

V Bruseli 18. novembra 2016
(OR. en)

14359/16

UEM 363
ECOFIN 1034
SOC 700

SPRIEVODNÁ POZNÁMKA

Od:	Jordi AYET PUIGARNAU, riaditeľ, v zastúpení generálneho tajomníka Európskej komisie
Dátum doručenia:	17. novembra 2016
Komu:	Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, generálny tajomník Rady Európskej únie
Č. dok. Kom.:	COM(2016) 728 final
Predmet:	SPRÁVA KOMISIE EURÓPSKEMU PARLAMENTU, RADE, EURÓPSKEJ CENTRÁLNEJ BANKE A EURÓPSKEMU HOSPODÁRSKEMU A SOCIÁLNEMU VÝBORU Správa o mechanizme varovania 2017 (vypracovaná v súlade s článkami 3 a 4 nariadenia (EÚ) č. 1776/2011 o prevencii a náprave makroekonomických nerovnováh)

Delegáciám v prílohe zasielame dokument COM(2016) 728 final.

Príloha: COM(2016) 728 final

V Bruseli 16. 11. 2016
COM(2016) 728 final

SPRÁVA KOMISIE

**EURÓPSKEMU PARLAMENTU, RADE, EURÓPSKEJ CENTRÁLNEJ BANKE
A EURÓPSKEMU HOSPODÁRSKEMU A SOCIÁLNEMU VÝBORU**

Správa o mechanizme varovania 2017

**[vypracovaná v súlade s článkami 3 a 4 nariadenia (EÚ) č. 1776/2011 o prevencii
a náprave makroekonomických nerovnováh]**

{SWD(2016) 354 final}

Správa o mechanizme varovania (SMV) predstavuje východiskový bod každoročného cyklu postupu pri makroekonomickej nerovnováhe (PMN), ktorého cieľom je identifikovanie a riešenie nerovnováh, ktoré bránia bezproblémovému fungovaniu hospodárstiev členských štátov, resp. hospodárstva EÚ a ktoré môžu ohroziť riadne fungovanie hospodárskej a menovej únie.

V správe o mechanizme varovania sa používa hodnotiaca tabuľka, ktorá obsahuje vybrané ukazovatele a širší súbor pomocných ukazovateľov, pomocou ktorých sa sledujú potenciálne hospodárske nerovnováhy členských štátov, ktoré si vyžadujú politické opatrenia. Komisia následne analyzuje situáciu v členských štátoch identifikovaných v rámci správy o mechanizme varovania prostredníctvom hĺbkového preskúmania s cieľom posúdiť, ako sa makroekonomické riziká v členských štátoch akumulujú alebo eliminujú, a s cieľom rozhodnúť, či existujú nerovnováhy alebo nadmerné nerovnováhy. Podľa zavedenej praxe sa pre členské štáty, v ktorých boli v predchádzajúcom kole hĺbkového preskúmania zistené nerovnováhy, v každom prípade vypracuje nové hĺbkové preskúmanie.

So zreteľom na diskusie s Európskym parlamentom a v rámci Rady a Euroskupiny Komisia vypracuje hĺbkové preskúmania pre príslušné členské štáty. Zistenia z nich použije ako vstupy pri odporúčaníach pre jednotlivé krajiny v rámci európskeho semestra koordinácie hospodárskych politík. Zverejnenie hĺbkových preskúmaní sa očakáva vo februári 2017 ako súčasť správ o jednotlivých krajinách, pred balíkom odporúčaní pre jednotlivé krajiny v rámci európskeho semestra.

1. ZHRNUTIE

Touto správou sa začína šieste ročné kolo postupu pri makroekonomickej nerovnováhe (PMN)¹. Postup je zameraný na identifikovanie nerovnováh, ktoré bránia bezproblémovému fungovaniu hospodárstiev členských štátov a na podporu vhodných politických reakcií. Vykonávanie postupu pri makroekonomickej nerovnováhe je zakotvené v európskom semestri pre koordináciu hospodárskych politík, aby sa zabezpečila konzistentnosť s analýzami a odporúčaniami v rámci iných nástrojov hospodárskeho dohľadu. V ročnom prieskume rastu (RPR), ktorý sa prijíma v rovnakom čase ako táto správa, sa analyzuje hospodárska a sociálna situácia v Európe a stanovujú sa v ňom všeobecné politické priority pre EÚ ako celok na nasledujúci rok.

V správe sú identifikované členské štáty, v prípade ktorých by sa mali vykonať hĺbkové preskúmania s cieľom posúdiť, či sú postihnuté nerovnováhami, ktoré si vyžadujú politické kroky². Správa o mechanizme varovania (SMV) je nástrojom kontroly hospodárskych nerovnováh a uverejňuje sa na začiatku každého ročného cyklu koordinácie hospodárskych politík. Je založená najmä na hospodárskom výklade hodnotiacej tabuľky ukazovateľov s orientačnými prahovými hodnotami spolu so súborom pomocných ukazovateľov.

¹ K tejto správe je pripojená štatistická príloha, ktorá obsahuje bohaté štatistické údaje, ktoré prispeli k informáciám v tejto správe.

² Pozri článok 5 nariadenia (EÚ) č. 1176/2011.

V tejto správe o mechanizme varovania sa kladie dôraz na aspekty eurozóny. V súlade s oznámením Komisie z 21. októbra 2015 nazvaným „*Na ceste k dobudovaniu hospodárskej a menovej únie*“ sa správa o mechanizme varovania zameriava na systematickú analýzu dôsledkov nerovnováh krajín na celú eurozónu a na preskúmanie, do akej miery si tieto dôsledky vyžadujú koordinovaný prístup k politickým reakciám.

Kontextom hodnotenia obsiahnutého v tejto správe je pokračujúce, avšak stále krehké, oživenie hospodárstva. V hospodárskej prognóze Európskej komisie z jesene 2016 sa odhaduje rast reálneho HDP v EÚ v roku 2016 na 1,8 % a jeho pokles na 1,6 % v roku 2017 v kontexte mäknutia domáceho dopytu, a to predovšetkým súkromnej spotreby a investícií. Hrubý domáci produkt eurozóny v roku 2016 sa prognózuje na 1,7 % a v roku 2017 na 1,5 %. Očakáva sa, že inflácia v rokoch 2016 a 2017 zostane na historicky nízkych úrovniach, s hlavnou infláciou približne na úrovni 1 %, a to aj napriek veľmi ústretovej menovej politike. Podmienky na trhu práce by sa mali podľa očakávaní ďalej zlepšovať s tým, že miera nezamestnanosti v EÚ by mala z odhadovaných 8,6 % v roku 2016 poklesnúť na 8,3 % v roku 2017. Pomocné faktory, ktoré oživenie hospodárstva podporovali (klesajúce ceny ropy, znehodnocovanie eura) slabnú, pričom perspektívne hrozby pretrvávajú. Napriek oživeniu na niektorých rozvíjajúcich sa trhoch pretrvávajú neistoty v súvislosti s obnovovaním rovnováhy, pokiaľ ide o Čínu, ako aj v súvislosti s dosahmi normalizácie menovej politiky USA na celosvetové kapitálové toky. Neistoty v súvislosti s geopolitickým napätím sú aj naďalej veľmi veľké, pričom sa objavujú riziká týkajúce sa politického prostredia v kontexte rastúceho populizmu spojeného so sociálnymi ťažkosťami a únavou z reforiem, ako aj narastajúcimi protekcionistickými náladami na celom svete.

Horizontálna analýza predložená v správe o mechanizme varovania vedie k niekoľkým záverom:

- **Dosiahol sa ďalší pokrok, pokiaľ ide o korekcie v krajinách s vonkajším deficitom alebo dlhom, pričom však naďalej pretrvávajú značné prebytky bežného účtu.** Výrazný pokrok sa dosiahol pri náprave vonkajších nerovnováh, pokiaľ ide o krajiny, ktoré sú čistými dlžníkmi. V takmer väčšine členských štátov boli eliminované neudržateľné deficity bežného účtu, a to aj v dôsledku korekcie nákladovej konkurencieschopnosti počas posledných niekoľko rokov, hoci objem čistých zahraničných záväzkov zostáva vysoký. Na druhej strane nedochádza ku korekcii prebytkov bežného účtu vo všetkých čistých veriteľských krajinách, pričom tieto v niektorých prípadoch ďalej rastú.
- **Pokiaľ ide o znižovanie pákového efektu súkromného dlhu, tento proces pokračuje, hoci pomaly a nerovnomerne, v dôsledku nízkeho nominálneho rastu.** Vo viacerých krajinách pretrvávajú zraniteľné miesta spojené s vysokou úrovňou súkromného dlhu, často skombinované s veľkým objemom verejného dlhu. V niektorých krajinách previs súkromného dlhu komplikuje investície a prejavuje sa v problematickom obsahu súvah tamojších bánk. Znižovanie pákového efektu pokračuje, avšak v porovnaní s minulosťou vo väčšine prípadov pomalým tempom, a to predovšetkým v kontexte utlmeného nominálneho rastu³. K znižovaniu pákového efektu navyše často nedochádza práve tam, kde je to najviac potrebné; niektorým

³ Pozri napríklad finančný monitor Medzinárodného menového fondu (*Fiscal Monitor*) z októbra 2016.

krajinám s vysokou zadlženosťou sa to darí pomalšie ako v krajinách s nízkym zadlžením.

- **Bankový sektor napriek zlepšeným kapitálovým pozíciám čelí výzvam spojeným s klesajúcou ziskovosťou a v dôsledku problematických úverov z minulosti.** Hoci banky vo všeobecnosti zlepšili podiely kapitálu a odolnosť voči otrasom, perspektívy zníženej ziskovosti pôsobia obmedzujúco na schopnosť bánk získavať nový kapitál na trhu v kontexte nových kapitálových požiadaviek zo strany regulačných orgánov. V niektorých krajinách nesplácané úvery z minulosti znižujú priestor na poskytovanie úverov a zvyšujú riziko nevhodného umiestňovania kapitálu.
- **V niektorých krajinách nabera dynamiku rast cien obytných nehnuteľností, čo si vyžaduje monitorovanie.** Po ostrej úprave smerom nadol v období recesie nadväzujúcej na krízu sa vo väčšine krajín ceny obytných nehnuteľností v súčasnosti zvyšujú. Napriek prostrediu s nízkymi úrokovými sadzbami však dynamika rastu cien obytných nehnuteľností naďalej výrazne zaostáva za úrovňami rastu zaznamenanými v prvej polovici minulej dekády. V niektorých krajinách však možno pozorovať silnú cenovú dynamiku v kontexte pravdepodobne nadhodnotených cien, ako aj nárast čistých úverov domácnostiam, čo si vyžaduje bližšie preskúmanie.
- **Pracovné trhy sa ďalej oživujú, avšak v niektorých krajinách pretrvávajú sociálne napätie.** Pracovné trhy sa od polovice roku 2013 zlepšujú, čo sprevádza zníženie rozptylu mier nezamestnanosti v členských štátoch po období, kedy existoval v predchádzajúcich rokoch značne rozdielny trend. Vo viacerých krajinách EÚ, a to najmä v krajinách, ktoré boli najviac postihnuté finančnou a dlhovou krízou, však stále pretrvávajú veľmi vysoké miery nezamestnanosti, ako aj stagnácia príjmov z práce a sociálne napätie.

Pozorné posúdenie si zasluhujú aj otázky týkajúce sa obnovy rovnováhy v eurozóne. V roku 2015 sa ďalej zvýšil prebytok bežného účtu eurozóny, a to na 3,3 % HDP, pričom podľa projekcií by mal v roku 2016 dosiahnuť úroveň 3,7 %, čo je odrazom súhrnnej dynamiky spočívajúcej v slabšom dopyte než výkone. Slabé oživenie agregovaného dopytu v eurozóne podporovalo prostredie s nízkou infláciou a pretrvávajúcu slabú ekonomickú činnosť. Na zníženie objemu čistých vonkajších záväzkov je potrebné udržať existujúcu zlepšenú pozíciu bežného účtu krajín, ktoré sú čistými dlžníkmi. Na druhej strane niektoré čisté veriteľské krajiny ešte len majú začať s korekciou nerovnováh vo vonkajších tokoch.

Celkovo však možno konštatovať, že aj napriek pokračujúcim zlepšeniam sa potvrdzujú rovnaké zdroje alebo riziká identifikované v správe o mechanizme varovania na rok 2016. Ďalej sa pokračuje v dosahovaní pokroku, pokiaľ ide o riešenie vonkajších nerovnováh v krajinách, ktoré sú čistými dlžníkmi, avšak proces obnovy rovnováhy je naďalej nerovnomerný. Vnútorne objemy nerovnováh sa prispôbujú pomaly v dôsledku prostredia nízkeho nominálneho rastu, pričom pokrok je nerovnomerný. V niektorých krajinách čelí bankový sektor perspektíve zníženej ziskovosti a dôsledkom nesplácania úverov poskytnutých v minulosti. V niektorých krajinách si zasluhujú monitorovanie náznaky možného prehriatia trhu s obytnými nehnuteľnosťami, resp. trhy práce.

Podrobnejšie a obsažnejšie analýzy týkajúce sa členských štátov, na ktoré sa upozornilo v správe o mechanizme varovania, sa vykonávajú v rámci hĺbkových preskúmaní. Tak, ako v predchádzajúcom cykle, sa hĺbkové preskúmania zapracujú do správ o jednotlivých

krajinách, ktoré budú obsahovať aj analýzy útvarov Komisie týkajúce sa hospodárskych a sociálnych výziev v členských štátoch. Tieto analýzy budú základom odporúčaní pre jednotlivé krajiny v rámci európskeho semestra. Pri vypracovaní hĺbkových preskúmaní bude Komisia svoju analýzu opierať o bohatý súbor údajov a informácií: zohľadnia sa všetky relevantné štatistiky, všetky relevantné údaje a všetky vecné fakty. Ako sa stanovuje v právnych predpisoch, Komisia práve na základe hĺbkových preskúmaní rozhodne, či existujú nerovnováhy alebo nadmerné nerovnováhy, a následne vypracuje pre každý členský štát odporúčania na politiky⁴. Krajiny, kde boli v rámci predchádzajúceho cyklu postupu pri makroekonomickej nerovnováhe identifikované nerovnováhy, resp. nadmerné nerovnováhy, teraz všetky podliehajú osobitnému monitorovaniu, ktorý sa prispôbuje závažnosti súvisiacich výziev (rámcik č. 1)⁵.

Rámček č. 1: Uplatnenie postupu pri makroekonomickej nerovnováhe (PMN) hlavný vývoj od roku 2015

Kategorizácia makroekonomických nerovnováh

V predchádzajúcom cykle došlo k zjednodušeniu a stabilizácii kategorizácie makroekonomických nerovnováh, ako sa uvádza v oznámení Komisie z apríla 2016 o európskom semestri a v súlade s oznámením Komisie z októbra 2015 s názvom „*Na ceste k dobudovaniu hospodárskej a menovej únie*“. Zjednodušením sa znížil počet možných kategórií zo šiestich na štyri (žiadne nerovnováhy, nerovnováhy, nadmerné nerovnováhy a nadmerné nerovnováhy s nápravnými opatreniami. Spomedzi 19 krajín, ktoré boli predmetom hĺbkového preskúmania v roku 2016, Komisia nezistila žiadne nerovnováhy v šiestich krajinách (Belgicko, Estónsko, Maďarsko, Rakúsko, Rumunsko a Spojené kráľovstvo), v siedmich boli zistené nerovnováhy (Fínsko, Holandsko, Írsko, Nemecko, Slovinsko, Španielsko a Švédsko) a v šiestich boli identifikované nadmerné nerovnováhy (Bulharsko, Cyprus, Francúzsko, Chorvátsko, Portugalsko a Taliansko).

Osobitné monitorovanie:

Cieľom osobitného monitorovania je posilniť nepretržité monitorovanie politik prijatých v kontexte postupu pri makroekonomickej nerovnováhe. Osobitné monitorovanie nenahrádza podrobné monitorovanie Komisie zamerané na vykonávanie reforiem prijatých v reakcii na odporúčania pre jednotlivé krajiny a uvedených v správach o jednotlivých krajinách, posilňuje však základ tohto posúdenia.

Osobitné monitorovanie bolo prvýkrát použité v roku 2013 s cieľom monitorovať posilnené politické záväzky prijaté Španielskom a Slovinskom po tom, čo bola v prípade týchto členských štátov konštatovaná nadmerná nerovnováha. Monitorovanie spočívalo v dvoch návštevách v týchto krajinách, na základe ktorých boli vydané príslušné správy (na jeseň a v zime), ktoré boli prerokované výbormi Rady pripravujúcimi Radu pre hospodárske a finančné záležitosti (Výbor pre hospodársku politiku / Hospodársky a finančný výbor). Komisia so zreteľom na pozitívne skúsenosti s týmito dvoma krajinami rozšírila v roku 2014 osobitné monitorovanie na všetky krajiny s nadmernou nerovnováhou a na vybrané krajiny eurozóny, ktoré vykazujú nerovnováhy systémového charakteru.

⁴ Nariadenie (EÚ) č. 1176/2011 (Ú. v. EÚ L 306, 23.11.2011, s. 25).

⁵ Pozri „*Európsky semester na rok 2016: hodnotenie pokroku pri štrukturálnych reformách, prevencia a náprava makroekonomických nerovnováh a výsledky hĺbkových preskúmaní podľa nariadenia (EÚ) č. 1176/2011*, COM(2016) 95 final/2, 7.4.2016.

V roku 2016 bolo popri zjednodušení kategórií postupu pri makroekonomickej nerovnováhe osobitné monitorovanie rozšírené na všetky krajiny s nerovnováhou alebo nadmernou nerovnováhou, pričom takéto monitorovanie teraz prebieha len na jeseň a je upravené na základe rozsahu problémov a závažnosti nerovnováh. Vykonávanie osobitného monitorovania môže byť ďalej upravené, ak sa to na základe získaných skúseností ukáže ako potrebné.

Hĺbkové preskúmania sú opodstatnené v prípade tých krajín, pri ktorých bola v predchádzajúcom kole hĺbkových preskúmaní zistená nerovnováha alebo nadmerná nerovnováha⁶. Nové hĺbkové preskúmanie je znova potrebné na posúdenie toho, či sa existujúce nadmerné nerovnováhy alebo nerovnováhy odstraňujú, či pretrvávajú alebo sa zhoršujú, pričom sa náležitá pozornosť venuje prínosu opatrení, ktoré uvedené členské štáty vykonali s cieľom odstrániť nerovnováhy. Preskúmanie sa týka týchto členských štátov: **Bulharsko, Cyprus, Fínsko, Francúzsko, Holandsko, Chorvátsko, Írsko, Nemecko, Portugalsko, Slovinsko, Španielsko, Švédsko a Taliansko.**

Na základe ekonomického výkladu hodnotiacej tabuľky Komisia v prípade ostatných členských štátov v tejto fáze nevykoná ďalšie analýzy v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe. Konkrétne krajiny, ktoré v roku 2016 už nie sú predmetom dohľadu v rámci postupu pri makroekonomickej nerovnováhe (Belgicko, Maďarsko, Rumunsko a Spojené kráľovstvo), nesignalizujú žiadne ďalšie zásadné riziká oproti minulému roku, ktoré by v rámci hĺbkového preskúmania v roku 2017 vyžadovali analýzu. Niekoľko krajín, ktoré neboli v hĺbkovom preskúmaní v ostatnom čase skúmané, vykazuje nepretržitú dynamiku cien obytných nehnuteľností (Dánsko, Luxembursko) a nákladov práce (Estónsko, Litva, Lotyšsko), ktorá si zasluhuje dôkladné monitorovanie, avšak nevyžaduje kontrolu zraniteľných miest a rizík pre celú ekonomiku v rámci hĺbkového preskúmania. V prípade Grécka ďalej prebieha dohľad nad nerovnováhami a monitorovanie nápravných opatrení v rámci programu finančnej pomoci. Celkovo si teda správa o mechanizme varovania vyžiada vypracovanie hĺbkového preskúmania v prípade 13 členských štátov v porovnaní s 19 v predchádzajúcom cykle. Žiadna z krajín, ktoré neboli predmetom hĺbkového preskúmania v predchádzajúcom cykle, nebude jeho predmetom ani v roku 2017.

2. NEROVNOVÁHY, RIZIKÁ A KOREKCIA: NAJDÔLEŽITEJŠÍ VÝVOJ V JEDNOTLIVÝCH KRAJINÁCH

Správa o mechanizme varovania sa zakladá na ekonomickej interpretácii hodnotiacej tabuľky ukazovateľov. Hodnotiaca tabuľka ukazovateľov a orientačné prahové hodnoty správy o mechanizme varovania poskytujú filtrujúci nástroj, pomocou ktorého možno odhaliť dôkazy prima facie možných rizík a slabých miest, ktoré si vyžadujú ďalšie preskúmanie. Hodnotiaca tabuľka obsahuje celý rad ukazovateľov a referenčných prahových hodnôt v mnohých oblastiach, vrátane vonkajších pozícií, konkurencieschopnosti, súkromného dlhu, trhov s obytnými nehnuteľnosťami, bankového sektora a zamestnanosti. Vychádza z údajov

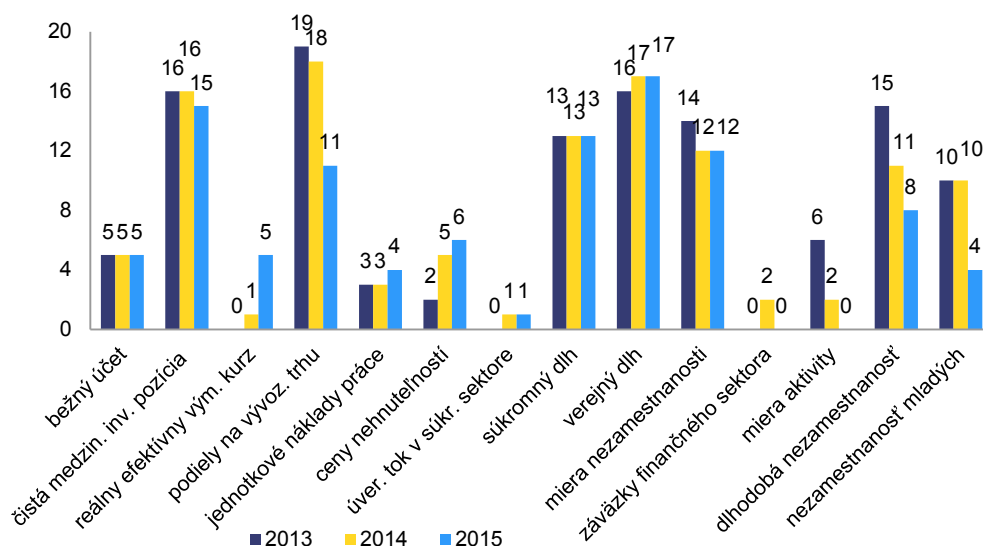
⁶ Pozri „Európsky semester na rok 2016: hodnotenie pokroku pri štrukturálnych reformách, prevencia a náprava makroekonomických nerovnováh a výsledky hĺbkových preskúmaní podľa nariadenia (EÚ) č. 1176/2011, COM(2016) 95 final/2, 7.4.2016. Pokiaľ ide o úplný súbor odporúčaní pre jednotlivé krajiny prijatých Radou vrátane tých, ktoré sa týkajú postupu pri makroekonomickej nerovnováhe, pozri Ú. v. EÚ C 299, 18.8.2016.

ex post s cieľom zabezpečiť stabilitu údajov a konzistentnosť medzi jednotlivými krajinami. Z toho dôvodu hodnotiaci tabuľka použitá pre túto správu odráža údaje do roku 2015. Novšie údaje sú spolu so súborom pomocných ukazovateľov však preskúmané v rámci ekonomickej interpretácie ukazovateľov. Hodnoty hodnotiacej tabuľky sa neinterpretujú mechanicky, naopak sú predmetom ekonomickej interpretácie, ktorá umožňuje zohľadniť otázky a kontext špecifický pre jednotlivé krajiny⁷.

Vývoj ukazovateľov hodnotiacej tabuľky odráža postupný proces korekcie, ako aj pretrvávajúce nerovnováhy a zraniteľné miesta. Korekcia potenciálnych nerovnováh bežného účtu je zrejماً z vývoja viacerých hodnôt, ktoré presahujú prah pri premennej bežného účtu hodnotiacej tabuľky správy o mechanizme varovania (graf č. 1). Kým v roku 2009 presiahol ukazovateľ bežného účtu prahovú hodnotu v prípade 14 krajín v dôsledku deficitu a pri dvoch v dôsledku prebytku, v roku 2015 sa tak stalo iba v prípade piatich krajín, pričom pri 3 z nich išlo o dôsledok prebytku. V kontexte rastu obnovenia produkcie a vývozu vo väčšine krajín EÚ množstvo hodnôt presahujúcich prahovú hodnotu, pokiaľ ide o nezamestnanosť, ďalšie sociálne ukazovatele a podiely na vývozných trhoch, klesá. Cenová dynamika v kontexte celkovo nízkej inflácie v niekoľkých krajinách opäť posilňuje: výsledkom je rastúci, avšak stále obmedzený, počet hodnôt nad prahom v prípade reálneho a efektívneho výmenného kurzu (REER) a v prípade reálnych cien obytných nehnuteľností. Hodnoty presahujúce prahové hodnoty sú početné a dlhodobé, pokiaľ ide o nerovnováhy so stavovým charakterom. Platí to v prípade 15 krajín, pokiaľ ide o čistú medzinárodnú investičnú pozíciu v roku 2015 (o jednu krajinu menej ako v predchádzajúcom roku) a v prípade 17 krajín, pokiaľ ide o ukazovateľ verejného dlhu (rovnaký počet ako v predchádzajúcom roku). Pokiaľ ide o súkromný dlh, zostal počet hodnôt presahujúcich prahovú hodnotu stabilný, a síce na 13 krajinách.

Graf č. 1: Počet hodnôt nad prahom podľa ukazovateľov hodnotiacej tabuľky v rokoch 2013, 2014 a 2015.

⁷ Mechanickú interpretáciu hodnotiacej tabuľky vylučuje nariadenie o postupe pri makroekonomickej nerovnováhe – nariadenie (EÚ) č. 1176/2011. Pre ďalšie informácie o základných princípoch vypracovania hodnotiacej tabuľky správy o mechanizme varovania a jej interpretácii pozri „The Macroeconomic Imbalance Procedure. *Rationale, process, application: a compendium*“ (Európska komisia, 2016).

