť zahraničného obchodu a v niektorých prípadoch môže byť ťažké zastaviť ďalší rast cien a nákladov. V niektorých krajinách s výrazným nárastom cien a úrovní nákladov pôsobia ďalšie škodlivé faktory, ktoré predstavujú osobitné riziká. Strata vývozných trhov, ktorá môže súvisieť s geopolitickými dôvodmi, sa dá len ťažko vyriešiť nájdením nových príležitostí, a to vzhľadom na vyššie ceny a náklady na domácom trhu. Ak sú saldá zahraničného obchodu už pod tlakom, napríklad z dôvodu ich trvalého zníženia v dôsledku vplyvov cien energie, vyššie úrovne nákladov môžu vyvíjať ďalší tlak na oblasť zahraničného obchodu, a to až kým nedôjde k prispôsobeniu sa nižšej úrovni dopytu. V prípade, že bol tlmený aj rast, môže byť po oživení dopytu ťažké obmedziť ďalšie inflačné tlaky. S normalizáciou hospodárskych podmienok sa môže prejaviť aj základné oslabenie hospodárstva, ako napríklad štrukturálne slabšie saldá zahraničného obchodu.

Vysoké ceny obytných nehnuteľností sú vo viacerých krajinách aj napriek určitému zmierneniu ich rastu v poslednom období naďalej vážnym problémom. Ceny obytných nehnuteľností po rokoch silného rastu, ktorý sa vo väčšine prípadov v období pandémie zrýchlil,

mierne klesli. Tieto korekcie samy osebe nepredstavujú podstatné zníženie rizika spojeného s vývojom cien obytných nehnuteľností. Sú však prejavom zraniteľností: v krajinách, kde ceny obytných nehnuteľností výrazne klesajú, je to preto, že ich základná dynamika vytlačila na neudržateľnú úroveň. Celkovo sa táto základná dynamika nezmenila. Keď sa dopyt po bývaní úplne prispôsobí vyšším úrokovým sadzbám, možno očakávať, že vzhľadom na dlhodobo pretrvávajúci rozdiel medzi silným dopytom po bývaní a obmedzenou ponukou sa silný rast cien obytných nehnuteľností obnoví. Tento vývoj by mohlo zhoršiť zníženie investícií do bývania, ktoré bolo nedávno zaznamenané v situácii historicky vysokej čistej migrácie do niektorých členských štátov. Dostupnosť bývania, ktorá je v mnohých krajinách čoraz horšia, sa bude pravdepodobne ďalej zhoršovať. V metropolitných oblastiach niektorých členských štátov dosiahli ceny obytných nehnuteľností úrovne, ktoré môžu brzdiť schopnosť ich hospodárstiev prilákať pracovníkov, čo môže čoraz výraznejšie obmedzovať ich modelu rastu. V niektorých krajinách je rast cien obytných nehnuteľností stále veľmi silný a opäť sa zrýchľuje. V niektorých prípadoch tento silný rast pokračuje súčasne s výraznou dynamikou inflácie, ktorú možno len ťažko obmedziť bez výrazných ekonomických vplyvov.

Závery pre jednotlivé krajiny a následný dohľad

V roku 2025 sa vypracuje hĺbkové preskúmanie pre deväť členských štátov, ktoré boli identifikované v roku 2024 ako štáty s nerovnováhami alebo nadmernými nerovnováhami ([4]). Správa o mechanizme varovania predstavuje prehľad vývoja hlavných údajov, z ktorých tieto nerovnováhy vychádzajú. Ekonomické posúdenie toho, či sa tieto nerovnováhy zhoršujú, sú v procese nápravy alebo sú napravené, a to s cieľom aktualizovať existujúce posúdenia a posúdiť možné zostávajúce potreby politiky, sa vykoná v hĺbkových preskúmaniach v roku 2025, ktoré budú zverejnené v prvej polovici roka 2025. Toto bude platiť pre **Cyprus, Grécko, Holandsko, Maďarsko, Nemecko, Rumunsko, Slovensko, Švédsko** a **Taliansko**.

