

Brusel 18. listopadu 2016
(OR. en)

14359/16

UEM 363
ECOFIN 1034
SOC 700

PRŮVODNÍ POZNÁMKA

Odesílatel:	Jordi AYET PUIGARNAU, ředitel, za generálního tajemníka Evropské komise
Datum přijetí:	17. listopadu 2016
Příjemce:	Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, generální tajemník Rady Evropské unie
Č. dok. Komise:	COM(2016) 728 final
Předmět:	ZPRÁVA KOMISE EVROPSKÉMU PARLAMENTU, RADĚ, EVROPSKÉ CENTRÁLNÍ BANCE A EVROPSKÉMU HOSPODÁŘSKÉMU A SOCIÁLNÍMU VÝBORU Zpráva mechanismu varování 2017 (vypracovaná v souladu s články 3 a 4 nařízení (EU) č. 1176/2011 o prevenci a nápravě makroekonomické nerovnováhy)

Delegace naleznou v příloze dokument COM(2016) 728 final.

Příloha: COM(2016) 728 final



EVROPSKÁ
KOMISE

V Bruselu dne 16.11.2016
COM(2016) 728 final

ZPRÁVA KOMISE

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

Zpráva mechanismu varování 2017

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

{SWD(2016) 354 final}

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

Zpráva mechanismu varování pracuje se srovnávacím přehledem vybraných ukazatelů a se širším souborem pomocných ukazatelů, pomocí nichž se prověřuje, zda členské státy nevykazují potenciální ekonomické nerovnováhy vyžadující přijetí politických opatření. U členských států identifikovaných ve zprávě mechanismu varování provede Komise hloubkový přezkum, v jehož rámci posoudí, jak se makroekonomická rizika v členských státech akumulují či zmenšují, a vyvodí závěr ohledně existence nerovnovah či nadměrných nerovnovah. V případě členských států, u nichž byly zjištěny nerovnováhy v předchozím kole hloubkových přezkumů, bude v souladu se zavedenou praxí každopádně vypracován nový hloubkový přezkum.

Komise vypracuje se zohledněním jednání s Evropským parlamentem, v Radě a v Euroskupině hloubkové přezkumy příslušných členských států. Následná zjištění budou promítnuta do doporučení pro jednotlivé země v rámci evropského semestru pro koordinaci hospodářských politik. Hloubkové přezkumy by měly být zveřejněny coby součást zpráv o jednotlivých zemích v únoru 2017 před vydáním souboru doporučení pro jednotlivé země v rámci evropského semestru.

1. SHRUTÍ

Tato zpráva zahajuje šesté roční kolo provádění postupu při makroekonomické nerovnováze¹. Jeho cílem je zjistit nerovnováhy, jež brání hladkému fungování ekonomik členských států, a podnítit přijetí vhodných politických opatření. Provádění postupu při makroekonomické nerovnováze je zakotveno v evropském semestru pro koordinaci hospodářských politik, tak aby byl zajištěn soulad s analýzami a doporučeními v rámci ostatních nástrojů ekonomického dohledu. Roční analýza růstu, přijímaná souběžně s touto zprávou, shrnuje hospodářskou a sociální situaci v Evropě a pro EU jako celek stanoví obecné politické priority na další rok.

Zpráva určuje, u kterých členských států by měl být proveden hloubkový přezkum, aby se posoudilo, zda jsou postiženy nerovnováhami, jež vyžadují přijetí politických opatření². Zpráva mechanismu varování je tedy nástrojem pro kontrolu ekonomických nerovnovah a zveřejňuje se na začátku každého ročního cyklu koordinace hospodářských politik. Zakládá se zejména na ekonomické interpretaci srovnávacího přehledu ukazatelů s orientačními prahovými hodnotami a doplňujícího souboru pomocných ukazatelů.

Zpráva mechanismu varování klade důraz na úvahy týkající se eurozóny. V souladu se sdělením Komise ze dne 21. října 2015 o krocích k dokončení hospodářské a měnové unie usiluje zpráva mechanismu varování také o systematickou analýzu důsledků nerovnovah v

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

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

členských státech pro celou eurozónu a zkoumá, jak si tyto důsledky žádají koordinovaný přístup k přijímání politických opatření.

Posouzení obsažené v této zprávě bylo vypracováno na pozadí pokračujícího, avšak stále křehkého hospodářského oživení. Hospodářská prognóza Evropské komise z podzimu 2016 uvádí, že předpokládaný růst reálného HDP v EU bude v roce 2016 činit 1,8 % a že v roce 2017 klesne na 1,6 %. K tomuto poklesu by mělo dojít v souvislosti se slábnoucí domácí poptávkou, zejména v oblasti soukromé spotřeby a investic. Pro eurozónu uvádí prognózy HDP pro rok 2016 1,7 % a pro rok 2017 1,5 %. Očekává se, že inflace bude v letech 2016 a 2017 nadále na historicky nízké úrovni, přičemž jádrová inflace se bude pohybovat okolo 1 %, a to i přes vysoce komutativní nastavení měnové politiky. Předpokládá se, že podmínky na trzích práce se dále zlepší a že míra nezaměstnanosti v EU klesne z odhadovaných 8,6 % v roce 2016 na 8,3 % v roce 2017. Pozitivní faktory, jež dosud přispívaly k oživení, nyní nicméně slábnou (klesající ceny ropy, oslabující euro), zatímco výhledová rizika přetrvávají. I přes oživení na některých rozvíjejících se trzích stále existuje nejistota v souvislosti s obnovováním rovnováhy v Číně a důsledky normalizace měnové politiky USA pro globální toky kapitálu. Nejistota spojená s geopolitickým napětím je i nadále vysoká. Zároveň se objevují rizika týkající se politického prostředí na pozadí rostoucího populismu, který v některých případech souvisí s obtížnou sociální situací, únavou z reforem a rostoucím protekcionismem ve světě.

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

- **Korekce v zemích se schodkem běžného účtu nebo dluhem dále pokročila, zatímco výrazné přebytky běžného účtu přetrvávají.** Výrazný pokrok byl zaznamenán při nápravě vnějších nerovnovah u zemí, které jsou čistými dlužníky. Téměř u všech členských států byl eliminován neudržitelný schodek běžného účtu. K tomu došlo mimo jiné v důsledku korekcí nákladové konkurenceschopnosti provedených během posledních let, přestože objem čistých závazků vůči zahraničí je i nadále vysoký. Naproti tomu nedochází ke korekci přebytků běžného účtu ve všech zemích, které jsou čistými věřiteli. V některých případech tento přebytek dokonce roste.
- **Snižování páky soukromého dluhu pokračuje, avšak kvůli nízkému nominálnímu růstu pomalým a nerovnoměrným tempem.** V řadě zemí přetrvávají zranitelná místa související s vysokou mírou soukromého dluhu často doprovázeného vysokým veřejným zadlužením. Převís soukromého dluhu způsobuje pokles investic, což v některých zemích souvisí se slabými místy rozvah bank. Snižování páky pokračuje, avšak ve většině případů v porovnání s dřívějšími zkušenostmi pomalým tempem, zejména vzhledem ke slabšímu nominálnímu růstu³. Ke snižování páky navíc ne vždy dochází tam, kde je ho nejvíce potřeba. Některé vysoce zadlužené země postupují při snižování svých závazků pomaleji než země s nízkým dluhem.
- **Navzdory lepším kapitálovým pozicím čelí bankovní sektor problémům souvisejícím s poklesem ziskovosti a dědictvím nedobytných pohledávek.** Přestože

³ Viz např. fiskální monitor MMF (Fiscal Monitor) z října 2016.

banky svůj kapitálový poměr a odolnost vůči otřesům celkově zlepšily, vyhlídky na nízkou ziskovost omezují jejich schopnost získat nový kapitál na trhu v kontextu nových regulačních kapitálových požadavků. V některých zemích omezuje dědictví úvěrů v selhání prostor pro půjčování a zvyšuje riziko nesprávné alokace kapitálu.

- **Ceny rezidenčních nemovitostí nabývají na dynamice, přičemž v některých zemích je třeba je monitorovat.** Po prudkém poklesu během pokrizové recese tyto ceny nyní ve většině zemí stoupají. Navzdory prostředí nízkých úrokových sazeb se dynamika cen rezidenčních nemovitostí stále drží výrazně pod mírami růstu zaznamenanými v polovině prvního desetiletí 21. století. V některých zemích však dochází v souvislosti s pravděpodobně nadhodnocenými cenami a rostoucími čistými úvěry pro domácnosti k silné cenové dynamice, která si заслужuje pečlivé monitorování.
- **Trhy práce se nadále zotavují, ale v některých zemích přetrvává sociální napětí.** Podmínky na trzích práce se zlepšují od poloviny roku 2013 a spolu s tím se zmenšuje rozdílnost míry nezaměstnanosti mezi členskými státy, která vykazovala v dřívějších letech zásadně odlišný vývoj. V řadě zemí EU je však míra nezaměstnanosti stále velmi vysoká a pracovní příjmy stagnují. Kromě toho přetrvává sociální napětí, zejména v zemích, které byly nejvíce zasaženy finanční a dluhovou krizí.

Otázky obnovování rovnováhy v eurozóně si nadále zasluhují pečlivé zvažování. V roce 2015 dále vzrostl přebytek běžného účtu eurozóny na 3,3 % HDP a očekává se, že v roce 2016 dosáhne 3,7 % HDP, což je odrazem slabší dynamiky agregátní poptávky ve srovnání s dynamikou produkce. Slabé oživení agregátní poptávky v eurozóně přispělo k prostředí nízké inflace a k přetrvávající ochablosti ekonomiky. V zájmu snížení objemu čistých vnějších závazků je třeba udržet zlepšená salda běžného účtu zemí, které jsou čistými dlužníky. Na druhou stranu musí některé země, které jsou čistými věřiteli, teprve začít korigovat nerovnováhy ve vnějších tocích.

Celkově lze konstatovat, že i přes pokračující zlepšení jsou identifikovány stejné zdroje rizik jako ve zprávě mechanismu varování 2016. Při řešení vnější nerovnováhy u zemí, které jsou čistými dlužníky, je patrný pokrok, nicméně proces obnovování rovnováhy je stále nevyrovnaný. Vnitřní nerovnováhy stavů jsou v kontextu nízkého nominálního růstu korigovány pomalu a pokrok je nevyrovnaný. V některých zemích se bankovní sektor musí vyrovnávat s vyhlídkami na nízkou ziskovost a dědictvím úvěrů v selhání. V určitých zemích je třeba monitorovat známky možného přehřátí trhů s bydlením nebo trhů práce.

Situace v členských státech, které jsou označeny ve zprávě mechanismu varování, budou širší a podrobněji analyzovány v hloubkových přezkumech. Podobně jako v předchozím cyklu budou hloubkové přezkumy zapracovány do zpráv o jednotlivých zemích, které poskytují analýzu hospodářských a sociálních problémů v členských státech vypracovanou útvary Komise. Tato analýza poté tvoří důležitý podkladový materiál pro doporučení pro jednotlivé země v rámci evropského semestru. Při přípravě hloubkových přezkumů bude Komise svou analýzu zakládat na širokém souboru dat a informací. V úvahu budou brány veškeré související statistiky, všechny relevantní údaje a veškeré podstatné skutečnosti. Jak stanoví právní předpisy, Komise z těchto hloubkových přezkumů vyvodí

závěry ohledně existence nerovnovah nebo nadměrných nerovnovah a následně vypracuje pro každý členský stát patřičná politická doporučení⁴. Země, u nichž byly nerovnováhy nebo nadměrné nerovnováhy identifikovány v předchozím cyklu postupu při makroekonomické nerovnováze, jsou nyní předmětem zvláštního monitorování, které je přizpůsobeno závažnosti základních problémů (rámeček č. 1)⁵.

Rámeček č. 1: Použití postupu při makroekonomické nerovnováze: hlavní vývoj od roku 2015

Kategorizace makroekonomických nerovnovah

Jak bylo uvedeno ve sdělení Komise z dubna 2016 o evropském semestru a v souladu se sdělením Komise z října 2015 o krocích k dokončení hospodářské a měnové unie, došlo v předchozím cyklu ke zjednodušení a stabilizaci kategorizace makroekonomických nerovnovah. Díky tomuto zjednodušení se snížil počet možných kategorií ze šesti na čtyři (žádná nerovnováha; nerovnováha; nadměrná nerovnováha a nadměrná nerovnováha s nápravnými opatřeními). Z devatenácti zemí, které byly v roce 2016 podrobeny hloubkovému přezkumu, bylo šest zařazeno do kategorie žádná nerovnováha (Rakousko, Belgie, Estonsko, Maďarsko, Rumunsko a Spojené království), u sedmi byla zjištěna nerovnováha (Finsko, Německo, Irsko, Nizozemsko, Slovinsko, Španělsko a Švédsko) a u šesti byla konstatována nadměrná nerovnováha (Bulharsko, Chorvatsko, Kypr, Francie, Itálie a Portugalsko).

Zvláštní monitorování

Cílem zvláštního monitorování je posílit průběžné monitorování opatření přijatých v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze. Zvláštní monitorování nemá nahradit podrobné monitorování Komise zaměřené na provádění reforem přijatých v reakci na doporučení pro jednotlivé země, jež jsou uvedena ve zprávách o jednotlivých zemích, má však posílit základ tohoto posouzení.

Zvláštní monitorování bylo poprvé použito v roce 2013 s cílem sledovat posílené politické závazky přijaté Španělskem a Slovinskem poté, co u těchto zemí byly konstatovány nadměrné makroekonomické nerovnováhy. Monitorování spočívalo ve dvou návštěvách v těchto zemích, na jejichž základě byly na podzim a v zimě vydány příslušné zprávy, o nichž jednaly výbory Rady připravující Radu ECOFIN (Výbor pro hospodářskou politiku / Hospodářský a finanční výbor). Vzhledem k pozitivní zkušenosti s těmito dvěma zeměmi rozšířila Komise zvláštní monitorování na všechny země s nadměrnou nerovnováhou a na vybrané země eurozóny, které vykazují nerovnováhu systémového charakteru. V roce 2016 bylo spolu se zjednodušením kategorií postupu při makroekonomické nerovnováze zvláštní monitorování rozšířeno na všechny země s nerovnováhou nebo nadměrnou nerovnováhou. Monitorování však nyní probíhá pouze na podzim a je upraveno na základě rozsahu problémů a závažnosti nerovnovah. Provádění zvláštního monitorování může být dále upraveno, jestliže se to na základě získaných zkušeností ukáže jako nutné.

Hloubkové přezkumy jsou opodstatněné u zemí, u nichž byla v předchozím kole hloubkových přezkumů zjištěna nerovnováha nebo nadměrná nerovnováha⁶. Nový

⁴ Nařízení (EU) č. 1176/2011 (Úř. věst. L 306, 23.11.2011, s. 25).

⁵ Viz „Evropský semestr 2016: Posouzení pokroku ve strukturálních reformách, předcházení a náprava makroekonomické nerovnováhy a výsledky hloubkových přezkumů strukturálních reforem podle nařízení (EU) č. 1176/2011“, COM(2016) 95 final/2, 7.4.2016.

⁶ Viz „Evropský semestr 2016: Posouzení pokroku ve strukturálních reformách, předcházení a náprava makroekonomické nerovnováhy a výsledky hloubkových přezkumů strukturálních reforem podle nařízení

hloubkový přezkum je znovu potřeba, aby se posoudilo, zda jsou existující rovnováhy či nadměrné nerovnováhy odstraňovány, nebo zda i nadále přetrvávají nebo se zhoršují, přičemž se náležitě přihlíží k účinkům politik, které dotčené členské státy provádějí za účelem překonání předmětných nerovnovah. Přezkum se týká těchto členských států: Bulharsko, Chorvatsko, Kypr, Finsko, Francie, Německo, Irsko, Itálie, Nizozemsko, Portugalsko, Slovinsko, Španělsko a Švédsko.

Na základě ekonomické interpretace srovnávacího přehledu nebude Komise v této fázi provádět v kontextu postupu při makroekonomické nerovnováze další analýzy ostatních členských států. Zvláště země, které v roce 2016 již nejsou předmětem dozoru v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze (Belgie, Maďarsko, Rumunsko a Spojené království), nesignalizují žádná další zásadní rizika oproti loňskému roku, která by v roce 2017 vyžadovala analýzu v rámci hloubkového přezkumu. Několik zemí, které nebyly v poslední době v hloubkovém přezkumu zkoumány, vykazuje nepřetržitou dynamiku cen rezidenčních nemovitostí (Dánsko, Lucembursko) a nákladů práce (Estonsko, Lotyšsko, Litva), která si zasluhuje pečlivé monitorování, avšak nevyžaduje kontrolu zranitelných míst a rizik pro celou ekonomiku v rámci hloubkového přezkumu. V případě Řecka probíhá dohled nad nerovnováhami a sledování nápravných opatření nadále v rámci programu finanční pomoci. Celkově si tedy zpráva mechanismu varování vyžádá vypracování hloubkového přezkumu u třinácti členských států ve srovnání s devatenácti v předchozím cyklu. Žádná ze zemí, které v předchozím cyklu nebyly předmětem hloubkového přezkumu, nebude jeho předmětem ani v roce 2017.

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

Zpráva mechanismu varování se zakládá na ekonomické interpretaci srovnávacího přehledu ukazatelů. Srovnávací přehled ukazatelů a orientační prahové hodnoty zprávy mechanismu varování poskytují filtrující nástroj, pomocí kterého lze odhalit důkazy *prima-facie* možných rizik a zranitelných míst, která vyžadují další zkoumání. Srovnávací přehled obsahuje spektrum ukazatelů a referenčních prahových hodnot v řadě oblastí, včetně vnějších pozic, konkurenceschopnosti, soukromého dluhu, trhů s bydlením, bankovního sektoru a zaměstnanosti. Vychází z údajů *ex post* s cílem zajistit stabilitu údajů a konzistentnost mezi jednotlivými zeměmi. Z toho důvodu odráží srovnávací přehled použitý pro tuto zprávu údaje do roku 2015. Novější údaje jsou spolu se souborem pomocných ukazatelů nicméně přezkoumávány při ekonomické interpretaci ukazatelů. Hodnoty srovnávacího přehledu nejsou vykládány mechanicky, nýbrž jsou předmětem ekonomické interpretace, která umožňuje zohlednit otázky a kontext specifické pro jednotlivé země⁷.

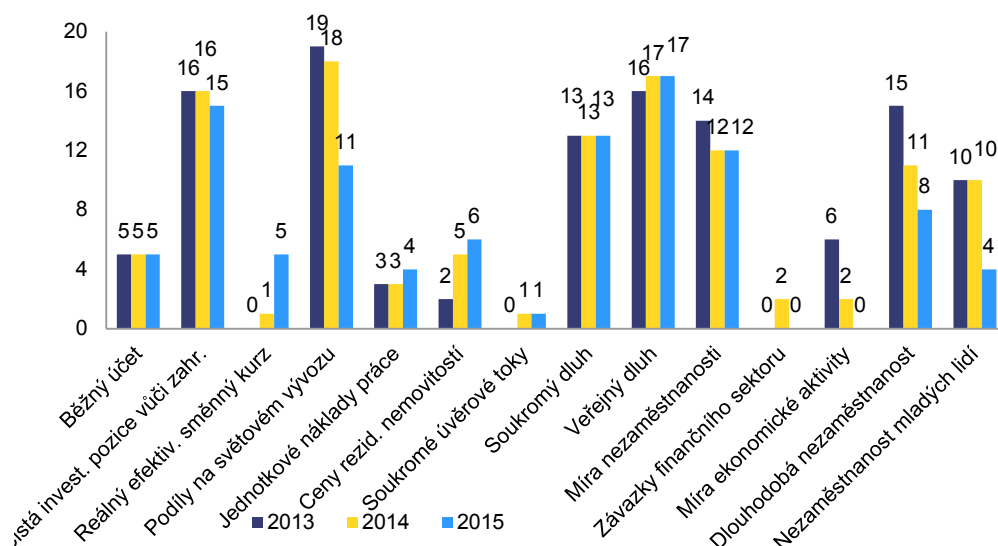
Vývoj ukazatelů srovnávacího přehledu odráží postupný proces korekce, jakož i přetrvávající nerovnováhy a zranitelná místa. Korekce potenciálních nerovnovah běžného

(EU) č. 1176/2011“, COM(2016) 95 final/2, 7.4.2016. Úplný soubor doporučení pro jednotlivé země, která přijala Rada, včetně doporučení relevantních pro postup při makroekonomické nerovnováze, lze nalézt v Úř. věst. C 299, 18.8.2016.

⁷ Mechanickou interpretaci srovnávacího přehledu vylučuje nařízení o postupu při makroekonomické nerovnováze (nařízení (EU) 1176/2011). Další informace o základním principu vypracování srovnávacího přehledu zprávy mechanismu varování a jeho interpretaci viz „*The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, process, application: a compendium*“ (Evropská komise, 2016).

účtu je zřejmá z vývoje řady hodnot, které překračují prahovou hodnotu u proměnné týkající se běžného účtu ve srovnávacím přehledu zprávy mechanismu varování (graf č. 1). Zatímco v roce 2009 překročil ukazatel běžného účtu prahovou hodnotu u čtrnácti zemí v důsledku schodku a u dvou v důsledku přebytku, v roce 2015 tomu tak bylo pouze u pěti zemí, přičemž u tří z nich se jedná o důsledek přebytku. S ohledem na opětovný růst produkce a vývozu ve většině zemí EU klesá počet interpretací s výsledkem překračujícím prahovou hodnotu v oblasti nezaměstnanosti, dalších sociálních ukazatelů a podílů na světovém vývozu. Cenová dynamika v kontextu celkově nízké inflace v několika zemích opět posiluje. Výsledkem je rostoucí, avšak stále omezený počet hodnot překračujících prahovou hodnotu u reálného efektivního směnného kurzu (REER) a u reálné ceny rezidenčních nemovitostí. Hodnoty přesahující prahové hodnoty jsou v případě nerovnovah stavů početné a dlouhodobé. To se týká patnácti zemí, pokud jde o čistou investiční pozici vůči zahraničí (o jednu méně než v předchozím roce) a sedmnácti zemí, pokud jde o ukazatel veřejného zadlužení (stejný počet jako v předchozím roce). Co se týče soukromého dluhu, zůstal počet hodnot přesahujících prahovou hodnotu stabilní, a sice na třinácti zemích.