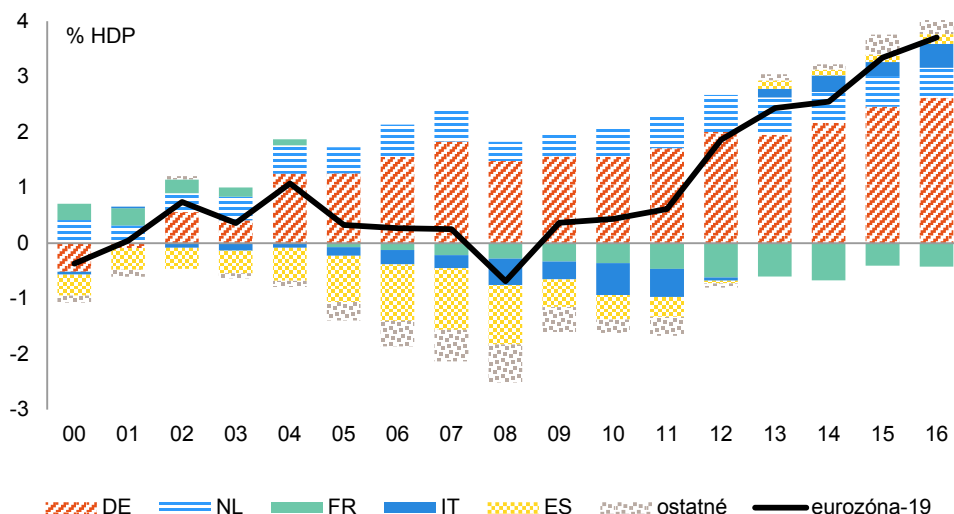


Zdroj: Eurostat.

Minulé deficity bežného účtu sa väčšinou zmenili na prebytky, resp. vyrovnané pozície, vysoké prebytky však pretrvávajú. Krajiny, ktoré boli čistými dlžníkmi, vyvinuli bezprostredne po kríze značné úsilie s cieľom korigovať nadmerný deficit bežného účtu (graf č. 2). Po prestávke v roku 2014 svoju pozíciu v roku 2015 ďalej korigovali, najmä v kontexte rastu vývozu, avšak v niekoľkých prípadoch (napr. Taliansko) takisto aj v dôsledku slabého domáceho dopytu. Deficit, ktorý presahuje prah, preto majú len Cyprus a Spojené kráľovstvo. Naopak v Dánsku, Nemecku a Holandsku naďalej presahuje prahovú hodnotu prebytkov. Po výraznom náraste v roku 2014 v nasledujúcom roku ďalej vzrástol už beztak vysoký prebytok bežného účtu Nemecka – na 8,5 % HDP, a to v dôsledku znižovania finančných páky všetkých hospodárskych odvetví, vďaka čomu ešte viac vzrástla pozitívna bilancia medzi úsporami a investíciami⁸. K ďalšiemu navýšeniu prebytku v roku 2015 do istej miery prispeli aj nízke ceny ropy a obchodné podmienky. Prebytok Nemecka je ešte vyšší na cyklicky upravenom základe, kedy dosahuje 9,4 % HDP, a to isté platí aj v prípade ďalších 15 členských štátov, ktorých skutočné pozície sú nižšie ako cyklicky upravené pozície. Vysoký prebytok bežného účtu má naďalej aj Holandsko, avšak v jeho prípade došlo za posledné dva roky k poklesu. Z krajín, ktoré sú čistými veriteľmi, zaznamenalo Dánsko, Holandsko, Malta a Nemecko prebytky, ktoré sú o viac ako päť percentuálnych bodov HDP vyššie ako prebytky, ktoré možno vysvetliť základnými faktormi, ako sú demografické charakteristiky alebo intenzita výroby. Medzi krajinami, ktoré sú čistými dlžníkmi, malo iba Spojené kráľovstvo deficit, ktorý sa vymyká základným faktorom v podobnej miere, zatiaľ čo väčšina krajín, ktoré sú čistými dlžníkmi, vykazovala po nedávnom obnovení vonkajšej rovnováhy saldo bežného účtu nad rámec základných faktorov. Celkovo z korekcie nerovnováh v krajinách, ktoré sú čistými dlžníkmi, a z pretrvávajúcich prebytkov v krajinách, ktoré sú najväčšími čistými veriteľmi, vyplýva, že v roku 2015 vzrástol prebytok bežného účtu eurozóny o ďalších 0,8 percentuálneho bodu a predstavuje 3,3 % HDP, v porovnaní s takmer vyrovnanou pozíciou v rokoch 2009 až 2010 (rámček č. 2).

⁸ Uvedené údaje týkajúce sa bežného účtu vychádzajú z národných účtov.

Graf č. 2: Saldá bežného účtu eurozóny a vybraných členských štátov



Zdroj: Národné účty a prognóza Európskej komisie z jesene 2016 (AMECO)

Rámček č. 2: Rozmer makroekonomických nerovnováh eurozóny

Dôsledky makroekonomických nerovnováh v celej eurozóne si zasluhujú osobitnú pozornosť.

V súlade s návrhmi obsiahnutými v správe z 22. júna 2015 nazvanej „Dobudovanie hospodárskej a menovej únie v Európe“, ktorú predložil Jean Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi a Martin Schulz a v oznámení Komisie z 21. októbra 2015 nazvanom „Na ceste k dobudovaniu úplnej hospodárskej a menovej únie“, počnúc minulým rokom správa o mechanizme varovania (SMV) obsahuje systematickú analýzu dôsledkov nerovnováh krajín na celú eurozónu a vysvetlenie, do akej miery si tieto dôsledky vyžadujú koordinovaný prístup k politickým reakciám.

Vysoký prebytok bežného účtu eurozóny stále rastie. Saldo bežného účtu eurozóny je najväčšie na svete – v roku 2015 dosahovalo výšku 349 miliárd eur, čiže 3,3 % HDP eurozóny⁹. Prebytok bežného účtu eurozóny narástol v pokrízovom období z deficitu 0,7 % HDP v roku 2008. Jeho súčasnú výšku možno ťažko úplne objasniť ekonomickými fundamentmi: z empirických odhadov normy bežného účtu eurozóny vyplýva, že základné charakteristiky (vrátane starnutia, relatívneho príjmu na obyvateľa atď.) by v roku 2015 spôsobili malý prebytok vo výške približne 0,3 % HDP¹⁰. Očakáva sa, že v roku 2016 prebytok eurozóny vzrastie o ďalších 0,4 percentuálneho bodu, hoci sa ceny ropy zdvihli z nízkeho základu od začiatku roka 2016 a efektívny kurz eura posilnil. Pokiaľ ide o budúci vývoj, vysoký a rastúci prebytok bežného účtu eurozóny by mohol viesť k tlaku na rast vonkajšej hodnoty eura.

⁹ Číselný údaj založený na národných účtoch.

¹⁰ Referenčná hodnota je odvodená od regresii zníženej formy zachytávajúcej hlavné faktory rovnováhy medzi úsporami a investíciami vrátane základných faktorov (napríklad demografia, zdroje), politických faktorov a globálnych finančných podmienok. Táto metodika sa podobá metodike posudzovania vonkajšieho salda (EBA), ktorú vypracoval Medzinárodný menový fond, (Phillips, S. a kol., 2013, „The External Balance Assessment (EBA) Methodology“, IMF Working Paper, 13/272), v rámci ktorej neexistujú interakcie v prípade premennej zachytávajúcej účinky starnutia populácie a ďalšími premennými zachytávanými podiel výroby na pridanej hodnote.

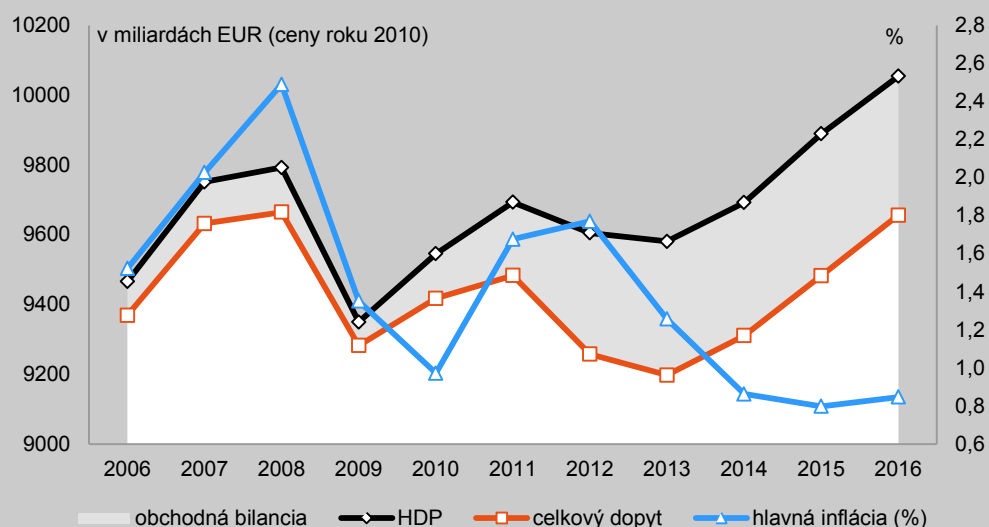
Prebytok účtu eurozóny odráža korekciu predchádzajúcich deficitov bežného účtu, rozsiahle znižovanie páky a pretrvávajúce vysoké prebytky v niektorých členských štátoch. K obratu salda bežného účtu eurozóny bezprostredne po kríze došlo súčasne s výraznou korekciou v krajinách s rozsiahlym deficitom bežného účtu po zvrate v súkromných cezhraničných finančných tokoch. Následne zostala dynamika domáceho dopytu a dovozu v krajinách, ktoré sú čistými dlžníkmi, utlmená. V krajinách s pozitívnym saldom bežného účtu nedošlo k symetrickej pokrízovej korekcii; prebytky naopak ďalej rástli v krajinách, ktoré už vykazovali ich najvyššiu hodnotu, najmä v Nemecku a Holandsku. V roku 2015 predstavoval prebytok Nemecka 257 miliárd EUR a Holandska 57 miliárd EUR prebytku eurozóny. Výrazný posun v prebytku bežného účtu eurozóny je zakorenený v procese znižovania finančnej páky, do ktorého boli zapojené od roku 2009 všetky odvetvia hospodárstva. Zlepšenie v čistej veriteľskej pozícii sa týkalo najprv najmä domácností a korporácií, a až potom verejného sektora, v kontexte potreby korigovať kritickú fiškálnu pozíciu.

Hoci sa väčšina krajín eurozóny posunula k vonkajším pozíciám, ktoré sa blížia vyrovnanosti alebo prebytku, treba v eurozóne pokračovať v obnovovaní rovnováhy. Výrazný deficit bežného účtu vykazuje už len niekoľko krajín, čo však neznamená, že nie je potrebný ďalší pokrok, pokiaľ ide o obnovenie rovnováhy v eurozóne. Krajiny, ktoré mali dlhodobo vysoký deficit, sa stále vyznačujú veľkými zápornými čistými medzinárodnými investičnými pozíciami, ktoré predstavujú zraniteľné miesta. Znižovanie rozsiahleho objemu záväzkov vyžaduje zachovanie pozitívneho salda bežného účtu alebo nízkeho deficitu, ktoré zároveň v krajinách, ktoré sú čistými dlžníkmi, znamená obmedzený priestor pre expanziu domáceho dopytu. So zreteľom na to, že veľké a záporné čisté medzinárodné investičné pozície sú zvyčajne spojené s veľkým objemom súkromného alebo verejného dlhu, je zachovanie obozretného salda bežného účtu v krajinách, ktoré sú čistými dlžníkmi, tiež ekvivalentom nevyhnutného interného procesu znižovania finančnej páky. Rozsah, v ktorom k procesu znižovania finančnej páky v krajinách, ktoré sú čistými dlžníkmi, dochádza na úkor perspektívy oživenia, zásadne závisí od stavu, pokiaľ ide rast a infláciu, ako aj od rizík v súvislosti s defláciou dlhov, priestoru pre ďalší nárast konkurencieschopnosti a od dynamiky dopytu v krajinách, ktoré sú čistými veriteľmi a vykazujú prebytok, a takisto aj v krajinách mimo eurozóny, pričom kontext tvorí klesajúca intenzita rastu obchodu.

Pretrvávajúci vysoký prebytok bežného účtu eurozóny odráža dynamiku agregátneho dopytu, ktorá stále zaostáva za hospodárskou činnosťou. Očakáva sa, že reálny domáci dopyt v eurozóne sa vráti na úrovne pred hospodárskou krízou až v tomto roku (graf č. 3). Tento zdĺhavý proces obnovy, ktorý je pomalší v prípade domáceho dopytu než produkcie, je výsledkom zložky investícií aj zložky spotreby, a odráža sa v číslach produkčnej medzery, ktoré zostávajú od roku 2009 záporné a sú stále nižšie ako 1 %. Táto dlhodobá miera ochabnutosti prispieva k súčasnej historicky nízkej úrovni hlavnej inflácie, ktorá je aj naďalej nižšia ako cieľ stanovený menovými orgánmi a ktorá vytvára zložité prostredie pre znižovanie finančnej páky a obnovovanie rovnováhy v eurozóne. Okrem toho by mohol veľký a rastúci prebytok bežného účtu eurozóny prispieť k pokračovaniu nízkej inflácie cez kurzový kanál.

Finančný sektor čelí množstvu výziev. Regulačný kapitál bánk v eurozóne sa v priemere zlepšil, avšak stále existujú výrazné rozdiely. Ziskovosť bánk vykazuje nižšiu úroveň ako pred krízou a očakáva sa, že ďalej klesne, pretože prostredie charakterizované nízkou infláciou sa čoraz viac odráža v nižších maržiach a nízkej návratnosti aktív, pričom medzi ďalšie faktory prispievajúce k tejto situácii patrí nadbytok bánk a pretrvávajúce zastarané obchodných modelov. V niektorých krajinách môže v prípade viacerých bánk značne vyšší komponent nesplácaných úverov zužovať ziskové rozpätie a vysporiadanie sa s veľkým objemom nevýkonných aktív oslabiť už beztak nízky regulačný kapitál. Kombinácia nízkej inflácie, veľkého objemu nesplácaných úverov v niektorých krajinách a regulačných kapitálových rezerv, ktoré je ešte potrebné doplniť, by mohla obmedziť priestor na úverovú expanziu.

Graf č. 3: Produkcia eurozóny, domáci dopyt, obchodná bilancia a hlavná inflácia

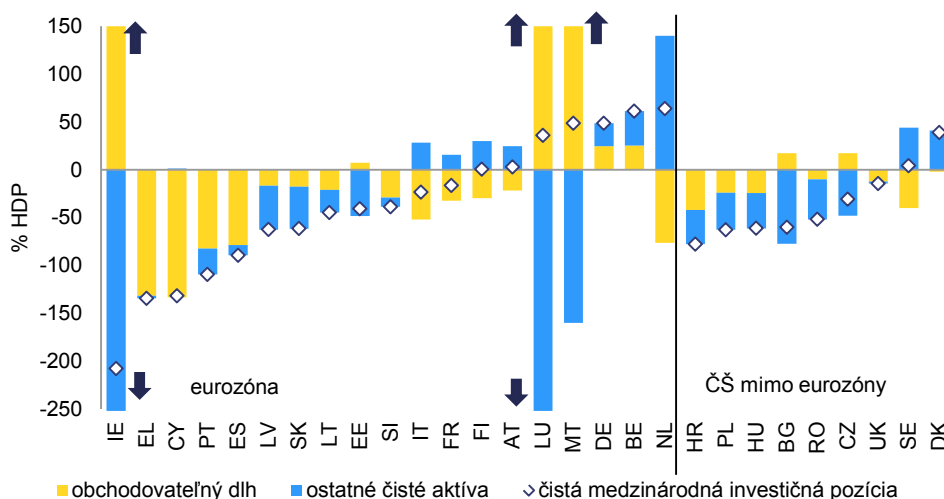


Zdroj: Národné účty a prognóza Európskej komisie z jesene 2016 (AMECO)

Silnejšia dynamika dopytu a masívnejšie oživenie nominálneho rastu by pomohlo urýchliť proces znižovania finančnej páky a obnovovania rovnováhy. Mieru investícií, ktorá sa naďalej pohybuje pod predkrízovými úrovňami, je možné považovať za potenciálny prejav zhoršujúcich sa očakávaní v súvislosti s budúcou reálnou návratnosťou kapitálu (tzv. Predpoklad dlhodobej stagnácie). Trvalo slabé investície zase predznamenávajú nízky rast produktivity. Hrozí, že eurozóna v tomto kontexte spadne do samou seba generovanej špirály znížených očakávaní, nízkych investícií a slabého rastu produktivity¹¹. Tento začarovaný kruh by mohli prelomiť koordinované opatrenia s cieľom mobilizovať zdroje pre verejné a súkromné investície a podporiť oživenie dopytu. Opatrenia menových orgánov by sa mohli doplniť prostredníctvom aktívnejšej podpory domáceho dopytu v krajinách vykazujúcich prebytok, ktorá by bola súdržná s cieľmi obnovenia rovnováhy. Štrukturálne podmienky podporujúce investície, rast produktivity a väčšiu konkurencieschopnosť, a to najmä v krajinách, ktoré sú čistými dlžníkmi, zase podporili trvalú korekciu nerovnováh a pomohli tak odľahčiť dlhové zaťaženie.

¹¹ IMF, World Economic Outlook, október 2016, Kapitola 1.

Graf č. 4: Čistá medzinárodná investičná pozícia a čistý vonkajší dlh v roku 2015

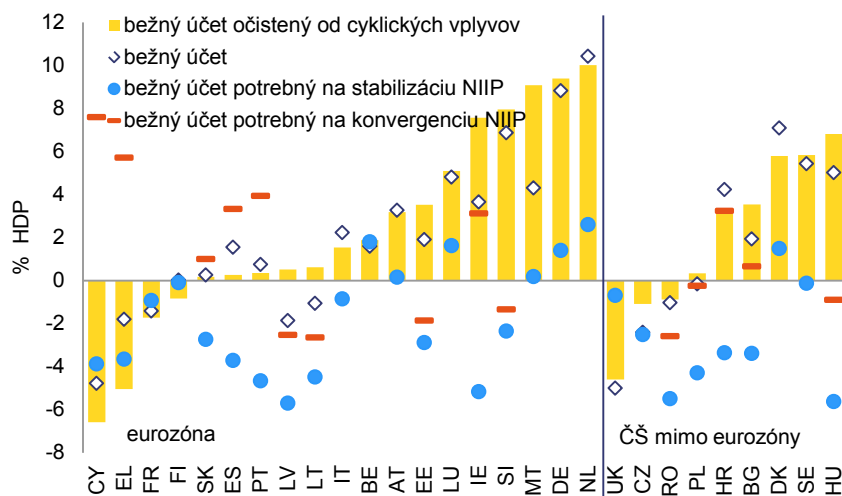


Zdroj: Eurostat (BPM6, ESA10), výpočty útvarov Komisie.

Objem čistých vonkajších záväzkov celkovo klesá, hoci vo väčšine prípadov pomalým tempom. Mnohé krajiny, ktoré sú čistými dlžníkmi, neprestávajú byť zraniteľnými pre svoje negatívne čisté medzinárodné investičné pozície, pričom prahovú hodnotu hodnotiacej tabuľky prekročilo v roku 2015 15 členských štátov, teda len o jednu krajinu menej (o Českú republiku) ako v roku 2014. V ostatnom čase však bol predsa len dosiahnutý pokrok, najmä v dôsledku pozitívnych sald bežného účtu a často skôr mierneho vplyvu rastu nominálneho HDP. Najvyšší objem záporných čistých medzinárodných investícií vykazuje Cyprus, Grécko, Írsko, Portugalsko a Španielsko, pričom výrazne nad prahom hodnotiacej tabuľky sa nachádzajú Bulharsko, Chorvátsko, Maďarsko, Lotyšsko, Poľsko a Slovensko (graf č. 4). Riziká a slabé miesta súvisiace so zápornými pozíciami sa však výrazne líšia, a to z dôvodu rozdielnej skladby zahraničných aktív a pasív. Nižšie riziko predstavujú najmä záväzky súvisiace s priamymi zahraničnými investíciami (s veľkým výskytom napr. v mnohých krajinách východnej Európy a v Írsku) a majetkové záväzky (proporcionálne veľmi výrazné v Bulharsku, Českej republike, Estónsku, Írsku a Rumunsku)¹². Saldá bežného účtu, potrebné na rýchly pokrok čistých medzinárodných investičných pozícií (t. j. do desiatich rokov) smerom k prahovej hodnote vo výške 35 % HDP, sú nad úrovňou salda z roku 2015 (graf č. 5) v prípade väčšiny krajín, ktoré sú čistými dlžníkmi. Väčšina krajín, ktoré sú čistými veriteľmi (Belgicko, Holandsko, Malta, Nemecko, Rakúsko a Švédsko), počas ostatných rokov svoje pozitívne čisté medzinárodné investičné pozície ešte viac navýšila. Hoci riziká spojené s veľkým a rastúcim objemom čistých zahraničných aktív nemožno porovnávať s rizikami vonkajšej udržateľnosti, nemalo by byť rýchle a vytrvalé hromadenie rizík spojených s pozíciou čistého veriteľa prehliadané, a to najmä pre riziká nesprávneho ocenenia, ktoré tieto pozície vytvárajú.

¹² Toky priamych zahraničných investícií a pasíva sú menej náchylné na náhle zastavenia alebo odlevy ako iné formy finančných tokov alebo pasív, pričom majetkové záväzky zahŕňajú nižšie riziká než dlhové záväzky, a to v dôsledku potenciálne väčších zmien ocenenia v časoch krízy.

Graf č. 5: Saldá bežného účtu očistené od cyklických vplyvov a saldá potrebné na stabilizáciu alebo zníženie vonkajších záväzkov, 2015



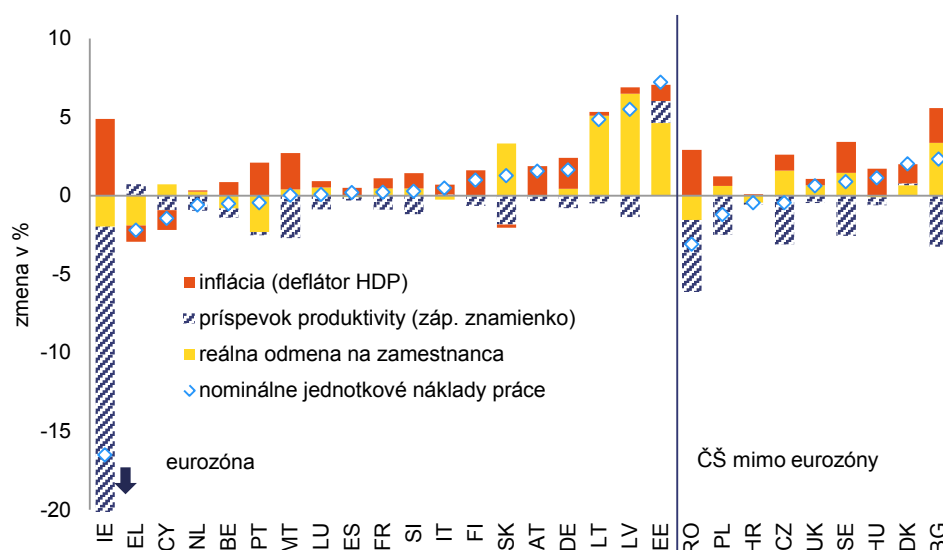
Zdroj: Výpočty útvarov Komisie.

Poznámka: Saldá očistené od cyklických vplyvov sú vypočítané na základe odhadov produkčnej medzery, ktoré boli základom prognózy Komisie z jesene 2016. Saldá bežného účtu potrebné na stabilizáciu alebo zníženie čistých vonkajších záväzkov vychádzajú z týchto predpokladov: prognózy nominálneho HDP vyplývajú z prognóz Európskej komisie z jesene 2016 (do roku 2018) a metodických prognóz Komisie T + 10 nad rámec uvedeného obdobia; účinky oceňovania v prognózovanom období sa považujú za nulové, čo zodpovedá nezaujatému odhadu cien aktív; predpokladá sa, že saldá kapitálového účtu vyjadrené ako percentuálny podiel HDP zostanú konštantné, a to na úrovni, ktorá zodpovedá mediánu počas roku 2015 a prognózam na roky 2016 – 2018.

Zlepšenie konkurencieschopnosti v oblasti nákladov, pokiaľ ide o krajiny, ktoré sú čistými dlžníkmi, naďalej komplexne prispieva k obnovovaniu rovnováhy, pričom sa však tempo tohto zlepšovania v ostatnom čase spomalilo. K prevažnej časti korekcie v rámci jednotkových nákladov práce v krajinách, ktoré čelili problémom v súvislosti s vonkajšími nerovnovahami a konkurencieschopnosťou, došlo pomerne skoro v pokrízovom období. Existujúce prostredie nízkej inflácie, ktoré sa vyznačuje limitovaným rozptylom, pokiaľ ide o vývoj cien v jednotlivých krajinách, obmedzuje priestor pre ďalšiu korekciu relatívnych cien. Zmeny v jednotkových nákladoch práce boli v rokoch 2014 a 2015 utlmené a príliš sa medzi jednotlivými krajinami nelíšili, až na niekoľko výnimiek (graf č. 6). V roku 2015 prekročil ukazovateľ nominálnych jednotkových nákladov práce (zmeny za tri roky) prahovú hodnotu len v troch pobaltských štátoch a v Bulharsku, keďže v nich rast miezd prekonal zvýšenie produktivity. Jednotkové náklady práce rástli v krajinách, ktoré sú čistými veriteľmi (vrátane Dánska, Nemecka, Rakúska a Švédska), relatívne rýchlejšie než vo väčšine ostatných krajín, hoci tento rast nebol výrazne rýchlejší ako vo Francúzsku a Taliansku. Pokiaľ ide o členské štáty eurozóny, konvergencia v nízkej miere inflácie smerom nadol naznačuje, že reálne efektívne výmenné kurzy sú poháňané najmä zmenami vo výmennom kurze eura a relatívnym významom krajín, ktoré nie sú členmi eurozóny, ako obchodných partnerov. Najväčšie oslabenie reálneho efektívneho výmenného kurzu zaznamenali v roku 2015 Cyprus, Francúzsko, Grécko, Írsko, Portugalsko, Španielsko a Taliansko, pričom Cyprus, Grécko a Írsko prekročili prahovú hodnotu. Z dôvodu zhodnotenia presiahol ukazovateľ prahovú hodnotu v Estónsku a tlaky na zhodnotenie boli takisto zjavné aj v Litve a Lotyšsku. Najväčšie oslabenie mimo eurozóny zaznamenali Česká republika, Maďarsko

a Švédsko, zatiaľ čo tlaky na zhodnotenie boli v roku 2015 zaznamenané v Rumunsku a Spojenom kráľovstve.