Z ekonomických záverov hodnotiacej tabuľky navyše vyplýva, že hĺbkové preskúmanie sa vykoná v prípade Estónska, pretože tento členský štát predstavuje konkrétne riziká novovzniknutých nerovnováh. Je to v súlade s výhľadovosťou, ktorá sa presadzuje v posledných rokoch. V rámci tohto prístupu by sa hĺbkové preskúmania mali vykonávať v čase, keď sa znepokojujúci vývoj stupňuje, a nemalo by sa čakať na to, kým sa potvrdí existencia nerovnováh. V Estónsku sa v posledných rokoch vyskytli silné nákladové tlaky, pričom ceny obytných nehnuteľností výrazne vzrástli a zvýšilo sa aj zadlženie domácností. Estónsko vyniká z hľadiska pretrvávajúceho vývoja a skutočnosti, že existujú ďalšie znepokojujúce faktory, ktoré predstavujú ďalšie riziká.

V Estónsku sa stále kumulujú straty nákladovej konkurencieschopnosti a bežný účet sa zhoršil; zároveň pokračuje výrazný rast cien obytných nehnuteľností. V Estónsku sa na jar 2023 uskutočnilo hĺbkové preskúmanie, ale v tom čase sa nezistili žiadne nerovnováhy: zraniteľnosti týkajúce sa konkurencieschopnosti, sáld zahraničného obchodu a cien obytných nehnuteľností sa už vyskytovali, ale zistilo sa, že sú obmedzené, a očakáva sa, že sa rýchlo znížia. Z aktuálnej hodnotiacej tabuľky pre Estónsko vyplýva, že v roku 2023 prekročili svoje orientačné prahové hodnoty dva ukazovatele, a to reálny efektívny výmenný kurz a jednotkové náklady práce. Ekonomické závery hodnotiacej tabuľky na základe nedávneho vývoja a vyhliadok nepostačujú na zmiernenie obáv. Nákladové tlaky poľavili, ale patria k najvyšším v eurozóne. Krajina naďalej zaznamenáva vysokú infláciu, pričom základná inflácia sa v poslednom období zvyšuje a zreteľne prevyšuje priemer eurozóny. V Estónsku dochádza napriek slabému rastu hospodárstva k výraznému rastu cien a nákladov. Hospodárstvo sa nezotavilo z krízy vyvolanej ruskou vojnou proti Ukrajine a v rokoch 2023 a 2024 bolo poznačené výraznou recesiou; v reálnom vyjadrení HDP dosahuje približne úroveň spred pandémie, čo je najhorší výsledok v EÚ. Vývoz v poslednom čase výrazne klesol a rovnako aj podiely na vývoznom trhu. Deficit bežného účtu sa oproti roku 2022 zmiernil, ale ďalšie zlepšenie sa neočakáva. Okrem toho sa tento deficit vyskytuje v čase pomalej činnosti, čo naznačuje, že slabšia základná zahraničná pozícia a zlepšenie hospodárskej činnosti podporujúce vyšší dopyt by znížili deficit bežného účtu. Zároveň v posledných rokoch ceny obytných nehnuteľností výrazne rastú, pričom v prvej polovici roka 2024 nominálne ceny vzrástli o vyše 7 %. Tým sa zvýšili riziká nadhodnotenia cien obytných nehnuteľností. Poskytovanie pôžičiek domácnostiam sa v roku 2023 zmiernilo, ale zostalo významné napriek najvyšším nákladom na prijaté úvery a pôžičky v eurozóne.

V prípade zvyšných členských štátov nie je potrebné v tejto chvíli vykonávať hĺbkové preskúmania.

([4]) Oznámenie Komisie s názvom Európsky semester 2024 – jarný balík, COM(2024) 600 final.

Rámček: Výsledok preskúmania hodnotiacej tabuľky v rámci PMN v roku 2024

V súlade s nariadením o PMN Komisia pravidelne posudzuje vhodnosť hodnotiacej tabuľky v rámci PMN a v prípade potreby ju aktualizuje [článok 4 ods. 7 nariadenia (EÚ) č. 1176/2011]. V tejto správe o mechanizme varovania sa zavádza niekoľko zmien v hodnotiacej tabuľke, a to v prípade hlavných, ako aj pomocných ukazovateľov. Podobne ako pri predchádzajúcich preskúmaniach hodnotiacej tabuľky boli plánované revízie pred ich konečným prijatím oznámené Európskemu parlamentu, Rade (vrátane jej výborov expertov) a Európskemu výboru pre systémové riziká (ESRB).