Graf č. 1: Počet hodnot překračujících prahovou hodnotu podle ukazatelů srovnávacího přehledu v letech 2013, 2014 a 2015

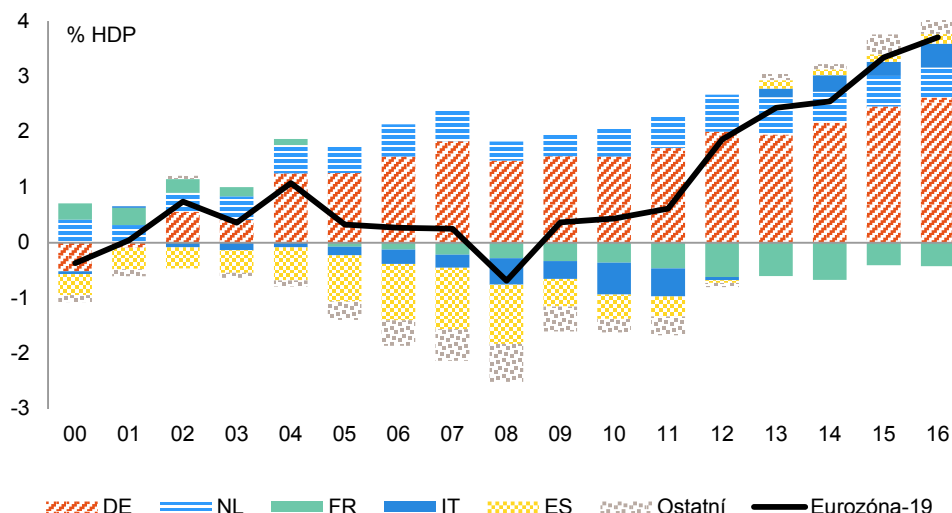


Zdroj: Eurostat.

Dřívější schodky běžného účtu se většinou změnilý na přebytky nebo vyrovnané pozice, zatímco vysoké přebytky přetrvávají. Země, které byly čistými dlužníky, vyvinuly bezprostředně po krizi značné úsilí s cílem nadměrný schodek běžného účtu korigovat (graf č. 2). Po přerušení v roce 2014 svoji pozici v roce 2015 dále zkorigovaly, zejména s ohledem na růst vývozu, avšak v několika případech (např. Itálie) také v důsledku slabé domácí poptávky. Schodek, který přesahuje prahovou hodnotu, má tak pouze Kypr a Spojené království. Naopak v Dánsku, Německu a Nizozemsku překračuje prahovou hodnotu přebytek. V případě Německa po výrazném nárůstu v roce 2014 pak v roce 2015 dále vzrostl již tak vysoký přebytek běžného účtu, a sice na 8,5 % HDP. Důvodem je pokračující snižování páky všech hospodářských odvětví, díky kterému je nerovnováha mezi pozitivní bilancí úspor a investicemi ještě větší⁸. K dalšímu navýšení přebytku v roce 2015 do jisté míry přispěly i nízké ceny ropy a směnné relace. Přebytek Německa je ještě vyšší na cyklicky očištěném základě, kde činí 9,4 % HDP, a stejně tomu tak je i v případě dalších patnácti členských států, jejichž skutečné pozice jsou nižší než pozice cyklicky očištěné. Vysoký přebytek běžného účtu má nadále i Nizozemsko, nicméně v jeho případě došlo za poslední dva roky k poklesu. Ze zemí, které jsou čistými věřiteli, zaznamenalo Dánsko, Německo, Malta a Nizozemsko přebytky, které jsou o více než pět procentních bodů HDP vyšší než přebytky, které lze vysvětlit základními faktory, jako jsou demografické charakteristiky nebo intenzita výroby. Mezi zeměmi, které jsou čistými dlužníky, mělo pouze Spojené království schodek, který v podobně výrazné míře překročil základní hodnotu, zatímco většina zemí, které jsou čistými dlužníky, vykazovala po nedávném obnovování vnější rovnováhy saldo běžného účtu, které základní hodnotu překročilo. Celkově z korekce nerovnovah v zemích, které jsou čistými dlužníky, a z přetrvávajících přebytků v zemích, které jsou největšími čistými věřiteli, vyplývá, že v roce 2015 vzrostl přebytek běžného účtu eurozóny o další 0,8 procentního bodu a činí 3,3 % HDP, ve srovnání s téměř vyrovnanou pozicí v letech 2009–2010 (rámeček č. 2).

⁸ Zde uvedené údaje týkající se běžného účtu vychází z národních účtů.

Graf č. 2: Salda běžného účtu eurozóny a vybraných členských států



Zdroj: Národní účty a prognóza Evropské komise z podzimu 2016 (AMECO)

Rámeček č. 2: Makroekonomické nerovnováhy v dimenzi eurozóny

Důsledky, které přinášejí makroekonomické nerovnováhy pro celou eurozónu, si zasluhují pečlivé zvažování. Počínaje loňským rokem zpráva mechanismu varování systematicky analyzuje, jaké důsledky mají nerovnováhy v členských státech pro celou eurozónu a jak si tyto důsledky žádají koordinovaný přístup k přijímání politických opatření. Tato analýza je v souladu s tím, co 22. června 2015 navrhli Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi a Martin Schulz ve své zprávě „Dokončení hospodářské a měnové unie“, i s tím, co bylo navrženo ve sdělení Komise ze dne 21. října 2015 „o krocích k dokončení hospodářské a měnové unie“.

Vysoký přebytek běžného účtu eurozóny stále roste. Saldo jejího běžného účtu je největší na světě – v roce 2015 činilo 349 miliard EUR, neboli 3,3 % HDP eurozóny⁹. Přebytek běžného účtu eurozóny vystoupal v pokrizovém období ze schodku 0,7 % HDP v roce 2008. Jeho současnou výši lze stěží zcela objasnit základními hodnotami: z empirických odhadů standardu běžného účtu eurozóny vyplývá, že základní charakteristiky (včetně stárnutí, relativního příjmu na obyvatele atd.) by v roce 2015 způsobily drobný přebytek ve výši přibližně 0,3 % HDP¹⁰. Očekává se, že v roce 2016 přebytek

⁹ Údaj založený na národních účtech.

¹⁰ Referenční hodnota je odvozena z redukováných regresních modelů zachycujících hlavní parametry bilance úspor a investic, včetně základních parametrů (např. demografie, zdroje), politických faktorů a globálních finančních podmínek. Tato metodika se podobá metodice posuzování vnější bilance (metodice EBA), kterou vypracoval Mezinárodní měnový fond (Phillips, S. et al., 2013, 'The External Balance Assessment (EBA) Methodology', IMF Working Paper, 13/272), kde neexistují interakce s proměnnou zachycující efekt stárnutí populace a dalšími proměnnými zachycujícími podíl výroby na přidané hodnotě.

eurozóny vzroste o dalších 0,4 procentního bodu, přestože se ceny ropy zvedly z nízkého základu na začátku roku 2016 a efektivní kurz eura posílil. Co se týče budoucího vývoje, mohl by vysoký a rostoucí přebytek běžného účtu eurozóny přispět k tlaku na vnější hodnotu eura směrem vzhůru.

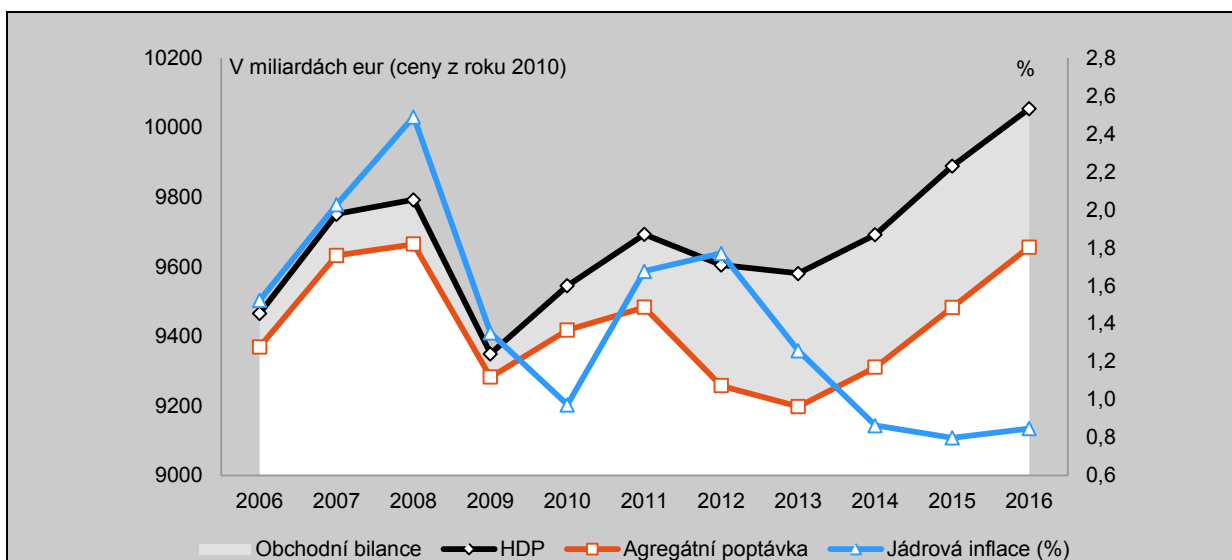
Přebytek účtu eurozóny odráží korekci dřívějších schodků běžného účtu, rozsáhlé snižování páky a přetrvávající vysoké přebytky některých členských států. K obratu salda běžného účtu eurozóny bezprostředně po krizi došlo současně s výraznou korekcí v zemích s rozsáhlým schodkem běžného účtu po zvratu v soukromých přeshraničních finančních tocích. Poté zůstala dynamika domácí poptávky a dovozu v zemích, které jsou čistými dlužníky, utlumená. V zemích s pozitivním saldem běžného účtu nedošlo k symetrické pokrizové korekci. Přebytky naopak dále rostly v zemích, které již vykazovaly jejich nevyšší hodnotu, zejména v Německu a Nizozemsku. V roce 2015 činil přebytek Německa 257 miliard EUR a Nizozemska 57 miliard EUR přebytku eurozóny. Výrazný posun v přebytku běžného účtu eurozóny je zakořeněn v procesu snižování páky, do něhož byla od roku 2009 zapojena všechna hospodářská odvětví. Zlepšení v čisté věřitelské pozici se týkalo nejprve zejména domácností a podniků, a teprve poté veřejného sektoru, s ohledem na nutnost korigovat kritickou fiskální situaci.

Přestože se většina zemí eurozóny posunula k vnějším pozicím, které se blíží vyrovnanosti nebo přebytku, je třeba v eurozóně pokračovat v obnovování rovnováhy. Výrazný schodek běžného účtu vykazuje již jen několik zemí, což však neznamená, že není třeba učinit další pokrok, pokud jde o obnovování rovnováhy v eurozóně. Země, které měly dlouho vysoký schodek, se stále vyznačují velkou zápornou čistou investiční pozicí vůči zahraničí, která představuje zranitelné místo. Snižování rozsáhlého objemu závazků vyžaduje zachování pozitivního salda běžného účtu nebo nízkého schodku, které zároveň v zemích, které jsou čistými dlužníky, znamená omezený prostor pro expanzi domácí poptávky. Vzhledem k tomu, že velké a záporné čisté investiční pozice vůči zahraničí jsou obvykle spojeny s velkým objemem soukromého nebo veřejného dluhu, je zachování obezřetného salda běžného účtu v zemích, které jsou čistými dlužníky, rovněž ekvivalentem nezbytného interního procesu snižování páky. Rozsah, v němž k procesu snižování páky v zemích, které jsou čistými dlužníky, dochází na úkor perspektivy oživení, zásadním způsobem závisí na prostředí růstu a inflace a rizicích deflace dluhů, prostoru pro další nárůst konkurenceschopnosti a dynamiky poptávky v zemích, které jsou čistými věřiteli a vykazují přebytek, jakož i v zemích mimo eurozónu, v kontextu klesající intenzity růstu obchodu.

Přetrvávající vysoký přebytek běžného účtu eurozóny odráží dynamiku agregátní poptávky, která stále zaostává za hospodářskou aktivitou. Očekává se, že reálná domácí poptávka v eurozóně se vrátí na úroveň před hospodářskou krizí až v letošním roce (graf č. 3). Tento zdlouhavý proces obnovy, který je pomalejší v případě domácí poptávky než produkce, je výsledkem jak složky investic, tak spotřeby, a odráží se v hodnotách produkční mezery, která zůstává od roku 2009 záporná a stále nižší než 1 %. Tato dlouhodobá míra ochablosti přispívá k historicky nízké úrovni jádrové inflace, která je i nadále nižší než cíl stanovený měnovými orgány a která vytváří složité prostředí pro snižování páky a obnovování rovnováhy v eurozóně. Kromě toho by mohl velký a rostoucí přebytek běžného účtu eurozóny přispět k přetrvání nízké inflace prostřednictvím kurzového kanálu.

Finanční sektor čelí řadě problémů. Regulační kapitál bank v eurozóně se v průměru zlepšil, nicméně stále existují výrazné rozdíly. Ziskovost bank vykazuje nižší úroveň než před krizí a očekává se, že dále klesne, jelikož prostředí nízké inflace se stále více odráží v nižších maržích a nízké návratnosti aktiv, přičemž mezi další faktory přispívající k této situaci patří nadbytek bank a přetrvávání zastaralých obchodních modelů. V některých zemích může v případě řady bank značná výše komponentu úvěrů v selhání omezujícího ziskové marže a řešení velkého objemu nevýkonných aktiv oslabit již tak nízký regulační kapitál. Kombinace nízké inflace, velkého objemu úvěrů v selhání a v některých zemích i kapitálových rezerv, které je ještě třeba vybudovat, by mohla omezit prostor pro expanzi úvěrů.

Graf č. 3: Produkce eurozóny, domácí poptávka, obchodní bilance a jádrová inflace

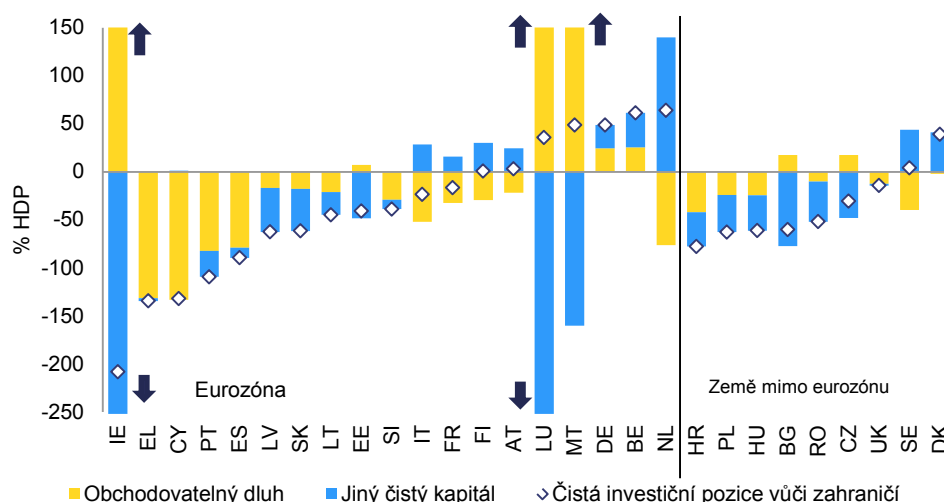


Zdroj: Národní účty a prognóza Evropské komise z podzimu 2016 (AMECO)

Silnější dynamika poptávky a masivnější oživení nominálního růstu by pomohlo urychlit proces snižování páky a obnovování rovnováhy. Míru investic, která se vytrvale pohybuje pod předkrizovými úrovněmi, lze považovat za možný projev zhoršených očekávání ohledně reálné návratnosti kapitálu (tzv. hypotéza sekulární stagnace). Trvale slabé investice jsou navíc předzvěstí nízkého růstu produktivity. Eurozóně v tomto kontextu hrozí, že zabředne do samoposilující se spirály snížených očekávání, nízkých investic a slabého růstu produktivity.¹¹ Tento začarovaný kruh by mohla prolomit koordinovaná opatření s cílem mobilizovat veřejné a soukromé investice a podpořit oživení poptávky. Opatření měnových orgánů by mohla doplnit aktivnější podpora domácí poptávky v zemích vykazujících přebytek, která by byla konzistentní s cíli obnovování rovnováhy. Následně by strukturální podmínky podporující investice, růst produktivity a větší konkurenceschopnost, zejména v zemích, které jsou čistými dlužníky, podpořily trvalou korekci nerovnovah, a pomohly tak odlehčit dluhové zatížení.

¹¹ IMF, World Economic Outlook, říjen 2016, kapitola 1.

Graf č. 4: Čistá investiční pozice vůči zahraničí a čistý zahraniční dluh, 2015

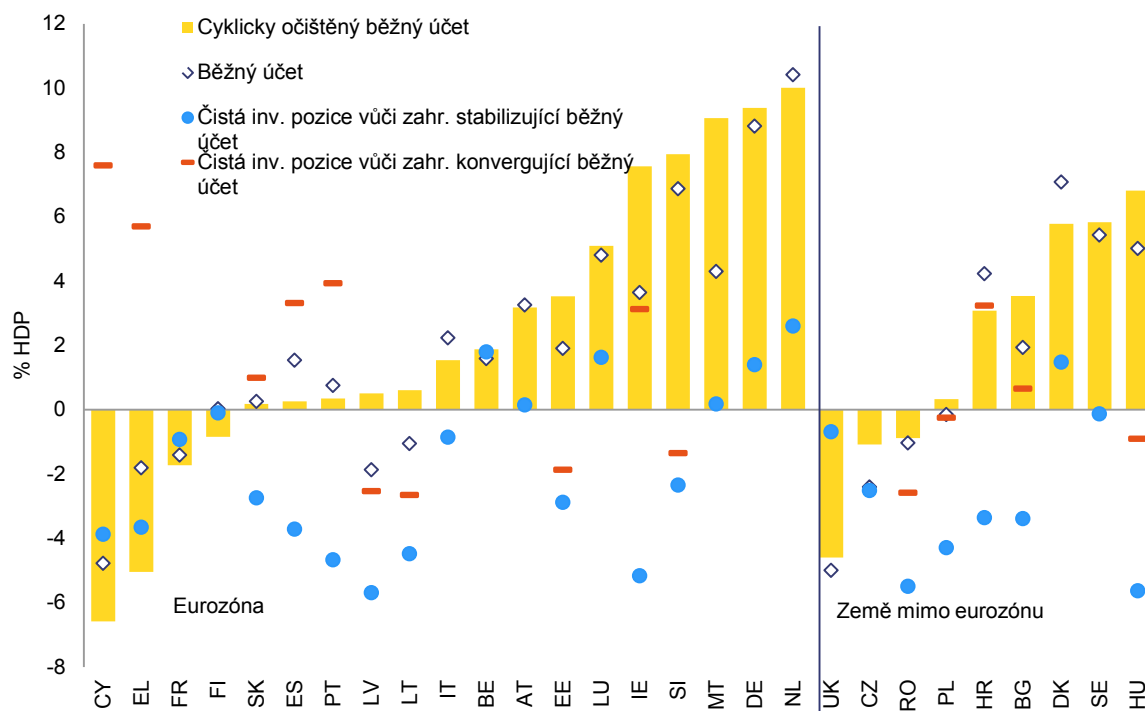


Zdroj: Eurostat (BPM6, ESA10), výpočty útvarů Komise.

Objem čistých vnějších závazků celkově klesá, ačkoli ve většině případů pomalým tempem. Mnoho zemí, které jsou čistými dlužníky, je kvůli záporné čisté investiční pozici vůči zahraničí nadále zranitelných. Prahou hodnotu srovnávacího přehledu v roce 2015 překročilo 15 členských států, tedy pouze o jednu zemi méně (Českou republiku) než v roce 2014. V poslední době však přece jen došlo k pokroku, zejména v důsledku pozitivních sald běžného účtu a často spíše mírného dopadu růstu nominálního HDP. Nejvyšší objem záporných čistých investičních pozic vůči zahraničí vykazuje Kypr, Řecko, Irsko, Portugalsko a Španělsko, přičemž výrazně nad prahovou hodnotou srovnávacího přehledu se nachází Bulharsko, Chorvatsko, Maďarsko, Lotyšsko, Polsko a Slovensko (graf č. 4). Rizika a zranitelná místa související se zápornými pozicemi se nicméně výrazně liší, a to z důvodu různé skladby zahraničních aktiv a pasiv. Zejména závazky související s přímými zahraničními investicemi (s velkým výskytem např. v řadě zemí východní Evropy a v Irsku) a majetkové závazky (proporcionálně velmi výrazné v Bulharsku, České republice, Estonsku, Irsku a Rumunsku) představují nižší rizika.¹² Salda běžného účtu potřebná k rychlému posunu čistých investičních pozic vůči zahraničí (do deseti let) směrem k prahové hodnotě ve výši 35 % HDP jsou u většiny zemí, které jsou čistými dlužníky, nad úrovní salda z roku 2015 (graf č. 5). Většina zemí, které jsou čistými věřiteli (Rakousko, Belgie, Německo, Malta, Nizozemsko a Švédsko), během posledních let své kladné čisté investiční pozice vůči zahraničí navýšila. Ačkoli rizika spojená s velkou a rostoucí výší čistých zahraničních aktiv nelze srovnávat s riziky vnější udržitelnosti, nemělo by být rychlé a vytrvalé hromadění rizik spojených s pozicí čistého věřitele přehlíženo, zejména v důsledku rizik nesprávného ocenění, která tyto pozice generují.

¹² Toky přímých zahraničních investic a pasiva jsou méně náchylné k náhlým zastavením a odlivům než jiné formy finančních toků a pasiv, přičemž majetkové závazky obnáší nižší rizika než dluhové závazky, a sice v důsledku potenciálně větších změn ocenění v dobách krize.