Graf č. 6: Rast jednotkových nákladov práce a rozčlenenie faktorov, 2015

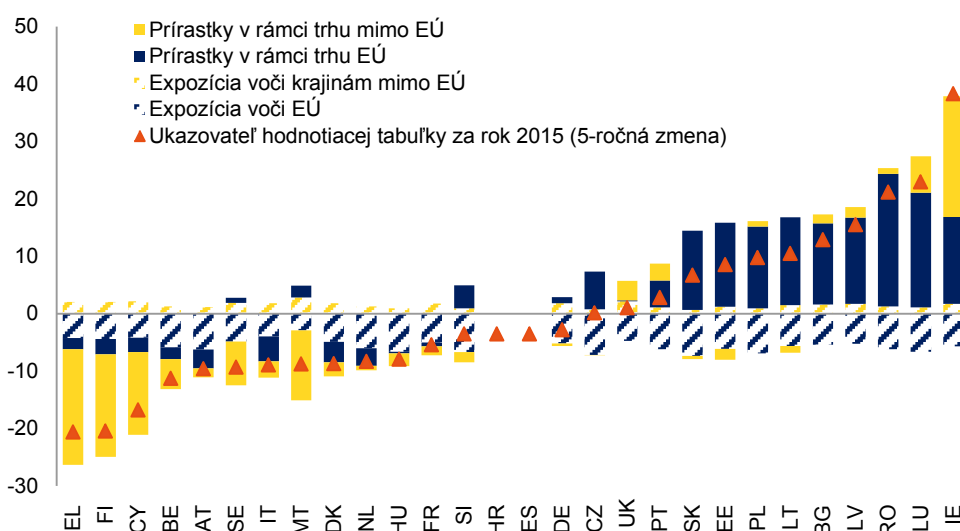


Zdroj: AMECO a Eurostat. Výpočty útvarov Komisie.

Poznámka: Štruktúra vychádza zo štandardného členenia rastu jednotkových nákladov práce na infláciu, reálne hodinové odmeny a produktivitu práce, ktorá je ďalej rozčlenená na príspevok odpracovaných hodín, celkovú produktivitu faktorov a akumuláciu kapitálu s použitím štandardného účtovného rámca rastu.

Zmeny v podieloch na vývoznom trhu naznačujú zmiešaný obraz. V roku 2015 v kontexte slabej dynamiky svetového obchodu prestali byť hodnoty vykazované v hodnotiacej tabuľke nad prahovou hranicou v prípade Francúzska, Chorvátska, Írska, Nemecka, Slovinska, Spojeného kráľovstva a Španielska, avšak v 11 krajín pod touto hranicou zostalo. V prípade väčšiny z týchto 11 krajín sa takisto spomalil päť rokov trvajúci pokles trhových podielov. Značnú časť tohto zlepšenia v jednotlivých členských štátoch však poháňal bázičný efekt. Do ukazovateľa hodnotiacej tabuľky boli v súčasnosti zahrnuté značné straty trhových podielov, ktoré v roku 2010 postihli takmer všetky členské, čo automaticky znižuje kumulované straty v podieloch (graf č. 7). Na medziročnom základe vývoj podielov na vývoznom trhu v rokoch 2013, 2014 a 2015 taktiež odráža rozdielne trendy v rámci obchodu v rámci EÚ a mimo EÚ. Obchod v rámci EÚ akceleroval rýchlejšie ako obchod mimo EÚ v rokoch 2013 a 2014, keď sa celosvetový obchod spomalil, čo vysvetľuje lepší výkon v týchto dvoch rokoch. Keďže obchod mimo EÚ sa v roku 2015 zotavil, medziročný vývoj podielov na vývoznom trhu členských štátov bol opäť negatívny.

Graf č. 7: Päťročná zmena v podieloch na vývoznom trhu v roku 2015



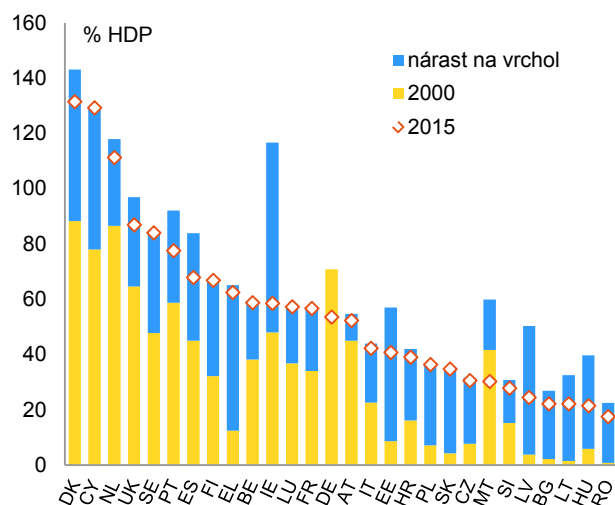
Zdroj: Eurostat, výpočty útvarov Komisie.

Poznámka: Štruktúra vychádza z metodiky „shift-share“. Zvýraznené stĺpce predstavujú príspevok k dynamike trhového podielu vyplývajúci zo zmien v expozícii voči danému trhu; nezvýraznené stĺpce predstavujú príspevok k dynamike trhového podielu vyplývajúci zo zmien v rámci daného trhu. Pri výpočtoch sa používajú údaje BPM6 s výnimkou BG a FI, v prípade ktorých je vývoz do EÚ odvodený z národných účtov; údaje sú čiastočne nedostupné pre ES a HR.

Mnohé krajiny naďalej postihuje prílišná zadlženosť súkromného sektora. Hodnoty vykazované v hodnotiacej tabuľke v roku 2015 presiahli prahovú hodnotu v prípade 13 krajín, pričom všetky tieto krajiny sa v rovnakej situácii nachádzali už v roku 2009, okrem Francúzska, ktoré tam dospelo v roku 2011. Najvyššiu úroveň zadlženosti súkromného sektora majú Cyprus, Írsko a Luxembursko, hoci tu určitú úlohu zohrávajú osobitné faktory týkajúce sa nadnárodných spoločností. Ďalšími krajinami, ktoré majú druhú najvyššiu hodnotu ukazovateľov hodnotiacej tabuľky sú Dánsko, Holandsko, Portugalsko a Švédsko. Činitele, ktoré sú základom vysokej zadlženosti súkromného sektora sa v jednotlivých krajinách líšia. Pokiaľ ide o Belgicko, Cyprus, Holandsko, Fínsko, Írsko, Luxembursko, Portugalsko a Švédsko, v týchto krajinách majú dlhy nad priemernou úrovňou EÚ domácností aj nefinančné korporácie, a to z viacerých dôvodov vrátane jednoduchej dostupnosti úverov na transakcie týkajúce sa nehnuteľností v období pred krízou (grafy č. 8a a 8b). V Dánsku a Spojenom kráľovstve vyplýva vysoká úroveň dlhu predovšetkým zo značného podielu úverov domácností krytých obytnými nehnuteľnosťami. Pokiaľ ide o Francúzsko a Španielsko, vysoká úroveň súkromného dlhu je vyvolaná dlhmi domácností aj nefinančných korporácií, pričom však zadlženosť týchto odvetví výrazne v porovnaní s priemerom EÚ nevyniká. Rozdiely v úrovni súkromného dlhu v jednotlivých krajinách sú do veľkej miery takisto odrazom rozdielov v rámci finančného vývoja, čo sa prejavuje aj v značných rozdieloch v rámci objemu finančných aktív, ktorými disponuje súkromný sektor a predovšetkým domácnosti. Veľké objemy finančných aktív domácností možno konštatovať najmä v prípade Belgicka, Dánska, Holandska, Malty, Spojeného kráľovstva, Švédska a v Talianska. Zvýšená zadlženosť súkromného sektora vedie k viacerým zraniteľnostiam, a to najmä v prostredí s nízkym rastom a nízkou infláciou, čo komplikuje znižovanie pákového efektu. Predovšetkým to zvyšuje vplyv potenciálnych otrasov na domácnosti a/alebo nefinančné korporácie s možnými dôsledkami na bankový sektor. Riziká

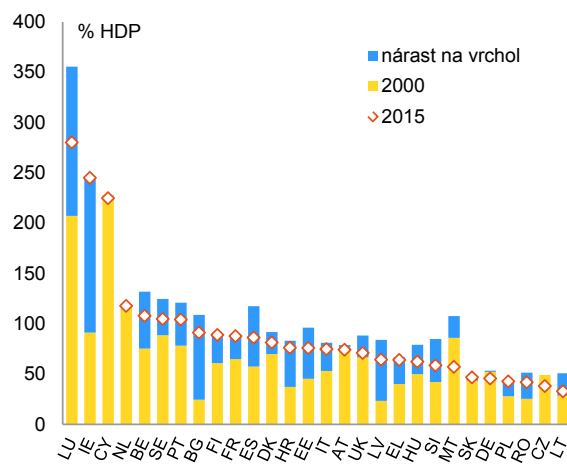
sú ešte viac zosilnené v tých krajinách (vrátane Chorvátska, Maďarska, Poľska a Rumunska), v ktorých sú veľké podiely domáceho dlhu denominované v zahraničných menách.

Graf č. 8a: Konsolidovaný dlh domácností



Zdroj: Eurostat, výpočty útvarov Komisie.

Graf č. 8b: Konsolidovaný dlh nefinančných korporácií



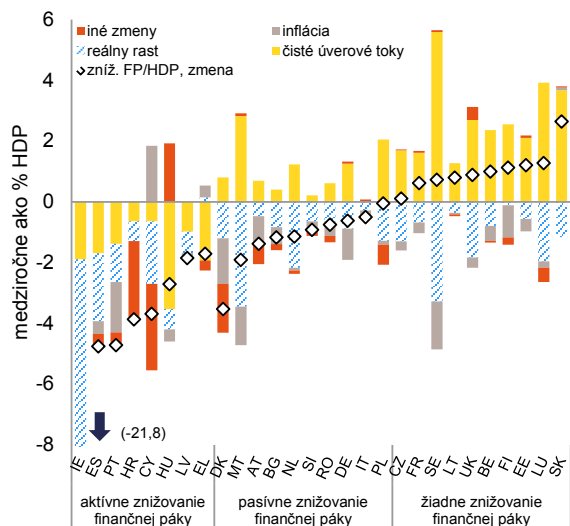
Zdroj: Eurostat, výpočty útvarov Komisie.

Znižovanie pákového efektu pokračuje, ale pomaly a nerovnomerne. Pokiaľ ide o domácnosti, k aktívnemu alebo pasívnemu znižovaniu pákového efektu, t. j. k zníženiu pomeru dlhov k HDP prinajmenšom čiastočne v dôsledku záporných čistých úverových tokov, resp. v dôsledku zvýšenia HDP, dochádza vo viacerých krajinách, aj keď rozdielnym tempom a s určitými výnimkami. Z najnovšieho vývoja vyplýva, že domácnosti na Cypre, v Grécku, Chorvátsku, Írsku, Lotyšsku, Maďarsku, Portugalsku a Španielsku aktívne znižujú pákový efekt a svoje čisté pôžičky (graf č. 9a)¹³. K znižovaniu pákového efektu ďalej dochádza aj v Dánsku a Holandsku, avšak v pasívnej forme (prostredníctvom rastu nominálneho HDP). V prípade týchto dvoch krajín po dvoch rokoch recesie došlo k miernemu pozitívnemu vývoju čistých úverových tokov. Miera zadlženosti na druhej strane ďalej rastie, a to z beztak už vysokých úrovní, vo Švédsku a v Spojenom kráľovstve, kde sú čisté úverové toky do domácností pozitívne na základe trvalo silnej dynamiky cien obytných nehnuteľností. V znižovaní pákového efektu sa na druhej strane pokračovalo vo viacerých krajinách, ktoré vykazovali najnižšiu zadlženosť domácností (graf č. 10a). Ide o Nemecko, Rakúsko, Slovinsko, Taliansko a niektoré ďalšie členské štáty mimo eurozóny. Z najnovšieho vývoja takisto vyplýva, že aktívnou formou znižujú pákový efekt aj nefinančné korporácie vo viacerých krajinách vrátane Bulharska, Dánska, Holandska, Portugalska, Slovinska, Španielska, Spojeného kráľovstva a Talianska (graf č. 9b). V ďalších krajinách, a to najmä v Nemecku a Rakúsku, nefinančné korporácie nie sú konfrontované s problémami súvisiacimi so zadlženosťou, avšak aj napriek tomu zmenšujú svoje finančné páky, a to aj v dôsledku nízkych investícií a malého rastu úverov. Naproti tomu v niektorých krajinách už beztak

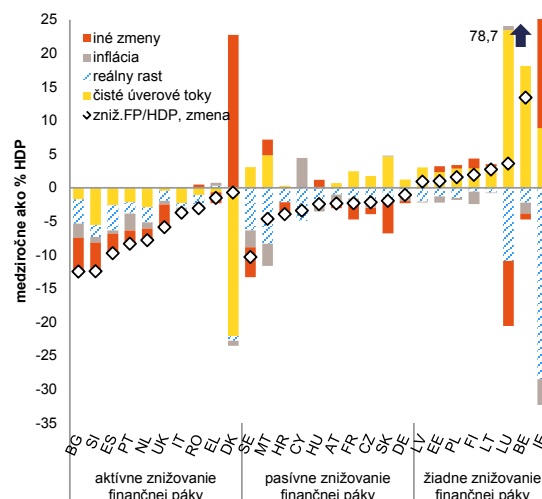
¹³ Text sa vzťahuje na vývoj v období do prvého štvrt'roka 2016, ktorý sa do určitej miery odlišuje od toho, čo vyplýva z ukazovateľov vykazovaných v hodnotiacej tabuľke, ktoré sa týkajú roku 2015.

vysoko zadlžené odvetvia nefinančných korporácií svoju finančnú páku ďalej zvyšujú, a to v niektorých prípadoch aj v dôsledku pozitívnych úverových tokov. Ide predovšetkým o Belgicko, Fínsko a Írsko (hoci v prípade Írska zohrávajú určitú úlohu osobitné faktory, ktoré súvisia s pôsobením nadnárodných spoločností).

Graf č. 9 a: Faktory ovplyvňujúce znižovanie finančnej páky domácností (1. štvrtrok 2016)



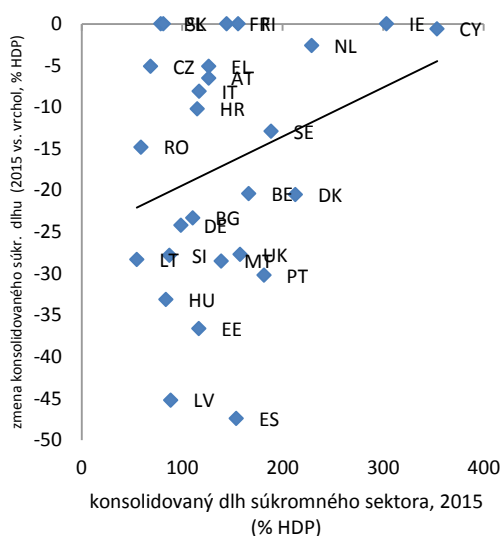
Graf č. 9b: Faktory ovplyvňujúce znižovanie finančnej páky nefinančných korporácií (1. štvrtrok 2016)



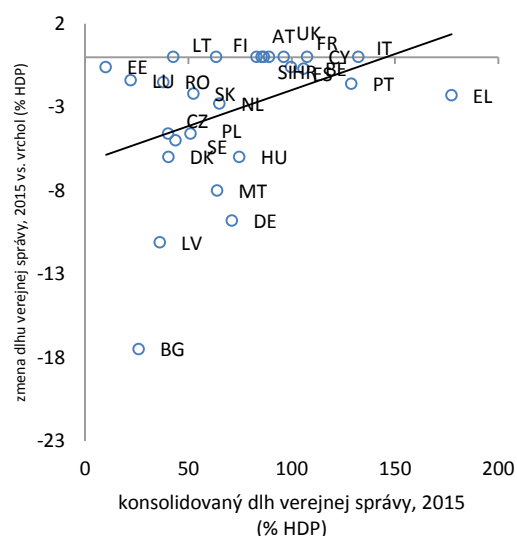
Zdroje: Eurostat, výpočty útvarov Komisie.

Poznámky: grafy predstavujú prehľad vývoja pomeru dlhu k HDP v štyroch zložkách: úverové toky, rast reálneho HDP, inflácia a iné zmeny. Znižovanie finančnej páky možno dosiahnuť prostredníctvom rôznych kombinácií splácania dlhu, rastu hospodárstva a iných zmien v objemoch nesplateného dlhu. Aktivne znižovanie finančnej páky zahŕňa čisté splatenie dlhu (negatívne čisté úverové toky), ktoré obvykle vedie k nominálnemu poklesu súvahy sektora a za rovnakých podmienok má nepriaznivé účinky na hospodársku činnosť a trhy s aktívami. Pasívne znižovanie finančnej páky na druhej strane zahŕňa pozitívne čisté úverové toky, nad ktorými prevyšuje vyšší rast nominálneho HDP, čo vedie k postupnému znižovaniu dlhu/HDP.

Graf č. 10 a: Vývoj pomeru dlhu súkromného sektora k HDP (2015/maximálny pomer) a úrovni súkromného dlhu (2015)



Graf č. 10b: Vývoj pomeru dlhu verejnej správy k HDP (2015/maximálny pomer) a úrovni dlhu verejnej správy (2015)



Zdroj: Eurostat.

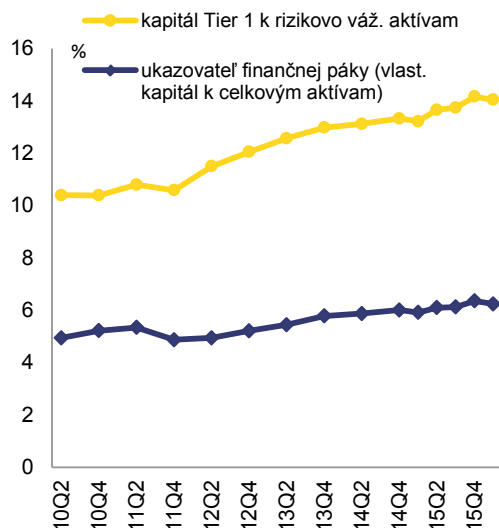
Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Luxembursko sa v tabuľke neuvádza, keďže za poklesom pomeru súkromného dlhu k HDP v období medzi maximálnou úrovňou a rokom 2015 o 59,2 percentuálneho bodu sú špeciálne faktory súvisiace s prítomnosťou nadnárodných spoločností.

Poznámka: Írsko sa v tabuľke neuvádza, keďže za poklesom pomeru dlhu verejnej správy k HDP v období medzi maximálnou úrovňou a rokom 2015 o 40,9 percentuálneho bodu sú špeciálne faktory súvisiace so značnou revíziou HDP v roku 2015, najmä v súvislosti s pôsobením nadnárodných spoločností.

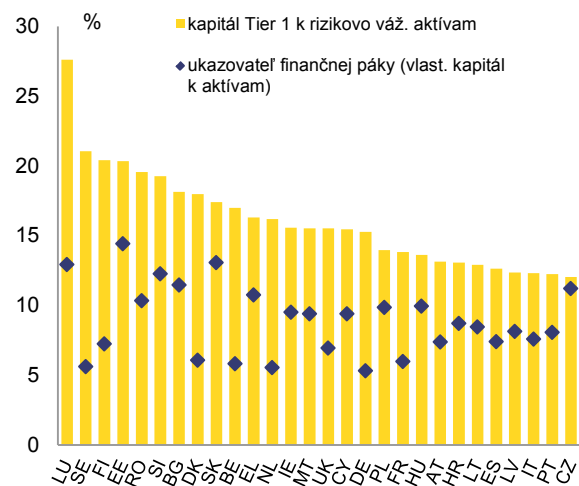
Banky posilnili svoje podiely vlastného kapitálu a ich odolnosť sa vo všeobecnosti zlepšuje, avšak výzvy naďalej pretrvávajú. Postupné zavádzanie nových prudenciálnych požiadaviek a znižovanie finančnej páky bankového sektora podporilo zvýšenie podielov vlastného kapitálu v bankách eurozóny, a to na 14,2 % (pomer kapitálu Tier 1 ku rizikovo váženým aktívam) na konci roka 2015, z 10,4 % na konci roka 2011 (Graf č. 11a). Celkové zlepšenie kapitálových pozícií bánk prispieva k posilneniu odolnosti a vytvorilo základ pre nedávne oživenie úverov na pozadí vzrástajúceho rastu produkcie vo väčšine členských štátov. Úroveň kapitalizácie sa však naďalej v jednotlivých členských štátoch líši, s podielom (vlastného kapitálu Tier 1) viac ako 17 % v 10 krajinách (vrátane Bulharska, Luxemburska, Rumunska, Slovinska a Švédska), resp. pod 13 % (v šiestich krajinách vrátane Portugalska, Španielska a Talianska) (graf č. 11b). Čistý rast objemu úverov poskytnutých súkromnému sektoru bol v roku 2015 pozitívny v 17 členských štátoch (pričom prahovú hodnotu prekročil len v Luxembursku), čo predstavuje nárast z počtu 16 v roku 2014 a naznačuje začínajúce sa zlepšenie v rámci prístupu k financovaniu, čo je potvrdené aj výsledkami prieskumu. Záväzky finančného sektora začali znova postupne na ročnom základe stúpať, hoci vo väčšine členských štátov ide o pomalý nárast a pod prahovými hodnotami. Pokiaľ ide o výzvy bankového sektora, vo viacerých krajinách súvisia okrem nesplácaných úverov (graf č. 11d) najmä s perspektívami ziskovosti (graf č. 11c). Hlavným nástrojom na zvýšenie kapitálu bánk bolo nerozdelené zisky, avšak vo väčšine členských štátov zostáva ziskovosť stále na nízkej úrovni, pričom sa očakáva, že aj v ďalšom období bude ziskovosť ovplyvňovať aktíva s nízkymi výnosmi, ako aj prostredie charakterizované nízkymi sadzbami a pretrvávaním zastaraných spôsobov podnikania. Nízka ziskovosť má zase vplyv na oceňovanie vlastného kapitálu, ako aj na schopnosť bánk získavať nový kapitál na trhu, čo zase obmedzuje priestor na úverovú expanziu. Na súvahy bánk okrem toho naďalej pôsobia zaťažujúco aj problémy z minulosti vo forme ešte stále vysokej úrovne nesplácaných úverov. Viaceré krajiny vykazujú vysoký priemerný podiel nesplácaných úverov v rámci celého odvetvia (Bulharsko, Cyprus, Grécko, Chorvátsko, Írsko, Maďarsko, Portugalsko, Rumunsko, Slovinsko a Španielsko), avšak banky s vysokým podielom nesplácaných úverov možno nájsť aj v iných členských štátoch. V Portugalsku a Taliansku sú vysoké úrovne nesplácaných úverov v kombinácii s nízkymi mierami kapitalizácie. Aj naďalej dochádza k čisteniu súvah, pokrok však zostáva nerovnomerný a prax v oblasti tvorby rezerv na úverové straty sa medzi krajinami líši.

Graf č. 11a: Podiely kapitálu v eurozóne



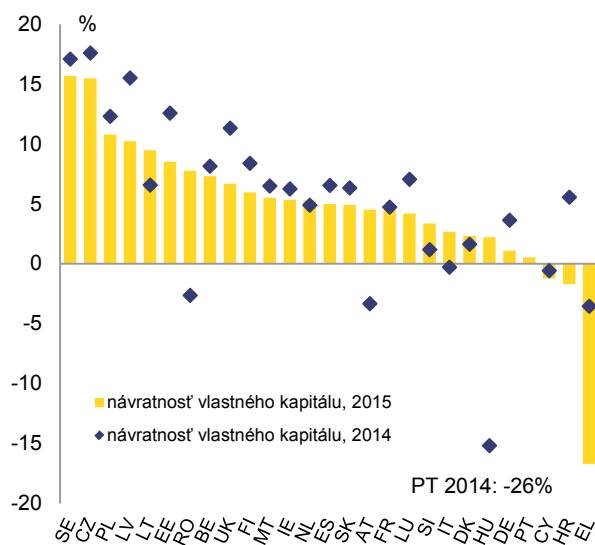
Zdroj: Európska centrálna banka.

Graf č. 11b: Podiely kapitálu v členských štátoch, štvrtý štvrťrok 2015



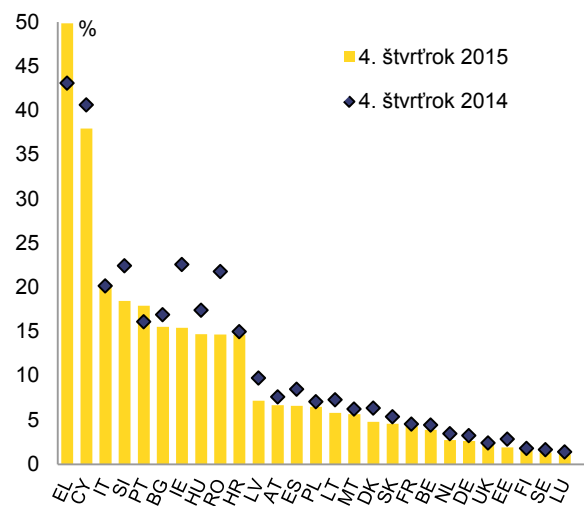
Zdroj: Európska centrálna banka.

Graf č. 11c: Návratnosť vlastného kapitálu bánk



Zdroje: Európska centrálna banka a Medzinárodný menový fond, výpočty Európskej komisie.

Graf č. 11d: Nesplácané úvery, percentá z úverov a preddavkov

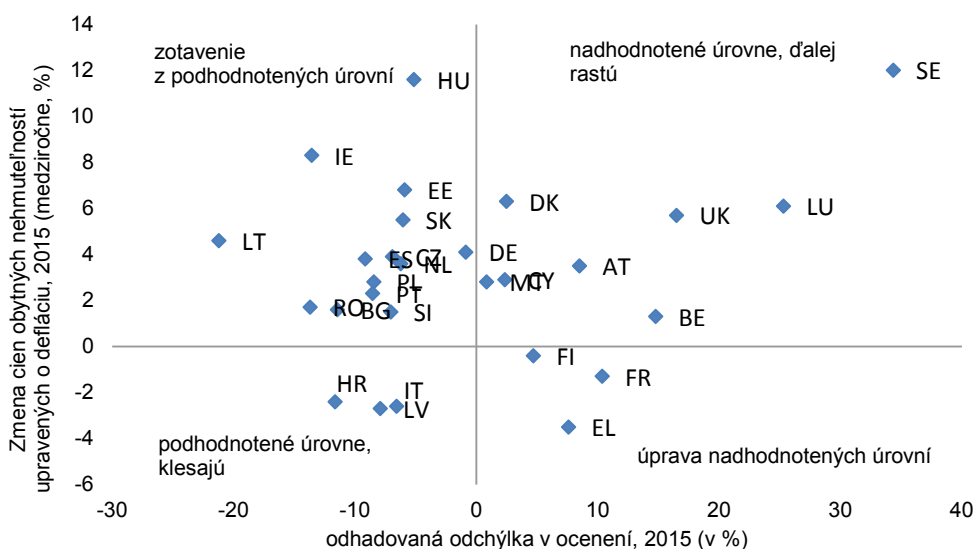


Zdroj: Európska centrálna banka.