V prijatých revíziách sa zohľadňuje najnovší vývoj v oblasti štatistických ukazovateľov a ich cieľom je dosiahnuť, aby bola hodnotiaca tabuľka kompaktnejšia, lepšie vyvážená z hľadiska rôznych tematických blokov a viac výhľadová. Revízie sa riadili týmito zásadami: i) stabilita (vyhýbanie sa príliš častým revíziám); ii) nerozširovanie premenných (počet premenných by sa spravidla nemal zvyšovať, aby sa dodržala požiadavka nariadenia týkajúca sa obmedzeného rozsahu tabuľky); iii) význam a dôležitosť pre dohľad nad PMN; iv) potreba zohľadniť priebežné zlepšovanie štatistickej kvality. Hlavné zmeny hlavných ukazovateľov sú uvedené v ďalšom texte; ďalšie podrobnosti sú k dispozícii v sprievodnom pracovnom dokumente útvarov Komisie ([5]).

- Ukazovateľ „vývoznej výkonnosti vo vzťahu k vyspelým ekonomikám“ sa mení z pomocného na hlavný ukazovateľ, meraný ako zmena počas troch rokov. Pre tento ukazovateľ sa stanovuje nová prahová hodnota na úrovni –3 %. Ukazovateľ „podiel na vývoznom trhu“ sa zase mení na pomocný ukazovateľ.
- Ukazovatele týkajúce sa objemu dlhu súkromného sektora a úverových tokov sú rozdelené na samostatné ukazovatele pre domácnosti a nefinančné korporácie. Úverové toky sa budú merať ako percentuálny podiel objemov v predchádzajúcom roku a v prípade úverového toku do nefinančných korporácií sa do čitateľa a menovateľa nezahrnú priame zahraničné investície. Novostanovené prahové hodnoty predstavujú 55 % HDP pre objem dlhu domácností a 85 % HDP pre objem dlhu nefinančných korporácií a 14 % objemu dlhu v predchádzajúcom roku pre úverové toky domácností a 13 % pre úverové toky nefinančných korporácií.
- Od hlavného ukazovateľa záväzkov finančného sektora sa upustilo vzhľadom na to, že neexistuje komplexný ukazovateľ finančného sektora, pre ktorý by bolo možné primerane určiť prahovú hodnotu, ako aj vzhľadom na existenciu niekoľkých ďalších nezávislých mechanizmov dohľadu nad finančným sektorom na európskej úrovni, ktoré boli zriadené po vzniku PMN. Bankový sektor sa bude podrobnejšie monitorovať prostredníctvom troch pomocných ukazovateľov: hrubé nesplácané úvery (% hrubých úverov), podiel kapitálu Tier 1 bankového sektora (% rizikovo vážených aktív) a rentabilita vlastného kapitálu bankového sektora (%). Hoci tieto ukazovatele poskytujú dôležité informácie, je ťažké určiť zmysluplné makroekonomické prahové hodnoty. Absencia hlavného ukazovateľa v hodnotiacej tabuľke v žiadnom prípade neznamená, že finančný sektor má v rámci makroekonomického dohľadu Komisie menší význam.
- Dlhodobá miera nezamestnanosti a miera nezamestnanosti mladých ľudí sa stanú pomocnými ukazovateľmi.
- Prahová hodnota ukazovateľa reálneho efektívneho výmenného kurzu sa zníži z ±5 % pre krajiny eurozóny (EA) a ±11 % pre krajiny mimo eurozóny na ±3 % pre krajiny eurozóny a ±10 % pre krajiny mimo eurozóny, aby sa zohľadnili charakteristiky rozdelenia novších údajov.
- Upravuje sa vymedzenie niektorých hlavných ukazovateľov a ich vykazovanie, konkrétne:
  - Nominálny index jednotkových nákladov práce sa bude merať v prepočte na hodinu namiesto prepočtu na zamestnanca.
  - Index cien obytných nehnuteľností sa bude merať v nominálnom, a nie v reálnom vyjadrení,