Graf č. 5: Cyklicky očištěná salda běžného účtu a salda potřebná ke stabilizaci či snížení vnějších závazků, 2015



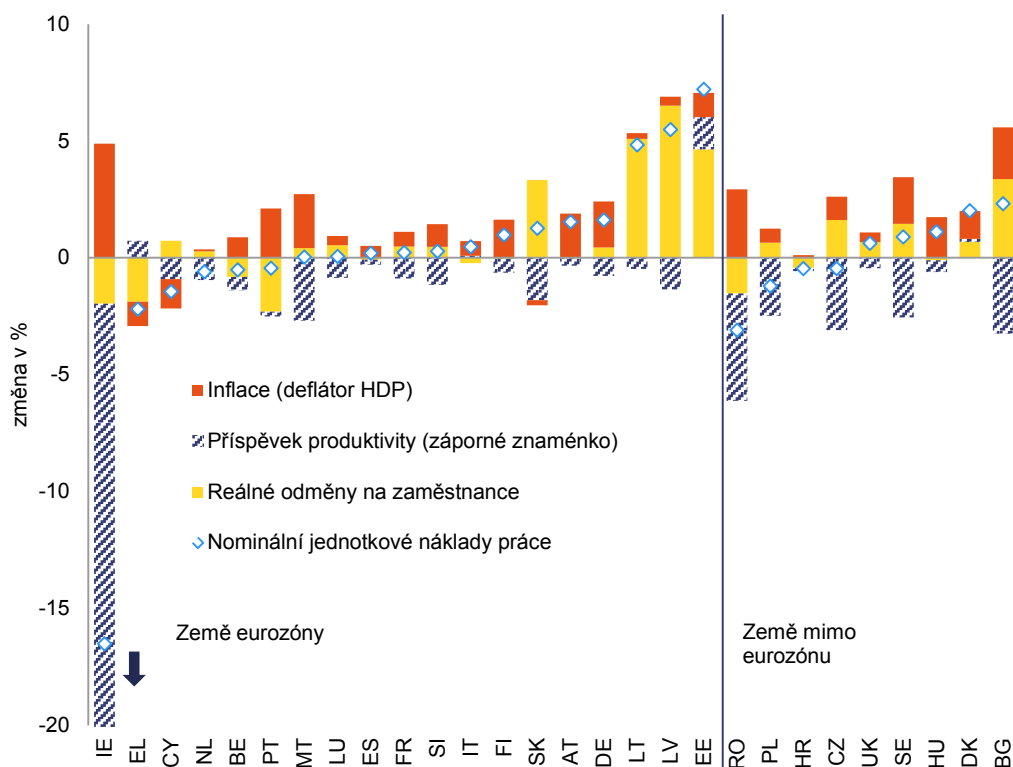
Zdroj: Výpočty útvarů Komise.

Poznámka: Cyklicky očištěná salda jsou vypočtena za použití odhadů produkční mezery, na nichž se zakládá prognóza Evropské komise z podzimu 2016. Při stanovování salda běžného účtu, které je zapotřebí ke stabilizaci či snížení čistých vnějších závazků, se vycházelo z těchto předpokladů: projekce nominálního HDP vychází z prognózy Evropské komise z podzimu 2016 (do roku 2018) a z projekcí Komise na další roky podle metodiky T+10; tradičně se předpokládá, že účinky oceňování jsou v prognózovaném období nulové, což odpovídá neutrální projekci cen aktiv; u sald kapitálového účtu ve vyjádření procentem HDP se předpokládá, že zůstanou konstantní, na úrovni odpovídající mediánu za rok 2015 a projekcím na roky 2016–2018.

Zlepšení nákladové konkurenceschopnosti v zemích, které jsou čistými dlužníky, nadále široce přispívá k obnovování rovnováhy, nicméně tempo těchto zlepšení v poslední době zpomalilo. K převážné části korekcí v jednotkových nákladech práce v zemích, které čelily problémům s vnějšími nerovnováhami a konkurenceschopností, došlo poměrně brzy v pokrizovém období. Stávající prostředí nízké inflace, které se vyznačuje limitovaným rozptylem ve vývoji cen mezi jednotlivými zeměmi, omezuje prostor pro další korekci relativních cen. Změny v jednotkových nákladech práce byly v letech 2014 a 2015 utlumeny a příliš se mezi jednotlivými zeměmi neliší, až na několik výjimek (graf č. 6). V roce 2015 překročil ukazatel nominálních jednotkových nákladů práce (změny za tři roky) prahovou hodnotu pouze ve třech pobaltských státech a v Bulharsku, jelikož růst mezd překonal zvýšení produktivity. Jednotkové náklady práce rostly o něco rychleji v zemích, které jsou čistými

věřiteli (včetně Rakouska, Dánska, Německa a Švédska), než ve většině ostatních zemí, ačkoli tento růst nebyl výrazně rychlejší než ve Francii a Itálii. Pokud jde o členy eurozóny, naznačuje konvergence míry inflace směrem dolů, že reálné efektivní směnné kurzy jsou poháněny zejména změnami ve směnném kurzu eura a relativním významem zemí, které nejsou členy eurozóny, coby obchodních partnerů. Největší oslabení reálného efektivního směnného kurzu zaznamenaly v roce 2015 Kypr, Francie, Řecko, Irsko, Itálie, Portugalsko a Španělsko, přičemž Kypr, Řecko a Irsko překročily prahovou hodnotu. Z důvodu zhodnocení přesáhl ukazatel prahovou hodnotu v Estonsku a tlaky na zhodnocení byly též patrné v Lotyšsku a Litvě. Největší oslabení mimo eurozónu zaznamenaly Česká republika, Maďarsko a Švédsko, zatímco tlaky na zhodnocení byly v roce 2015 zaznamenány v Rumunsku a Spojeném království.

Graf č. 6: Růst jednotkových nákladů práce a rozklad faktorů, 2015

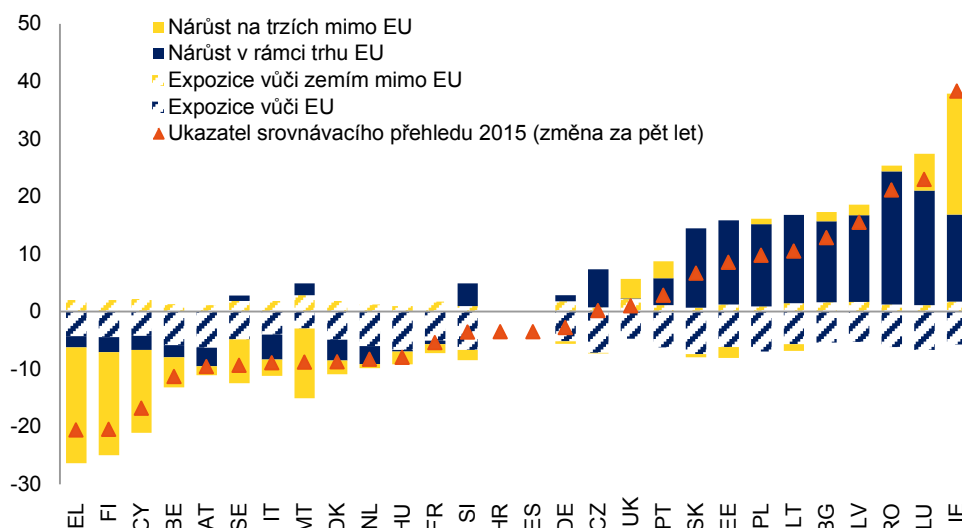


Zdroj: AMECO a Eurostat. Výpočty útvarů Komise.

Poznámka: Rozklad spočívá ve standardním rozčlenění růstu jednotkových nákladů práce na inflaci, reálné hodinové odměny a produktivitu práce, přičemž produktivita práce je dále rozčleněna na vliv odpracovaných hodin a na vliv souhrnné produktivity výrobních faktorů a tvorby kapitálu. Použit byl standardní rámec růstového účetnictví.

Změny podílů na světovém vývozu podávají smíšený obraz. V roce 2015 již nebyly v souvislosti se slabou dynamikou světového obchodu hodnoty srovnávacího přehledu nad prahovou hodnotou v případě Chorvatska, Francie, Německa, Irska, Slovinska, Španělska a Spojeného království, nicméně tomu tak bylo v případě jedenácti zemí. Ve většině z těchto zemí rovněž zpomalily pětileté ztráty podílů na trhu. K velké části zlepšení v členských státech však došlo díky srovnávací základně. Ukazatel srovnávacího přehledu v současné době zahrnuje výrazné ztráty podílů na trhu, které měly v roce 2010 dopad na téměř všechny členské státy, což automaticky snižuje kumulativní ztráty podílů (graf č. 7). Meziroční vývoj podílů na světovém vývozu v letech 2013, 2014 a 2015 rovněž odráží různorodé trendy obchodu uvnitř EU a vně EU. Obchod uvnitř EU se zotavoval rychleji než obchod vně EU v letech 2013 a 2014, kdy světový obchod zpomalil, což vysvětluje lepší výsledky za tyto dva roky. S oživením obchodu vně EU v roce 2015 došlo opětovně k negativnímu dopadu na meziroční vývoj podílů členských států na světovém vývozu.

Graf č. 7: Změna podílů na světovém vývozu za období pěti let, 2015



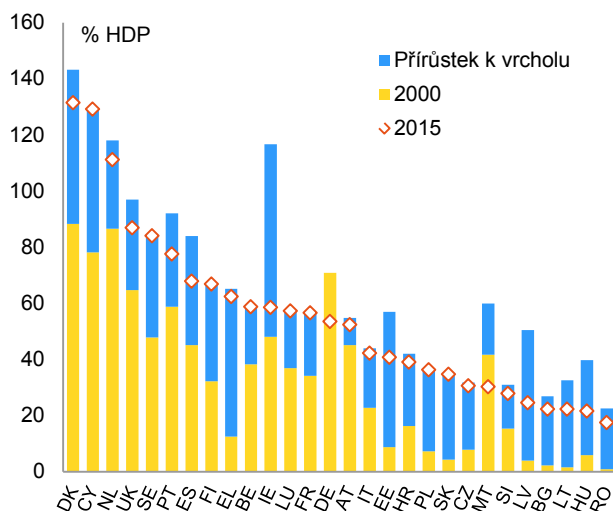
Zdroj: Eurostat, výpočty útvarů Komise.

Poznámka: Rozklad vychází z shift-share analýzy. Šrafované sloupce představují příspěvek k dynamice tržního podílu, jenž pramení ze změn v expozici vůči danému trhu; nešrafované sloupce pak vyjadřují příspěvek k dynamice tržního podílu, který je dán změnami tržního podílu v rámci daného trhu. Při výpočtech se vycházelo z dat podle BPM6, s výjimkou BG a FI, kde byly údaje o vývozu do EU převzaty z národních účtů; v případě ES a HR nebyla část údajů k dispozici.

Nadměrná zadluženost soukromého sektoru má stále dopad na řadu zemí. V roce 2015 přesáhlo prahovou hodnotu srovnávacího přehledu třináct zemí, přičemž všechny tyto země byly ve stejné pozici v roce 2009 s výjimkou Francie, která se do ní dostala v roce 2011. Nejvyšší zadluženost soukromého sektoru vykazuje Kypr, Irsko a Lucembursko, přestože zde hrají roli i specifické faktory související s nadnárodními společnostmi. Další nejvyšší hodnoty

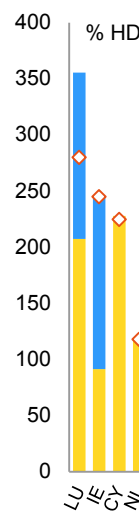
ukazatele srovnávacího přehledu zaznamenalo Dánsko, Nizozemsko, Portugalsko a Švédsko. Faktory ovlivňující vysokou zadluženost soukromého sektoru se mezi jednotlivými zeměmi výrazně liší. V Belgii, na Kypru, ve Finsku, Irsku, Lucembursku, Nizozemsku, Portugalsku a Švédsku vykazují jak domácnosti, tak nefinanční podniky míru zadlužení, vyšší než je průměr EU, a to kvůli mnoha faktorům, včetně snadného získávání úvěru na transakce s nemovitostmi v předkrizovém období (graf č. 8a a 8b). V Dánsku a Spojeném království je vysoká míra zadlužení způsobena zejména vysokou pákou domácností. Ve Francii a Španělsku jsou zdrojem vysokého soukromého dluhu jak domácnosti, tak nefinanční podniky, přičemž dluh ani jednoho z těchto sektorů výrazně nepřesahuje průměr EU. Rozdílná výše soukromého dluhu mezi zeměmi do velké míry odráží rovněž rozdíly ve finančním rozvoji, které se projevují ve značných rozdílech v objemu finančních aktiv držených soukromým sektorem, zejména domácnostmi. Velký objem aktiv domácností se nachází především v Belgii, Dánsku, Itálii, na Maltě, v Nizozemsku, Švédsku a Spojeném království. Zvýšená zadluženost soukromého sektoru obnáší řadu zranitelných míst, zejména v prostředí nízkého růstu a nízké inflace, díky čemuž je snižování páky obtížné. Tato zadluženost zejména zvyšuje dopad potenciálních otřesů na domácnosti a/nebo nefinanční podniky, které mohou mít dopad na bankovní sektor. Rizika jsou ještě znásobena v zemích (včetně Chorvatska, Maďarska, Polska a Rumunska), kde je značný podíl domácího dluhu denominován v cizích měnách.

Graf č. 8a: Konsolidovaný dluh domácností



Zdroj: Eurostat, výpočty útvarů Komise.

Graf č. 8b: K

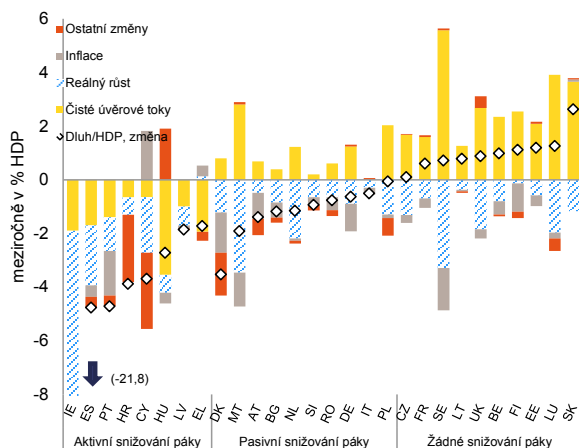


Zdroj: Eurostat

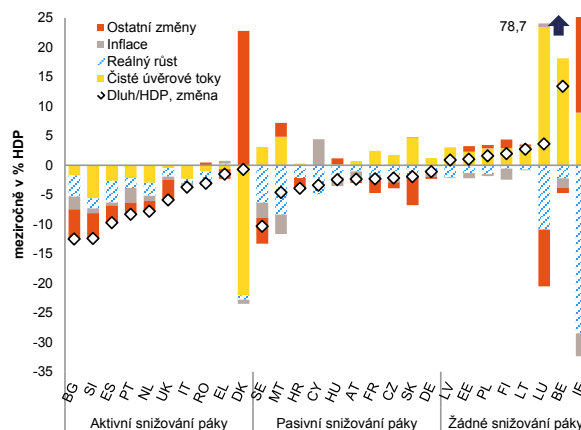
Snižování páky pokračuje, avšak pomalu a nerovnoměrně. U domácností pokračuje aktivní nebo pasivní snižování páky – tj. snižování míry zadlužení alespoň z části kvůli záporným čistým úvěrovým tokům nebo snížení míry zadlužení prostřednictvím vyššího

HDP, avšak s kladnými čistými úvěrovými toky – v mnoha zemích, ačkoli k tomu dochází rozdílným tempem a se specifickými výjimkami. Poslední vývoj naznačuje, že domácnosti v Chorvatsku, na Kypru, v Řecku, Maďarsku, Irsku, Lotyšsku, Portugalsku a Španělsku páku aktivně snižují a zmenšují objem čistých výpůjček (graf č. 9a).¹³ Snižování páky pokračuje i v Dánsku a Nizozemsku, avšak pasivní formou (prostřednictvím růstu nominálního HDP). V druhém případě se po dvou letech recese staly čisté úvěrové toky mírně pozitivními. Míra zadlužení naopak roste z již tak vysoké úrovně ve Švédsku a Spojeném království, kde jsou čisté úvěrové toky pro domácnosti pozitivní z důvodu silné přetrvávající dynamiky cen rezidenčních nemovitostí. Snižování páky pokročilo dále v řadě zemí, kde je zadluženost domácností nejnižší (graf č. 10a). To je případ Rakouska, Německa, Itálie, Slovinska a některých členských států mimo eurozónu. Z posledního vývoje rovněž vyplývá, že nefinanční podniky v řadě zemí (včetně Bulharska, Dánska, Itálie, Nizozemska, Portugalska, Slovinska, Španělska a Spojeného království) snižují páku aktivní formou (graf č. 9b). V jiných zemích, zejména v Rakousku a Německu, se nefinanční podniky nepotýkají s problémy zadluženosti, přesto však páku snižují, a to i v důsledku nízkého růstu investic a úvěrů. Naopak vysoce zadlužené sektory nefinančních podniků v některých zemích páku dále zvyšují, v některých případech i v důsledku pozitivních úvěrových toků. To je případ zejména Belgie, Finska a Irska (ačkoli v Irsku je to způsobeno specifickými faktory souvisejícími s působením nadnárodních společností).

Graf č. 9a: Faktory ovlivňující snižování páky u domácností (1. čtvrtletí 2016)



Graf č. 9b: Faktory ovlivňující snižování páky u nefinančních podniků (1. čtvrtletí 2016)



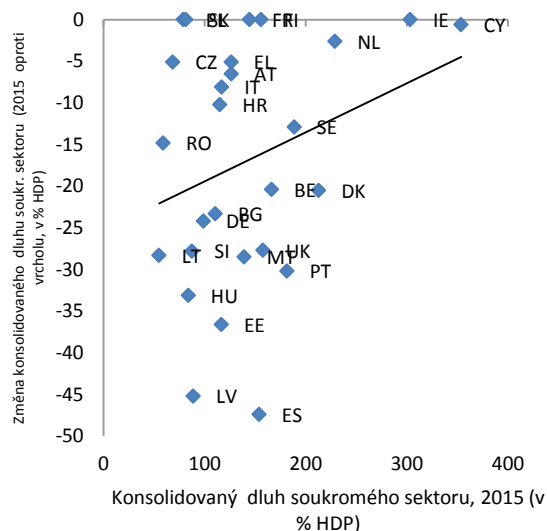
Zdroje: Eurostat, výpočty útvarů Komise.

Poznámky: Grafy znázorňují vývoj míry dluhu vůči DPH v rozdělení do čtyř komponent, kterými jsou: úvěrové toky, růst reálného HDP, inflace a další změny. Snižování páky lze dosáhnout prostřednictvím různých kombinací splácení dluhu, růstu hospodářství a dalších změn ve výši splatného dluhu. Aktivní snižování páky spočívá v

¹³ Text se týká vývoje do 1. čtvrtletí 2016, který se může mírně lišit od výsledků vyplývajících z ukazatelů srovnávacího přehledu, které odráží rok 2015.

čistém splácení dluhu (v záporných čistých úvěrových tocích). V dotčeném odvětví obvykle vede k nominálnímu poklesu rozvahy, a zůstanou-li ostatní parametry beze změny, vyvolává též nepříznivé účinky na hospodářskou činnost a na trhy s aktivy. Na druhé straně při pasivním snižování páky jsou pozitivní čisté úvěrové toky převažovány vyšším růstem nominálního HDP, což vede k postupnému snižování dluhu/HDP.

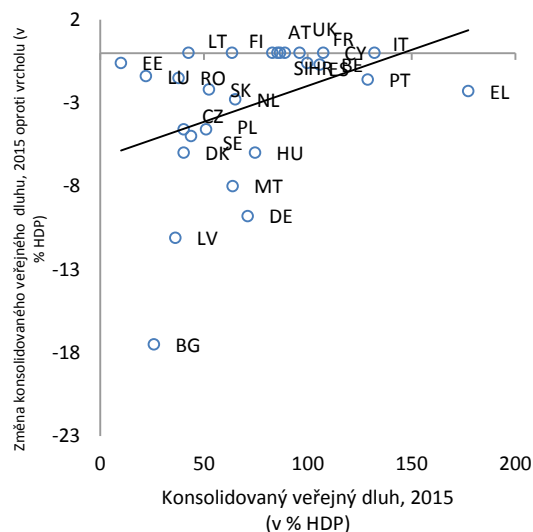
Graf č. 10a: Vývoj poměru dluhu soukromého sektoru k HDP (2015 oproti vrcholu) a výše soukromého dluhu (2015)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: V grafu chybí Lucembursko, jelikož specifické faktory související s přítomností nadnárodních podniků způsobily pokles o 59,2 procentního bodu v poměru dluhu soukromého sektoru k HDP mezi vrcholem a rokem 2015.

Graf č. 10b: Vývoj poměru veřejného dluhu k HDP (2015 oproti vrcholu) a výše veřejného dluhu (2015)



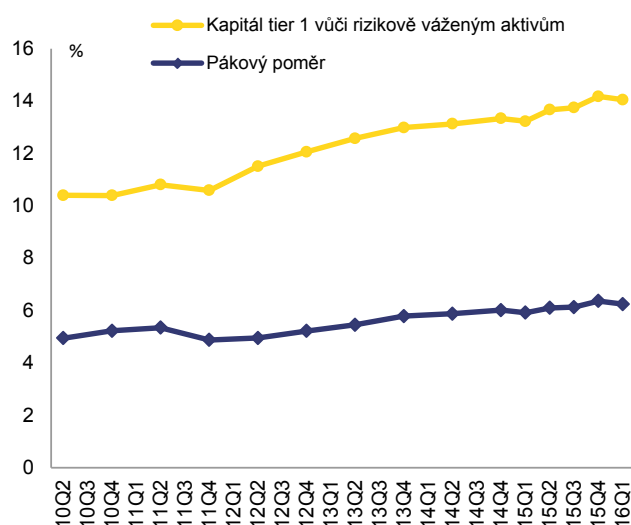
Zdroj: Eurostat.

Poznámka: V grafu chybí Irsko, jelikož specifické faktory související s rozsáhlou revizí HDP v 2015, připisované zejména aktivitám nadnárodních podniků, způsobily pokles o 40,9 procentního bodu v poměru veřejného dluhu k HDP mezi vrcholem a rokem 2015 (78,6 % HDP).