Skutočné ceny obytných nehnuteľností vo väčšine členských štátov v roku 2015 vzrástli. Z ukazovateľa hodnotiacej tabuľky vyplýva, že v 22 členských štátoch došlo k rastu cien, pričom prahové hodnoty boli prekročené v Dánsku, Estónsku, Írsku, Luxembursku, Maďarsku a Švédsku. V Chorvátsku, Lotyšsku a Taliansku došlo k poklesu cien obytných nehnuteľností

z úrovni, ktoré boli už podľa odhadov podhodnotené, čím sa ešte viac prehĺbila negatívna odchýlka v ocenení (graf 12). Naproti tomu mierne poklesy v rámci reálnych cien obytných nehnuteľností vo Fínsku, Francúzsku a Grécku prispeli k zníženiu stále pretrvávajúceho nadhodnotenia. Vo viacerých ostatných členských štátoch zvyšovanie reálnych cien obytných nehnuteľností v roku 2015 prinieslo dodatočný tlak na beztak už nadhodnotené trhy s obytnými nehnuteľnosťami. Napätie sa v mimoriadnej miere prejavuje vo Švédsku, kde rast reálnych cien obytných nehnuteľností v roku 2015 nastal nadôvažok k značnej miere nadhodnotenia. Ďalšie zvyšovanie cien podnietili okrem toho rastúce čisté úvery domácnostiam, k čomu dochádza v situácii už beztak vysokých dlhových úrovní. Ďalšími troma krajinami, v ktorých v roku 2015 došlo k výrazným zvýšeniam cien a ktoré zaznamenali značné miery nadhodnotenia, sú Dánsko, Luxembursko a Spojené kráľovstvo. V prípade všetkých týchto troch krajín k tomu takisto prispeli rastúce čisté úverové toky domácnostiam. Situácia v uvedených krajinách si preto bude vyžadovať dôkladné monitorovanie ďalšieho vývoja. V Estónsku, Írsku, Maďarsku a Slovensku dochádza k zotaveniu cien z ich podhodnotených úrovní, pričom cenový rast v ostatných krajinách je mierny a nadväzuje na obmedzené miery nadhodnotenia, resp. prispieva k zmenšovaniu miery podhodnotenia.

Graf č. 12: Úrovně hodnoty cien obytných nehnuteľností a zmeny v roku 2015



Zdroj: Eurostat, ECB, BIS, OECD a výpočty útvarov Komisie.

Poznámka: miera nadhodnotenia odhadovaná ako priemer pomeru cien a príjmov, pomeru cien a nájomného a odchýlky od základného modelu oceňovania.

V mnohých členských štátoch v roku 2015 došlo k určitému zníženiu pomeru dlhu verejného sektora, čo je však charakteristické, nie v najviac zadlžených krajinách. Hodnoty hodnotiacej tabuľky v roku 2015 presiahli prahovú hranicu v 17 členských štátoch. V prípade 10 z týchto členských štátov vrátane Cypru, Francúzska, Írska, Portugalska a Španielska, je to kombinované so zadlženosťou súkromného sektora takisto nad prahovou hodnotou, čo vytvára tlaky pri znižovaní finančných pák naprieč ich celým hospodárstvom. Prevládajúci nízky rast a prostredie s nízkou infláciou naďalej nepôsobí v prospech výrazného poklesu pomerov dlhov verejných financií, a to aj napriek úsiliu členských štátov zameranému na znižovanie deficitov rozpočtu (ktoré sa v roku 2015 v štrukturálnom vyjadrení znížili v 21 krajinách) a na vytvorenie primárnych prebytkov (ktoré boli dosiahnuté v 19 krajinách). K zníženiu pomeru dlhu verejného sektora dochádza predovšetkým v členských štátoch s nižšími úrovňami zadlženosti (graf 10b), pričom najvýraznejšie poklesy boli zaznamenané v Dánsku, Holandsku, Lotyšsku, na Malte

a v Nemecku. Naproti tomu sa udržateľné zníženie pomeru dlhu verejného sektora nepodarilo dosiahnuť žiadnemu z členských štátov s najvyšším pomerom verejného dlhu k HDP (ide o Belgicko, Cyprus, Chorvátsko, Francúzsko, Grécko, Portugalsko, Španielsko a Taliansko). Spomedzi krajín so zvýšenými úrovňami dlhu len Írsko začalo masívne a udržateľne znižovať zadlženosť verejnej správy, pričom tento proces podporuje silný rast reálneho aj nominálneho HDP. Hoci tento trend posilňuje aj nedávna revízia číselného vyjadrenia HDP smerom nahor v dôsledku pôsobenia nadnárodných spoločností, základný trend je udržateľný.

Rámček č. 3: Vývoj v oblasti zamestnanosti a sociálnej situácie

Podmienky na trhu práce sa v roku 2015 a v prvej polovici roka 2016 ďalej zlepšovali. V priebehu väčšiny roka 2015 dosahoval ročný rast zamestnanosti v eurozóne a EÚ ako celku približne úroveň 1 %, pričom v prvej polovici roka 2016 sa rast zrýchlil približne na 1,6 %. Po tom, ako v období rokov 2012 až 2015 zaostával, dobehol rast zamestnanosti v eurozóne jej rast v krajinách mimo eurozóny. V roku 2015 a v prvej polovici roka 2016 takisto klesala aj miera nezamestnanosti. Rozdiely v mierach nezamestnanosti v rámci EÚ sa z vysokých úrovní znížili, hoci miery nezamestnanosti zostávajú naďalej vysoké v niektorých krajinách, najmä v Grécku a Španielsku, kde nezamestnanosť postihuje približne 20 % pracovnej sily, ako aj na Cypre, v Chorvátsku, Portugalsku a Taliansku, kde nezamestnanosť stále presahuje úroveň 10 %. Hodnoty hodnotiacej tabuľky, pokiaľ ide o 3-ročný priemer miery nezamestnanosti, presiahli v roku 2015 prahovú hodnotu v prípade všetkých týchto členských štátov, a okrem toho aj v prípade Bulharska, Francúzska, Írska, Litvy, Lotyšska a Slovenska. Celkovo zostáva v druhom štvrťroku 2016 miera nezamestnanosti na úrovni o 1,5 percentuálneho bodu vyššia v eurozóne ako v EÚ ako celku, čo odráža, do akej výraznej miery je nutné vykonať proces korekcie vo viacerých krajinách eurozóny. Okrem toho, hoci rast zamestnanosti a pokles nezamestnanosti bol doposiaľ relatívne silný, ak zoberieme do úvahy len mierne zvýšenie rastu produkcie v ostatných rokoch, nie je jasné, či je možné dosiahnuť trvalé zlepšenie podmienok na trhu práce v kontexte utlmeného hospodárskeho oživenia.

Miery zamestnanosti sa zvýšili v takmer všetkých členských štátoch. V rámci EÚ ako celku dosiahla v roku 2015 miera zamestnanosti osôb vo veku 20 až 64 rokov úroveň 70 %, pričom v druhom štvrťroku 2016 ďalej rástla na úroveň 71 %, čo znamená, že sa po prvý raz od roku 2008 podarilo presiahnuť vtedajšiu najvyššiu hranicu niečo nad 70 %. Miera ekonomickej aktivity obyvateľstva vo veku 15 až 64 rokov takmer všade rástla, pričom pokles bol zaznamenaný len na Cypre a k miernemu zníženiu došlo v Belgicku a Nemecku. Miera aktivity bola v roku 2015 v EÚ na úrovni 72,5 % a v eurozóne na úrovni 72,4 %, čo je približne na úrovni 3 (v prípade EÚ) a 2 (v prípade eurozóny) percentuálnych bodov nad úrovňami pred krízy. Toto môže byť vyjadrením toho, čo počas krízy na trh práce vstúpili pracovné sily s cieľom prispieť k príjmu domácností v stave, keď existuje zvýšená neistota, pokiaľ ide o pracovné miesta a mzdy, ako aj prejavom vyššej účasti na trhu práce, pokiaľ ide o starších pracovníkov a ženy.

V roku 2015 sa začala miera úspešnosti pri hľadaní si práce osôb, ktoré boli nezamestnané počas dlhšieho obdobia ako 12 mesiacov, zlepšovať. Naproti tomu pokles nezamestnanosti, ktorý bolo možné pozorovať na začiatku hospodárskeho oživenia, súvisel prevažne so znížením miery straty práce. Miera dlhodobej nezamestnanosti tak vo väčšine členských štátov EÚ v roku 2015 poklesla, avšak stále zostáva vysoká. Miery, ktoré presahovali úroveň pred troch rokov o 0,5 percentuálneho bodu alebo viac, zaznamenalo osem krajín. Najvyššie podiely boli zaznamenané v Grécku, Chorvátsku a Španielsku, kde bolo bez práce viac ako rok viac než 10 % aktívneho obyvateľstva.

Nezamestnanosť mládeže klesá. Miera nezamestnanosti mladých ľudí klesla vo všetkých členských štátoch s výnimkou Fínska a v menšej miere aj Francúzska, Malty a Rakúska. Nezamestnanosť mládeže často klesala rýchlejšie ako celková nezamestnanosť, čo odráža vyššiu cyklickú odozvu a potenciál nevyužitých pracovných síl v krajinách s vysokou nezamestnanosťou. Hodnoty zmeny za tri roky presahujú prahy hodnotiacej tabuľky v prípade Belgicka, Cypru, Fínska a Talianska. V roku 2015 bol takisto často zaznamenaný pokles podielu mladých ľudí bez zamestnania, mladých ľudí

nezapojených do vzdelávania a mladých ľudí nezapojených do odbornej prípravy, pričom tento pokles bol menej častý, pokiaľ ide o podiel nezamestnaných mladých ľudí – tento podiel v skutočnosti zostal dvojciferný, a to v dvoch tretinách členských štátov EÚ.

Mobilita pracovnej sily spolu s migráciou napomohli zmierniť nerovnováhy na trhu práce. Z celkového pohľadu však zostáva ich objem a význam pre zmiernenie nezamestnanosti obmedzený. V roku 2015 bol čistý prílev obyvateľstva najvyšší v krajinách, ktoré v roku 2014 vykazovali najnižšiu mieru nezamestnanosti (konkrétne v Luxembursku, Nemecku a Rakúsku), pričom niektoré prípady najvyšších vykázaných odlivov obyvateľstva boli v roku 2015 zaznamenané paralelne s najväčším poklesom nezamestnanosti (ide napr. o Chorvátsko, Grécko, Litvu a Lotyšsko). Zjavná nesúvislosť medzi rastúcim prílevom v prijímajúcich krajinách EÚ a odlivom vo vysielajúcich krajinách EÚ môže byť dôsledkom narastajúceho významu migrácie z krajín mimo EÚ, vrátane utečencov z krajín Stredného východu.

Sociálna situácia sa pomaly zlepšuje, v mnohých členských štátoch je však stále ťažká. Podiel osôb ohrozených chudobou alebo sociálnym vylúčením klesol z 24,4 % v roku 2014 na 23,7 % v roku 2015, pričom pokles v roku 2015 v porovnaní s rokom 2014 bol zaznamenaný vo viac ako troch štvrtinách členských štátov, a v prípade porovnania s údajmi (ukazovateľ hodnotiacej tabuľky správy o mechanizme varovania) spred troch rokov, vo viac ako polovici krajín¹⁴.¹⁵ Pokles za ostatné tri roky bol najviac viditeľný v Bulharsku, Maďarsku, Lotyšsku a Rumunsku, zatiaľ čo najväčší nárast zaznamenali Cyprus, Grécko, Holandsko, Portugalsko a Španielsko. Miera ohrozenia sa medzi jednotlivými krajinami výrazne líši a pohybuje sa od približne 40 % v Bulharsku a Rumunsku až po menej než 20 % v Českej republike, Francúzsku, Holandsku a v severských krajinách. V porovnaní s obdobím pred krízou toto ohrozenie zoslablo v niekoľkých krajinách strednej a východnej Európy (najmä v Poľsku a Rumunsku) a zosilnelo vo väčšine ostatných krajín (predovšetkým na Cypre, v Grécku a Španielsku). Dlhodobá zlá sociálna situácia môže negatívne a mnohými rôznymi spôsobmi ovplyvniť potenciálny rast HDP a nesie v sebe aj riziká ďalšieho prehlbovania makroekonomických nerovnováh.

Trendy týkajúce sa ohrozenia chudobou alebo sociálnym vylúčením vyplývajú z viacerých faktorov. Po prvé, vo väčšine členských štátov v ostatných rokoch narastá podiel osôb ohrozených chudobou (príjmovou chudobou), a to vyjadrený v zmenách za tri roky, aj medziročne. Po druhé, v mnohých členských štátoch bol za uplynulé trojročné obdobie zaznamenaný pokles miery závažnej materiálnej deprivácie. Významný pokles závažnej materiálnej deprivácie, teda absolútneho meradla chudoby, bol zaznamenaný v najchudobnejších členských štátoch, čo je znak toho, že tieto krajiny dohŕňajú ostatné štáty vo výške príjmov. K nárastu závažnej materiálnej deprivácie došlo v krajinách s vyšším HDP na obyvateľa, ktoré však boli viac zasiahnuté krízou, najmä v Grécku, Španielsku a Taliansku. Hoci bol nedávno zaznamenaný pokles, resp. stabilizácia podielu osôb (pod 60 rokov) žijúcich v domácnosti s veľmi nízkou intenzitou práce, zo zmeny za ostatné tri roky stále vyplýva, že vo väčšine krajín EÚ došlo v porovnaní s rokom 2012 k nárastu, resp. v najlepšom prípade

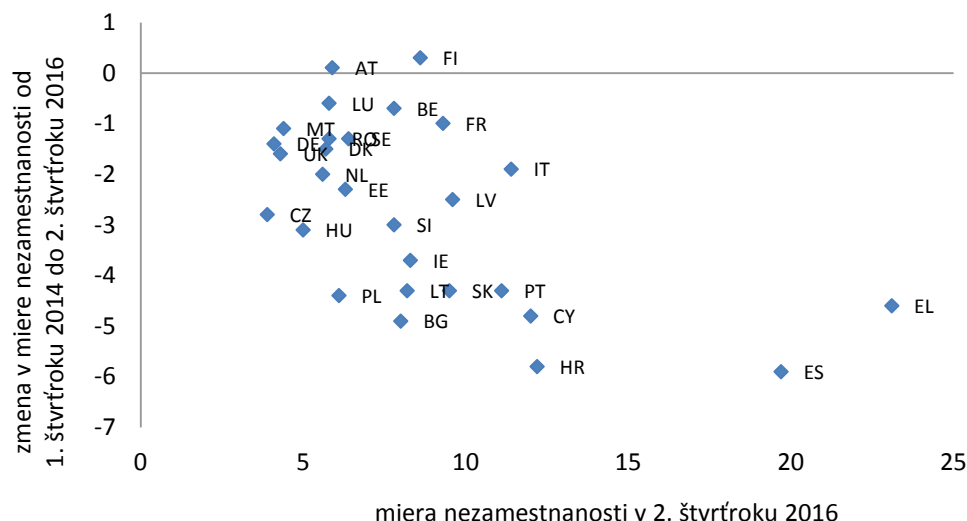
¹⁴ Tento ukazovateľ zodpovedá súhrnu osôb, ktoré sú: ohrozené chudobou (po zohľadnení sociálnych transferov), ktorá sa zvykne označovať aj pojmom „príjmová chudoba“, resp. trpia závažnou materiálnou depriváciou, alebo žijú v domácnostiach s veľmi nízkou intenzitou práce. Príslušné osoby sa započítavajú iba raz, aj keď sa na ne vzťahuje viacero čiastkových ukazovateľov. Za osoby ohrozené chudobou sa považujú osoby s ekvivalentným disponibilným príjmom nižším ako 60 % národného mediánu ekvivalentného disponibilného príjmu. Závažná materiálna deprivácia zahŕňa ukazovatele súvisiace s nedostatkom zdrojov, konkrétne podiel osôb trpiacich minimálne štyrmi z deviatich položiek deprivácie. Osobami žijúcimi v domácnostiach s veľmi nízkou intenzitou práce sú osoby vo veku 0 až 59 rokov, ktoré žijú v domácnosti, kde dospelé osoby (vo veku 18 až 59 rokov) v uplynulom roku odpracovali menej ako 20 % svojho celkového pracovného potenciálu. V prípade Chorvátska, Írska, Luxemburska a Talianska nie sú údaje za rok 2015 k dispozícii.

¹⁵ V prípade Bulharska, Estónska a Rumunska došlo k prerušeniam série údajov.

k stabilizácii tohto podielu.

Počas krízy rástla nerovnosť príjmov vo väčšine krajín EÚ¹⁶. V roku 2015 však došlo v celej rade členských štátov k jej stabilizácii, resp. k poklesu. Najprudší nárast v nerovnosti príjmov však napriek tomu zaznamenali krajiny ako Litva a Rumunsko, ktoré už predtým vykazovali horšie ako priemerné hodnoty.

Graf č. 13: Vývoj miery nezamestnanosti (veková skupina 20 – 64 rokov), I. kvartál 2014 v porovnaní s II. kvartálom 2016



Zdroj: Eurostat.

Celkovo sú vo väčšine členských štátov stále prítomné riziká a slabiny vyplývajúce z problémov v minulosti a/alebo z aktuálneho vývoja. Stupeň ich závažnosti a naliehavosti potreby primeranej politickej reakcie sa v rôznych členských štátoch značne líši, a to nielen v závislosti od charakteru slabín, resp. trendov, ale aj na základe toho, či sa obmedzujú len na jedno alebo na viacero odvetví hospodárstva:

- Mnohé členské štáty sú postihnuté *viacerými a navzájom prepojenými slabinami súvisiacimi so stavmi a/alebo tokmi*. Ide o krajiny, ktoré boli najviac zasiahnuté konjunkturálnymi úverovými cyklami – ktoré sú často spájané s problémami v oblasti likvidity a solventnosti ich bankových sektoroch – a najvýraznejšími obratmi salda bežného účtu. V mnohých prípadoch (Cyprus, Chorvátsko, Portugalsko) je zvýšená súkromná zadlženosť skombinovaná s vysokým verejným dlhom, veľkými zápornými

¹⁶ Nerovnosť meraná koeficientom príjmovej nerovnosti S80 / S20 a Giniho koeficientom ekvivalentného disponibilného príjmu. Koeficient S80 / S20 porovnáva príjem osôb na dolnom konci horného kvintilu príjmovej distribúcie príjmov s príjmom tých na hornom konci spodného kvintilu. Giniho koeficient je definovaný ako vzťah medzi kumulatívnymi podielmi populácie zoradenými podľa ekvivalentného disponibilného príjmu a kumulatívnymi podielmi celkového ekvivalentného disponibilného príjmu, ktorý dostávajú: meria sa od hodnoty 0, keď sú príjmy distribuované rovnomerne v celej populácii, po hodnotu 1, v rámci ktorej získava všetky príjmy danej krajiny jedna osoba. Z údajov vyplýva, že obe merania ukazujú mierne rozdiely: koeficient S80 / S20 klesol v minulých rokoch menej často ako Giniho koeficient, avšak S80 / 20 takisto menej vzrástol aj počas krízy.

čistými medzinárodnými investičnými pozíciami a s pretrvávajúcimi problémami bankového systému. Tieto krajiny naďalej čelia potrebe znižovania páky v kontexte obmedzeného priestoru na fiškálne opatrenia, vysokej nezamestnanosti, nízkej inflácie a nízkeho rastu reálneho HDP. V Bulharsku, Írsku, Slovinsku a Španielsku takisto existuje viacero slabých a vzájomne prepojených miest, avšak v prípade týchto štyroch krajín bol pokrok dosiahnutý rýchlejšie ako v krajinách uvedených vyššie.

- V niekoľkých členských štátoch je príčinou zraniteľných miest najmä veľký *objem dlhu verejnej správy* a obavy súvisiace s *rastom potenciálneho produktu a konkurencieschopnosťou*. To je predovšetkým prípad Talianska, v ktorom slabé miesta súvisia aj s bankovým sektorom, a to najmä s veľkým objemom nesplácaných úverov. S verejným dlhom a potenciálnymi problémami v oblasti rastu sa musia vysporiadať aj Belgicko a Francúzsko, v prípade ktorých však nehrozia podobné potenciálne riziká vyplývajúce z ohrozenosti bánk.
- Pre niektoré členské štáty sú typické *veľké a pretrvávajúce prebytky bežného účtu*, ktoré sú odrazom utlmenej súkromnej spotreby a investícií. To je prípad najmä Dánska, Holandska, Nemecka a Švédska. V Nemecku je tento prebytok kombinovaný so znižovaním páky vo všetkých odvetviach hospodárstva, hoci výšky dlhu nie sú príliš vysoké. Veľké a pretrvávajúce prebytky môžu znamenať nevyužitú príležitosť pre rast a rastúce riziko pre veriteľov. Deficit agregátneho dopytu okrem toho znamená aj dôsledky pre zvyšok eurozóny, v kontexte nízkeho rastu a nízkej inflácie.
- V niektorých členských štátoch *vykazuje vývoj v cenách alebo premenných nákladoch potenciálne známky prehriatia*. Vo Švédsku a takisto aj v Dánsku, Luxembursku a v Spojenom kráľovstve súvisia cenové tlaky najmä s odvetvím bývanie v kombinácii so značnou výškou zadlženosti domácností. V Bulharsku, Estónsku, Litve a Lotyšsku naďalej rastú pomerne výrazným tempom jednotkové náklady práce.
- V niektorých členských štátoch sa slabiny a potenciálne neudržateľné trendy sústreďujú *najmä v určitom hospodárskom odvetví*. V Holandsku pretrvávajú slabé miesta v súvislosti so zadlženosťou domácností a trhom s bývaním, v kombinácii s veľkým prebytkom bežného účtu. Vo Fínsku slabé miesta súvisia najmä s konkurencieschopnosťou vyplývajúcou zo štrukturálnych zmien hospodárstva.

Celkovo možno konštatovať, že hĺbkové preskúmania sú opodstatnené v prípade 13 krajín¹⁷. Všetky tieto krajiny boli predmetom podrobného preskúmania v predchádzajúcom cykle, v rámci ktorého boli hĺbkové preskúmania vypracované v prípade 19 krajín. Hoci je pokles počtu hĺbkových preskúmaní odrazom nedávneho pokroku pri riešení nerovnováh, slabiny existujú aj v tých krajinách, v ktorých hĺbkové preskúmanie nie je v tejto fáze opodstatnené; ako sa uvádza v oddiele 3, vývoj sa bude naďalej monitorovať. Pokiaľ ide o správu o mechanizme varovania za rok 2016, bol pokrok najviac viditeľný v rámci riešenia vonkajšej nerovnováhy krajín, ktoré sú čistými dlžníkmi, pričom celkové zlepšenie vykázali aj trhy práce. Nerovnováhy vnútorných a vonkajších stavov sú však korigované len pomaly a naďalej predstavujú zdroj rizík a slabých miest v mnohých členských štátoch, a to popri

¹⁷ Týmito krajinami sú Bulharsko, Cyprus, Fínsko, Francúzsko, Holandsko, Chorvátsko, Írsko, Nemecko, Portugalsko, Slovinsko, Španielsko, Švédsko a Taliansko

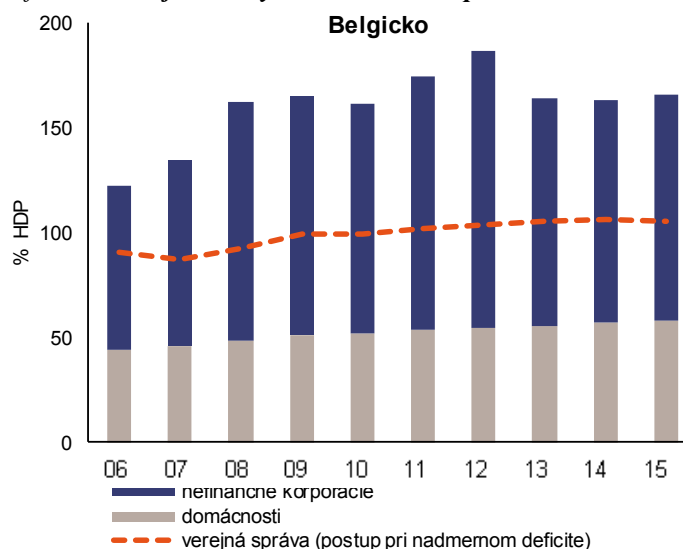
obavách v súvislosti s investičnými vyhliadkami a hospodárskym oživením. Podrobné monitorovanie si vyžaduje na druhej strane aj začínajúca kumulácia cenových tlakov.

3. NEROVNOVÁHY, RIZIKÁ A KOREKCIE: PRIPOMIENKY PRE JEDNOTLIVÉ KRAJINY

Belgicko: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli v Belgicku identifikované žiadne makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, konkrétne zmeny podielov na vývoznom trhu a zmeny v zadlženosti súkromného aj verejného sektora, ako aj zmeny v rámci dlhodobej nezamestnanosti a nezamestnanosti mladých ľudí.

K vonkajšej udržateľnosti prispelo aj vyrovnané saldo bežného účtu a veľmi priaznivá čistá medzinárodná investičná pozícia. Kumulované straty podielu na vývoznom trhu zostávajú vysoké, ale, a to napriek stratám v roku 2015, majú základ v ostatných rokoch. Očakáva sa, že tento trend bude pokračovať v súvislosti s výrazným spomalením rastu jednotkových nákladov práce. Zadlženosť súkromného sektora zostáva pomerne vysoká, predovšetkým v prípade nefinančných korporácií, hoci údaje o dlhu zvyšujú veľmi rozšírené vnútrokupinové

Graf A1: Dlh v jednotlivých sektoroch hospodárstva



Zdroj: Eurostat

pôžičky. Riziká súvisiace so zadlženosťou domácností vyplývajú prevažne z trhu s bývaním. Reálne ceny obytných nehnuteľností v posledných rokoch relatívne stagnovali, ale rýchly nárast pred rokom 2008 nebol korigovaný. Verejný dlh je stabilný, ale vysoký a predstavuje aj naďalej zásadný problém pre dlhodobú udržateľnosť verejných financií. Aktuálne údaje signalizujú, že rast dlhodobej nezamestnanosti má cyklickú povahu, zatiaľ čo vysoká a trvalá miera nezamestnanosti mladých ľudí je črtou viac štrukturálneho charakteru. Počet ľudí žijúcich v domácnostiach s veľmi nízkou intenzitou práce patrí k najvyšším spomedzi všetkých členských štátov, čo ukazuje na rastúcu polarizáciu na belgickom trhu práce.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy spojené s konkurencieschopnosťou, verejnou zadlženosťou, cenami obytných nehnuteľností a fungovaním trhu práce, hoci riziká súvisiace s týmito problémami zostávajú pod kontrolou. Komisia preto v tejto fáze nebude v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe vykonávať ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Bulharsko: V marci 2016 Komisia dospela k záveru, že v Bulharsku *existujú nadmerné makroekonomické nerovnováhy* v dôsledku pretrvávajúcich zraniteľností finančného sektora a vysokej zadlženosti podnikov v kontexte vysokej nezamestnanosti. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia, rast nominálnych jednotkových nákladov práce a miera nezamestnanosti.