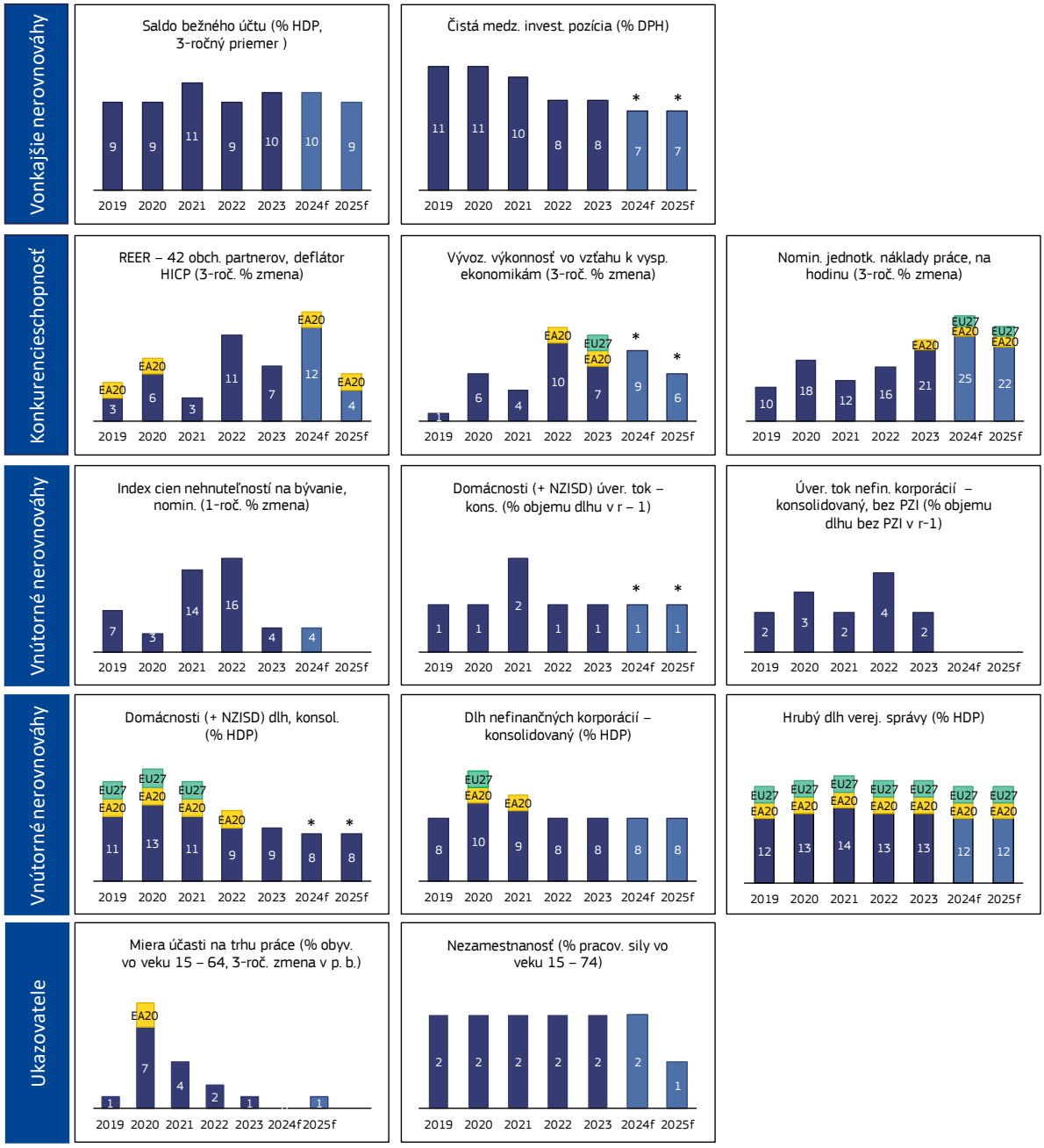
([5]) *Commission staff working document on the changes in the scoreboard of the Macroeconomic Imbalance Procedure* (Pracovný dokument útvarov Komisie o zmenách v hodnotiacej tabuľke v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe), SWD(2024) 702.

v dôsledku čoho dôjde aj k zmene prahovej hodnoty na +9 %.

– Miera nezamestnanosti sa bude uvádzať v ročných údajoch, a nie ako trojročný priemer.

Niekoľko zmien sa zaviedlo aj v prípade pomocných ukazovateľov vrátane výrazného zníženia ich počtu, ako sa podrobne uvádza v sprievodnom pracovnom dokumente útvarov Komisie. Revidovaná hodnotiaca tabuľka bude mať o jeden hlavný ukazovateľ a päť (+5) pomocných ukazovateľov menej ako doteraz používaná verzia.