Banky posílily svůj kapitálový poměr a jejich odolnost se celkově zlepšuje, nicméně řada problémů zůstává. Postupné zavádění nových obezřetnostních pravidel a snižování páky bankovního sektoru podpořilo nárůst kapitálových poměrů v bankách eurozóny z 10,4 % na konci roku 2011 na 14,2 % (tier 1 kapitál vůči rizikově váženým aktivům) na konci roku 2015 (graf č. 11a). Celkové zlepšení kapitálových pozic bank přispívá k větší odolnosti a tvoří základ nedávného oživení v oblasti úvěrů na pozadí obnovujícího se růstu produkce ve většině členských států. Kapitalizace se nicméně mezi jednotlivými členskými státy stále liší, s poměry (tier 1) přesahujícími 17 % v deseti zemích (včetně Bulharska, Lucemburska, Rumunska, Slovinska a Švédska), avšak pod 13 % v šesti zemích, včetně Itálie, Portugalska a Španělska (graf č. 11b). Čistý růst úvěrů pro soukromý sektor byl v roce 2015 pozitivní v sedmnácti členských státech (a pouze v Lucembursku nad prahovou hodnotou), což je nárůst ze šestnácti zemí v roce 2014, který svědčí o počínajícím zlepšení v přístupu k financování, potvrzeném důkazy ze zjišťování. Pasiva finančního sektoru začínají meziročně znovu postupně růst, přestože ve většině členských států je tento růst malý a pod prahovými hodnotami. Problémy bankovního sektoru souvisí především s vyhlídkami ohledně ziskovosti (graf č. 11c) a v řadě zemí také s úvěry v selhání (graf č. 11d). Hlavním nástrojem k navýšení bankovního kapitálu byl nerozdělený zisk, avšak ziskovost zůstává ve většině členských států nízká, přičemž se očekává, že ziskovost do budoucna zbrzdí kumulace aktiv s nízkými výnosy v prostředí nízkých sazeb a přetrvávání zastaralých obchodních modelů. Nízká ziskovost má dále dopad na ceny akcií a ovlivňuje schopnost bank získávat nový kapitál na trhu, což

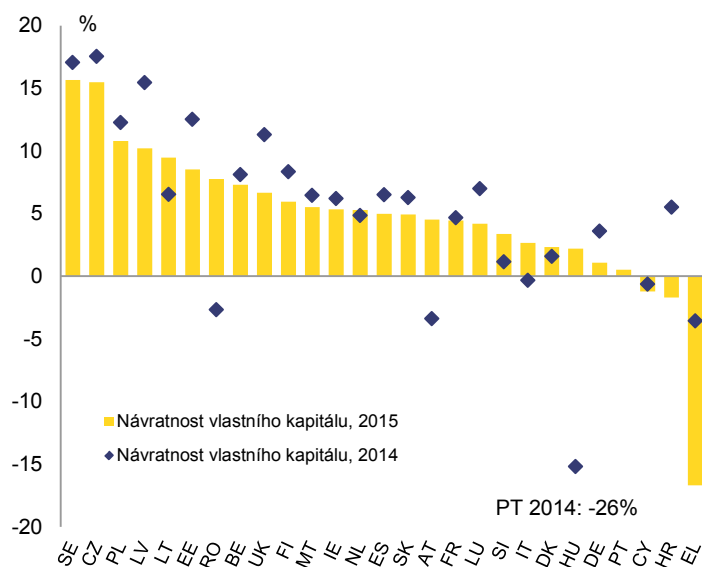
omezuje prostor pro expanzi úvěrů. Na rozvahy bank navíc ještě dopadá dědictví ve formě stále vysokého objemu úvěrů v selhání. Vysoký celosystémový průměr zaznamenala řada zemí (Bulharsko, Chorvatsko, Kypr, Řecko, Maďarsko, Irsko, Itálie, Portugalsko, Rumunsko a Slovinsko), avšak banky s vysokým podílem úvěrů v selhání lze nalézt i v dalších členských státech. V Itálii a Portugalsku je vysoká míra úvěrů v selhání kombinována s nízkou mírou kapitalizace. V současné době probíhá konsolidace rozvahy, avšak pokrok je stále nerovnoměrný, přičemž tvorba opravných položek úvěrových ztrát se mezi jednotlivými zeměmi liší.

Graf č. 11a: **Kapitálový poměr v eurozóně**



Zdroj: Evropská centrální banka.

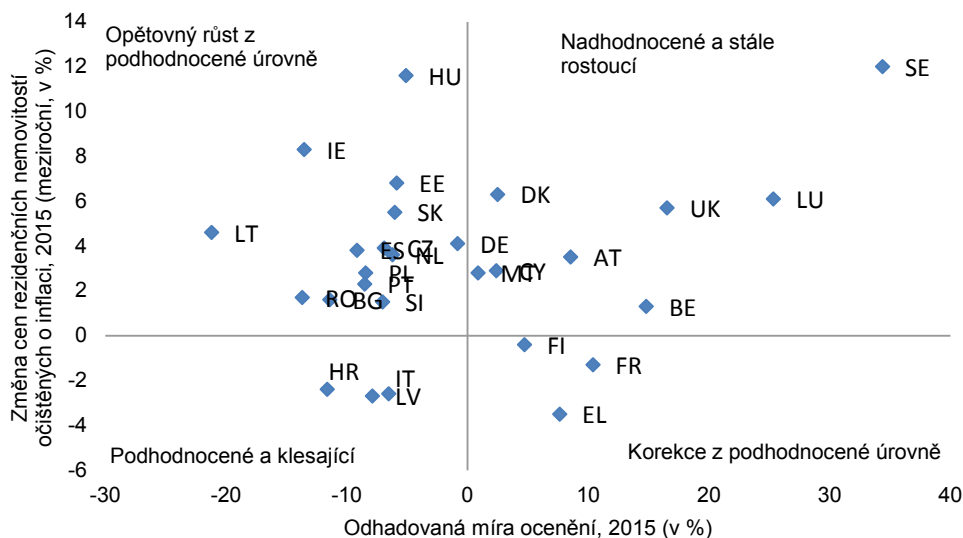
Graf č. 11c: **Návratnost vlastního kapitálu bank**



Zdroje: Evropská centrální banka a Mezinárodní měnový fond, výpočty Evropské komise.

Reálné ceny rezidenčních nemovitostí ve většině členských států v roce 2015 vzrostly. Z ukazatele srovnávacího přehledu vyplývá, že ceny vzrostly ve 22 členských státech, přičemž v Dánsku, Estonsku, Irsku, Lucembursku, Maďarsku a Švédsku překročily prahovou hodnotu. V Chorvatsku, Itálii a Lotyšsku došlo k dalšímu poklesu cen rezidenčních nemovitostí z úrovně, které již byly považovány za podhodnocené, čímž se dále zvětšila míra podhodnocení (graf č. 12). Naproti tomu mírný pokles reálných cen rezidenčních nemovitostí ve Finsku, Francii a Řecku přispěl ke snížení dlouhodobého nadhodnocení. V řadě dalších členských států posílil nárůst reálných cen rezidenčních nemovitostí v roce 2015 dále tlak na již přeceněné trhy s bydlením. Napětí je patrné zejména ve Švédsku, kde se k nárůstu reálných cen rezidenčních nemovitostí v roce 2015 ještě přidala výrazná míra nadhodnocení. Další růst cen byl navíc podpořen rostoucími čistými úvěry pro domácnosti, které se přidaly k již tak vysokým úrovním dluhu. Další tři země, kde kromě již existující míry nadhodnocení došlo v roce 2015 k výraznému růstu cen, jsou Dánsko, Lucembursko a Spojené království. Ve všech třech případech byl tento nárůst rovněž podpořen rostoucími čistými úvěry pro domácnosti. Tato situace si proto vyžádá pečlivé sledování budoucího vývoje. Ceny postupně rostou z podhodnocených úrovní v Estonsku, Irsku, Maďarsku a na Slovensku, zatímco jinde je růst cen povolný a přidává se k omezené míře nadhodnocení nebo přispívá k dorovnání míry podhodnocení.

Graf č. 12: Míry ocenění rezidenčních nemovitostí a rozdíly v roce 2015



Zdroj: Eurostat, ECB, BIS, OECD a výpočty útvarů Komise.

Poznámka: Odhadovaná míra nadhodnocení vychází z průměru cena/příjem, cena/nájemné a odchylky od základního modelu oceňování.

Míra zadluženosti veřejného sektoru v roce 2015 v mnoha členských státech mírně klesla, tímto poklesem se však nevyznačovaly nejzadluženější země. V roce 2015 překročilo prahovou hodnotu srovnávacího přehledu sedmnáct členských států. U deseti těchto států, včetně Kypru, Francie, Irsku, Španělska a Portugalska, jde tento dluh ruku v ruce

se zadlužeností soukromého sektoru rovněž překračující prahovou hodnotu, díky čemuž dochází k tlakům na snižování páky celé ekonomiky. Převládající prostředí nízkého růstu a nízké inflace stále nepřispívá k výraznému poklesu míry zadluženosti veřejného sektoru, přestože členské státy usilují o snížení schodku veřejných financí (který ve strukturálním vyjádření klesl v roce 2015 ve 21 členských státech) a generování primárních přebytků (kterých bylo dosaženo v devatenácti zemích). K poklesu míry zadluženosti veřejného sektoru dochází především v členských státech s nižší mírou zadluženosti (graf č. 10b), přičemž k nejstabilnějšímu poklesu došlo v Dánsku, Německu, Lotyšsku, na Maltě a v Nizozemsku. Naproti tomu žádný z členských států s nejvyšší mírou veřejného dluhu k HDP (Belgie, Chorvatsko, Kypr, Francie, Řecko, Itálie, Portugalsko, Španělsko) ještě nezapočal udržitelný pokles své míry zadlužení. Ze zemí s vysokou mírou dluhu zahájilo pouze Irsko výrazné a stabilní snižování zadluženosti veřejného sektoru, které je taženo silným růstem reálného a nominálního HDP. Přestože byl tento trend umocněn nedávnými revizemi údajů o HDP směrem vzhůru díky aktivitám nadnárodních podniků, základní trend zůstává stabilní.

Rámeček č. 3: Vývoj zaměstnanosti a sociální situace

Podmínky na trzích práce se v roce 2015 a první polovině roku 2016 dále zlepšovaly. Roční růst zaměstnanosti v eurozóně a EU jako celku činil během větší části roku 2015 přibližně 1 % a v první polovině roku 2016 zrychlil na přibližně 1,6 %. Poté, co růst zaměstnanosti v eurozóně v období 2012–2015 zaostával za zeměmi mimo eurozónu, byl tento rozdíl dorovnán. Obdobně v roce 2015 a první polovině roku 2016 míra nezaměstnanosti dále klesala. Výrazné rozdíly v míře nezaměstnanosti mezi zeměmi EU se snižovaly, avšak mezi některými zeměmi jsou nadále vysoké. Jedná se především o Řecko a Španělsko, kde nezaměstnanost postihuje asi 20 % pracovní síly, a Chorvatsko, Kypr, Itálii a Portugalsko, kde nezaměstnanost stále přesahuje 10 %. Hodnoty srovnávacího přehledu ukazující průměrnou míru nezaměstnanosti za tři roky přesáhly v roce 2015 prahovou hodnotu u všech výše uvedených zemí a dále v Bulharsku, Francii, Irsku, Lotyšsku, Litvě a na Slovensku. Pokud jde o druhé čtvrtletí roku 2016, zůstává celková míra nezaměstnanosti v eurozóně o 1,5 procentního bodu vyšší než v EU jako celku, což odráží značný objem korekcí, které je nutné provést v řadě zemí eurozóny. Zatímco růst zaměstnanosti a pokles nezaměstnanosti byly dosud s ohledem na pouze mírný růst produkce v několika posledních letech poměrně značné, je otázkou, zda při utlumeném oživení dojde i k trvalejšímu zlepšení podmínek na trhu práce.

Míra zaměstnanosti vzrostla téměř ve všech členských státech. V roce 2015 dosáhla míra zaměstnanosti (ve věkové skupině 20–64 let) v EU jako celku 70 % a ve druhém čtvrtletí roku 2016 dosáhla 71 %, a poprvé tak překonala vrchol z roku 2008, který činil něco málo přes 70 %. Míra ekonomické aktivity (věková skupina 15–64 let) stoupla téměř všude, avšak klesla na Kypru a mírné snížení zaznamenaly i Belgie a Německo. Míra ekonomické aktivity v roce 2015 činila v EU 72,5 % a v eurozóně 72,4 %, což je přibližně o 3 a 2 procentní body více než před krizí. Tato čísla mohou odrážet vstup na trh práce během krize s cílem zvýšit příjem domácnosti v situaci narůstající nejistoty ohledně pracovních míst a příjmů a rovněž vyšší míru ekonomické aktivity starších pracovníků a žen.

Úspěšnost při hledání práce v případě uchazečů, kteří byli nezaměstnaní déle než 12 měsíců, začala v roce 2015 opět růst. Naopak pokles nezaměstnanosti zaznamenaný na počátku oživení souvisel především s poklesem míry separace od zaměstnání. V důsledku toho klesla v roce 2015 míra dlouhodobé nezaměstnanosti ve většině zemí EU, přesto je i nadále vysoká. Osm zemí zaznamenalo čísla přesahující stejnou hodnotu před třemi lety o 0,5 procentního bodu nebo vyšší. Největší podíl vykázalo Chorvatsko, Řecko a Španělsko, kde je bez práce déle než rok více než 10 % ekonomicky aktivního obyvatelstva.

Nezaměstnanost mladých lidí klesá. Nezaměstnanost mladých lidí klesla ve všech členských státech kromě Finska, a v menší míře i v Rakousku, ve Francii a na Maltě. Nezaměstnanost mladých lidí často klesala rychleji než celková nezaměstnanost, což odráží vyšší cyklickou odezvu a potenciál

nevyužitých pracovních sil v zemích s vysokou nezaměstnaností. Hodnoty změny za tři roky přesahují prahové hodnoty srovnávacího přehledu v případě Belgie, Kypru, Finska a Itálie. V roce 2015 rovněž poměrně často docházelo k poklesu podílu mladých lidí, kteří nejsou zaměstnaní ani se neúčastní vzdělávání nebo odborné přípravy, avšak ne tak často jako v případě nezaměstnanosti mladých lidí. Podíl mladých lidí, kteří nejsou zaměstnaní ani se neúčastní vzdělávání nebo odborné přípravy, zůstal ve dvouciferných číslech ve dvou třetinách členských států EU.

Nerovnováhy na trhu práce pomohly zmírnit mobilita pracovní síly a migrace. V celkovém vyjádření nicméně zůstává jejich objem a význam pro zmírnění nezaměstnanosti omezený. V roce 2015 byl čistý příliv obyvatelstva nejvyšší v zemích, které v roce 2014 vykazovaly nejnižší míru nezaměstnanosti (konkrétně v Rakousku, Německu a Lucembursku); současně byl v zemích s největším poklesem nezaměstnanosti v roce 2015 (např. v Chorvatsku, Řecku, Lotyšsku a Litvě) zaznamenán nejvyšší odliv obyvatelstva. Zjevná inkoherece mezi rostoucím přílivem v přijímajících zemích EU a odlivem ve vysílajících zemích EU může být způsobena rostoucím významem migrace ze zemí mimo EU, včetně uprchlíků ze zemí Středního východu.

Sociální situace se postupně zlepšuje, v řadě členských států je však stále obtížná. Podíl osob ohrožených chudobou nebo sociálním vyloučením klesl z 24,4 % v roce 2014 na 23,7 % v roce 2015, přičemž ve více než třech čtvrtinách členských států nastal pokles v roce 2015 oproti roku 2014 a ve více než polovině zemí oproti hodnotám před třemi lety (ukazatel srovnávacího přehledu zprávy mechanismu varování).¹⁴ ¹⁵ Pokles za poslední tři roky byl nejvíce patrný v Bulharsku, Maďarsku, Lotyšsku a Rumunsku, zatímco největší nárůst zaznamenal Kypr, Řecko, Nizozemsko, Portugalsko a Španělsko. Míra ohrožení se v jednotlivých zemích výrazně liší a pohybuje se od přibližně 40 % v Bulharsku a Rumunsku po méně než 20 % v České republice, Francii, Nizozemsku a severských zemích. Oproti období před krizí toto ohrožení zesláblo v řadě zemí střední a východní Evropy (zejména v Polsku a Rumunsku) a zesílilo ve většině zbývajících zemí (obzvláště na Kypru, v Řecku a ve Španělsku). Dlouhodobě špatná sociální situace může negativně a mnoha různými způsoby ovlivnit potenciální růst HDP a nese v sobě i rizika dalšího prohlubování makroekonomických nerovnovah.

Trendy týkající se ohrožení chudobou nebo sociálním vyloučením se odvíjejí od řady faktorů. Zaprvé ve většině členských států v posledních letech narůstá podíl osob ohrožených chudobou (příjmovou chudobou), vyjádřeno jak ve změnách za tři roky, tak meziročně. Zadruhé byl v řadě členských států zaznamenán tříletý pokles míry silné materiální deprivace. Významný pokles silné materiální deprivace, tedy absolutního měřítka chudoby, byl zaznamenán v nejhudších členských státech, což dokládá, že tyto země dohánějí ostatní ve výši příjmů. K nárůstu míry silné materiální deprivace došlo v zemích s vyšším HDP na obyvatele, které byly více zasaženy krizí, zejména v Řecku, Itálii a Španělsku. Přestože byl nedávno zaznamenán pokles nebo stabilizace podílu osob (pod 60 let) žijících v domácnosti s velmi nízkou intenzitou práce, ze změny za tři roky stále vyplývá, že ve většině zemí EU došlo ve srovnání s rokem 2012 spíše k nárůstu nebo v nejlepším případě stabilizaci

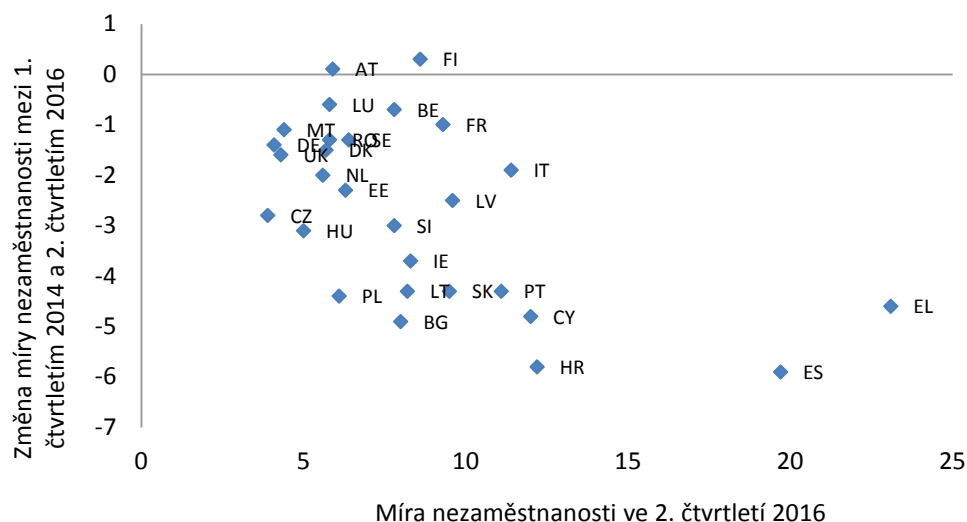
¹⁴ Tento ukazatel odpovídá součtu osob, které jsou: ohroženy chudobou (po zohlednění sociálních dávek), též zvanou příjmová chudoba; nebo trpí silnou materiální deprivací; nebo žijí v domácnostech s velmi nízkou intenzitou práce. Osoby se započítávají pouze jednou, i když se na ně vztahuje více dílčích ukazatelů. Za osoby ohrožené chudobou se považují osoby s ekvivalizovaným disponibilním příjmem nižším než 60 % národního mediánového ekvivalizovaného disponibilního příjmu. Silná materiální deprivace zahrnuje ukazatele související s nedostatkem zdrojů, konkrétně podíl osob trpících minimálně čtyřmi z devíti položek deprivace. Osobami žijícími 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. V případě Irska, Chorvatska, Itálie a Lucemburska nejsou k dispozici údaje za rok 2015.

¹⁵ V případě Bulharska, Estonska a Rumunska došlo k přerušení datových řad.

tohoto podílu.

Během krize rostla nerovnost příjmů ve většině zemí EU.¹⁶ V roce 2015 nicméně došlo v celé řadě členských států k její stabilizaci nebo poklesu. Nejprudší nárůst v nerovnosti příjmů však přesto zaznamenaly země jako Litva a Rumunsko, které již dříve vykazovaly horší než průměrné hodnoty.

Graf č. 13: Vývoj míry nezaměstnanosti (věková skupina 20–64 let), 1. čtvrtletí 2014 oproti 2. čtvrtletí 2016



Zdroj: Eurostat.

¹⁶ Nerovnost měřená koeficientem příjmové nerovnosti S80/S20 a Giniho koeficientem ekvivalizovaného disponibilního příjmu. Koeficient S80/S20 srovnává příjem osob na dolním konci horního kvintilu s příjmem osob na horním konci spodního kvintilu distribuce příjmů. Giniho koeficient je definován jako vztah mezi kumulativními podíly populace seřazenými podle ekvivalizovaného disponibilního příjmu a kumulativními podíly celkového ekvivalizovaného disponibilního příjmu, který dostávají; měří se od hodnoty 0, kde jsou příjmy distribuovány rovnoměrně v celé populaci, po hodnotu 1, v rámci níž získává všechny příjmy dané země jedna osoba. Z údajů vyplývá, že oba způsoby vykazují mírné rozdíly: koeficient S80/S20 klesl v minulých letech méně často než Giniho koeficient, avšak S80/20 během krize rovněž vzrostl méně.