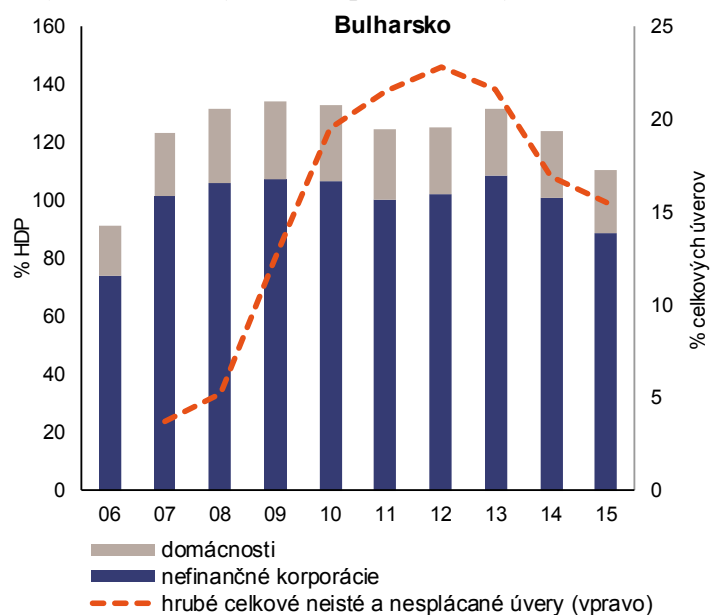
Negatívna čistá medzinárodná investičná pozícia naďalej presahuje prah hodnotiacej tabuľky, ale v kontexte pozitívneho salda bežného účtu sa stále zlepšuje. Podiel na svetovom vývoze sa v posledných piatich rokoch zvýšil, a to napriek stratám v roku 2015. Rast jednotkových nákladov práce sa trvalo spomaľuje, hoci trojročný priemer zostáva nad orientačnou prahovou hodnotou. Dôvodom na obavy neprestáva byť zadlženosť

súkromného sektora, a to predovšetkým v prípade nefinančných korporácií, pričom aktuálne údaje signalizujú riadny, ale pomalý proces znižovania finančnej páky. Slabiny vo finančnom sektore stále pretrvávajú a pretrváva zraniteľnosť, pokiaľ ide o insolvenčný rámec. Podiel nesplácaných úverov sa znížil, ale je stále vysoký. Bolo realizované preskúmanie kvality aktív a stresové testy v bankovom sektore, ktoré nezistili, že by bolo potrebné v celom sektore ďalší kapitál. Budú si však vyžadovať prísne vykonávanie následných opatrení vrátane odporúčaní, ktoré vydala Bulharská národná banka jednotlivým bankám. Podobné preskúmania prebiehajú aj v odvetví poisťovníctva a penzijných fondov. Miera nezamestnanosti presahuje orientačnú prahovú hodnotu, hoci v klesajúcej miere, vďaka nedávnemu posilneniu rastu HDP, zatiaľ čo miera dlhodobej nezamestnanosti už nepresahuje orientačnú prahovú hodnotu. Dôvodom na obavy sú aj naďalej pretrvávajúce štrukturálne problémy trhu práce, ku ktorým patrí nízka účasť a rozdiely medzi požadovanými a ponúkanými zručnosťami a kvalifikáciou.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy spojené s vonkajšími aj vnútornými slabunami, vrátane finančného sektora. Komisia z tohto dôvodu, a to aj so zreteľom na marcové zistenie nadmernej nerovnováhy, považuje za vhodné podrobnejšie preskúmať, či makroekonomické riziká trvajú, a sledovať pokrok v odstraňovaní nadmerných nerovnováh.

Česká republika: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli v Českej republike identifikované žiadne makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke nie sú žiadne ukazovatele nad orientačnou prahovou hodnotou.

Graf A2: *Súkromný dlh a nesplácané úvery*

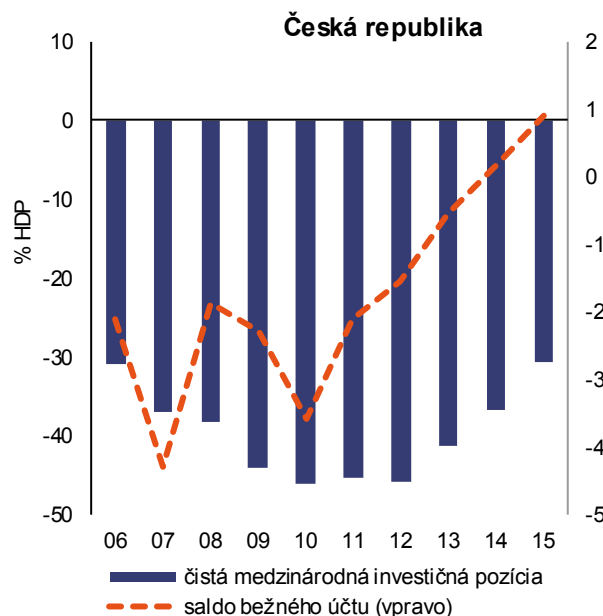


Zdroj: Eurostat a ECB

Saldo bežného účtu sa v posledných rokoch výrazne zlepšilo a trojročný priemer dosiahol v roku 2015 pozitívne hodnoty. Čistá medzinárodná investičná pozícia v roku 2015 postupne klesala a dostala sa pod prahovú hodnotu, a to čiastočne vďaka pokračujúcej kumulácii aktív v cudzej mene zo strany Českej národnej banky v rámci jej snahy o udržanie spodného ohraničenia výmenného kurzu voči euru. Riziká spojené s vonkajšou pozíciou zostávajú z celkového pohľadu obmedzené, pretože mnoho zahraničných záväzkov pripadá na priame zahraničné investície, pričom čistý zahraničný dlh je preto veľmi nízky. V roku 2015 došlo k ďalšiemu rastu produktivity, k malému zvýšeniu podielu na svetovom vývoze a k miernemu zníženiu nominálnych jednotkových nákladov práce. Zrýchľujúci rast miezd a možné zhodnotenie výmenného kurzu po odstránení spodného ohraničenia výmenného kurzu by mohli tieto rasty dosiahnuť v ostatnom čase čiastočne zvrátiť. Riziko vnútorných nerovnováh sa javí ako malé. Napriek vyššej sebadôvere domácností, pokiaľ ide o vstup na trh s bývaním, úroveň zadlženosti súkromného sektora v roku 2015 mierne klesla a zostáva pod prahovou hodnotou. Rast reálnych cien obytných nehnuteľností v roku 2015 sa takisto do istej miery zrýchľil. Bankový sektor, ktorý je do značnej miery v zahraničnom vlastníctve, zostáva stabilný, pričom v roku 2015 došlo k len miernemu nárastu celkových záväzkov finančného sektora. Verejný dlh sa zmenšil a očakáva sa, že bude naďalej klesať a zostane pod prahovou hodnotou. Nezamestnanosť je nízka.

Celkovo ukazujú ekonomické závery na obmedzenú mieru vonkajších rizík a na nízke vnútorné riziká. Komisia preto v tejto fáze nebude v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe vykonávať ďalšiu hĺbkovú analýzu.

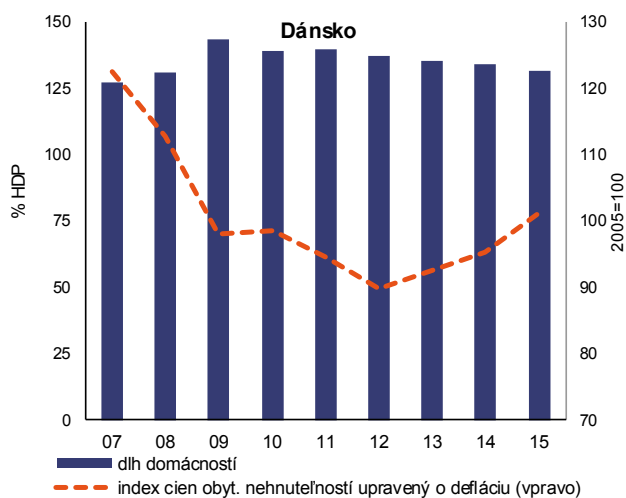
Graf A3: NIIP a saldo bežného účtu



Zdroj: Eurostat

Dánsko: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli v Dánsku identifikované žiadne makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračujú orientačné hraničné hodnoty niektoré ukazovatele, a to konkrétne saldo bežného účtu, zmena podielov na vývoznom trhu, reálne ceny obytných nehnuteľností a zadlženosť súkromného sektora.

Graf A4: Dlh domácností a index cien obytných nehnuteľností



Zdroj: Eurostat

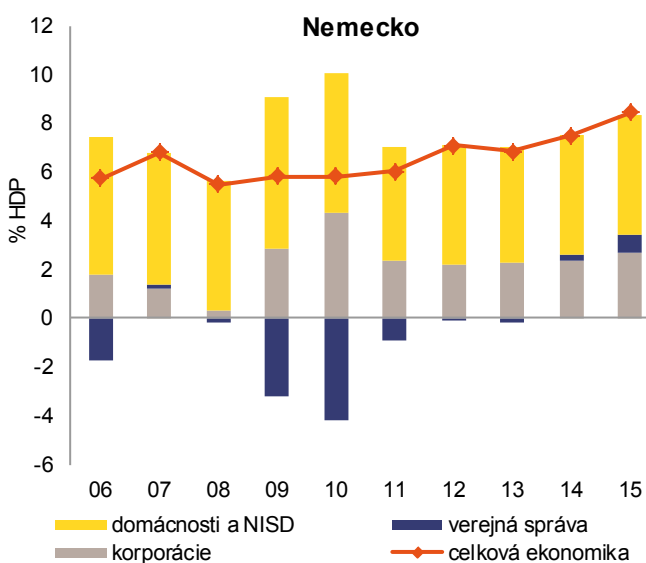
Saldo bežného účtu naďalej vykazuje vysoké prebytky. Je to odraz značných súkromných a verejných úspor, vysokých výnosov z investícií v zahraničí a utlmenosti investovania zo strany podnikov. Čistá medzinárodná investičná pozícia je kladná a vysoká, hoci v roku 2015 vplyvom záporného ocenenia klesala. Kumulované straty podielov na vývoznom trhu sa v roku 2015 znížili, a aj keď došlo k medziročným stratám, predpokladá sa, že v nadchádzajúcich rokoch budú obmedzené. Relatívne slabý vývoz v poslednej dobe možno takisto čiastočne pripísať poklesu v ťažbe ropy a zemného plynu a v odvetví námornej prepravy. Ukazovatele konkurencieschopnosti v oblasti nákladov zostali pomerne stabilné. Dlh súkromného sektora v roku 2015 mierne klesol, je však stále veľmi vysoký. Relatívne vysoká zadlženosť domácností odráža okrem iného špecifický model financovania pomocou bankových hypoték a vyspelý dôchodkový systém. Znižovanie finančnej páky je pomalé, pretože na splácanie dlhu sú stimuly nízke, zatiaľ čo na budovanie obytného nehnuteľného majetku vysoké. Rast reálnych cien obytných nehnuteľností sa v roku 2015 v kontexte veľmi nízkych úrokových sadzieb zrýchlil až nad prahovú hodnotu, čo odôvodňuje starostlivé monitorovanie. Bankový sektor však je aj naďalej stabilný a vývoj v oblasti úverov pod kontrolou. Postupne začínajú pôsobiť opatrenia v oblasti regulácie a dohľadu zamerané na posilnenie stability finančného sektora a znižovanie stimulov pre zadlžovanie sa domácností. Nezamestnanosť je naďalej nízka.

Celkovo ukazujú ekonomické závery na možné problémy súvisiace s dlhom súkromného sektora a s odvetvím bývania, riziká sa však stále zdajú byť pod kontrolou. Komisia preto v tejto fáze nebude v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe vykonávať ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Nemecko: V marci 2016 Komisia dospela k záveru, že v Nemecku existujú makroekonomicke nerovnováhy, ktoré sa týkajú najmä rizík spojených s nadmernými úsporami a utlmenými súkromnými aj verejnými investíciami. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne prebytok bežného účtu a verejný dlh.

Prebytok bežného účtu pokračoval v roku 2015 v raste z beztak už vysokej úrovne a bol stimulovaný pozitívnymi obchodnými podmienkami vďaka nižším cenám ropy a priaznivému výmennému kurzu. Podľa predpokladov by mal tento prebytok zostať vysoký aj v nasledujúcich rokoch. Investície by mali podľa prognózy zostať slabé a vyjadrené ako podiel HDP zostali viac-menej na rovnakej úrovni od roku 2011. Veľmi vysoká čistá medzinárodná investičná pozícia naďalej rýchlo rástla. Jednotkové náklady práce stúpili nad priemer eurozóny, čím sa postupne

Graf A5: Čisté poskytovanie/prijímanie úverov podľa sektorov



Zdroj: útvary Komisie. NISD sú neziskové inštitúcie slúžiace domácnostiam.

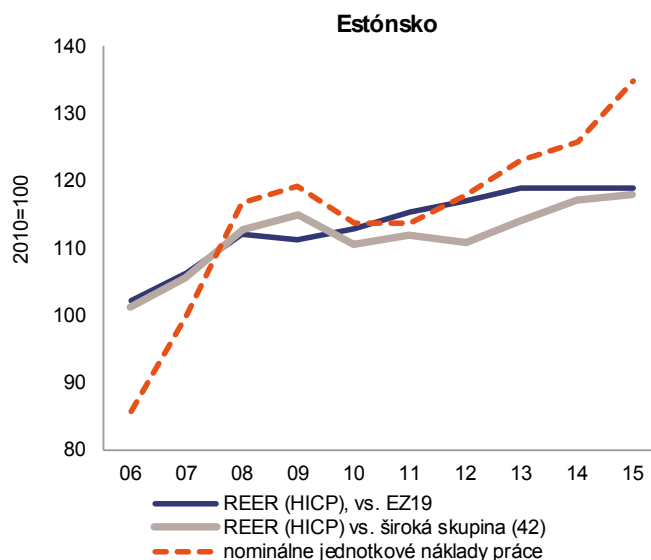
znižuje negatívny odstup od eurozóny. Úverové toky v súkromnom sektore sa zvýšili, zatiaľ čo znižovanie finančnej páky v súkromnom sektore pokračovalo v kontexte posilňujúcich úspor podnikov a domácností. Rast reálnych cien obytných nehnuteľností sa zrýchlil, ukazovateľ však zostáva pod prahovou hodnotou. Pomer verejného dlhu sa ďalej znižoval. Finančný sektor zostáva aj naďalej pod tlakom z dôvodu nízkej ziskovosti. Veľmi nízka a naďalej klesajúca miera nezamestnanosti odráža silný pracovný trh v Nemecku.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy spojené s veľmi vysokým a stále rastúcim vonkajším prebytkom a silnou závislosťou na vonkajšom dopyte, ktoré predstavujú riziká rastu a podčiarkujú nutnosť väčšej rovnováhy v prospech domácich zdrojov. Komisia z tohto dôvodu, a to aj so zreteľom na marcové zistenie nerovnováhy považuje za vhodné podrobnejšie posúdiť, či nerovnováhy trvajú, alebo ustupujú.

Estónsko: V predchádzajúcich kolách postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli v Estónsku identifikované žiadne makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, konkrétne negatívna čistá medzinárodná investičná pozícia, reálny efektívny výmenný kurz, jednotkové náklady práce a ceny obytných nehnuteľností.

Negatívna čistá medzinárodná investičná pozícia prahovú hodnotu stále presahuje, avšak zlepšuje sa. Viac ako polovicu vonkajších záväzkov tvoria priame zahraničné investície, čo riziká znižuje. Bežný účet je od roku 2014 v prebytku, k čomu prispieva vysoký a stabilný vývoz služieb. Kumulovaný rast podielov na vývoznom trhu je stále veľký, v roku 2015 však došlo k značným stratám. Ukazovateľ reálneho efektívneho výmenného kurzu mierne presahuje prahovú hodnotu, ale predpokladá sa jeho pokles. Nárast nominálnych jednotkových nákladov práce odráža trvalý úbytok populácie v produktívnom veku, ktorý

Graf A6: *Reál. efekt. vým. kurz (REER) a jednotk. nákl. prá*



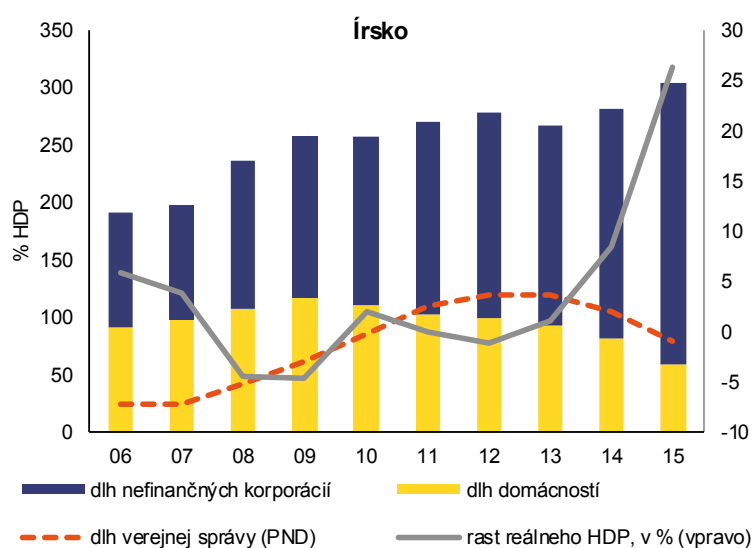
Zdroj: Eurostat, útvary Komisie

motivuje rast miezd. Klesajúce ceny ropy a oslabenie rubľa navyše obmedzili estónsky vývoz, a to aj z jeho pomerne veľkého odvetvia ropy z bridlíc. Rast reálnych cien obytných nehnuteľností spomaľuje, keďže ponuka bývania sa začína vyrovnávať dopytu. Dlh súkromného sektora sa pohybuje okolo prahovej hodnoty, v dôsledku nárastu poskytovania úverov, a to najmä podnikom, však prestal klesať. Naopak verejný dlh je stabilný a najnižší z celej EÚ. Miera dlhodobej nezamestnanosti, miera nezamestnanosti mladých ľudí a miera závažnej materiálnej deprivácie ďalej klesali.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy spojené s tlakmi v domácej ekonomike, riziká však zostávajú pod kontrolou. Komisia vo všeobecnosti v tejto fáze nevykoná ďalšiu hĺbkovú analýzu v kontexte PMN.

Írsko: V marci 2016 Komisia dospela k záveru, že v Írsku existujú makroekonomické nerovnováhy súvisiace s veľkým objemom vonkajších záväzkov a slabosťami z dôvodu zadlženosti súkromného a verejného sektora. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia, reálny efektívny výmenný kurz, dlh súkromného sektora, reálne ceny obytných nehnuteľností, verejný dlh a nezamestnanosť.

Graf A7: Dlh v jednotlivých sektoroch hospodárstva a rast reálneho HDP



Čistá medzinárodná investičná pozícia sa v roku 2015 výrazne zhoršila, čo sa dá čiastočne vysvetliť niektorými aktivitami nadnárodných spoločností s obmedzenými dosahmi na domácu ekonomiku. Írsko v niekoľkých posledných rokoch vykazovalo výrazné prebytky bežného účtu. To do určitej miery odráža obnovu rovnováhy ekonomiky a zlepšujúcu sa konkurencieschopnosť podporenú vývojom reálneho efektívneho výmenného kurzu. Pozíciu salda bežného účtu a vonkajšie pozície je však ťažké posúdiť z dôvodu objemu a vplyvu aktivít nadnárodných spoločností. Pomer súkromného dlhu k HDP zostáva vysoký a znižovanie finančnej páky domácností aktívne pokračovalo, ale situáciu domácich nefinančných spoločností je vzhľadom na podiel nadnárodných spoločností na celkovom dlhu podnikov ťažšie posúdiť. Podiel nesplácaných úverov je vysoký, vykazuje však klesajúcu tendenciu, pričom obavy vzbudzujú nedoplatky dlhodobých hypotekárnych úverov. Rast reálnych cien obytných nehnuteľností spôsobený najmä nedostatočnou ponukou obytných nehnuteľností sa zmiernil, hoci existujú značné regionálne rozdiely. Ceny obytných nehnuteľností sa držia výrazne pod najvyššou úrovňou, zatiaľ čo nájomné ju teraz presahuje. Verejný dlh sleduje klesajúci trend a v roku 2015 výrazne poklesol kvôli výraznému posunu HDP smerom nahor. Trojročný priemer miery nezamestnanosti je blízko prahovej hodnoty, keďže nezamestnanosť postupne klesá vďaka silnému vytváraniu pracovných miest. Miera dlhodobej nezamestnanosti a nezamestnanosti mladých ľudí tiež výrazne poklesla.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa vonkajšej udržateľnosti, finančného sektora a súkromného a verejného dlhu. Komisia z tohto dôvodu, a to aj so zreteľom na marcové zistenie nerovnováhy považuje za vhodné podrobnejšie posúdiť, či nerovnováhy trvajú, alebo ustupujú.

Španielsko: V marci 2016 Komisia dospela k záveru, že v Španielsku existujú makroekonomické nerovnováhy zahŕňajúce najmä riziká týkajúce sa vysokej úrovne vonkajšieho a vnútorného dlhu, a to súkromného aj verejného, v kontexte vysokej

nezamestnanosti. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia, súkromný a verejný dlh a miera nezamestnanosti.

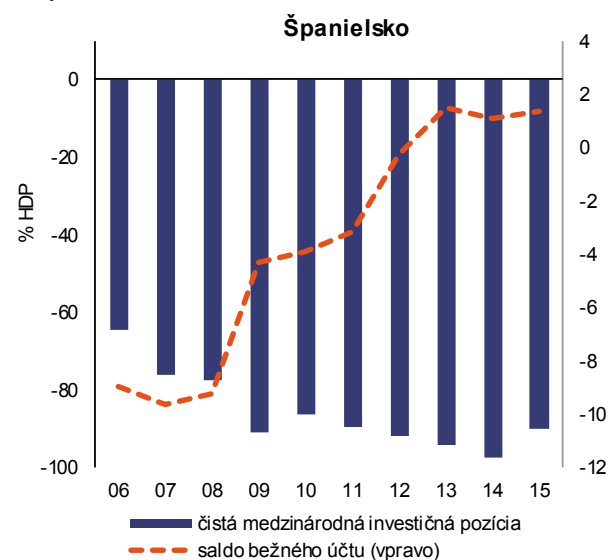
Pokračovalo obnovovanie vonkajšej rovnováhy a očakáva sa, že saldo bežného účtu zostane v strednodobom horizonte v miernom prebytku. Táto korekcia však má len pomalý efekt na znižovanie vonkajších záväzkov Španielska. Čistá medzinárodná investičná pozícia sa od roku 2014 zlepšila, zostáva však veľmi záporná a tvorí ju najmä dlh, čo krajinu vystavuje rizikám vyplývajúcim zo zmien trhových nálad. Slabý rast produktivity navyše spôsobuje, že rast produktivity závisí od nákladových výhod, a má vplyv aj na pracovné podmienky a sociálnu súdržnosť. Znižovanie páky v súkromnom sektore v priebehu roka 2015 pokračovalo, okrem iného s príspevom solídneho reálneho rastu. Verejný dlh bol všeobecne stabilný, napriek veľkému, ale zlepšujúcemu sa deficitu. Nezamestnanosť síce rýchlo klesá, je však stále veľmi vysoká, a to najmä medzi mladými ľuďmi, pričom značná časť nezamestnaných je bez práce viac ako rok. Zlepšenie na trhu práce má len pomalý efekt na pokles chudoby, ktorej ukazovatele zostávajú medzi najvyššími v EÚ.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa vonkajšej udržateľnosti, súkromného a verejného dlhu a korekcie trhu práce, a to v kontexte slabého rastu produktivity. Komisia z tohto dôvodu, aj to aj so zreteľom na marcové zistenie nadmernej nerovnováhy, ako aj na jej cezhraničný význam, považuje za vhodné podrobnejšie posúdiť, či nerovnováhy trvajú, alebo ustupujú.

Francúzsko: V marci 2016 Komisia dospela k záveru, že vo Francúzsku existujú makroekonomické nerovnováhy zahŕňajúce najmä vysoký a rastúci verejný dlh v kombinácii so slabým rastom produktivity a zhoršenou konkurencieschopnosťou. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty stále niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne verejný dlh, dlh súkromného sektora, nezamestnanosť, ako aj zmeny v dlhodobej nezamestnanosti.