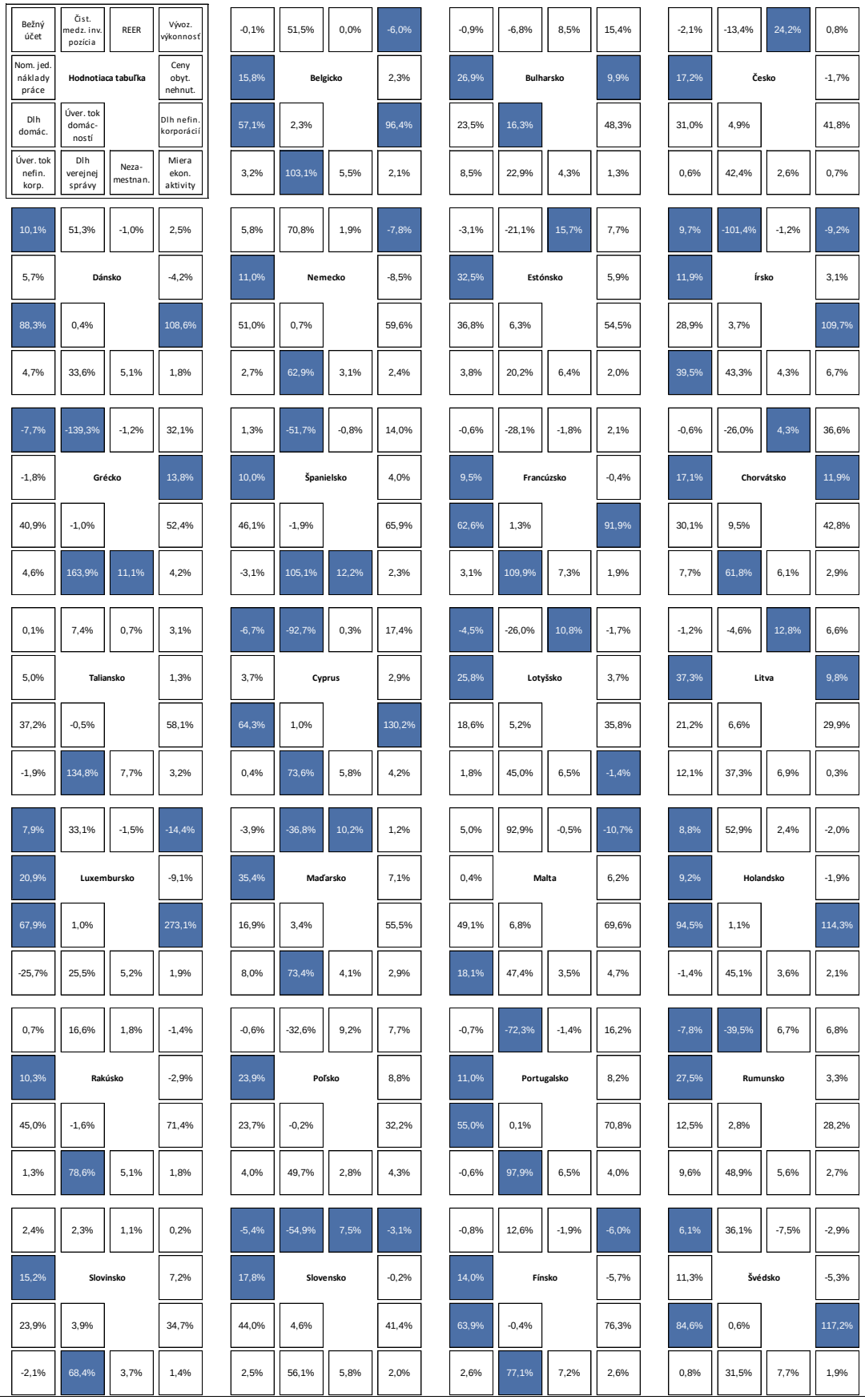
Graf1: **Počet členských štátov, ktorých premenné v rámci hodnotiacej tabuľky prekračujú prahovú hodnotu**



Počet členských štátov, ktorých premenné v rámci hodnotiacej tabuľky presahujú príslušné prahové hodnoty v určitom roku, odráža údaje ku koncovému dátumu pre správu o mechanizme varovania 2025 (31. októbra 2024). Po prípadných dodatočných revíziách údajov sa počet hodnôt prekračujúcich prahové hodnoty vypočítaný na základe premenných v rámci hodnotiacej tabuľky z predchádzajúcich ročníkov, ako boli uverejnené v predchádzajúcich vydaniach správy o mechanizme varovania, môže líšiť. * Údaje týkajúce sa súhrnných údajov za prognózované obdobie nie sú k dispozícii.

Zdroj: prognózy Eurostatu a Európskej komisie.

Graf 2: **Ukazovatele v rámci hodnotiacej tabuľky SMV v roku 2023 podľa krajín**



Zdroj: Eurostat.