Ve většině členských států jsou stále přítomna rizika a zranitelná místa pocházející ze starších problémů a/nebo i novějšího vývoje. Stupeň jejich závažnosti a naléhavosti adekvátní politické reakce se v různých členských státech značně liší nejen v závislosti na povaze zranitelných míst nebo tendencí, ale i na tom, zda se omezují jen na jeden, či na více sektorů ekonomiky:

- Mnoho členských států postihuje *řada vzájemně propojených zranitelných míst souvisejících se stavu a/nebo toky*. To je případ zemí, jež byly nejvíce zasaženy konjunkturálními úvěrovými cykly – které často souvisí s problémy s likviditou a solventností v jejich bankovním sektoru – a nejvýraznějšími obraty salda běžného účtu. V řadě případů (Kypr, Chorvatsko, Portugalsko) je zvýšená soukromá zadluženost zkombinována s vysokým veřejným dluhem, velkými zápornými čistými investičními pozicemi vůči zahraničí a nevyřešenými problémy bankovního systému. Tyto země se stále zabývají naléhavou potřebou snižování páky na pozadí omezeného fiskálního prostoru, vysoké nezaměstnanosti, nízké inflace a nízkého růstu reálného HDP. V Bulharsku, Irsku, Slovinsku a Španělsku jsou zranitelná místa také početná a vzájemně propojená, nicméně v jejich případě bylo pokroku dosaženo rychleji než v zemích uvedených výše.
- V několika členských státech je příčinou zranitelných míst zejména *velký objem veřejného dluhu* a obavy související s *růstem potenciálního produktu a konkurenceschopností*. To je zejména případ Itálie, kde zranitelná místa rovněž souvisí s bankovním sektorem, především s velkým objemem úvěrů v selhání. S veřejným dluhem a potenciálními problémy růstu se musí vypořádat i Belgie a Francie, které však nečelí podobným potenciálním rizikům způsobeným zranitelnými bankami.
- Pro některé členské státy jsou typické *velké a přetrvávající přebytky běžného účtu*, které odráží utlumenou soukromou spotřebu a investice. To je případ zejména Dánska, Německa, Nizozemska a Švédska. V Německu je tento přebytek kombinován se snižováním páky ve všech hospodářských odvětvích, přestože výše dluhu není příliš vysoká. Velké a přetrvávající přebytky mohou znamenat uniklé příležitosti pro růst a rostoucí věřitelská rizika. Kromě toho obnáší deficit agregátní poptávky důsledky pro zbytek eurozóny v kontextu nízkého růstu a nízké inflace.
- V některých členských státech *vykazuje vývoj v cenách nebo proměnných nákladů potenciální známky přehřátí*. Ve Švédsku stejně jako v Dánsku, Lucembursku a Spojeném království souvisí cenové tlaky zejména s odvětvím bydlení v kombinaci se značnou výší zadlužení domácností. V Bulharsku, Estonsku, Lotyšsku a Litvě rostou jednotkové náklady práce nadále výrazným tempem.
- V některých členských státech jsou zranitelná místa a potenciálně neudržitelné trendy soustředěny zejména v *určitém hospodářském odvětví*. V Nizozemsku přetrvávají zranitelná místa související se zadlužeností domácností a trhem s bydlením, v

kombinaci s velkým přebytkem běžného účtu. Ve Finsku souvisí zranitelná místa zejména s konkurenceschopností odvíjející se od strukturálních změn hospodářství.

Celkově lze konstatovat, že hloubkové přezkumy jsou opodstatněné u třinácti zemí.¹⁷

Všechny tyto země byly předmětem hloubkového přezkumu v předchozím cyklu, během něhož byly tyto přezkumy vypracovány celkem u devatenácti zemí. Ačkoli je pokles počtu hloubkových přezkumů odrazem nedávného pokroku při řešení nerovnovah, zranitelná místa nadále existují i v zemích, u nichž není hloubkový přezkum v této fázi opodstatněný. Jak je uvedeno v oddíle 3, vývoj bude nadále monitorován. Pokud jde o zprávu mechanismu varování za rok 2016, byl pokrok nejvíce patrný, pokud jde o řešení vnějších nerovnovah zemí, které jsou čistými dlužníky, přičemž trhy práce také vykázaly celkové zlepšení. Vnitřní a vnější nerovnováhy stavů jsou však korigovány pouze pomalu a nadále představují zdroj rizik a zranitelných míst v mnoha členských státech, spolu s obavami o investiční perspektivy a hospodářské oživení. Počínající kumulace cenových tlaků si zase vyžaduje podrobné sledování vývoje v některých zemích.

¹⁷ Těmito zeměmi jsou: Bulharsko, Chorvatsko, Kypr, Finsko, Francie, Německo, Irsko, Itálie, Nizozemsko, Portugalsko, Slovinsko, Španělsko a Švédsko.

3. NEROVNOVÁHY, RIZIKA A KOREKCE: KOMENTÁŘE K JEDNOTLIVÝM ZEMÍM

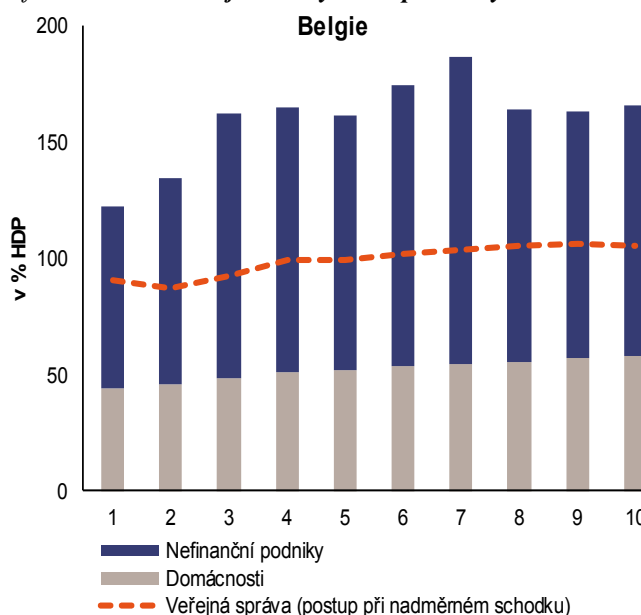
Belgie: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze *nebyly* v Belgii zjištěny žádné makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně změna podílu na světovém vývozu a zadlužení soukromého a veřejného sektoru a také změna v míře dlouhodobé nezaměstnanosti a nezaměstnanosti mladých lidí.

K vnější udržitelnosti přispívá vyrovnané saldo běžného účtu a velmi příznivá čistá investiční pozice vůči zahraničí. Kumulované ztráty podílu na světovém vývozu zůstávají vysoké, ale pocházejí z posledních let, nehledě na ztráty z roku 2015. Očekává se, že tento trend bude pokračovat v souvislosti s výrazným zpomalením růstu jednotkových nákladů práce. Zadlužení soukromého sektoru zůstává poměrně vysoké, především u nefinančních podniků, ačkoliv údaje o zadlužení jsou navyšovány velmi rozšířenými vnitroskupinovými půjčkami. Rizika související se zadlužením domácností pocházejí v první řadě z trhu s bydlením. Reálné ceny rezidenčních

nemovitostí v posledních letech relativně stagnovaly, ale jejich rychlý růst v období před rokem 2008 nebyl korigován. Veřejný dluh je stabilní, ale vysoký a představuje i nadále zásadní problém pro dlouhodobou udržitelnost veřejných financí. Údaje z nedávné doby signalizují, že růst dlouhodobé nezaměstnanosti má cyklickou povahu, zatímco trvale vysoká míra nezaměstnanosti mladých lidí je rysem spíše strukturálním. Počet osob žijících v domácnostech s velmi nízkou intenzitou práce patří k nejvyšším ze všech členských států, což ukazuje na rostoucí polarizaci belgického trhu práce.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s konkurenceschopností, veřejným zadlužením, cenami rezidenčních nemovitostí a fungováním trhu práce, ačkoliv rizika související s těmito problémy zůstávají omezená. Komise proto v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

Graf A1: Zadluženost jednotlivých hospodářských odvětví



Zdroj: Eurostat.

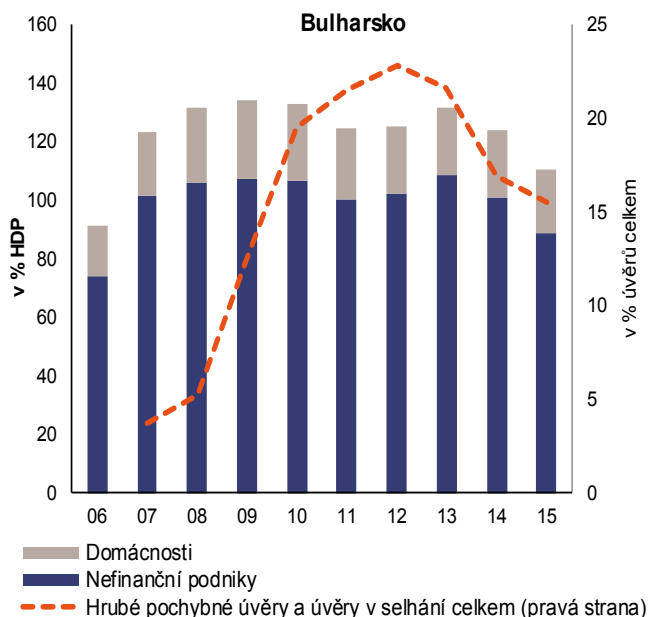
Bulharsko: V březnu 2016 dospěla Komise k závěru, že Bulharsko je vystaveno nadměrným makroekonomickým nerovnováhám kvůli přetrvávající zranitelnosti finančního sektoru a vysoké zadluženosti podniků v situaci, kdy panuje vysoká nezaměstnanost. V aktualizovaném

srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí, růst nominálních jednotkových nákladů práce a míra nezaměstnanosti.

Záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí nadále přesahovala prahovou hodnotu srovnávacího přehledu, ale v kontextu kladného salda běžného účtu se stále zlepšovala. Podíl na světovém vývozu se v posledních pěti letech navzdory ztrátám z roku 2015 zvýšil. Růst jednotkových nákladů práce trvale zpomaluje, přestože tříletý průměr zůstává vyšší než orientační prahová hodnota. Zadluženost soukromého sektoru zůstává důvodem k obavám, především u nefinančních podniků, a údaje z nedávné doby signalizují řádný, ale pomalý proces snižování páky. Zranitelná místa ve finančním sektoru stále přetrvávají, stejně jako zranitelnost v insolvenčním rámci. Podíl úvěrů v selhání se snížil, ale je stále vysoký. Byl dokončen přezkum kvality aktiv a zátěžové testy v bankovním sektoru, jež nezjistily, že by v celém sektoru existovala významná potřeba dalšího kapitálu. Budou však vyžadovat přísné provádění následných opatření včetně doporučení, jež jednotlivým bankám vydala BNB. Probíhají podobné přezkumy v odvětví pojišťovnictví a penzijních fondů. Míra nezaměstnanosti přesahuje orientační prahovou hodnotu, ačkoli má díky nedávnému posílení růstu HDP klesající tendenci, zatímco růst míry dlouhodobé nezaměstnanosti již nepřesahuje orientační prahovou hodnotu. Přetrvávající strukturální problémy na trhu práce, k nimž patří nízká účast a rozdíly mezi požadovanými a nabízenými dovednostmi a kvalifikací, jsou i nadále důvodem k obavám.

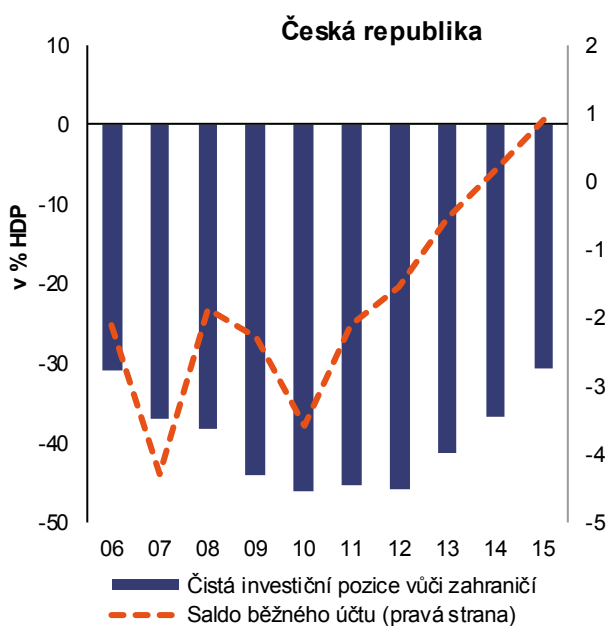
Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vnější i vnitřní zranitelností, a to i ve finančním sektoru. Komise má proto i s ohledem na březnové zjištění nadměrné nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda makroekonomická rizika trvají, a sledovat pokrok při snižování nadměrných nerovnovah.

Graf A2: *Soukromý dluh a úvěry v selhání*



Zdroj: Eurostat a ECB.

Graf A3: *Čistá investiční pozice vůči zahraničí a saldo běžného účtu*



Zdroj: Eurostat.

Česká republika: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze *nebyly* v České republice *zjištěny žádné makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovaném srovnávacím přehledu žádné ukazatele nepřevyšují orientační prahové hodnoty.

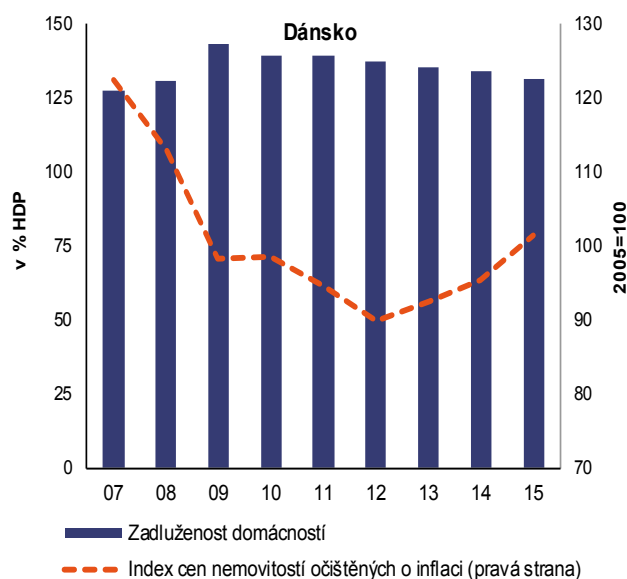
Saldo běžného účtu se v posledních letech výrazně zlepšilo, tříletý průměr dosáhl v roce 2015 kladné hodnoty. Čistá investiční pozice vůči zahraničí v roce 2015 postupně klesala a dostala se pod prahovou hodnotu, částečně díky pokračující kumulaci aktiv v cizí měně Českou národní bankou jako součást udržování minimálního směnného kurzu vůči euru. Rizika související s vnější pozicí obecně nadále nejsou rozsáhlá, poněvadž mnoho zahraničních závazků připadá na přímé zahraniční investice, a čistý zahraniční dluh je tudíž velmi nízký. V roce 2015 došlo k dalšímu růstu konkurenceschopnosti s lehkým zvýšením podílu na světovém vývozu a lehkým snížením nominálních jednotkových nákladů práce. Zrychlující se růst mezd a možné zhodnocení směnného kurzu po odstranění minimálního směnného kurzu by tyto přínosy dosažené v poslední době mohly částečně zvrátit. Riziko vnitřních nerovnovah se jeví malé. Navzdory vyšší sebedůvěře domácností ke vstupu na trh s bydlením úroveň zadluženosti soukromého sektoru v roce 2015 lehce poklesla a zůstává pod prahovou hodnotou. Růst reálných cen rezidenčních nemovitostí v roce 2015 rovněž poněkud zrychlil. Bankovní sektor, který je do značné míry v zahraničním vlastnictví, zůstává stabilní a v roce 2015 došlo k jen mírnému nárůstu celkových pasiv finančního sektoru. Veřejný dluh se snížil a očekává se, že bude nadále klesat a zůstane pod referenční hodnotou. Nezaměstnanost je nízká.

Celkově ukazují ekonomické závěry na omezenou míru vnějších rizik a nízká vnitřní rizika. Komise proto v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

Dánsko: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze *nebyly* v Dánsku *zjištěny žádné makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně saldo běžného účtu, změna podílů na světovém vývozu, reálné ceny rezidenčních nemovitostí a zadlužení soukromého sektoru.

Saldo běžného účtu nadále vykazuje vysoké přebytky. Ty se odrážejí v silných soukromých i veřejných úsporách, vysokých výnosech z investic v zahraničí, jakož i potlačeném investování podniků. Čistá investiční pozice vůči zahraničí je kladná a vysoká, ovšem v roce 2015 vlivem účinků záporného oceňování klesala. Kumulované ztráty podílu na světovém vývozu se v roce 2015 snížily – i když meziročně došlo k dalším ztrátám – a předpokládá se, že v nadcházejících letech budou omezené. Relativně slabý vývoz v

Graf A4: *Zadluženost domácností a index cen nemovitostí*



Zdroj: Eurostat.

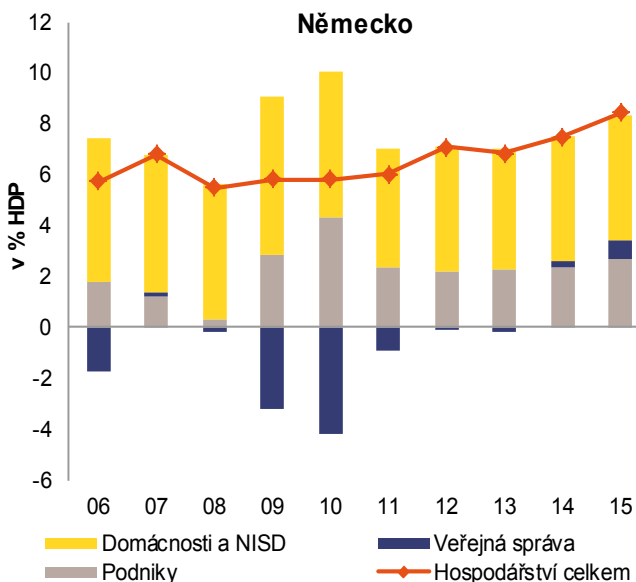
poslední době lze také částečně připsat poklesu v těžbě ropy a zemního plynu a odvětví námořní přepravy. Ukazatele nákladové konkurenceschopnosti zůstaly poměrně stabilní. Dluh soukromého sektoru se v roce 2015 mírně snížil, je však stále velmi vysoký. Relativně vysoké zadlužení domácností je také odrazem specifického modelu bankovního hypotečního financování a vyspělého důchodového systému. Snižování páky je pomalé, jelikož pobídky ke splácení dluhů jsou nízké, zatímco k pořizování nemovitého majetku vysoké. Růst reálných cen rezidenčních nemovitostí v roce 2015 v kontextu velmi nízkých úrokových sazeb zrychlil až nad prahovou hodnotu, což vyžaduje pečlivé monitorování. Bankovní sektor však je i nadále stabilní a vývoj úvěrů umírněný. Regulační a dohledová opatření na posílení stability finančního sektoru a ke snižování pobídek k zadlužování domácností začínají pomalu působit. Nezaměstnanost je nadále nízká.

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

Německo: V březnu 2016 dospěla Komise k závěru, že Německo je vystaveno makroekonomickým nerovnováhám, jež se týkají zejména rizik spojených s nadměrnými úsporami a nízkými soukromými i veřejnými investicemi. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně přebytek běžného účtu a veřejné zadlužení.

Přebytek běžného účtu pokračoval v roce 2015 v růstu z již tak vysoké úrovně a byl dále podněcován silnějšími směnnými relacemi díky nižším cenám ropy a příznivému směnnému kurzu. Dle předpokladů by měl tento přebytek zůstat vysoký i v následujících letech. Investice by podle prognózy měly zůstat slabé a jako podíl HDP zůstaly od roku 2011 víceméně na stejné úrovni. Značně velká čistá investiční pozice vůči zahraničí nadále rychle rostla. Jednotkové náklady práce stouply nad průměr eurozóny, Německo tak postupně odstranilo odstup za eurozónou. Tok úvěrů v soukromém sektoru se zvýšil, zatímco snižování páky v soukromém sektoru pokračovalo v kontextu posilujících úspor podniků a domácností. Růst reálných cen rezidenčních nemovitostí zrychlil, ukazatel ale zůstává pod prahovou hodnotou. Míra hrubého veřejného dluhu se nadále snižovala. Finanční sektor zůstává pod tlakem z důvodu nízké ziskovosti. Velmi nízká a nadále klesající míra nezaměstnanosti je odrazem silného trhu práce v Německu.

Graf A5: Čisté úvěry či půjčky podle odvětví



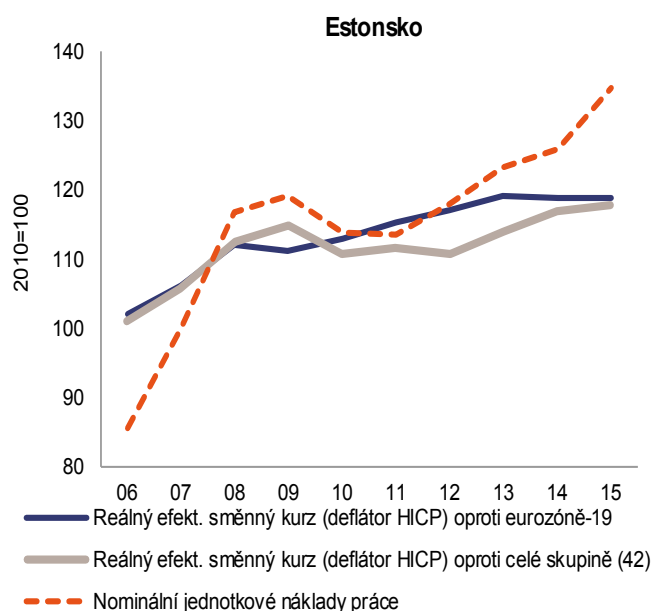
Zdroj: Útvary Komise. NISD znamená neziskové instituce sloužící domácnostem

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s velmi vysokým a stále rostoucím přebytkem zahraničního obchodu a silnou závislostí na zahraniční poptávce, jež představují rizika pro růst a podtrhují nutnost trvalého úsilí o větší rovnováhu ve prospěch domácích zdrojů. Komise má proto i s ohledem na březnové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováhy trvají, nebo ustupují.

Estonsko: V předchozích kolech postupu při makroekonomické nerovnováze *nebyly* v Estonsku *zjištěny žádné makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahují některé ukazatele orientační prahovou hodnotu, konkrétně záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí, reálný efektivní směnný kurz, jednotkové náklady práce a reálné ceny rezidenčních nemovitostí.

Záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí stále přesahuje prahovou hodnotu, avšak dále se zlepšovala. Více než polovinu vnějších závazků tvoří přímé zahraniční investice, což rizika snižuje. Běžný účet je od roku 2014 v přebytku, k čemuž přispívá vysoký a stabilní vývoz služeb. Kumulované zvýšení podílu na světovém vývozu je stále velké, v roce 2015 však došlo ke značným ztrátám. Ukazatel reálného efektivního směnného kurzu mírně přesahuje prahovou hodnotu, ale předpokládá se jeho pokles. Nárůst nominálních jednotkových nákladů práce je odrazem trvalého úbytku populace v produktivním věku, který motivuje růst mezd. Klesající ceny ropy a oslabení rublu navíc omezily estonský vývoz, a to i v jeho poměrně rozsáhlém odvětví ropy z břidlic. Růst reálných cen rezidenčních nemovitostí zpomaluje, jelikož nabídka bydlení se začíná vyrovnávat poptávce. Dluh soukromého sektoru je pod prahovou hodnotou, avšak přestal klesat vzhledem k postupnému růstu poskytování úvěrů, zejména podnikům. Naopak veřejný dluh je stabilní a nejnižší z celé EU. Dlouhodobá nezaměstnanost, nezaměstnanost mladých lidí a míra silné materiální deprivace dále klesaly.