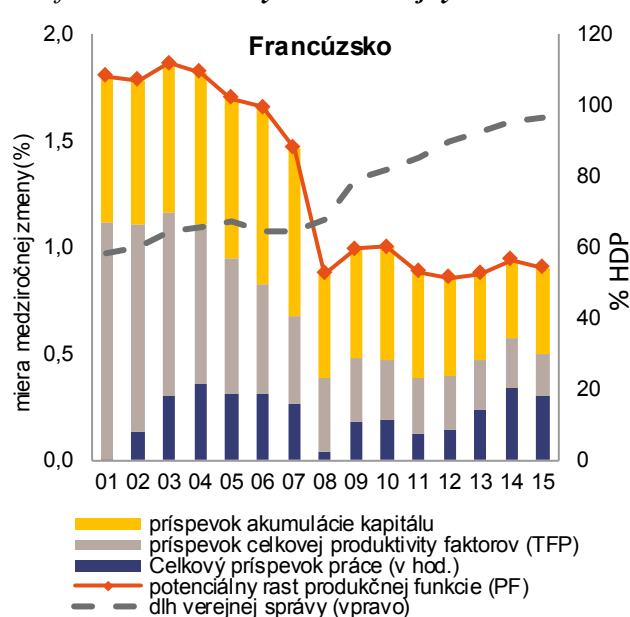
Ukazovatele vonkajších nerovnováh a konkurencieschopnosti zostali v roku 2015

Graf A8: NIIP a saldo bežného účtu



Zdroj: Eurostat

Graf A9: Potenciálny rast a verejný dlh



Zdroj: útvary Komisie

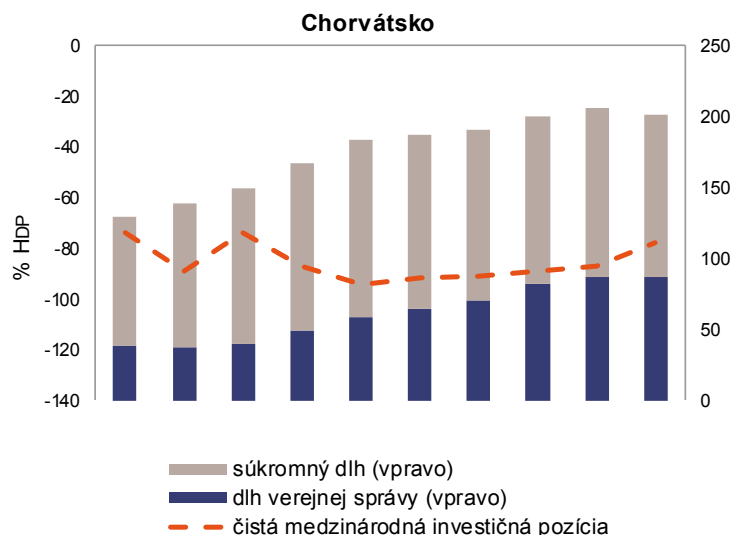
približne na rovnakej úrovni, čo sa premietlo do skutočnosti, že sa bežný účet blíži vyrovnanosti, spomalili sa kumulované straty podielu na svetovom vývoze a teraz sú pod prahovou hodnotou, a rast jednotkových nákladov práce je pod kontrolou. Slabý rast produktivity práce však predstavuje rizikový faktor vývoja jednotkových nákladov práce. Vysoký a rastúci verejný dlh je aj naďalej hlavnou príčinou zraniteľnosti a podľa prognózy by sa mal v nadchádzajúcich rokoch ešte zvýšiť. Nízky rastový potenciál a nízka inflácia prehľbujú riziká spojené s vysokou úrovňou verejného dlhu tým, že sťažujú znižovanie finančnej páky. Dlh súkromného sektora presahuje prahovú hodnotu, ale tlaky na znižovanie finančnej páky sa javia byť pod kontrolou. Dochádza k pomalej náprave reálnych cien obytných nehnuteľností a dlh súkromného sektora sa stabilizoval na pomerne mierne pozitívnej úrovni. V roku 2015 na pozadí nízkeho rastu ďalej rástla nezamestnanosť. Miera dlhodobej nezamestnanosti takisto ďalej rástla.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa vnútorných nerovnováh a najmä zadlženosti verejného sektora, a to v kontexte nízkeho rastu produktivity práce a slabej konkurencieschopnosti. Komisia preto aj vzhľadom na zistenie nadmernej nerovnováhy v marci považuje za užitočné ďalej skúmať pretrvávajúce makroekonomické riziká a monitorovať napredovanie v odstraňovaní nadmerných nerovnováh.

Chorvátsko: V marci 2016 Komisia dospela k záveru, že v Chorvátsku existujú nadmerné makroekonomické nerovnováhy zahŕňajúce najmä riziká týkajúce sa vysokej úrovne verejného dlhu, ako aj dlhu podnikov a vonkajšieho dlhu, a to v kontexte vysokej nezamestnanosti. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia, verejný dlh a miera nezamestnanosti.

Čistá medzinárodná investičná pozícia zostáva výrazne záporná, zlepšilo sa však saldo bežného účtu, ktoré vykazovalo v roku 2015 stále rastúci prebytok. Ročné zvyšovanie podielov na vývoznom trhu pokračovalo, vďaka čomu boli vo veľkej miere zvrátené straty kumulované v rokoch pred prístupom. Úroveň zadlženosti verejného aj súkromného sektora, a najmä podnikov, je vysoká. Verejný dlh sa po piatich rokoch rýchleho zvyšovania stabilizoval, a to na veľmi vysokej úrovni, pričom

Graf A10: NIIP, súkromný dlh a verejný dlh, v % HDP



Zdroj: Eurostat

teraz by mal v rámci odhadov ďalšieho vývoja vo vyjadrení ako podiel HDP klesať. Dlh súkromného sektora začal tiež klesať, a hoci je pod prahovou hodnotou, stále zostáva v porovnaní s porovnateľnými krajinami vysoký. Veľká časť domáceho dlhu je navyše znejúca na euro, čo prehľbuje menové riziká súvisiace s vysokými vonkajšími záväzkami. Finančný sektor je síce riadne kapitalizovaný, zostáva však vystavený vysokému podielu

nesplácaných úverov. Zrýchlenie amortizácii a predaj úverov v poslednom čase viedli k zníženiu počtu nesplácaných úverov a zároveň naznačujú uvoľňovanie úverových podmienok. Klesá aj vysoká miera nezamestnanosti, a to predovšetkým kvôli zmenšovaniu podielu ekonomicky aktívnych obyvateľov z beztak nízkeho základu. V kontexte nízkej miery zamestnanosti a ekonomickej aktivity zostáva relatívne vysoký podiel obyvateľstva ohrozený chudobou a sociálnym vylúčením.

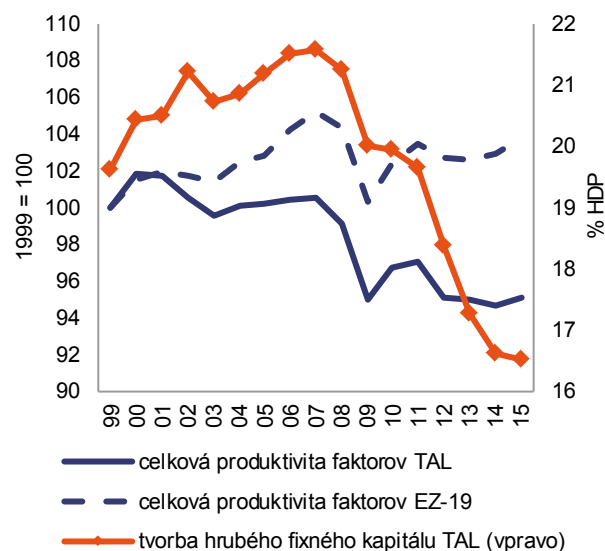
Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy spojené s vonkajšou pozíciou, udržiavateľnosťou verejného dlhu a korekciou trhu práce. Komisia preto aj vzhľadom na zistenie nadmernej nerovnováhy v marci považuje za užitočné ďalej skúmať pretrvávajúce makroekonomické riziká a monitorovať napredovanie v odstraňovaní nadmerných nerovnováh.

Taliansko: V marci 2016 Komisia dospela k záveru, že v Taliansku existujú nadmerné makroekonomické nerovnováhy, a to veľmi vysoký verejný dlh a slabá vonkajšia konkurencieschopnosť v kontexte nízkeho hospodárskeho rastu a nevýraznej dynamiky produktivity. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, konkrétne straty podielov na vývoznom trhu, verejný dlh, miera nezamestnanosti, ako aj zmena dlhodobej nezamestnanosti a nezamestnanosti mladých ľudí.

Bežný účet zostal v roku 2015 v prebytku, čo prispelo k zlepšeniu čistej medzinárodnej investičnej pozície. Tento prebytok však takisto odráža aj trvalo slabý domáci dopyt, ktorý sa premieta do historicky nízkej úrovne pomeru fixných investícií k HDP. Straty podielov na vývoznom trhu zostávajú značné. Vonkajšia výkonnosť a konkurencieschopnosť v oblasti nákladov trpia vplyvom utlmeného rastu produktivity, a to napriek kontrolovanému rastu miezd a znehodnoteniu reálneho efektívneho výmenného kurzu. Slabé hospodárske oživenie, nízka inflácia a expanzívna fiškálna politika oddiaľujú zníženie veľmi vysokej miery verejného dlhu a súvisiacich rizík. Pre nízku ziskovosť a veľký objem nesplácaných úverov je bankový systém čoraz zraniteľnejší, pričom sa zhoršuje schopnosť bánk podporovať hospodárstvo. Nesprávna alokácia kapitálu spojená s veľkým objemom nesplácaných úverov konkrétne takisto prispieva aj k nízkemu rastu produktivity, pričom malý objem úverov je spojený s utlmenou úrovňou investícií. Zlepšujúce sa podmienky na trhu práce postupne znižujú mieru nezamestnanosti, ktorá však napriek tomu zostáva vysoko nad úrovňou pred vypuknutím krízy, podobne ako dlhodobá nezamestnanosť a nezamestnanosť mladých ľudí.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa vysokej verejnej zadlženosti a bankového systému, a to v kontexte slabého rastu produktivity. Komisia z tohto dôvodu, a to

Graf A11: Celková produktivita faktorov a tvorba hrubého fixného kapitálu



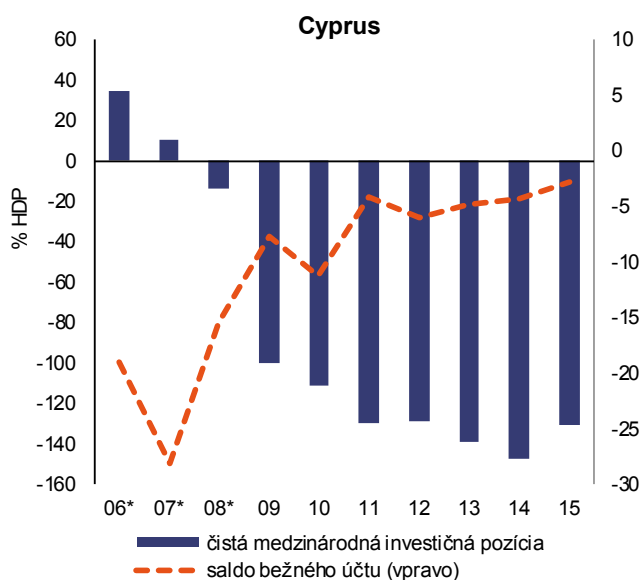
Zdroj: útvary Komisie

aj so zreteľom na marcové zistenie nadmerných nerovnováh, považuje za vhodné podrobnejšie preskúmať, či makroekonomické riziká trvajú, a sledovať pokrok v odstraňovaní nadmerných nerovnováh.

Cyprus: V marci 2016 Komisia dospela k záveru, že na Cypre *existujú nadmerné makroekonomické nerovnováhy* súvisiace predovšetkým s veľkým objemom súkromného, verejného a zahraničného dlhu a s vysokým podielom nesplácaných úverov v bankovom systéme. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, konkrétne deficit bežného účtu, čistá medzinárodná investičná pozícia, reálny efektívny výmenný kurz, straty podielov na vývoznom trhu, dlh súkromného sektora, verejný dlh, nezamestnanosť, ako aj nárast dlhodobej nezamestnanosti a nezamestnanosti mladých ľudí.

Graf A12: NIIP a saldo bežného účtu

Deficit bežného účtu a záporná čistá medzinárodná investičná pozícia zostávajú výrazné, aj keď v roku 2015 došlo k určitému zlepšeniu. K tomuto výsledku prispela dobrá výkonnosť vývozu služieb, najmä v oblasti cestovného ruchu. Výrazné oslabenie reálneho efektívneho výmenného kurzu odráža najmä zápornú infláciu, ktorá panuje od roku 2015. Úroveň súkromnej zadlženosti zostáva medzi najvyššími v EÚ. V roku 2015 sa síce obnovil rast reálneho HDP a v rámci odhadov ďalšieho vývoja sa predpokladá, že bude posilňovať, ale klesajúce ceny znižujú rast nominálneho HDP a sťažujú proces oddlžovania. Veľmi vysoká úroveň nesplácaných úverov naznačuje, že trvajú vážne riziká pre obnovenie zdravého toku úverov do hospodárstva, čo je potrebné na podporu rastu v strednodobom horizonte. Veľmi vysoký pomer verejného dlhu k HDP je stabilný a predpokladá sa, že v roku 2015 dosiahol vrchol. Nezamestnanosť je vysoká, ale klesá, avšak dlhodobá nezamestnanosť a nezamestnanosť mladých ľudí zostáva pomerne vysoká.



Zdroj: Eurostat. Poznámka: * znamená BMP5 a ESA95

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce vonkajšej udržateľnosti, súkromného a verejného dlhu, slabých miest vo finančnom sektore a úpravy trhu práce. Komisia preto v súvislosti s Cyprom, ako aj vzhľadom na zistenie nadmernej nerovnováhy v apríli, považuje za užitočné ďalej skúmať pretrvávanie makroekonomických rizík a monitorovať napredovanie v odstraňovaní nadmerných nerovnováh.

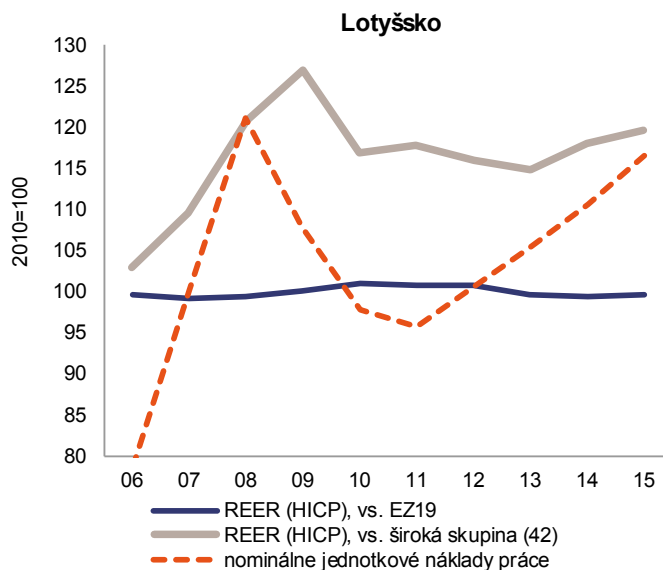
Lotyšsko: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe *neboli* v Lotyšsku *identifikované makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia, jednotkové náklady práce a nezamestnanosť.

Deficit bežného účtu sa znižuje a záporná čistá medzinárodná investičná pozícia zostáva výrazne nad prahom, avšak trvalo sa zlepšuje a vyhliadky sú takisto priaznivé. Veľmi veľký podiel vonkajšej expozície odráža objem priamych zahraničných investícií. Kumulované zvýšenie podielu na vývoznom trhu zostáva značné, a to aj napriek stratám z roku 2015. Podľa ukazovateľov konkurencieschopnosti v oblasti nákladov dochádza k určitým stratám. V roku 2015 došlo k posilneniu reálneho efektívneho výmenného kurzu. Jednotkové náklady práce ďalej vzrástli až nad orientačnú prahovú hodnotu, čo predstavuje určité riziko pre vonkajšiu konkurencieschopnosť v oblasti nákladov. Rýchlosť zvyšovania sa však podľa predpovedí má znižovať v dôsledku aktuálneho vývoja miezd. Miera zadlženia verejného a súkromného sektora sa nachádza bezpečne pod prahovou hodnotou. Finančný sektor zostáva silný. Poskytovanie úverov, najmä podnikom, je po dlhom období znižovania páky znovu na vzostupe. Rast reálnych cien obytných nehnuteľností sa znížil. Trojročný ukazovateľ nezamestnanosti je mierne nad prahom, ale má klesajúci trend.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy spojené vonkajším sektorom hospodárstva a s pracovným trhom v kontexte kontinuálneho obnovovania rovnováhy. Komisia preto v tejto fáze nebude v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe vykonávať ďalšiu hĺbkovú analýzu.

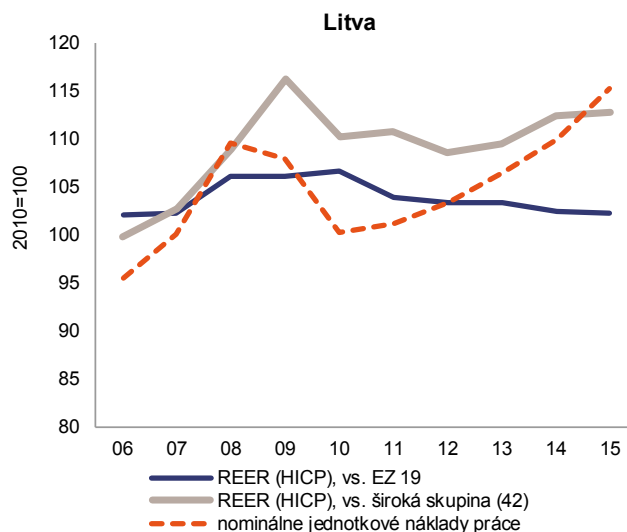
Litva: V predchádzajúcich kolách postupu pri makroekonomickej nerovnováhe *neboli* v Litve *identifikované žiadne makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia, nominálne jednotkové náklady práce a miera nezamestnanosti.

Graf A13: Reál. efek. vým. kurz (REER) a jednotk. nákl. prác



Zdroj: Eurostat, útvary Komisie

Graf A14: Reál. efek. vým. kurz (REER) a jednotk. nákl. práce



Zdroj: Eurostat, útvary Komisie

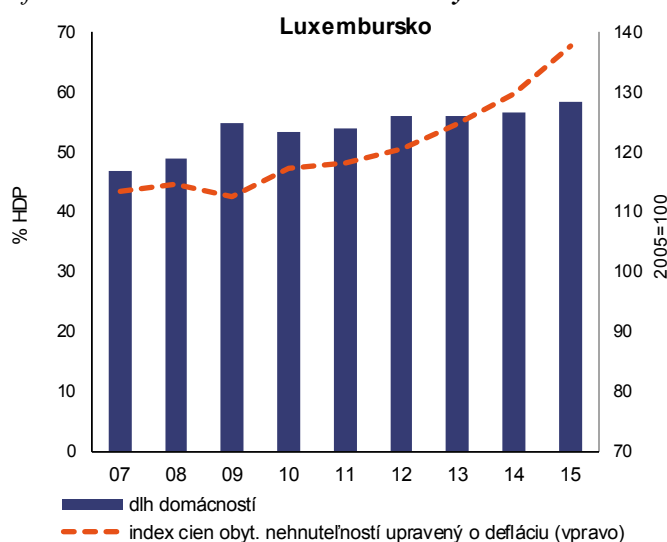
Hoci čistá medzinárodná investičná pozícia je stále nad orientačnou prahovou hodnotou, možno pozorovať trend zlepšovania. K celkovej negatívnej čistej pozícii prispieva rovnakým dielom odvetvie verejnej správy aj súkromný sektor, pričom záväzky súkromného sektora pozostávajú takmer úplne z priamych zahraničných investícií, s ktorými je spojené nižšie riziko. Na kumulovanej úrovni rast podielov na vývoznom trhu naďalej pretrváva, aj keď v roku 2015 boli zaznamenané značné poklesy. Určité poklesy možno sledovať aj pri ukazovateľoch konkurencieschopnosti v oblasti nákladov. Reálny efektívny výmenný kurz sa v roku 2015 zhodnotil. Nízka produktivita a výrazný rast miezd v roku 2015 indikuje značný nárast jednotkových nákladov práce, v dôsledku čoho sa ukazovateľ dostáva nad prahovú hodnotu, v rámci odhadov ďalšieho vývoja sa však predpokladá jeho spomalenie. Verejný aj súkromný dlh sú relatívne nízke. Reálne ceny obytných nehnuteľností aj naďalej rástli, avšak pomalším tempom a z relatívne nízkej úrovne. Pokiaľ ide o ukazovateľ nezamestnanosti, tento je nad prahovou hodnotou, avšak trvalo vykazuje klesajúci trend.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa vonkajšej konkurencieschopnosti, avšak riziká zostávajú pod kontrolou. Komisia preto v tejto fáze nebude v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe vykonávať ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Luxembursko: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli v Luxembursku identifikované žiadne makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne pokiaľ ide o reálne ceny obytných nehnuteľností, úverové toky v súkromnom sektore a zadlženosť.

Štrukturálne veľmi vysoký prebytok bežného účtu bol v roku 2015 stabilný, pričom sa tesne pohybuje pod prahovou hodnotou. Pozitívna čistá medzinárodná investičná pozícia sa zvýšila, čo je predovšetkým odrazom dominantného postavenia finančného sektora, pričom s domácou hospodárskou činnosťou súvisí len obmedzená časť finančných tokov. Rast miezd je nízky, čo prispieva k nedávnomu zmierneniu nákladov práce. Uvedené v kombinácii so zlepšením produktivity, ku ktorému došlo v ostatných rokoch, pomáha vysvetliť, prečo došlo k zlepšeniu situácie, pokiaľ ide o podiel na vývoznom trhu. Došlo k ďalšiemu zníženiu nízkeho verejného dlhu. Úverový rast bol aj naďalej dynamický a výrazný rast úverov na získanie bývania posúvalo dlh domácností blízko k priemeru eurozóny, pričom sa zdá, že tlaky v súvislosti so znižovaním finančných pák domácností aj podnikov sú pod kontrolou. Rast cien obytných nehnuteľností sa z už teraz vysokých úrovní zrýchľuje, čo odôvodňuje podrobnejšie monitorovanie. V prospech udržania dopytu po obytných nehnuteľnostiach svedčí viacero faktorov, ako napr. veľké čisté migračné toky, dynamický trh práce a nízke náklady na financovanie, a to pri relatívne obmedzenej ponuke, čoho vyjadrením je aj malý počet udelených stavebných povolení. Pomer

Graf A15: Dlh domácností a index cien obytných nehnuteľností



Zdroj: Eurostat

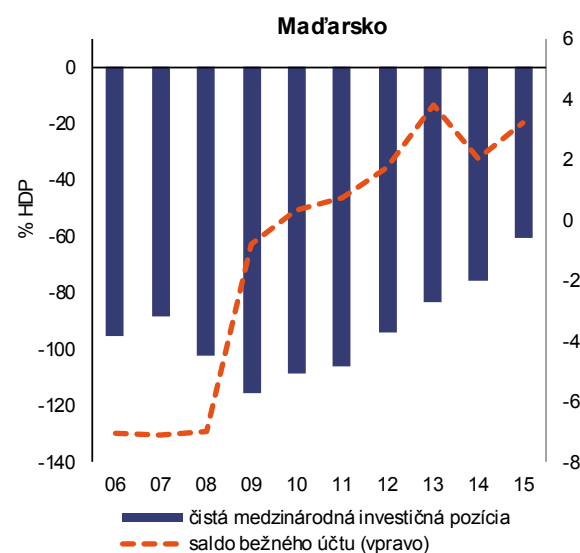
výšky úveru k hodnote zabezpečenia poklesol a znížila sa aj dostupnosť bývania. Nezamestnanosť sa zvýšila, avšak z nízkej východzej úrovne.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na možné problémy súvisiace s rastúcimi cenami obytných nehnuteľností, avšak celkové riziká sa stále zdajú byť relatívne pod kontrolou. Komisia preto v tejto fáze nebude v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe vykonávať ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Maďarsko: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli v Maďarsku identifikované žiadne makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke niekoľko ukazovateľov prekračuje orientačné prahové hodnoty, a to konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia, straty podielov na vývoznom trhu, reálne ceny obytných nehnuteľností a verejný dlh.

Trvalé zlepšovanie salda bežného účtu naznačuje veľmi rýchle a trvalé zlepšenie zápornej čistej medzinárodnej investičnej pozície. V roku 2015 bolo zaznamenané zvýšenie podielu na vývoznom trhu a kumulované straty sú len tesne nad prahom. To je podporované rastom automobilového priemyslu a zlepšením konkurencieschopnosti v oblasti nákladov, ktoré sa odráža v znehodnotení reálneho efektívneho výmenného kurzu a kontrolovanom raste jednotkových nákladov práce. Poskytovanie úverov podnikom domácimi bankami sa naďalej obmedzuje, ale nové úvery poskytované domácnostiam na bývanie v roku 2015 vzrástli. Celkovo sa znižovanie páky spomalilo, čo podporuje aj trvalý hospodársky rast. Predchádzajúci pokles reálnych cien obytných nehnuteľností sa prudko zvrátil a v roku 2015 ceny obytných nehnuteľností výrazne vzrástli až nad prahovú hodnotu, avšak stále z pomerne podhodnotenej úrovne. Dodatočne zavedené pravidlá dlhového stropu obmedzia riziká prehriatia trhu. Verejný dlh ďalej postupne klesal, aj keď na krajinu so strednými príjmami zostáva aj naďalej pomerne vysoký. Ziskovosť bankového sektora a jeho schopnosť absorbovať šoky sa zlepšila. Na trhu s obytnými nehnuteľnosťami došlo k oživeniu, ktoré môže prispieť k obmedzeniu problému stále vysokého podielu nesplácaných úverov domácností. Ukazovateľ nezamestnanosti sa v roku 2015 udržal pod prahovou hodnotou, zatiaľ čo zamestnanosť v roku 2015 a 2016 vzrástla.

Graf A16: NIIP a saldo bežného účtu



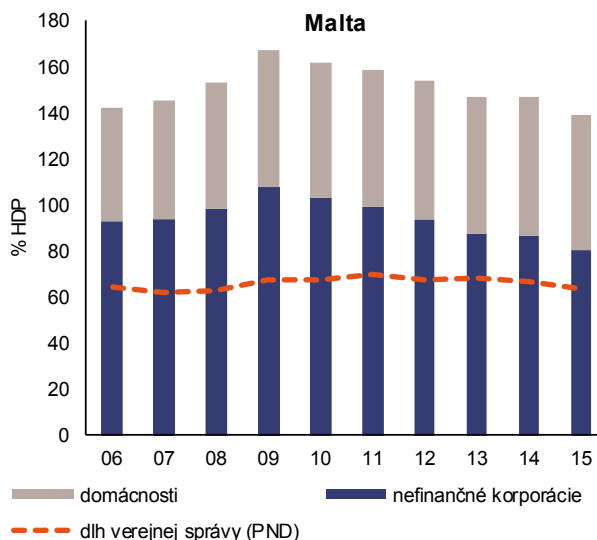
Zdroj: Eurostat

Celkovo ekonomické závery poukazujú na zlepšenie vonkajšej pozície a problémy súvisiace s trhom s obytnými nehnuteľnosťami, hoci riziká sa zdajú byť pod kontrolou. Komisia v tejto fáze nebude v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe vykonávať ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Malta: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe *neboli* na Malte identifikované žiadne makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne strata podielov na vývoznom trhu, súkromný dlh a verejný dlh.

Prebytok bežného účtu v roku 2015 trochu poklesol, čo odráža aj dopad silného nárastu investícií náročných na dovoz. Pozitívne čistá medzinárodná investičná pozícia posilnila. Podiel na vývoznom trhu sleduje od roku 2009 stabilne klesajúci trend, najmä kvôli vývozu tovaru. Vývoj konkurencieschopnosti v oblasti nákladov však bol priaznivý, pretože rast produktivity a mierny vývoj miezd udržali jednotkové náklady práce stabilné a mierne oslabili reálny efektívny výmenný kurz. Pomer súkromného dlhu k HDP sleduje stabilne klesajúci trend, a to v kontexte riadneho oddlžovania nefinančných korporácií a solídneho hospodárskeho rastu. Dynamika cien bývania zostala v roku 2015 utlmená, ale očakáva sa, že rastúci dopyt prinesie v nasledujúcich rokoch tlak na rast cien. Verejný dlh sa naďalej znižoval a priblížil sa orientačnej prahovej hodnote. Podmienky na trhu práce zostali priaznivé a nezamestnanosť je naďalej nízka.

Graf A17: Dlh v jednotlivých sektoroch hospodárstva



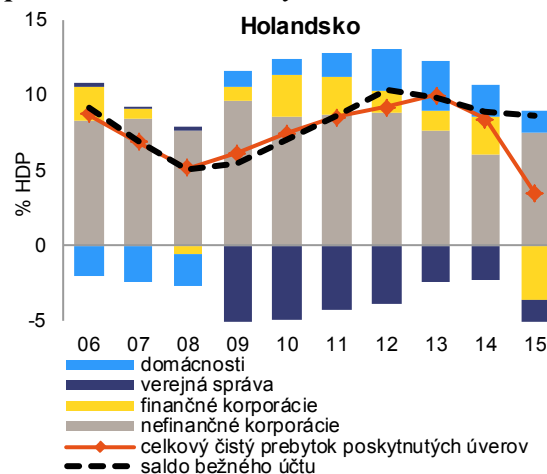
Zdroj: Eurostat

Celkovo ekonomické závery poukazujú na pevnú vonkajšiu pozíciu a prebiehajúce znižovanie finančnej páky v kontexte relatívne silného rastu. Komisia preto v tejto fáze nebude v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe vykonávať ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Holandsko: V marci 2016 Komisia dospela k záveru, že v Holandsku existujú makroekonomické nerovnováhy zahŕňajúce najmä riziká vyplývajúce z veľkého a pretrvávajúceho prebytku bežného účtu a z veľkého objemu dlhu domácností. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne prebytok bežného účtu, straty podielov na vývoznom trhu, dlh súkromného sektora, verejný dlh, ako aj zmena v dlhodobej nezamestnanosti.

Prebytok bežného účtu zostáva aj naďalej na úrovni výrazne nad orientačnou prahovou hodnotou. K tejto vysokej úrovni čiastočne prispievajú štrukturálne prvky vrátane rozšírených aktivít spätného vývozu a prítomnosti nadnárodných podnikov. Prebytok takisto odráža vysoké úspory nefinančných korporácií v kontexte nízkych

Graf A18: Čisté poskytovanie/prijímanie úverov podľa sektorov a bežný účet



Zdroj: Eurostat

investícií a obmedzeného rozdelenia zisku podnikov. Investície by však mali podľa prognózy silnejšie rásť spolu s pevným domácim dopytom, čo by mohlo viesť k miernemu poklesu prebytkov bežného účtu. Kumulované straty podielov na vývoznom trhu zostali nad prahom, a to v kontexte ročných strát v roku 2015. Podľa ukazovateľov konkurencieschopnosti v oblasti nákladov došlo v roku 2015 k určitému zlepšeniu.

Dlh súkromného sektora je veľmi vysoký, ale znižovanie páky súkromného dlhu pokračuje, čo vedie k nepatrnému zníženiu úrovne zadlženosti. Politické opatrenia, ako je zníženie odpočítateľných hypotekárnych úrokov a zníženie pomeru úverov k hodnote, by podľa prognóz mali prispieť k znižovaniu úrovne zadlženosti domácností. V roku 2015 začali ceny obytných nehnuteľností po korekcii v predchádzajúcich rokoch opäť rásť. Verejný dlh je mierne nad prahom a mierne klesá. Na trhu práce síce dochádza k silnému rastu zamestnanosti, vďaka čomu sústavne klesá miera nezamestnanosti, avšak podiel dlhodobej nezamestnanosti zostáva stále zvýšený.

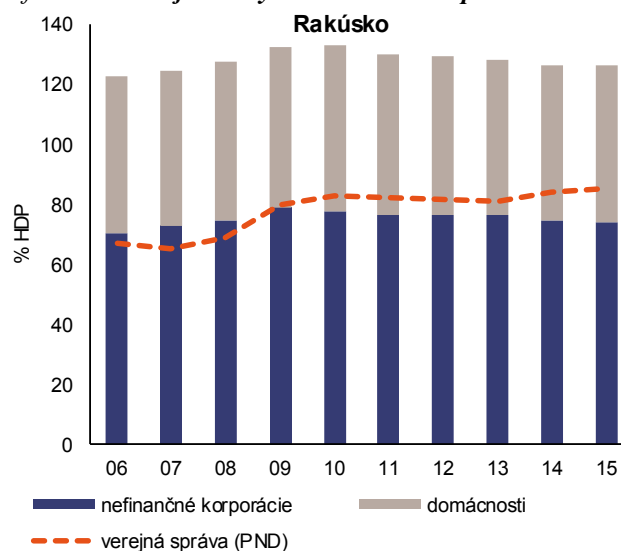
Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa pretrvávajúcej nerovnováhy v oblasti úspor a investícií, vysokej úrovne súkromného dlhu, a to najmä hypotekárneho dlhu. Komisia z tohto dôvodu, a to aj so zreteľom na marcové zistenie nerovnováhy považuje za vhodné podrobnejšie posúdiť, či nerovnováhy trvajú, alebo ustupujú.

Rakúsko: V marci 2016 Komisia dospela k záveru, že v Rakúsku *neexistujú makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne straty podielov na vývoznom trhu a verejný dlh, ako aj zmena v dlhodobej nezamestnanosti.

Bežný účet vykazuje mierny prebytok, ktorý sa v roku 2015 mierne zvýšil, kým čistá medzinárodná investičná pozícia je mierne pozitívna. Kumulované straty v rámci podielov na vývoznom trhu naďalej prekračujú príslušnú prahovú hodnotu a v roku 2015 boli zaznamenané určité ďalšie straty. Reálny efektívny výmenný kurz sa znehodnocoval na ročnom základe. Okrem toho po troch rokoch poklesu vzrástla produktivita práce, čo prispieva k zníženiu nominálneho rastu jednotkových nákladov práce. Zadlženosť súkromného sektora zostáva mierne pod prahovou hodnotou a v pomere k HDP ďalej klesá v dôsledku procesu znižovania finančnej páky zo strany nefinančných korporácií,

ku ktorému dochádza aj napriek nízkej úrovni úrokových sadzieb. Miera rastu reálnych cien obytných nehnuteľností sa z už pomerne vysokej úrovne ďalej zrýchlila, a aj keď ukazovateľ zostáva pod prahovou hodnotou, táto skutočnosť si vyžaduje dôkladné monitorovanie. Zvýšil sa dlh verejných financií, a to aj z dôvodu zdĺhavého procesu reštrukturalizácie bánk, ktoré

Graf A19: Dlh v jednotlivých sektoroch hospodárstva



Zdroj: Eurostat

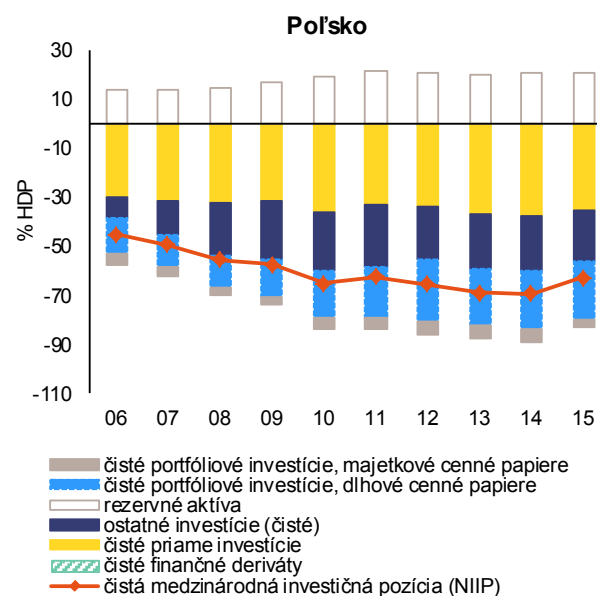
majú problémy a ktoré stále môžu znamenať určité riziko pre verejné financie. Závazky finančného sektora ostali vo všeobecnosti stabilné, kým rakúske banky znižovali svoje zahraničné expozície aj z dôvodu relatívne nižšej kvality aktív v strednej a východnej Európe, čo si vyžaduje monitorovanie, a to v súvislosti s možnými vedľajšími účinkami na domáce a partnerské ekonomiky. Nezamestnanosť sa naďalej zvyšuje, a to najmä v dôsledku rastúcej ponuky práce, stále je však jednou z najnižších v EÚ, a to aj keď dlhodobá nezamestnanosť a nezamestnanosť mladých ľudí sa zvýšila.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy spojené s vonkajšou výkonnosťou a bankovým sektorom, riziká sa však zdajú byť pod kontrolou. Komisia preto v tejto fáze nebude v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe vykonávať ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Poľsko: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe *neboli* v Poľsku *identifikované žiadne makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke je vyššia ako orientačná prahová hodnota čistá medzinárodná investičná pozícia.

Trojročný priemerný deficit bežného účtu sa aj naďalej znižuje smerom k rovnováhe. Čistá medzinárodná investičná pozícia je však stále vysoko záporná, ale v roku 2015 sa však podstatne zlepšila. Vonkajšia zraniteľnosť je pod kontrolou z dôvodu, že veľkú časť zahraničných záväzkov predstavujú priame zahraničné investície. V roku 2015 na kumulovanej úrovni pokračovalo zvyšovanie podielov na vývoznom trhu, pričom pokrok naznačujú aj ukazovatele konkurencieschopnosti v oblasti nákladov. Dlh súkromného sektora aj verejný dlh sú relatívne nízke a stabilné. Stabilita bankového sektora bola zachovaná, znížila sa však ziskovosť bánk. Reálne ceny obytných nehnuteľností po niekoľkých rokoch korekcií prejavili v rokoch 2014 a 2015 obmedzenú pozitívnu mieru rastu. Miera nezamestnanosti pokračovala vo svojom poklese pod orientačnú prahovú hodnotu.

Graf A20: Čistá medzinárodná investičná pozícia



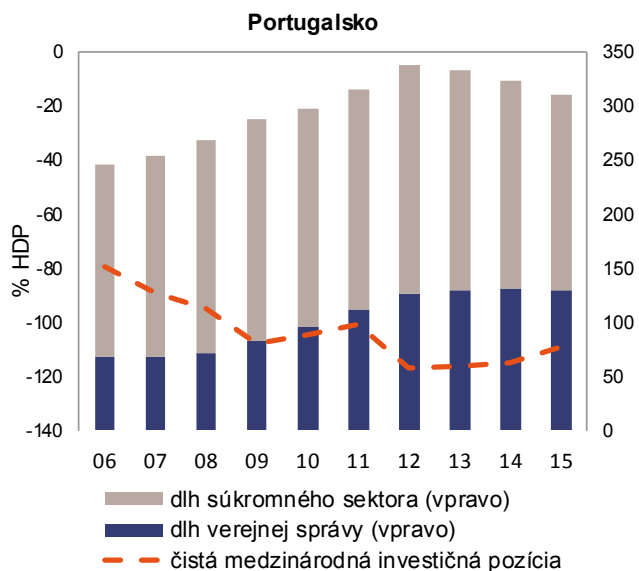
Zdroj: Eurostat

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa vonkajšej pozície, v súvislosti s čím ale zostávajú riziká z celkového pohľadu obmedzené. Komisia preto v tejto fáze nebude v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe vykonávať ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Portugalsko: V marci 2016 Komisia dospela k záveru, že v Portugalsku *existujú makroekonomické nerovnováhy* súvisiace s veľkým objemom vonkajších záväzkov, súkromným a verejným dlhom, vysokým podielom nesplácaných úverov a so zvýšenou nezamestnanosťou. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia, dlh súkromného sektora, verejný dlh a nezamestnanosť.

Pozícia bežného účtu zaznamenala v roku 2015 mierny prebytok a záporná čistá medzinárodná investičná pozícia sa mierne zlepšila, napriek tomu však zostáva veľmi vysoká. Na dosiahnutie udržateľnejšej vonkajšej pozície bude potrebné, aby sa dlhodobý dosahovali značné prebytky bežného účtu. V minulosti naakumulované straty podielov na vývoznom trhu boli na základe vývoja podporujúceho konkurencieschopnosť v oblasti nákladov čiastočne získané späť. Pretrvávajúci vysoký pomer súkromného dlhu znamená, že je naďalej nutné znižovať finančné páky. Vysoká úroveň verejného dlhu v kontexte nízkeho rastového

Graf A21: NIIP, súkromný dlh a verejný dlh, v % HDP

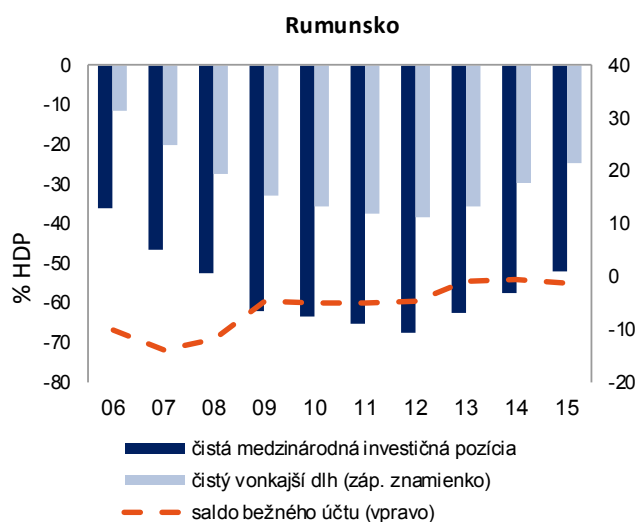


Zdroj: Eurostat

potenciálu prináša so sebou riziká pre strednodobú udržateľnosť, zraniteľnosť voči nepriaznivým otrasom, takisto zvyšuje aj náklady na financovanie. Veľký objem nesplácaných podnikových úverov spolu s nízkou ziskovosťou vyvíja tlak na bankový sektor, čo bráni produktívnemu pridelovaniu úverov a investícií. Pracovný trh postupne prechádza korekciou, a to aj pokiaľ ide o nezamestnanosť mladých ľudí a dlhodobú nezamestnanosť, hoci tieto ukazovatele stále patria medzi najvyššie v EÚ, čo zvyšuje riziká zhoršenia v oblasti ľudského kapitálu.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa vonkajšej udržateľnosti, súkromného a verejného dlhu, zraniteľnosti bankového sektora a korekcie trhu práce, a to v kontexte slabého rastu produktivity. Komisia z tohto dôvodu, a to aj so zreteľom na marcové zistenie nadmernej nerovnováhy, považuje za vhodné podrobnejšie preskúmať, či makroekonomické riziká trvajú, a sledovať pokrok v odstraňovaní nadmerných nerovnováh.

Graf A22: NIIP a saldo bežného účtu



Rumunsko: V predchádzajúcom kole PMN neboli v Rumunsku *identifikované žiadne makroekonomické nerovnováhy*. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke je čistá medzinárodná investičná pozícia (NIIP) vyššia ako orientačná prahová hodnota.

Zdroj: útvary Komisie

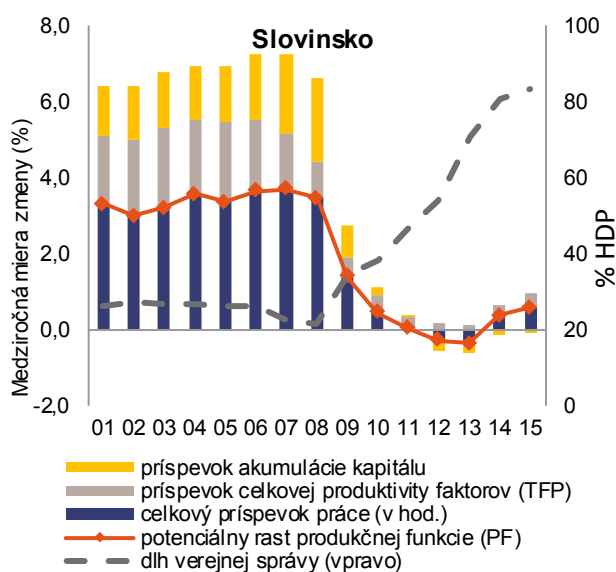
Bežný účet vykazoval v roku 2015 malý deficit, avšak podľa očakávania by sa mal postupne v dôsledku silného domáceho dopytu zväčšiť. Záporná čistá medzinárodná investičná pozícia sa v roku 2015 opäť zlepšila, a to v kontexte pomerne silného rastu HDP. Takmer polovica z nej pozostáva z priamych zahraničných investícií, zatiaľ čo čistý vonkajší dlh naďalej klesá. Kumulované prírastky v rámci vývozného trhu zostávajú aj napriek malým stratám v roku 2015 značné. Ukazovatele konkurencieschopnosti v oblasti nákladov sa v roku 2015 mierne zlepšili, pri malom poklese nominálnych jednotkových nákladov práce v spojení s nárastom produktivity práce a znehodnotením reálneho efektívneho výmenného kurzu. Ak však bude pokračovať súčasné tempo zvyšovania miezd, v predstihu pred zvýšením produktivity, môže to viesť k zhoršeniu konkurencieschopnosti. Celkové zdravie bankového sektora sa zlepšilo a sektor zostal dobre kapitalizovaný a likvidný. Okrem toho sa zastavili zmenšovanie objemu úverov pre súkromný sektor. Nesplácané úvery zostávajú aj napriek klesajúcemu trendu vysoké, hoci opakovane sa objavujúce legislatívne iniciatívy v krajine majú vplyv na právnu predvídateľnosť a mohli by negatívne ovplyvniť stabilitu bankových inštitúcií. Verejný dlh zostáva pomerne nízky a má klesajúci trend. Fiškálne opatrenia a zvýšenie miezd *ad hoc* pre niektoré kategórie štátnych zamestnancov poukazujú na fiškálne uvoľnenie a procyklickú fiškálnu politiku v rokoch 2016 – 2017, ktorá by mohla viesť k zhoršeniu dynamiky dlhu. Miera nezamestnanosti zostala v roku 2015 nezmenená, čo čiastočne odzrkadľuje štrukturálne výzvy na trhu práce; v kontexte silného hospodárskeho rastu sa mierne zvýšila miera hospodárskej aktivity.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa vonkajšej pozície a fiškálneho uvoľňovania. Riziká sa v súčasnosti zdajú byť pod kontrolou, mohli by sa však v dôsledku politických iniciatív, a to aj opatrení vo finančnom sektore, zvýšiť. Komisia preto v tejto fáze nevykoná v kontexte postupu pri makroekonomickej nerovnováhe ďalšiu hĺbkovú analýzu, ale bude podrobne monitorovať iniciatívy, ktoré by mohli negatívne ovplyvniť finančnú stabilitu.

Slovinsko: V marci 2016 Komisia dospela k záveru, že v Slovinsku existujú makroekonomické nerovnováhy zahŕňajúce najmä fiškálne riziká a slabé miesta vyplývajúce z bankového sektora a zadlženosti podnikov. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia a verejný dlh.

Prebytok bežného účtu v roku 2015 zostal vysoko kladný, pričom sa pre slabé investície ešte zväčšil. Záporná čistá medzinárodná investičná pozícia sa výrazne zlepšila a približuje sa k prahovej hodnote. Pretrvávajú silný rast vývozu a 5-ročné kumulované straty podielov na vývoznom trhu sa výrazne znížili. Rast jednotkových nákladov práce bol slabý a reálny efektívny výmenný kurz sa znehodnocoval, čo podporilo konkurencieschopnosť. Úverový rast bol v roku 2015 negatívny a v uvedenom roku pokračovalo aj znižovanie finančnej páky podnikov, avšak tlaky sa znižujú. Verejný dlh je vysoký, hoci sa očakáva, že v roku 2015

Graf A23: **Potenciálny rast a verejný dlh**



dosiahol vrchol. Situácia v bankovom sektore sa ďalej stabilizovala. Nesplácané úvery naďalej klesali, no stále zostávajú relatívne vysoké, a to za tlaku na ziskovosť bánk. Na základe pevného HDP a rastu vývozu od roku 2014 sa v roku 2015 zlepšil trh práce. Na pozadí oživeného dopytu po pracovnej sile v súkromnom sektore v roku 2015 ďalej klesala miera nezamestnanosti, miera dlhodobej nezamestnanosti a takisto aj miera nezamestnanosti mladých ľudí.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy spojené s vysokým dlhom podnikom a vysokým verejným dlhom, ako aj na problémy s výkonnosťou bankového sektora. Komisia z tohto dôvodu, a to aj so zreteľom na marcové zistenie nerovnováhy považuje za vhodné podrobnejšie posúdiť riziká v súvislosti s pretrvávajúcim nerovnováh, resp. ich ústup.

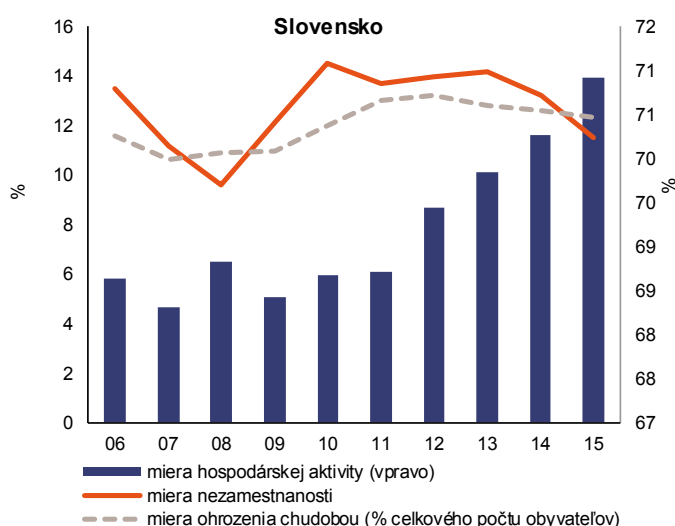
Slovensko: V predchádzajúcom kole PMN *neboli* na Slovensku identifikované žiadne makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačnú prahovú hodnotu niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia a nezamestnanosť.

Saldo bežného účtu sa v posledných rokoch značne zlepšilo a trojročný priemer ukazuje v roku 2015 malý prebytok. Čistá medzinárodná investičná pozícia sa však pri prebiehajúcom príleve priamych zahraničných investícií, ktoré sa prevažne týkajú expandujúceho automobilového priemyslu, zlepšuje len pomaly. Nedávne oslabenie reálneho efektívneho výmenného kurzu vrátane len mierneho rastu nominálnych jednotkových nákladov práce podporilo konkurencieschopnosť v oblasti nákladov, pričom bol na kumulatívnej úrovni zaznamenaný

nárast podielu na vývoznom trhu. V nadchádzajúcich rokoch by však konkurencieschopnosť v oblasti nákladov mohol vystaviť tlaku postupne sa zužujúci trh práce a rastúci tlak na rast nominálnych miezd. V ostatných rokoch bol zaznamenaný silný úverový tok v súkromnom sektore, čo prispelo k stúpajúcemu trendu v rámci pomeru dlhu súkromného sektora, ktorý však stále bezpečne zostáva pod orientačnou prahovou hodnotou. Reálne ceny obytných nehnuteľností dosiahli najnižšiu úroveň v roku 2013 a v roku 2015 bol zaznamenaný značný pozitívny nárast, hoci z nízkej úrovne. Ďalšieho zrýchlenie v rámci oblasti úverov na kúpu obytných nehnuteľností v prostredí s nízkymi sadzbami by mohlo znamenať rýchlejší rast cien obytných nehnuteľností v nadchádzajúcich rokoch. Pomer verejného dlhu sa v roku 2015 mierne znížil. Bankový sektor, ktorý je do značnej miery v zahraničnom vlastníctve, je dobre kapitalizovaný. Miera nezamestnanosti sa zlepšuje. Hoci miery aktivity sa od roku 2012 postupne zlepšujú, štrukturálna nezamestnanosť predstavuje hlavnú výzvu.

Celkovo ukazujú ekonomické závery na problémy súvisiace s vonkajšími aspektmi, pri ktorých ale existujú len obmedzené riziká, pričom výzvou neprestáva byť štrukturálna

Graf A24: Trh práce a sociálne ukazovatele



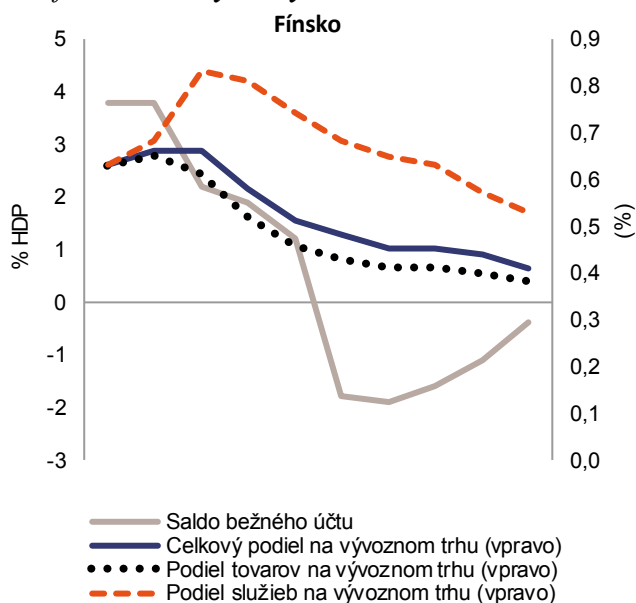
Zdroj: Eurostat

nezamestnanosť. Komisia preto v tejto fáze nebude v súvislosti s postupom pri makroekonomickej nerovnováhe vykonávať ďalšiu hĺbkovú analýzu.

Fínsko: V marci 2016 Komisia dospela k záveru, že vo Fínsku existujú makroekonomické nerovnováhy týkajúce sa najmä konkurencieschopnosti a vonkajšej výkonnosti. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, a to konkrétne strata podielov na vývoznom trhu, úroveň dlhu súkromného sektora a verejného dlhu, ako aj nárast nezamestnanosti mladých ľudí a dlhodobej nezamestnanosti.

Deficit bežného účtu sa v roku 2015 ďalej znížil a očakáva sa, že zostane na podobnej úrovni aj v nasledujúcich rokoch. Čistá medzinárodná investičná pozícia sa postupne zhoršovala, ale zostáva blízko rovnovážneho stavu. Kumulovaná strata podielov na vývoznom trhu zostáva v období od hospodárskej a finančnej krízy naďalej značná, a to aj napriek nedávnomu zlepšeniu ukazovateľov konkurencieschopnosti v oblasti nákladov. V roku 2015 sa straty trhových podielov opäť zrýchlili a fínske hospodárstvo bolo v tomto smere jedno z najslabších v EÚ, pričom to súviselo s prebiehajúcimi štrukturálnymi zmenami vo fínskom hospodárstve a s citlivosťou fínskeho vývozu na recesiu v Rusku. V roku 2016 sa sociálni partneri dohodli na Pakte pre konkurencieschopnosť, ktorý by mal v od roku 2017 priniesť zvýšenie konkurencieschopnosti v oblasti nákladov. Dlh súkromného sektora sa po viac-menej stabilnom období trvajúcim od roku 2009, v roku 2015 výrazne zvýšil, pričom priaznivé úverové podmienky, nízke úrokové miery a mierny pokles reálnych cien obytných nehnuteľností podporovali silný rast úverov. Finančný sektor je naďalej dobre kapitalizovaný, čo znižuje riziká hroziace finančnej stabilite. Verejný dlh je v súčasnosti nad úrovňou 60 % HDP. Nezamestnanosť v roku 2015 naďalej rástla, avšak v budúcnosti sa očakáva jej znižovanie. Rast nezamestnanosti mladých ľudí začal v ostatnom čase ustupovať, ale dlhodobá nezamestnanosť sa aj naďalej zvyšuje.