Graf A6: Reálný efektivní směnný kurz a jednotkové náklady práce



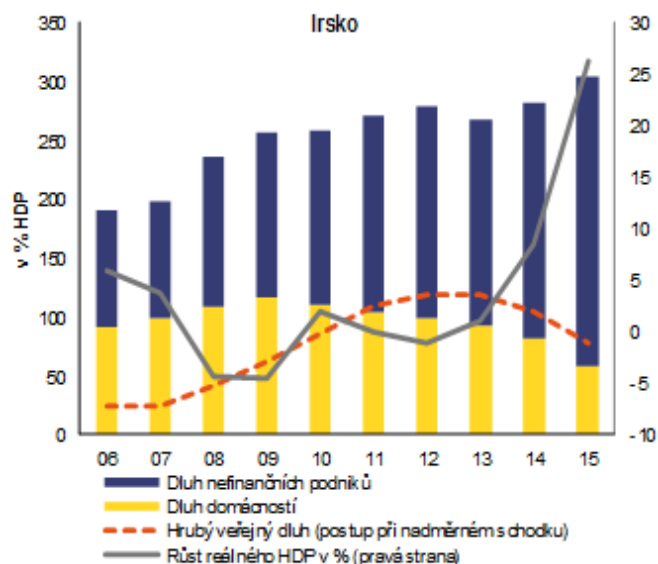
Zdroj: Eurostat, útvary Komise.

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

Irsko: V březnu 2016 dospěla Komise k závěru, že Irsko je vystaveno makroekonomickým nerovnováhám souvisejícím s vysokým objemem vnějších závazků a zranitelnými místy způsobenými zadlužením soukromého a veřejného sektoru. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahují některé ukazatele orientační prahovou hodnotu, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí, reálný efektivní směnný kurz, soukromé zadlužení, reálné ceny rezidenčních nemovitostí, veřejné zadlužení a nezaměstnanost.

Čistá investiční pozice vůči zahraničí se v roce 2015 výrazně zhoršila, což lze částečně vysvětlit některými aktivitami nadnárodních společností s omezenými dopady na domácí ekonomiku. Irsko v několika posledních letech vykazovalo výrazné přebytky běžného účtu. To se do určité míry odráží v obnově vnitřní rovnováhy ekonomiky a zlepšující se konkurenceschopnosti podpořené vývojem reálného efektivního směnného kurzu. Související saldo běžného účtu a vnější pozice je však obtížné posoudit kvůli objemu a dopadu aktivit nadnárodních společností. Poměr soukromého dluhu k HDP zůstává vysoký a snižování páky domácností aktivně pokračovalo, ale situaci

Graf A7: Zadluženost jednotlivých hospodářských odvětví a růst reálného HDP

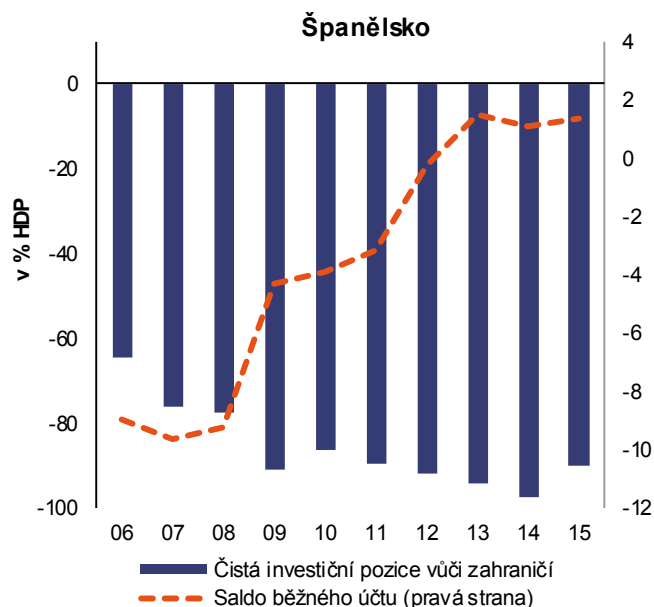


Zdroj: Eurostat.

domácích nefinančních podniků je vzhledem k podílu nadnárodních společností na celkovém zadlužení podniků obtížnější posoudit. Podíl úvěrů v selhání je vysoký, vykazuje však klesavou tendenci, přičemž obavy vzbuzují nedoplatky dlouhodobých hypotečních úvěrů. Růst reálných cen rezidenčních nemovitostí způsobený zejména nedostatečnou nabídkou nemovitostí zmírnil, existují však značné regionální rozdíly. Ceny rezidenčních nemovitostí se drží výrazně pod vrcholnou úroveň, zatímco nájemné ji nyní přesahuje. Veřejný dluh sleduje sestupný trend a v roce 2015 také výrazně poklesl díky výjimečnému posunu HDP směrem vzhůru. Tříletý průměr míry nezaměstnanosti je blízko prahové hodnotě, jelikož nezaměstnanost postupně klesala díky silnému vytváření pracovních míst. Míra dlouhodobé nezaměstnanosti a nezaměstnanosti mladých lidí také výrazně poklesla.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vnější udržitelností, finančním sektorem a zadlužením soukromého a veřejného sektoru. Komise má proto i s ohledem na březnové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováhy trvají, nebo ustupují.

Graf A8: Čistá investiční pozice vůči zahraničí a saldo běžného účtu



Zdroj: Eurostat.

Španělsko: V březnu 2016 dospěla Komise k závěru, že Španělsko *je vystaveno makroekonomickým nerovnováhám* zahrnujícím zejména rizika spojená s vysokým vnějším i vnitřním zadlužením soukromého i veřejného sektoru a v situaci, kdy panuje vysoká nezaměstnanost. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí, soukromé a veřejné zadlužení a míra nezaměstnanosti.

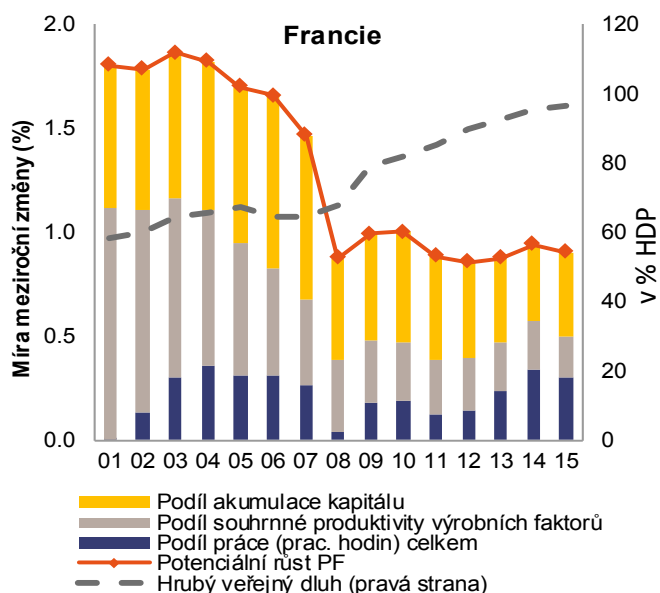
Pokračovalo obnovování vnější rovnováhy a očekává se, že saldo běžného účtu zůstane ve střednědobém horizontu v mírném přebytku. Tato korekce však má jen pomalý efekt na zlepšování vnějších závazků Španělska. Čistá investiční pozice vůči zahraničí se od roku 2014 zlepšovala, zůstává však výrazně záporná a tvoří ji zejména dluh, což zemi vystavuje rizikům vyplývajícím ze změn tržních nálad. Slabý růst produktivity navíc způsobuje, že růst produktivity se odvíjí od nákladových výhod a má dopad i na pracovní podmínky a sociální soudržnost. Snižování páky v soukromém sektoru v průběhu roku 2015 pokračovalo, mimo jiné s přispěním silného reálného růstu. Veřejný dluh byl navzdory značnému, ale zlepšujícímu se schodku obecně stabilní. Nezaměstnanost sice rychle klesala, ale především mezi mladými lidmi zůstává velmi vysoká a značná část nezaměstnaných je bez práce více než rok. Zlepšení na trhu práce má jen pomalý účinek na snižování chudoby, jejíž ukazatele zůstávají mezi nejvyššími v EU.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vnější udržitelností, zadlužením soukromého a veřejného sektoru a korekcí trhu práce v situaci slabého růstu produktivity. Komise má proto i s ohledem na březnové zjištění nerovnovah a jejich přeshraniční význam za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováhy trvají, nebo ustupují.

Francie: V březnu 2016 dospěla Komise k závěru, že Francie *je vystavena nadměrným makroekonomickým nerovnováhám* zahrnujícím zejména vysoké a rostoucí veřejné zadlužení v kombinaci se slabým růstem produktivity a horší konkurenceschopností. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů stále orientační prahovou hodnotu, konkrétně zadlužení veřejného a soukromého sektoru, nezaměstnanost, jakož i změna dlouhodobé nezaměstnanosti.

Ukazatele vnějších nerovnovah a konkurenceschopnosti zůstaly v roce 2015 přibližně na stejné úrovni, což se odráží ve skutečnosti, že běžný účet se blíží vyrovnanosti, vývoj kumulovaných ztrát podílu na světovém vývozu, jež jsou nyní pod prahovou hodnotou, zpomalil, a růst jednotkových nákladů práce je omezený. Slabý růst produktivity práce je však rizikovým faktorem vývoje jednotkových nákladů práce. Vysoký a rostoucí veřejný dluh zůstává zásadní příčinou zranitelnosti a podle prognózy by měl zůstat vysoký i v následujících

Graf A9: **Potenciální růst a veřejný dluh**



Zdroj: Útvary Komise

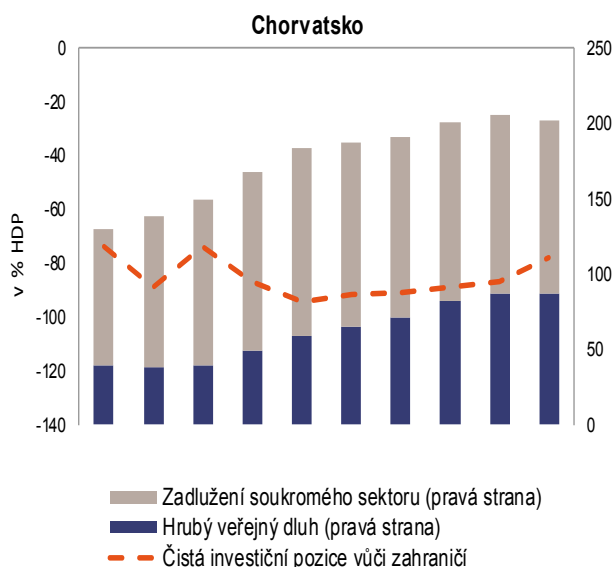
letech. Nízký růstový potenciál a nízká inflace prohlubují rizika spojená s vysokou úrovní veřejného dluhu tím, že ztěžují snižování páky. Dluh soukromého sektoru přesahuje prahovou hodnotou, ale tlaky na snižování páky se jeví omezené. Dochází k pomalé korekci reálných cen rezidenčních nemovitostí a úvěry v soukromém sektoru se stabilizovaly na poměrně mírné kladné úrovni. V roce 2015 v kontextu nízkého růstu dále rostla nezaměstnanost. Míra dlouhodobé nezaměstnanosti také pokračovala v nárůstu.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené zejména s vnitřními nerovnováhami, především veřejnou zadlužeností v situaci slabého růstu produktivity a nízké konkurenceschopnosti. Komise má proto i s ohledem na březnové zjištění nadměrné nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda makroekonomická rizika trvají, a sledovat pokrok při snižování nadměrných nerovnovah.

Chorvatsko: V březnu 2016 dospěla Komise k závěru, že Chorvatsko je vystaveno nadměrným makroekonomickým nerovnováhám zahrnujícím zejména rizika související s vysokou úrovní veřejného zadlužení, dluhu podniků a vnějšího zadlužení v situaci, kdy panuje vysoká nezaměstnanost. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí, veřejné zadlužení a míra nezaměstnanosti.

Čistá investiční pozice vůči zahraničí zůstává výrazně záporná, zlepšila se však a saldo běžného účtu vykazovalo v roce 2015 rostoucí přebytek. Roční zvyšování podílu na světovém vývozu pokračovalo, takže prakticky zvrátilo ztráty kumulované v letech před přistoupením. Úroveň zadluženosti veřejného i soukromého sektoru, zejména dluhu podniků, je vysoká. Po pěti letech rychlého zvyšování se veřejný dluh stabilizoval na velmi vysoké úrovni a v prognózovaném období má nyní jako podíl HDP klesat. Dluh soukromého sektoru začal také klesat, a ačkoliv je pod prahovou hodnotou, zůstává v porovnání se srovnatelnými zeměmi vysoký. Velká část domácího dluhu je navíc denominovaná v eurech, což prohlubuje měnová rizika související s vysokými vnějšími závazky. Finanční sektor je sice řádně kapitalizovaný, zůstává však vystaven vysokému podílu úvěrů v selhání. Zrychlení odepisovaných a vyprodávaných úvěrů v poslední době vedlo k poklesu objemu úvěrů v selhání a naznačuje uvolňování úvěrových podmínek. Vysoká míra nezaměstnanosti také klesá, především kvůli snižování podílu ekonomicky aktivních obyvatel z již tak nízkého základu. Vzhledem k nízké míře zaměstnanosti a

Graf A10: Čistá investiční pozice vůči zahraničí, soukr. a veřejný dluh, v % HDP



Zdroj: Eurostat.

ekonomické aktivity je poměrně velký podíl obyvatelstva nadále ohrožen chudobou a sociálním vyloučením.

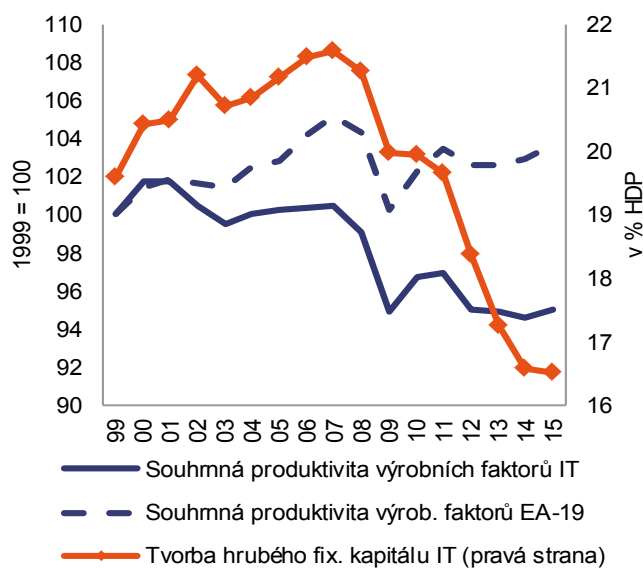
Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vnější pozicí, udržitelností veřejného dluhu a korekcí trhu práce. Komise má proto i s ohledem na březnové zjištění nadměrné nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda makroekonomická rizika trvají, a sledovat pokrok při snižování nadměrných nerovnovah.

Itálie: V březnu 2016 dospěla Komise k závěru, že Itálie je vystavena nadměrným makroekonomickým nerovnováhám, zejména velmi vysokému veřejnému zadlužení a slabé vnější konkurenceschopnosti v podmínkách nízkého hospodářského růstu a nevýrazné dynamiky produktivity. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně ztráta podílu na světovém vývozu, veřejné zadlužení, míra nezaměstnanosti, jakož i změna v míře dlouhodobé nezaměstnanosti a nezaměstnanosti mladých lidí.

Běžný účet zůstal v roce 2015 v přebytku, což přispělo ke zlepšení čisté investiční pozice vůči zahraničí. Tento přebytek se však také odráží v trvale slabé domácí poptávce, jež se promítá do historicky nízké míry fixních investic k HDP. Ztráty podílu na světovém vývozu zůstávají značné. Vnější výkonnost a nákladová konkurenceschopnost trpí vlivem nízkého růstu produktivity práce navzdory umírněnému růstu mezd a znehodnocení reálného efektivního směnného kurzu. Slabé hospodářské oživení, nízká inflace a expanzivní fiskální politika oddalují snížení velmi vysoké míry veřejného zadlužení a souvisejících rizik. Kvůli nízké ziskovosti a velkému objemu úvěrů v selhání je bankovní systém čím dál zranitelnější a ztěžuje schopnost bank podporovat ekonomiku. Zejména nesprávná alokace kapitálu spojená s velkým objemem úvěrů v selhání přispívá také k nízkému růstu produktivity a malý objem poskytovaných úvěrů souvisí s nízkou úrovní investic. Zlepšující se podmínky na trhu práce postupně snižují míru nezaměstnanosti, která však přesto zůstává vysoko nad úrovní před vypuknutím krize, podobně jako míra dlouhodobé nezaměstnanosti a nezaměstnanosti mladých lidí.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené se zadlužeností veřejného sektoru a bankovním systémem v podmínkách slabého růstu produktivity. Komise má proto i s ohledem na březnové zjištění nadměrných nerovnovah za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda makroekonomická rizika trvají, a sledovat pokrok při snižování nadměrných nerovnovah.

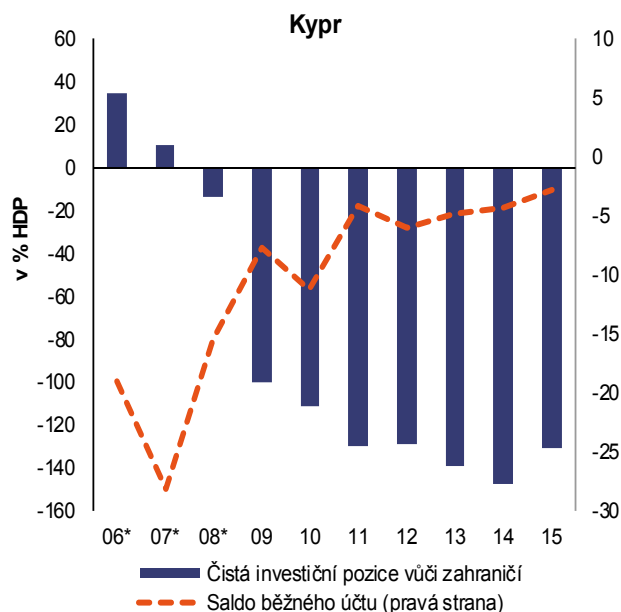
Graf A11: **Souhrnná produktivita výrobních faktorů a tvorba hrubého fixního kapitálu**



Zdroj: Útvary Komise

Kypr: V dubnu 2016 dospěla Komise k závěru, že Kypr je vystaven nadměrným makroekonomickým nerovnováhám souvisejícím zejména s vysokým objemem zadlužení soukromého a veřejného sektoru a vnějšího zadlužení a vysokým podílem úvěrů v selhání v bankovním systému. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje řada ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně schodek běžného účtu, čistá investiční pozice vůči zahraničí, reálný efektivní směnný kurz, ztráty podílu na světovém vývozu, zadlužení soukromého a veřejného sektoru a nezaměstnanost, jakož i změna v míře dlouhodobé nezaměstnanosti a nezaměstnanosti mladých lidí.

Graf A12: Čistá investiční pozice vůči zahraničí a saldo běžného účtu

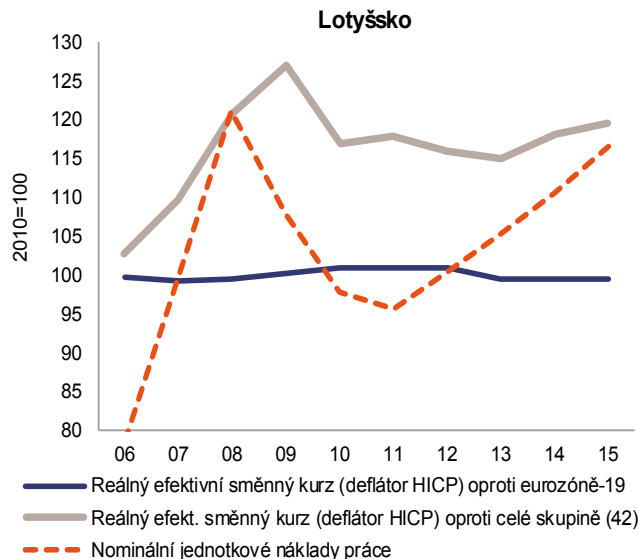


Zdroj: Eurostat. Poznámka: * údaje BMP5 a ESA95.

Schodek běžného účtu a záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí zůstávají značné, i když v roce 2015 došlo k určitému zlepšení. K tomuto výsledku přispěla dobrá výkonnost vývozu služeb, zejména v cestovním ruchu. Toto výrazné oslabení reálného efektivního směnného kurzu se odráží zejména v záporné inflaci, která panuje od roku 2015. Úroveň soukromé zadluženosti zůstává mezi nejvyššími v EU. V roce 2015 se sice obnovil růst reálného HDP a předpokládá se, že v prognózovaném období bude posilovat, ale klesající ceny snižují růst nominálního HDP a ztěžují proces snižování páky. Velmi vysoký objem úvěrů v selhání naznačuje, že trvají vážná rizika pro obnovení zdravého toku úvěrů do ekonomiky, který je nutný pro podporu růstu ve střednědobém horizontu. Velmi vysoký poměr veřejného dluhu k HDP je stabilní a předpokládá se, že v roce 2015 dosáhl vrcholu. Nezaměstnanost je vysoká, ale klesá, zatímco dlouhodobá nezaměstnanost a nezaměstnanost mladých lidí zůstává poměrně vysoká.

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

Graf A13: Reálný efektivní směnný kurz a jednotkové náklady práce



Zdroj: Eurostat, útvary Komise.

Lotyšsko: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze *nebyly* v Lotyšsku zjištěny žádné makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí, jednotkové náklady práce a nezaměstnanost.

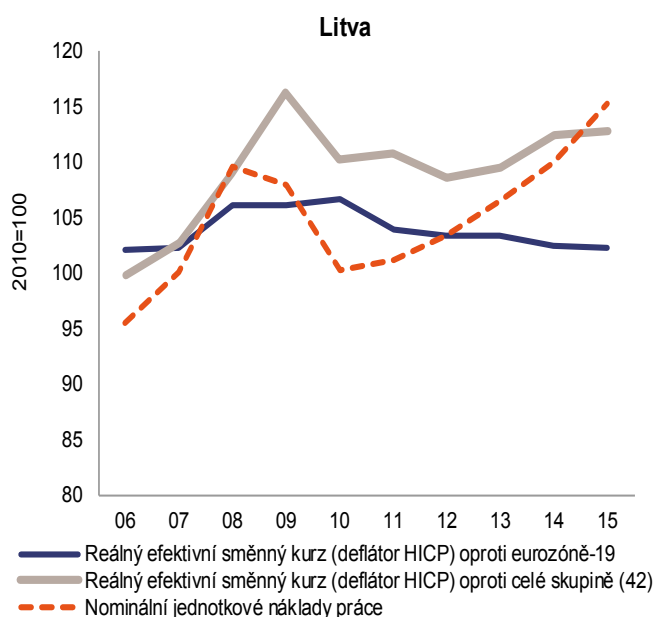
Schodek běžného účtu se snižuje a záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí zůstává výrazně nad prahovou hodnotou, ale trvale se zlepšuje a vyhlídky jsou také příznivé. Velmi značný podíl vnější expozice souvisí s objemem přímých zahraničních investic. Kumulované zvýšení podílu na světovém vývozu zůstává navzdory ztrátám z roku 2015 značné. Podle ukazatelů nákladové konkurenceschopnosti dochází k určitým ztrátám. V roce 2015 došlo k posílení reálného efektivního směnného kurzu. Jednotkové náklady práce dále vzrostly až nad orientační prahovou hodnotu, což představuje určité riziko pro vnější nákladovou konkurenceschopnost. Rychlost zvyšování se však má podle prognóz snižovat vlivem vývoje mezd v poslední době. Míra zadlužení veřejného a soukromého sektoru se nachází bezpečně pod prahovou hodnotou. Finanční sektor zůstává silný. Poskytování úvěrů, zejména podnikům, je po dlouhém období snižování páky znovu na vzestupu. Růst reálných cen rezidenčních nemovitostí se snížil. Tříletý ukazatel nezaměstnanosti je mírně nad prahovou hodnotou, ale má klesající tendenci.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vnějším sektorem ekonomiky a trhem práce v situaci trvalého obnovování rovnováhy. Komise proto v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

Litva: V předchozích kolech postupu při makroekonomické nerovnováze *nebyly* v Litvě zjištěny žádné makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí, nominální jednotkové náklady práce a míra nezaměstnanosti.

Čistá investiční pozice vůči zahraničí sice stále přesahuje orientační prahovou hodnotu, ale má tendenci se zlepšovat. K celkové záporné čisté pozici přispívají rovnou měrou veřejný i soukromý sektor a pasiva soukromého sektoru tvoří téměř výhradně přímé zahraniční investice, což ukazuje na nižší riziko. Stále nastává kumulované zvýšení podílu na světovém vývozu, ale v roce 2015 došlo ke značným ztrátám. Podle ukazatelů nákladové konkurenceschopnosti dochází k určitým ztrátám. V roce 2015 došlo k posílení reálného efektivního směnného kurzu. Slabá produktivita a vysoký růst mezd naznačovaly v roce 2015 silný růst jednotkových nákladů práce, čímž se tento ukazatel dostal nad prahovou hodnotu, ale v prognózaném období se předpokládá zpomalování. Úroveň zadlužení veřejného a

Graf A14: Reálný efektivní směnný kurz a jednotkové náklady práce



Zdroj: Eurostat, útvary Komise.

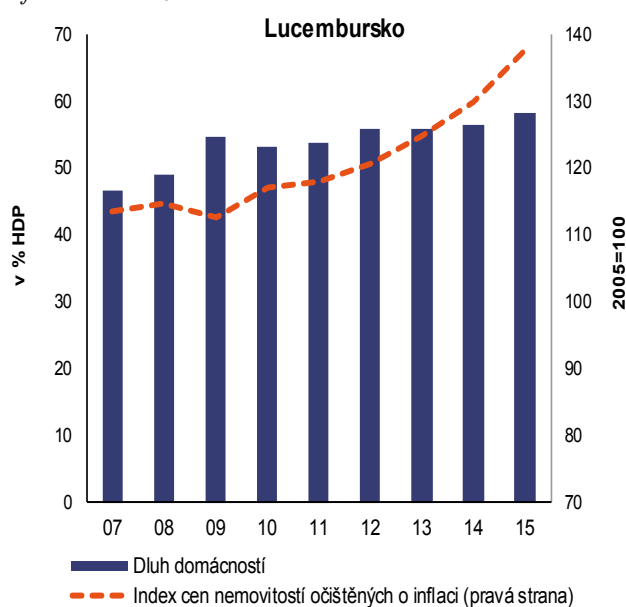
soukromého sektoru je poměrně nízká. Reálné ceny rezidenčních nemovitostí stále rostou, avšak míra růstu je nižší a vychází z poměrně nízké úrovně. Ukazatel nezaměstnanosti je nad prahovou hodnotou, ale má trvale klesající tendenci.

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

Lucembursko: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze *nebyly* v Lucembursku zjištěny žádné makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně reálné ceny rezidenčních nemovitostí, tok úvěrů v soukromém sektoru a zadlužení soukromého sektoru.

Strukturálně vysoký přebytek běžného účtu byl v roce 2015 stabilní a je těsně pod prahovou hodnotou. Pozitivní čistá investiční pozice vůči zahraničí se zvýšila, zejména jako odraz dominance finančního sektoru, ovšem domácí ekonomické činnosti se týká pouze omezený podíl toků. Zvyšování mezd je nízké, což přispělo nedávnému zmírnění nákladů práce. Spolu se zvýšením produktivity v posledních letech to pomáhá vysvětlit oživení podílu na světovém vývozu. Nízký veřejný dluh dále klesal. Růst úvěrů zůstal dynamický a mohutný nárůst poskytování úvěrů na pořízení rezidenčních nemovitostí přiblížil úroveň zadlužení domácností k průměru eurozóny, přičemž tlaky na rozvahy domácností a podniků ohledně snižování páky se jeví omezené. Ceny rezidenčních nemovitostí rychle rostou z již tak vysoké úrovně, což vyžaduje pečlivé monitorování. Poptávku po bydlení podporuje několik spojených faktorů, jako jsou značné toky čisté migrace, dynamický trh práce a nízké náklady na financování, zatímco nabídka zůstává poměrně omezená, jak ukazuje i nízký nárůst stavebních povolení. Poměr úvěrů k hodnotě poklesl, stejně jako dostupnost bydlení. Nezaměstnanost rostla, avšak z nízké úrovně.

Graf A15: Zadluženost domácností a index cen nemovitostí

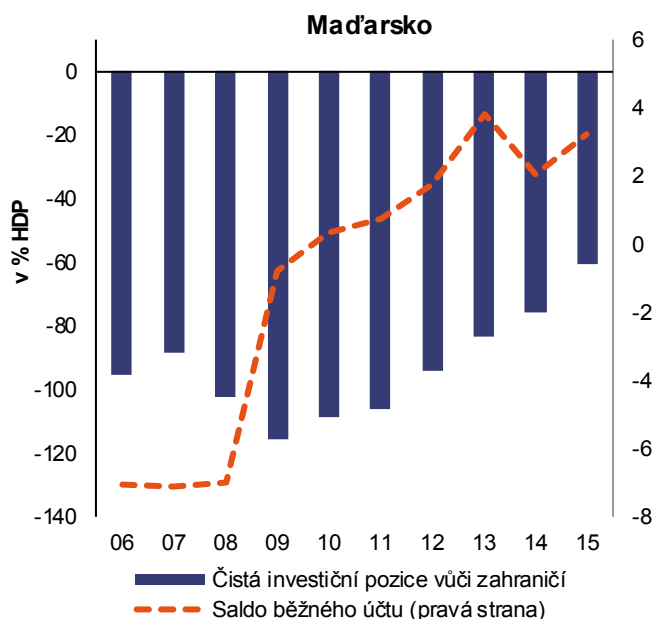


Zdroj: Eurostat.

Celkově ukazují ekonomické závěry zejména na problémy spojené s růstem cen bydlení, celková rizika se však stále jeví poměrně omezená. Komise proto v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

Maďarsko: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyly v Maďarsku zjištěny žádné makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí, ztráty podílu na světovém vývozu, reálné ceny rezidenčních nemovitostí a veřejné zadlužení.

Graf A16: Čistá invest. pozice vůči zahraničí a saldo běžného účtu



Zdroj: Eurostat.

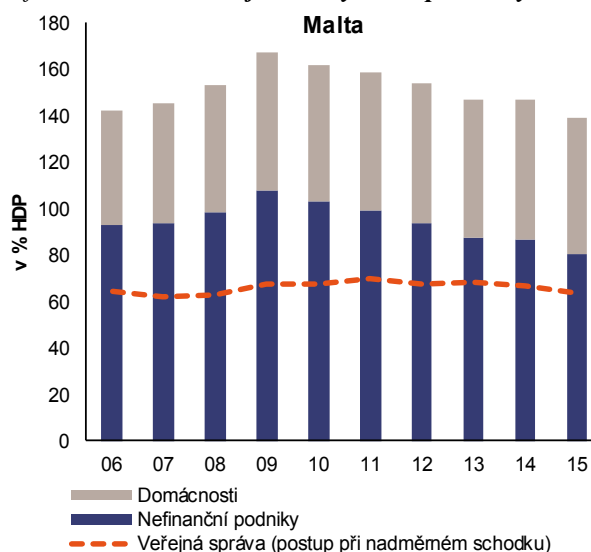
Trvalé zlepšování salda běžného účtu signalizuje velmi rychlé a trvalé zlepšení záporné čisté investiční pozice vůči zahraničí. V roce 2015 bylo zaznamenáno zvýšení podílu na světovém vývozu a kumulované ztráty jsou jen těsně nad prahovou hodnotou. To je podporováno růstem v automobilovém průmyslu a zlepšením nákladové konkurenceschopnosti, jež se odráží v znehodnocení reálného efektivního směnného kurzu a umírněném růstu jednotkových nákladů práce. Poskytování úvěrů podnikům domácími bankami se nadále omezuje, ale objem nových úvěrů poskytovaných domácnostem v roce 2015 vzrostl. Celkově se snižování páky v důsledku trvalého hospodářského růstu zpomalilo. Předchozí pokles reálných cen rezidenčních nemovitostí se prudce otočil a v roce 2015 ceny rezidenčních nemovitostí výrazně vzrostly až nad prahovou hodnotu, avšak stále z poměrně podhodnocené úrovně. Dodatečně zavedená pravidla dluhového stropu budou omezovat riziko přehřátí trhu. Veřejný dluh dále postupně klesal, i když na zemi se středními příjmy zůstává poměrně vysoký. Ziskovost bankovního sektoru a jeho schopnost absorbovat otřesy se zlepšila. Na trhu s bydlením došlo k oživení, které by mohlo přispět k omezení problému stále vysokého podílu nesplacených úvěrů domácností. Ukazatel nezaměstnanosti se v roce 2015 udržel pod prahovou hodnotou, zatímco zaměstnanost v letech 2015 a 2016 dále rostla.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy zlepšující se vnější pozici a na problémy spojené s trhem s bydlením, rizika se však jeví omezená. Komise v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

Malta: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze *nebyly na Maltě zjištěny žádné makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně ztráty podílu na světovém vývozu a soukromé a veřejné zadlužení.

Přebytek běžného účtu v roce 2015 poněkud poklesl, mimo jiné z důvodu silného nárůstu investic náročných na dovoz. Pozitivní čistá investiční pozice vůči zahraničí posílila. Podíl na světovém vývozu sleduje od roku 2009 stabilně sestupný trend, zejména kvůli vývozu zboží. Vývoj nákladové konkurenceschopnosti však byl příznivý, jelikož růst produktivity a mírný vývoj mezd pomohly udržet jednotkové náklady práce stabilní a mírně oslabit reálný efektivní směnný kurz. Poměr soukromého dluhu k HDP v kontextu řádného snižování páky nefinančních podniků a silného hospodářského růstu trvale sleduje sestupný trend. Dynamika cen bydlení zůstala v roce 2015 slabá, ale očekává se, že rostoucí poptávka přinese v následujících letech tlak na růst cen. Veřejný dluh se nadál snižoval a přiblížil se prahové hodnotě. Podmínky na trhu práce zůstaly příznivé a nezaměstnanost je nadále nízká.

Graf A17: *Zadluženost jednotlivých hospodářských odvětví*



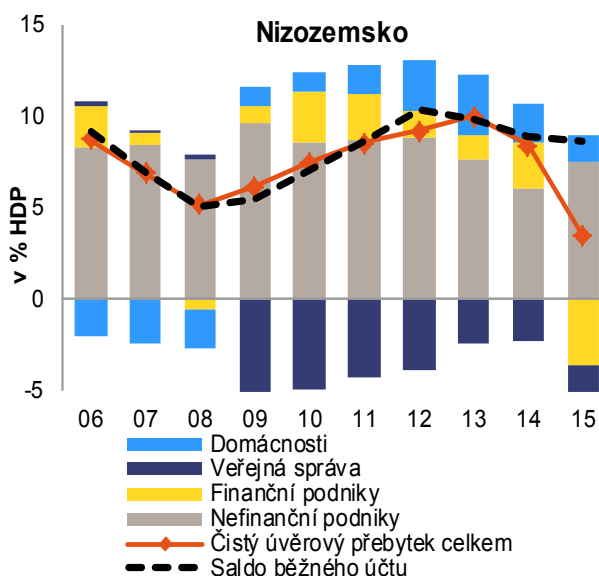
Zdroj: Eurostat.

Celkově ekonomické závěry ukazují na pevnou vnější pozici a na probíhající snižování páky v podmínkách poměrně silného růstu. Komise proto v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

Nizozemsko: V březnu 2016 dospěla Komise k závěru, že Nizozemsko je vystaveno makroekonomickým nerovnováhám zahrnujícím zejména rizika spojená s dlouhodobě velkým a trvalým přebytkem běžného účtu a velmi vysokým zadlužením domácností. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně přebytek běžného účtu, ztráta podílu na světovém vývozu, zadlužení soukromého a veřejného sektoru, jakož i změna v míře dlouhodobé nezaměstnanosti.

Přebytek běžného účtu zůstává na úrovni, která výrazně přesahuje orientační prahovou hodnotu. K této vysoké úrovni částečně přispívají strukturální rysy včetně rozšířených aktivit zpětného vývozu a přítomnosti

Graf A18: *Čisté úvěry či půjčky podle odvětví a běžného účtu*



Zdroj: Eurostat.

nadnárodních podniků. Dále je přebytek odrazem vysokých úspor nefinančních podniků v podmínkách nízkých investic a v omezeném rozdělení zisku podniků. Investice by však měly podle prognózy silněji růst v souvislosti se silnou domácí poptávkou, což by mohlo vést k mírnému poklesu přebytku běžného účtu. Kumulované ztráty podílu na světovém vývozu zůstaly v kontextu meziročních ztrát v roce 2015 nad prahovou hodnotou. Podle ukazatelů nákladové konkurenceschopnosti došlo v roce 2015 k určitému zlepšení.

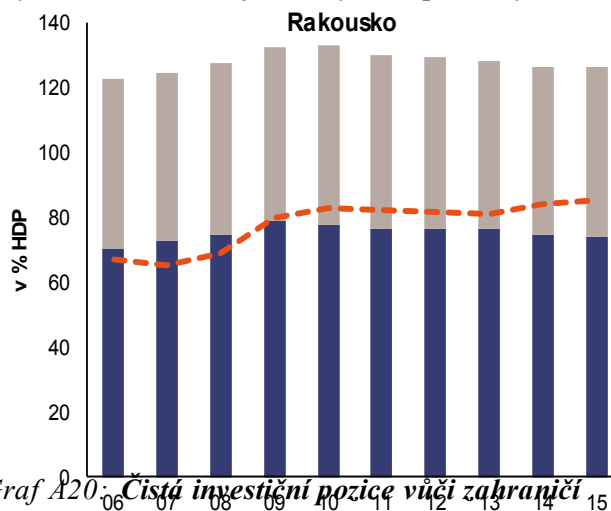
Dluh soukromého sektoru je velmi vysoký, ale snižování páky soukromého dluhu pokračuje, což vede k nepatrnému snížení úrovně zadlužení. Politická opatření, jako je snížení odpočitatelných hypotečních úroků a poměr úvěrů k hodnotě, by podle prognózy měla přispět k postupnému snižování úrovně zadlužení domácností. V roce 2015 začaly reálné ceny rezidenčních nemovitostí po korekci v předchozích letech opět růst. Veřejný dluh je mírně nad prahovou hodnotou a lehce klesá. Na trhu práce sice dochází k silnému růstu zaměstnanosti, díky čemuž soustavně klesá míra nezaměstnanosti, ovšem podíl dlouhodobé nezaměstnanosti zůstává vysoký.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s přetrvávajícími nerovnováhami mezi úsporami a investicemi a s vysokou úrovní soukromého zadlužení, zejména hypotečního dluhu. Komise má proto i s ohledem na březnové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováhy trvají, nebo ustupují.

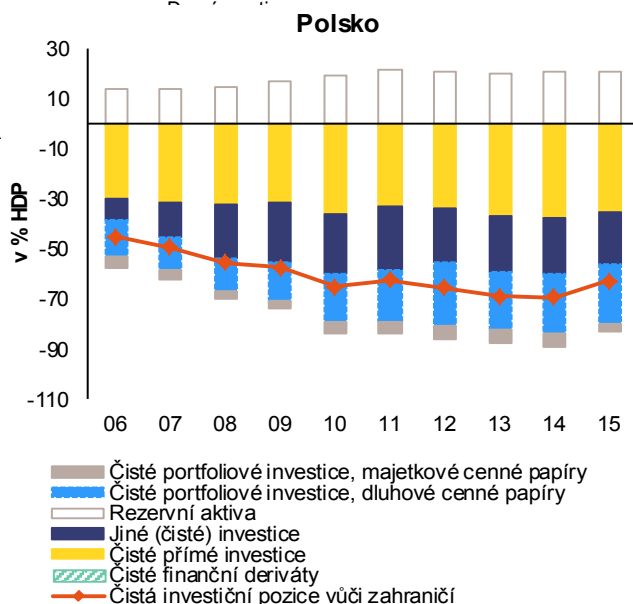
Rakousko: V březnu 2016 dospěla Komise k závěru, že Rakousko *není* vystaveno žádným makroekonomickým nerovnováhám. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně ztráty podílu na světovém vývozu, veřejné zadlužení, jakož i změna v míře dlouhodobé nezaměstnanosti.

Běžný účet vykazuje mírný přebytek, který v roce 2015 lehce stoupl, zatímco čistá investiční pozice vůči zahraničí je mírně kladná. Kumulované ztráty podílu na světovém vývozu zůstávají nad prahovou hodnotou a v roce 2015 došlo k určitým dalším ztrátám. Došlo k meziročnímu znehodnocení reálného efektivního směnného kurzu. Růst produktivity práce byl také po třech letech ztrát kladný, což přispělo ke snížení růstu nominálních jednotkových nákladů práce. Zadluženost soukromého sektoru

Graf A19: Zadluženost jednotlivých hospodářských odvětví



Graf A20: Čistá investiční pozice vůči zahraničí



Zdroj: Eurostat.

zůstává pod prahovou hodnotou, ale velmi těsně, a pokračuje jeho snižování v poměru k HDP v důsledku snižování páky nefinančních podniků, navzdory prostředí s nízkými úrokovými sazbami. Růst reálných cen rezidenčních nemovitostí zrychlil z již tak vysoké úrovně, a ačkoliv tento ukazatel zůstává pod prahovou hodnotou, vyžaduje pečlivé monitorování. Stoupl dluh veřejného sektoru, zčásti také kvůli vleklé restrukturalizaci bank v problémech, které mohou stále působit určitá rizika pro veřejné finance. Pasiva finančního sektoru zůstala v zásadě na stabilní úrovni, jelikož rakouské banky omezily svou zahraniční expozici, mimo jiné kvůli poměrně nízké kvalitě aktiv ve střední a východní Evropě, což vyžaduje monitorování, pokud jde o možné rozšíření do domácí i partnerských ekonomik. Míra nezaměstnanosti dále roste, zejména vlivem rostoucí nabídky práce, ovšem je i nadále mezi nejnižšími v EU, přestože se zvýšila dlouhodobá nezaměstnanost a nezaměstnanost mladých lidí.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vnější výkonností a bankovním sektorem, rizika se však zdají omezená. Komise proto v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

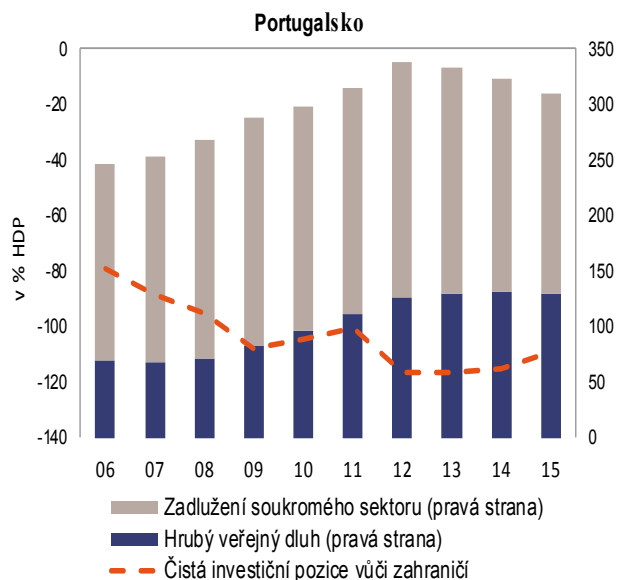
Polsko: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze *nebyly* v Polsku zjištěny žádné makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje čistá investiční pozice vůči zahraničí orientační prahovou hodnotu.

Tříletý průměr schodku běžného účtu se nadále snižoval směrem k vyrovnanosti. Čistá investiční pozice vůči zahraničí je ovšem i nadále vysoce záporná, ale v roce 2015 se výrazně zlepšila. Vnější zranitelnost je omezená, jelikož přímé zahraniční investice tvoří značnou část zahraničních závazků. Kumulované zvýšení podílu na světovém vývozu v roce 2015 vzrostlo, přičemž podle ukazatelů nákladové konkurenceschopnosti dochází k určitému zlepšení. Míra dluhu soukromého i veřejného sektoru je poměrně nízká a stabilní. Stabilitu bankovního sektoru se podařilo udržet, snížila se však ziskovost. Reálné ceny rezidenčních nemovitostí v letech 2014 a 2015 vykázaly po letech korekce omezený kladný růst. Míra nezaměstnanosti se v rámci orientační prahové hodnoty dále snižovala.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy ve vnější pozici, kde však rizika obecně zůstávají omezená. Komise proto v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

Graf A21: Čistá invest. pozice vůči zahraničí, soukromý a veřejný dluh, v % HDP

Portugalsko: V březnu 2016 dospěla Komise k závěru, že Portugalsko je vystaveno nadměrným makroekonomickým nerovnováhám souvisejícím s vysokým objemem vnějších závazků, zadlužením soukromého a veřejného sektoru,



Zdroj: Eurostat.

vysokým podílem úvěrů v selhání a vysokou nezaměstnaností. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí, zadlužení soukromého a veřejného sektoru a nezaměstnanost.

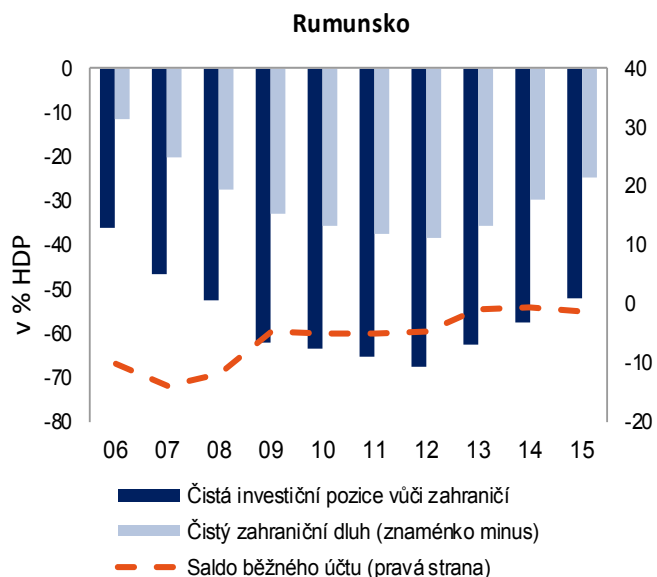
Saldo běžného účtu v roce 2015 zaznamenalo drobný přebytek a čistá investiční pozice vůči zahraničí se mírně zlepšila, zůstává však značně velká. K dosažení udržitelnější pozice vůči zahraničí bude potřeba dlouhodobě značný přebytek běžného účtu. Dříve nakumulované ztráty podílu na světovém vývozu se podařilo částečně vyrovnat, rovněž v kontextu podpory vývoje nákladové konkurenceschopnosti. Stále vysoká míra zadlužení soukromého sektoru naznačuje, že je nutné další snižování páky. Vysoká míra veřejného zadlužení v podmínkách nízkého růstového potenciálu naznačuje, že existují rizika pro střednědobou udržitelnost a zranitelnost vůči negativním otřesům, a zvyšuje finanční náklady. Velký objem úvěrů v selhání podniků spolu s nízkou ziskovostí vytváří tlak na bankovní sektor a brání produktivnímu poskytování úvěrů a investování. Korekce trhu práce postupně probíhá, také pokud jde o nezaměstnanost mladých lidí a dlouhodobou nezaměstnanost, které však zůstávají mezi nejvyššími v EU, což zvyšuje riziko zhoršení lidského kapitálu.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vnější udržitelností, zadlužením veřejného a soukromého sektoru, zranitelnými místy v bankovním sektoru a procesem korekce trhu práce v situaci nízkého růstu produktivity. Komise má proto i s ohledem na březnové zjištění nadměrné nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda makroekonomická rizika trvají, a sledovat pokrok při snižování nadměrných nerovnovah.

Rumunsko: V předchozích kolech postupu při makroekonomické nerovnováze *nebyly* v Rumunsku zjištěny žádné makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje čistá investiční pozice vůči zahraničí orientační prahovou hodnotu.

V roce 2015 vykazoval běžný účet malý přebytek, který se ale má podle prognózy postupně zvětšovat v důsledku silné domácí poptávky. Záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí se v roce 2015 nadále zlepšovala v situaci poměrně silného růstu HDP. Více než polovinu čisté investiční pozice vůči zahraničí tvoří přímé zahraniční investice, zatímco úroveň čistého vnějšího dluhu dále klesala. Kumulované zvýšení podílu na světovém vývozu zůstává značné navzdory drobným ztrátám z roku 2015. Ukazatele nákladové konkurenceschopnosti se v roce 2015 mírně zlepšily, došlo k lehkému snížení nominálních jednotkových nákladů práce, spojenému s růstem produktivity práce, a ke znehodnocení

Graf A22: Čistá investiční pozice vůči zahraničí a saldo běžného účtu



Zdroj: Útvary Komise

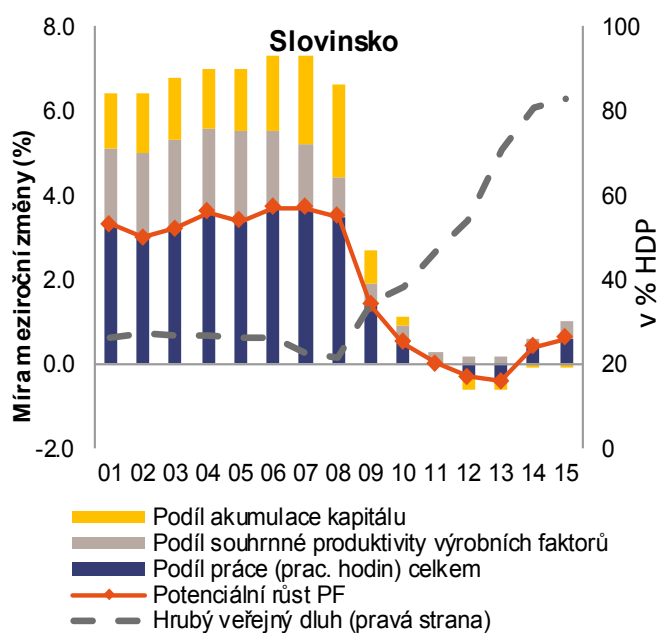
reálného efektivního směnného kurzu. Konkurenceschopnost se však může zhoršit, pokud se udrží současná rychlost zvyšování mezd, která přesahuje zvyšování produktivity. Celkové zdraví bankovního sektoru se zlepšilo a sektor zůstává i nadále řádně kapitalizován a likvidní. Objem úvěrů v soukromém sektoru rovněž přestal klesat. Podíl úvěrů v selhání je stále vysoký, ačkoliv vykazuje klesavou tendenci, přičemž opakované domácí právní iniciativy mají dopad na předvídatelnost práva a mohly by negativně ovlivnit stabilitu bankovních institucí. Dluh veřejného sektoru je i nadále poměrně nízký a dále klesá. Fiskální opatření a jednorázové zvýšení mezd pro některé kategorie zaměstnanců veřejné správy však svědčí o fiskálním uvolnění a procyklické fiskální politice v letech 2016–2017, která by mohla poškodit dynamiku dluhu. Míra nezaměstnanosti zůstala v roce 2015 beze změny, částečně z důvodu strukturálních změn na trhu práce, a míra ekonomické aktivity se v podmínkách silného ekonomického růstu poněkud zvýšila.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vnější pozicí a fiskálním uvolněním. Rizika se v současnosti jeví omezená, ale mohla by se zvýšit v důsledku politických iniciativ, a to i ve finančním sektoru. Komise v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu, ovšem bude pozorně sledovat iniciativy, které by mohly negativně ovlivnit finanční stabilitu.

Slovinsko: V březnu 2016 dospěla Komise k závěru, že Slovinsko je vystaveno makroekonomickým nerovnováhám zahrnujícím zejména fiskální rizika a zranitelná místa související s bankovním sektorem a zadlužením podniků. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí a veřejné zadlužení.

Přebytek běžného účtu zůstal v roce 2015 výrazně kladný a vzhledem ke slabým investicím se zvýšil. Záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí se výrazně zlepšila a přibližuje se prahové hodnotě. Růst vývozu zůstal silný a kumulované ztráty podílu na světovém vývozu za období pěti let se výrazně snížily. Růst jednotkových nákladů práce byl nízký a došlo ke znehodnocení reálného efektivního směnného kurzu, který podpořil konkurenceschopnost. V roce 2015 byl růst úvěrů záporný a snižování páky podniků pokračovalo, tlaky však polevují. Veřejný dluh je vysoký, ale předpokládá se, že v roce 2015 dosáhl vrcholu. Situace bankovního sektoru se dále stabilizovala. Objem úvěrů v selhání klesal, i když zůstává poměrně vysoký, a ziskovost bank je pod tlakem. Díky stabilnímu růstu HDP a vývozu od roku 2014 se trh práce v roce 2015 zlepšil. Vzhledem k oživení poptávky po pracovních silách v soukromém sektoru míra

Graf A23: **Potenciální růst a veřejný dluh**



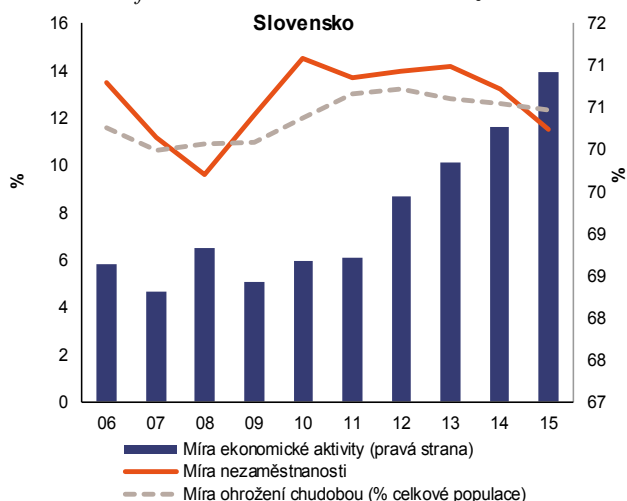
Zdroj: Utvary Komise

nezaměstnanosti v roce 2015 dále klesala, stejně jako míra dlouhodobé nezaměstnanosti a nezaměstnanosti mladých lidí.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vysokým zadlužením podniků a veřejného sektoru a výkonností bankovního sektoru. Komise má proto i s ohledem na březnové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit rizika ovlivňující to, zda nerovnováhy trvají, nebo ustupují.

Slovensko: V předchozích kolech postupu při makroekonomické nerovnováze *nebyly* na Slovensku zjištěny žádné makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovaném srovnávacím přehledu stále přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí a nezaměstnanost.

Graf A24: Pracovní trh a sociální ukazatele



Saldo běžného účtu se v posledních letech značně zlepšilo, tříletý průměr dosáhl v roce 2015 mírného přebytku. Čistá investiční pozice vůči zahraničí se však zlepšuje jen pomalu s tím, jak pokračuje příliv přímých zahraničních investic, který se týká především expandujícího automobilového průmyslu. Nedávné oslabení reálného efektivního směnného kurzu zahrnujícího pouze mírný růst nominálních jednotkových nákladů práce přispělo k nákladové konkurenceschopnosti, přičemž došlo ke kumulativnímu zvýšení podílu na světovém vývozu. Zhoršení podmínek na trhu práce a stoupající tlak na růst nominálních mezd by však mohly v následujících letech působit tlak na nákladovou konkurenceschopnost. Tok úvěrů v soukromém sektoru byl v posledních letech silný a přispěl k vzestupnému trendu v míře zadluženosti soukromého sektoru, která však stále zůstává bezpečně pod orientační prahovou hodnotou. Reálné ceny rezidenčních nemovitostí v roce 2013 přestaly klesat a v roce 2015 došlo k výraznému kladnému růstu, i když z nízké úrovně. Další zrychlení objemů úvěrů na nákup rezidenčních nemovitostí v prostředí s nízkými úrokovými sazbami by v následujících letech mohlo vyvolat rychlejší růst cen bydlení. Míra hrubého veřejného dluhu se v roce 2015 mírně snížila. Bankovní sektor, který je do značné míry v zahraničním vlastnictví, je řádně kapitalizovaný. Míra nezaměstnanosti se snižuje. I když se míra ekonomické aktivity od roku 2012 postupně zvyšovala, strukturální nezaměstnanost představuje zásadní problém.

Zdroj: Eurostat.

Celkově ukazují ekonomické závěry na problémy spojené s vnějšími aspekty, avšak s omezenými riziky, problematickým místem však zůstává strukturální nezaměstnanost. Komise proto v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

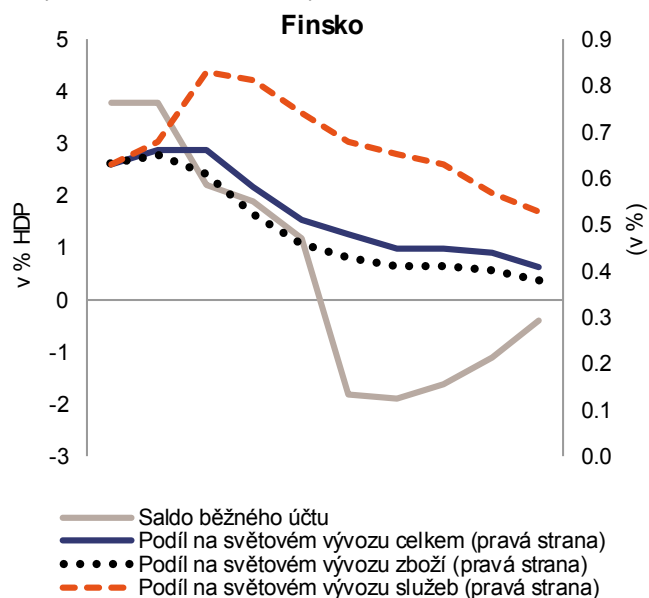
Finsko: V březnu 2016 dospěla Komise k závěru, že Finsko je vystaveno makroekonomickým nerovnováhám týkajícím se zejména konkurenceschopnosti a vnější výkonnosti. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje řada ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně ztráta podílu na světovém vývozu, úroveň zadlužení soukromého a veřejného sektoru, jakož i růst nezaměstnanosti mladých lidí a dlouhodobé nezaměstnanosti.

Schodek běžného účtu se v roce 2015 dále snížil a očekává se, že by v následujících letech mohl zůstat na podobné úrovni. Čistá investiční pozice vůči zahraničí se postupně zhoršovala, ale blíží se vyrovnanosti. Kumulativní ztráta podílu na světovém vývozu za dobu od vypuknutí ekonomické a finanční krize navzdory nedávným zlepšením ukazatelů nákladové konkurenceschopnosti zůstává značná. Ztráta podílu na světovém vývozu, která v roce 2015 znovu zrychlila a patřila k nejhorším v EU, souvisí s probíhající strukturální změnou ekonomiky a citlivostí vývozu na recesi v Rusku. V roce 2016 se sociální partneři dohodli na Paktu pro konkurenceschopnost, který má podle předpokladů od roku 2017 zlepšit nákladovou konkurenceschopnost. Dluh

soukromého sektoru se v roce 2015 po období stability od roku 2009 výrazně zvýšil, zatímco příznivé úvěrové podmínky, nízké úrokové sazby a mírný pokles reálných cen rezidenčních nemovitostí podpořily silný růst úvěrů. Finanční sektor zůstává i nadále řádně kapitalizován, což zmírňuje rizika ohrožující finanční stabilitu. Veřejný dluh je nyní nad prahovou hodnotou 60 % HDP. Nezaměstnanost v roce 2015 dále rostla, ale do budoucna se předpokládá její snižování. Růst nezaměstnanosti mladých lidí začal v poslední době polevovat, ale dlouhodobá nezaměstnanost nadále roste.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené jak s cenovou, tak necenovou konkurenceschopností v podmínkách odvětvové restrukturalizace. Komise má proto i s ohledem na březnové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováhy trvají, nebo ustupují.

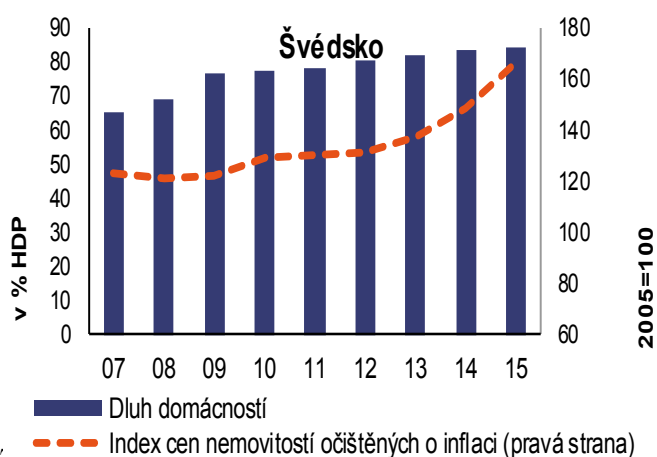
Graf A25: Podíl na světovém vývozu a saldo běžného účtu



Zdroj: Eurostat.

Graf A26: Zadluženost domácností a index cen nemovitostí

Švédsko: V březnu 2016 dospěla Komise k závěru, že Švédsko je vystaveno makroekonomickým nerovnováhám zahrnujícím zejména vysoké a rostoucí zadlužení domácností související s vysokými a



rostoucími cenami rezidenčních nemovitostí. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně ztráta podílu na světovém vývozu, zadlužení soukromého sektoru a růst reálných cen rezidenčních nemovitostí.

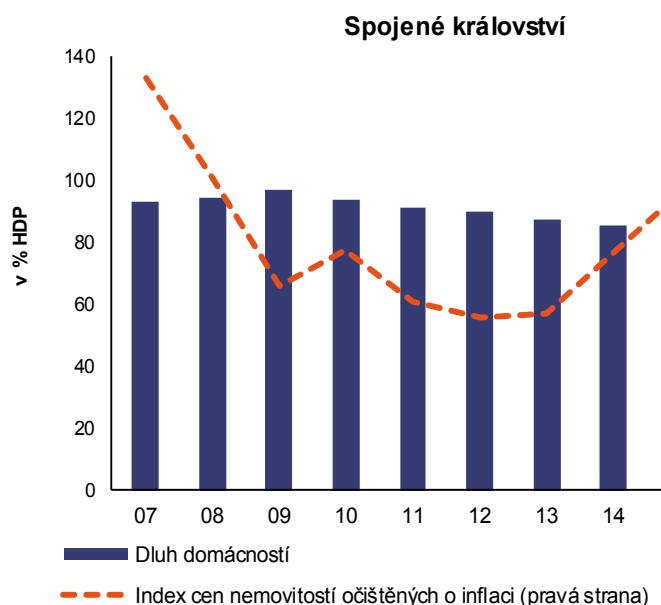
Přebytek běžného účtu zůstává vysoký, ačkoliv je pod prahovou hodnotou, především vzhledem k vysoké míře soukromých úspor. Čistá investiční pozice vůči zahraničí se postupně dále zlepšovala a v roce 2015 začala být kladná. Kumulativní ztráty podílu na světovém vývozu jsou nad prahovou hodnotou a v roce 2015 došlo k dalším omezeným ztrátám. Ukazatele nákladové konkurenceschopnosti se v roce 2015 vyvíjely příznivě, došlo k omezenému růstu jednotkových nákladů práce a ke znehodnocení reálného efektivního směnného kurzu. Celkové ztráty podílu na světovém vývozu jsou motivovány spíše slabou vnější poptávkou než problémy s konkurenceschopností. Dluh soukromého sektoru je víceméně stabilně na jedné z nejvyšších úrovní v EU, přičemž rizika souvisejí zejména s vysokým zadlužením domácností. Růst úvěrů se v roce 2015 zvýšil a růst reálných cen rezidenčních nemovitostí zrychlil z již tak vysoké úrovně. Ceny rezidenčních nemovitostí a zadluženost domácností stoupají kvůli příznivému daňovému zacházení u vlastnického bydlení financovaného úvěrem, specifickým aspektům hypotečního trhu a nízkým úrokovým sazbám hypoték. Na straně nabídky zůstává problémem omezená nová výstavba. Navzdory vysokému zadlužení domácností se nyní bankovní rizika zdají být pod kontrolou, jelikož kvalita a ziskovost aktiv zůstávají vysoké a finanční situace domácností je obecně dobrá. Nezaměstnanost v roce 2015 poklesla a má pomalu klesající tendenci, čemuž pomáhá zlepšení podmínek růstu.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vysokým zadlužením soukromého sektoru a vývojem v odvětví bydlení. Komise má proto i s ohledem na březnové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováhy trvají, nebo ustupují.

Spojené království: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze *nebyly* ve Spojeném království *zjištěny žádné makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje řada ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně schodek běžného účtu, reálný efektivní směnný kurz a zadlužení soukromého a veřejného sektoru.

Schodek běžného účtu se v roce 2015 nadále zvyšoval, což bylo způsobeno rozšířením schodku hlavních příjmů, a ukazatel nadále převyšuje prahovou hodnotu. Čistá investiční pozice vůči zahraničí je záporná, avšak mírně se zlepšila. Kumulovaná změna podílu na světovém vývozu se výrazně zlepšila a nyní vykazuje zvýšení. Zatímco růst jednotkových nákladů práce byl mírný, v roce 2015 reálný efektivní směnný kurz posílil a posunul se mírně nad

Graf A27: *Zadluženost domácností a index cen nemovitostí*



prahovou hodnotu. Důvodem byla silná libra až do závěru roku 2015, kdy výrazně oslabila. Poměr dluhu soukromého sektoru k HDP se celkově nadále mírně snižoval, ačkoliv zůstává vysoký, a zadluženost domácností se začala opět zvyšovat. Reálné ceny rezidenčních nemovitostí nadále rostou z již tak vysoké úrovně. Míra růstu sice poněkud oslabila, ale vyžaduje pečlivé monitorování. Veřejný dluh byl v roce 2015 téměř stabilní, ale jeho vysoká úroveň je i nadále důvodem k obavám. Silný růst zaměstnanosti byl nadále doprovázen snižováním dlouhodobé nezaměstnanosti a nezaměstnanosti mladých lidí.

Celkově ekonomické závěry poukazují na určité problémy spojené s trhem s bydlením a vnějším rozměrem ekonomiky, ačkoliv rizika stability v krátkodobém horizontu se jeví omezená. Výsledek referenda o EU však způsobil ekonomickou a politickou nejistotu pro budoucnost. Komise v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