Graf A25: Podiely na vývoz. trhu a saldo bež. účtu



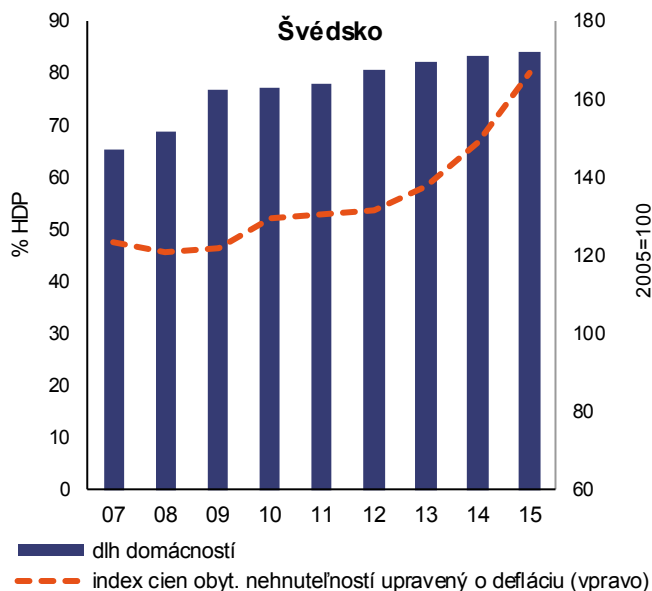
Zdroj: Eurostat

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy týkajúce sa cenovej a necenovej konkurencieschopnosti v kontexte odvetvovej reštrukturalizácie. Komisia z tohto dôvodu, a to aj so zreteľom na marcové zistenie nerovnováhy považuje za vhodné podrobnejšie preskúmať trvanie nerovnováh a ich ústup.

Švédsko: V marci 2016 Komisia dospela k záveru, že vo Švédsku *existujú makroekonomické nerovnováhy* zahŕňajúce najmä vysoký a rastúci dlh domácností v spojení s vysokými a rastúcimi cenami obytných nehnuteľností. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko ukazovateľov, konkrétne straty podielov na vývoznom trhu, dlh súkromného sektora a rast reálnych cien obytných nehnuteľností.

Graf A26: *Dlh domácností a index cien obyt. nehnut.*

Prebytok bežného účtu zostáva vysoký, avšak pod prahovou hodnotou, čo je primárne odrazom vysokých súkromných úspor. Čistá medzinárodná investičná pozícia sa stále postupne zlepšuje a v roku 2015 sa zmenila na pozitívnu. Kumulované straty podielov na vývoznom trhu prekračujú príslušnú prahovú hodnotu a v roku 2015 boli zaznamenané ďalšie obmedzené straty. Ukazovatele konkurencieschopnosti v oblasti nákladov sa v roku 2015 vyvíjali priaznivo, pričom došlo ku kontrolovanému rastu jednotkových nákladov práce a znehodnoteniu reálneho efektívneho výmenného kurzu. Celkové straty podielov na vývoznom trhu sú spôsobené skôr slabým vonkajším dopytom než problémami s konkurencieschopnosťou. Dlh súkromného sektora je vo všeobecnosti stabilný, a to na úrovni patriacej medzi najvyššie v EÚ, pričom riziká súvisia najmä s vysokou zadlženosťou domácností. V roku 2015 sa zvýšil rast úverov a akceleroval aj rast cien obytných nehnuteľností, a to z už beztak vysokých úrovní. Ceny obytných nehnuteľností a zadlženosť domácností sa zvyšujú v dôsledku zvýhodneného daňového zaobchádzania poskytovaného v prípade kúpy bývania na úver, ako aj v dôsledku špecifických aspektov trhu s hypotekárnymi úvermi a nízkych úrokových sadzieb hypotekárnych úverov. Na strane ponuky predstavujú problém obmedzenia týkajúce sa novej výstavby. Napriek vysokej úrovni zadlženosti domácností sú javia byť riziká bánk pod kontrolou, keďže kvalita aktív a ziskovosť neprestávajú byť vysoké a finančná situácia domácností je vo všeobecnosti pevná. V roku 2015 sa nezamestnanosť znížila a má mierne klesajúci trend, podporovaný prostredníctvom zlepšovania podmienok pre rast.



Zdroj: Eurostat

Celkovo ekonomické závery poukazujú na problémy spojené s vysokým dlhom súkromného sektora a vývojom v sektore obytných nehnuteľností. Komisia z tohto dôvodu, a to aj so zreteľom na marcové zistenie nerovnováhy považuje za vhodné podrobnejšie posúdiť, či nerovnováhy trvajú, alebo ustupujú.

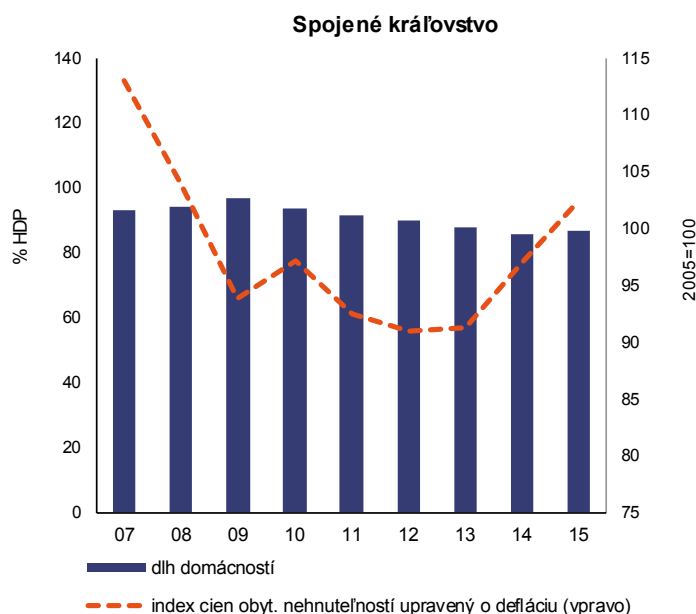
Spojené kráľovstvo: V predchádzajúcom kole postupu pri makroekonomickej nerovnováhe neboli v Spojenom kráľovstve identifikované žiadne makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje orientačné prahové hodnoty niekoľko

ukazovateľov, a to konkrétne deficit bežného účtu, reálny efektívny výmenný kurz, dlh súkromného sektora a verejný dlh.

Deficit bežného účtu v roku 2015 naďalej rástol, čo bolo spôsobené rozšírením deficitu primárnych príjmov, a ukazovateľ je naďalej nad prahovou hodnotou. Čistá medzinárodná investičná pozícia je negatívna, došlo však k jej miernemu zlepšeniu. Kumulovaná zmena podielov na vývoznom trhu sa výrazne zlepšila a v súčasnosti vykazuje prírastok. Zatiaľ čo rast jednotkových nákladov práce bol v roku 2015 mierny, reálny efektívny výmenný kurz sa zhodnotil a marginálne prekročil prahovú hodnotu. To bolo odrazom sily britskej libry šterlingov až do konca roku 2015, kedy výrazne oslabila. Pomer dlhu súkromného sektora k HDP ďalej celkovo mierne klesal, hoci stále zostáva vysoký a zároveň sa opäť začala zvyšovať zadlženosť domácností. Reálne ceny obytných nehnuteľností aj naďalej rástli, a to zbeztak už vysokých úrovni. Napriek tomu, že miera rastu sa trochu zmiernila, uvedená skutočnosť si vyžaduje dôkladné monitorovanie. Verejný dlh bol v roku 2015 takmer stabilný, dôvodom na obavy je však aj naďalej jeho vysoká úroveň. Silný nárast zamestnanosti neprestáva byť sprevádzaný poklesom dlhodobej nezamestnanosti a nezamestnanosti mladých ľudí.

Celkovo ekonomické závery poukazujú na určité problémy týkajúce sa trhu s obytnými nehnuteľnosťami a vonkajšieho aspektu hospodárstva, hoci riziká týkajúce sa stability sa zdajú byť v krátkodobom horizonte pod kontrolou. Výsledok referenda o členstve v EÚ však priniesol perspektívu hospodárskej a politickej neistoty. Komisia vo všeobecnosti v tejto fáze nevykoná ďalšiu hĺbkovú analýzu v kontexte PMN.

Graf A27: **Dlh domácností a index cien obytných nehnuteľností.**



Zdroj: Eurostat

Tabuľka 1.1: Hodnotiaca tabuľka PMN za rok 2015

Rok 2015	External imbalances and competitiveness					Vnútorné nerovnováhy						Ukazovatele zamestnanosti ¹		
	Saldo bežného účtu – % HDP (3-ročný priemer)	Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)	Reálny efektívny výmenný kurz – 42 obchodných partnerov, deflátor HICP (3-ročná zmena v %)	Podiel na vývoznom trhu – % svetového vývozu (5-ročná zmena v %)	Index nominálnych jednotkových nákladov práce (2010 = 100) (3-ročná zmena)	Index cien obyt. nehnuteľ. (2010 = 100), upravený o defláciu (1-ročná zmena v %)	Tok úverov do súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	Dlh súkromného sektora, konsolidovaný (% HDP)	Hrubý verejný dlh (% HDP)	Miera nezamestnanosti (3-ročný priemer)	Celkové záväzky finančného sektora, nekonsolidované (1-ročná zmena v %)	Miera hospodárskej aktivity – % celkového obyvateľstva vo v. 15 – 64 rokov (3-ročná zmena v percent. bodoch)	Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky činného obyvateľstva vo v. 15 – 74 rokov (3-ročná zmena v percent. bodoch)	Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky činného obyvateľstva vo v. 15 – 24 rokov (3-ročná zmena v percent. bodoch)
Prahové hodnoty	-4/6%	-35%	±5% (EZ) ±11% (mimo EZ)	-6%	9% (EZ) 12% (mimo EZ)	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2 pb	0.5 pb	2 pb
BE	-0.2□	61.3□	-1,2	-11.3□	1,5	1.3p□	4,5	166,3	105,8	8,5	-1.0□	0.7□	1,0	2,3
BG	0.6□	-60.0□	-4,1	12.8□	14.9p	1.6bp□	-0,3	110,5	26,0	11,2	7.0□	2.2□	-1,2	-6,5
CZ	0.2□	-30.7□	-8,0	0.1□	0,5	3.9p□	0,9	68,6	40,3	6,1	7.7□	2.4□	-0,6	-6,9
DK	8.8□	39.0□	-1,5	-8.8□	4,9	6.3□	-3,3	212,8	40,4	6,6	-2.0□	-0.1□	-0,4	-3,3
DE	7.5□	48.7□	-1,4	-2.8□	5,7	4.1□	3,0	98,9	71,2	4,9	2.8□	0.4□	-0,4	-0,8
EE	0.9□	-40.9□	6,4	8.5□	14,4	6.8□	3,3	116,6	10,1	7,4	8.1□	1.9□	-3,1	-7,8
IE	4.7*□	-208.0*□	-5,9	38.3*□	-18,1	8.3□	-6,7	303,4	78,6	11,3	9.5□	0.8□	-3,7	-9,5
EL	-1.2□	-134.6□	-5,5	-20.6□	-11.1p	-3.5e□	-3,1	126,4	177,4	26,3	15.7□	0.3□	3,7	-5,5
ES	1.3□	-89.9□	-2,9	-3.5□	-0.7p	3.8□	-2,7	154,0	99,8	24,2	-2.1□	0.0□	0,4	-4,6
FR	-0.7□	-16.4□	-2,7	-5.4□	2.5p	-1.3□	4,4	144,3	96,2	10,3	1.8□	0.8□	0,6	0,3
HR	2.7□	-77.7□	0,1	-3.5□	-5,0	-2.4□	-1,3	115,0	86,7	17,0	2.1□	2.9□	0,1	0,9
IT	1.5□	-23.6□	-2,2	-8.9□	1,5	-2.6p□	-1,7	117,0	132,3	12,2	1.7□	0.5□	1,3	5,0
CY	-4.1□	-130.3□	-6,2	-16.8□	-10.5p	2.9bp□	4,4	353,7	107,5	15,7	2.8□	0.4□	3,2	5,1
LV	-1.8□	-62.5□	3,1	10.5□	16,0	-2.7□	0,7	88,8	36,3	10,9	12.2□	1.3□	-3,3	-12,2
LT	0.9□	-44.7□	4,0	15.5□	11,6	4.6□	2,2	55,0	42,7	10,5	6.7□	2.3□	-2,7	-10,4
LU	5.3□	35.8□	-0,5	22.9□	0,6	6.1□	24,2	343,1	22,1	6,1	15.5□	1.5b	0,3	-1,4
HU	3.0□	-60.8□	-6,9	-8.0□	3,9	11.6□	-3,1	83,9	74,7	8,2	0.4□	4.9□	-1,9	-10,9
MT	4.3□	48.5□	-0,2	-8.8□	3,9	2.8p□	5,4	139,1	64,0	5,9	1.3□	4.5□	-0,7	-2,3
NL	9.1□	63.9□	-0,6	-8.3□	0.2p	3.6□	-1.6p	228.8p	65,1	7,2	3.2p□	0.6□	1,1	-0,4
AT	2.1□	2.9□	1,8	-9.6□	6,1	3.5□	2,1	126,4	85,5	5,6	0.6□	0.4□	0,5	1,2
PL	-1.3□	-62.8□	-1,0	9.7□	-0.4p	2.8□	3,2	79,0	51,1	8,9	2.4□	1.6□	-1,1	-5,7
PT	0.7□	-109.3□	-2,8	2.8□	0.0e	2.3□	-2,3	181,5	129,0	14,4	-1.6□	0.0□	-0,5	-6,0
RO	-1.0□	-51.9□	2,7	21.1□	0.5p	1.7□	0,2	59,1	37,9	6,9	4.1□	1.3□	0,0	-0,9
SI	5.4□	-38.7□	0,6	-3.6□	-0,6	1.5□	-5,1	87,3	83,1	9,6	-3.4□	1.4□	0,4	-4,3
SK	1.1□	-61.0□	-0,7	6.7□	2,2	5.5□	8,2	81,4	52,5	13,0	4.5□	1.5□	-1,8	-7,5
FI	-1.0□	0.6□	2,3	-20.5□	3,6	-0.4□	9,5	155,7	63,6	8,8	1.5□	0.6□	0,7	3,4
SE	5.0□	4.1□	-7,9	-9.3□	3,6	12.0□	6,5	188,6	43,9	7,8	2.3□	1.4□	0,0	-3,3
UK	-4.8□	-14.4□	11,3	1.0□	1,7	5.7□	2,5	157,8	89,1	6,3	-7.8□	0.8□	-1,1	-6,6

Značky: b: zlom v časovom rade, e: odhad, p: predbežné.

Poznámka: * Úrovňový posun nastal v dôsledku presunu bankovým súvah veľkých nadnárodných spoločností do Írska a zahnutia príslušných transakcií do Írskych štatistík platobnej bilancie a medzinárodnej investičnej pozície. 1) Pozri stranu 2 SMV na rok 2016. 2) Index cien obyt. nehnuteľností e = zdroj NCB Grécka. 3) Úroveň celkových záväzkov finančného sektora v Grécku je vyššia, než za iných okolností, vzhľadom na lepšiu správu bankových podielov, pokiaľ ide o krátkodobé dlhové cenné papiere vydávané bankami. □

Zdroj: Európska komisia, Eurostat a Generálne riaditeľstvo pre hospodárske a finančné záležitosti (v prípade reálneho efektívneho výmenného kurzu) a Medzinárodný menový fond.

Tabuľka 2.1: Pomocné ukazovatele, 2015

Rok 2015	Reálny HDP (1-ročná zmena v %)	Tvorba hrubého fixného kapitálu (% HDP)	Hrubé domáce výdavky na výskum a vývoj (% HDP)	Bežný a kapitálový účet (Čisté prijímanie a poskytovanie úverov) (% HDP)	Čistý vonkajší dlh (% HDP)	Priame zahraničné investície vo výkazujúcom hospodárstve – toky (% HDP)	Priame zahraničné investície vo výkazujúcom hospodárstve - objemy (% HDP)	Čistá obchodná bilancia energetických výrobkov (% HDP)	Reál. efekt. vým. kurz – obchod. partneri eurozóny (3-roč. zmena v %)	Výkonnosť vývozu v porovnaní s rozvinutými hospodárstvami (5-ročná zmena v %)	Obchodné podmienky (5-ročná zmena v %)	Podiel na vývoznom trhu v objeme (1-ročná zmena v %)	Produktivita práce (1-ročná zmena v %)	Index nominálnych jednotkových nákladov práce (2010 = 100) (10-ročná zmena v %)	Výkonnosť jednotkových nákladov práce vo vzťahu k eurozóne (10-ročná zmena v %)	Index cien obyt. nehnuteľností (2010 = 100) – nominálny (3-ročná zmena v %)	Výstavba obytných nehnuteľností (% HDP)	Dlh súkromného sektora, nekonsolidovaný (% HDP)	Pákový efekt vo finančnom sektore, nekonsolidovaný (% dlhu ku kapitálu)
BE	1,5	23,0	na□	0.5□	-67.7□	-4.7□	213.6□	-2,8	0,2	-9.4□	0,1	1,6	0.6□	20,5	4,0	2.3p□	5,8	218,8	176,5
BG	3,6	21,0	1.0p□	3.5□	3.4□	3.7□	88.9□	-3,8	-3,9	15.2□	3,5	3,0	3.3p□	78.4p	51,2	2.0bp□	1,4	121,5	494,3
CZ	4,5	26,3	na□	3.2□	-9.8□	1.3□	74.2□	-2,5	-8,0	2.3□	0,7	5,0	3.1□	14,1	-2,8	6.6p□	3,4	77,0	516,4
DK	1,0	19,0	na□	9.0□	3.6□	0.7□	49.8□	0,1	-1,3	-6.8□	0,7	-2,4	-0.1□	26,0	7,4	15.3□	4,0	218,9	159,9
DE	1,7	19,9	2.9ep□	8.4□	-10.2□	1.4□	41.0□	-2,0	0,5	-0.7□	2,0	2,5	0.8□	15,1	-1,6	11.4□	5,9	106,1	368,0
EE	1,4	23,7	1.5p□	4.3□	-10.3□	-2.9□	99.9□	-1,4	1,6	10.8□	2,8	-3,3	-1.4□	72,0	42,1	34.5□	4,4	130,9	366,1
IE	26,3	21,2	na□	9.7*□	-289.0*□	72.3*□	495.9*□	-1,6	-1,3	41.2*□	3,6	31,7	23.2□	-14,9	-22,7	30.7□	1,9	323,6	80,6
EL	-0.2p	11.5p	1.0p□	1.2□	138.1□	0.6□	14.5□	-2.2p	-5,2	-18.9□	5.8p	0.7p	-0.7p□	-0.2p	-12,6	-21.7e□	0.7p	126,4	1359,6
ES	3.2p	19.7p	na□	2.0□	93.1□	2.1□	59.8□	-2.1p	-1,3	-1.5□	-4.7p	2.2p	0.7p□	8.9p	-6,2	-5.6□	4.4p	173,1	468,4
FR	1.3p	21.5p	na□	-0.1□	37.3□	1.5□	43.3□	-1.8p	-0,4	-3.4□	2.1p	3.4p	0.8p□	17.9p	1,9	-4.9□	5.8p	183,3	356,6
HR	1,6	19,5	0.9□	5.6□	52.7□	0.4□	55.0□	-3,5	-1,1	-1.5□	0,6	7,3	0.1□	23,3	-4,1	-8.2□	na	140,2	427,0
IT	0,7	16,6	na□	1.8□	59.7□	0.7□	25.6□	-2,0	-0,5	-7.0□	2,1	1,6	0.2□	17,6	3,0	-12.2p□	4,4	120,1	657,3
CY	1.7p	13.3p	na□	-2.6□	133.4□	41.0□	911.2□	-4.2p	-2,4	-15.0□	-0.8p	-2,7	0.9p□	5.4p	-4,1	-4.6bp□	4.3p	354,9	85,0
LV	2,7	22,6	0.6p□	2.0□	28.6□	2.8□	60.1□	-2,9	-2,0	12.8□	0,2	-0,1	1.4□	71,7	39,1	9.5□	1,8	97,6	625,4
LT	1,8	19,3	1.0p□	0.7□	26.4□	2.3□	40.0□	-3,5	-1,4	17.9□	2,2	-3,1	0.5□	35,3	10,0	11.7□	2,8	57,5	467,9
LU	3,5	19,0	na□	4.1□	-2220.9□	766.4□	8616.9□	-3,1	0,3	25.5□	0,0	10,1	0.9□	29,8	11,1	15.5□	3,9	425,1	53,9
HU	3,1	21,7	1.4□	7.8□	23.0□	-2.2□	222.1□	-4,2	-7,1	-6.0□	-0,2	5,0	0.5□	24,4	8,8	13.0□	1,9	99,1	114,1
MT	6,2	25,4	0.8p□	4.9□	-262.7□	25.8□	1867.3□	-9,8	1,0	-6.8□	0,8	-0,6	2.7□	29,8	10,7	6.2p□	3,4	204,7	37,1
NL	2.0p	19.4p	na□	3.6□	40.0□	13.4□	580.5□	-1.0p	1,0	-6.4□	-0.9p	2.3p	1.0p□	15.3p	1,5	-1.9□	3.7p	236.3p	129.7p
AT	1,0	22,6	3.1ep□	1.4□	20.1□	1.1□	80.9□	-2,3	2,3	-7.7□	-0,2	0,9	0.3□	23,3	5,7	14.2□	4,3	145,1	186,7
PL	3,9	20,1	1.0□	1.7□	35.7□	3.0□	48.6□	-1,6	-1,9	12.1□	2,8	5,0	2.5p□	17.0p	2,5	-2.0□	3,1	83,4	305,9
PT	1.6e	15.3e	na□	1.7□	100.8□	0.3□	71.7□	-2.3e	-1,0	5.0□	4.8e	3.4e	0.2e□	0.6e	-12,4	5.4□	2.5e	195,9	372,0
RO	3.7p	24.7p	na□	1.2□	24.5□	2.4□	42.6□	-0.9p	2,4	23.7□	6.1p	2.8p	4.6p□	43.9p	23,6	0.5□	na	61,2	391,5
SI	2,3	19,5	na□	6.1□	31.2□	3.9□	34.5□	-2,9	-0,7	-1.5□	0,7	2,9	1.2□	19,9	1,1	-10.8□	2,3	96,0	402,6
SK	3,8	23,0	1.2□	3.8□	27.3□	1.3□	60.5□	-3,5	-1,2	8.9□	-3,2	4,3	1.8□	16,1	-1,2	7.8□	2,3	83,7	831,7
FI	0,2	20,4	2.9p□	-0.3□	43.9□	7.3□	58.0□	-1,5	1,1	-18.8□	2,7	-2,9	0.6□	28,1	8,8	0.8□	5,5	182,8	299,4
SE	4,1	23,7	na□	5.0□	46.3□	3.4□	78.0□	-0,9	-7,8	-7.4□	0,6	2,9	2.6□	25,1	6,8	30.5□	4,5	234,9	184,5
UK	2,2	16,9	na□	-5.4□	na	1.8□	74.3□	-0,6	14,0	3.1□	3,5	1,8	0.5□	21,9	3,6	17.4□	3,7	161,1	628,3

Značky : b: zlom v časovom rade, e: odhad, p: predbežné, na: neuvádza sa.

Poznámka: * Úroveň vývozu nastal v dôsledku presunu bankovým súvah veľkých nadnárodných spoločností do Írska a zahnutia príslušných transakcií do írskych štatistík platobnej bilancie a medzinárodnej investičnej pozície. 1) Index cien obyt. nehnuteľností e = zdroj NCB Grécka.

2) Oficiálnym dátumom prenosu údajov z roku 2015 týkajúcich sa hrubých domácich výdavkov na výskum a vývoj je 31. október 2016, pričom na účely tohto dokumentu boli použité údaje postúpené Eurostatu do 24. októbra 2016.□

Zdroj: Eurostat, Generálne riaditeľstvo pre hospodárske a finančné záležitosti (v prípade reálneho efektívneho výmenného kurzu) a údaje Medzinárodného menového fondu, WEO (v prípade sérií svetového vývozu).

Tabuľka 2.1 (pokračovanie): Pomocné ukazovatele, 2015

Rok 2015	Miera zamestnanosti (1-ročná zmena v %)	Miera hospodárskej aktivity – % celkového obyvateľstva vo v. 15 – 64 rokov	Miera dlhodobej nezamestnanosti – % ekonomicky činného obyvateľstva vo v. 15 – 74 rokov	Miera nezamestnanosti mladých ľudí – % ekonomicky činného obyvateľstva vo v. 15 – 24 rokov	Mladí ľudia, nezamestnaní ani nepokračujú vo vzdelávaní ani v odb. prípr. – % obyv. 15 – 24		Ľudia, ktorým hrozí chudoba alebo sociálne vylúčenie – % celkového počtu obyvateľov		Ľudia, ktorým hrozí chudoba po sociálnych transferoch – % celkového počtu obyvateľov		Osoby trpiace závažnou materiálnou depriváciou – % celkového počtu obyvateľov		Osoby v domácnostiach s veľmi nízkou intenzitou práce – % celk. počtu obyvateľov vo v. 0 – 59 rokov	
					%	3-ročná zmena v percent. bodoch	%	3-ročná zmena v percent. bodoch	%	3-ročná zmena v percent. bodoch	%	3-ročná zmena v percent. bodoch	%	3-ročná zmena v percent. bodoch
BE	0.9□	67.6□	4,4	22,1	12,2	-0,1	21.1□	-0.5□	14.9□	-0.4□	5.8p□	-0.5p□	14.9□	1.0□
BG	0.4p□	69.3□	5,6	21,6	19,3	-2,2	41.3□	-8.0□	22.0□	0.8□	34.2□	-9.9□	11.6□	-0.9□
CZ	1.4□	74.0□	2,4	12,6	7,5	-1,4	14.0□	-1.4□	9.7□	0.1□	5.6□	-1.0□	6.8□	0.0□
DK	1.1□	78.5□	1,7	10,8	6,2	-0,4	17.7□	0.2□	12.2□	0.2□	3.7□	1.0□	11.6□	1.4□
DE	0.9□	77.6□	2,0	7,2	6,2	-0,9	20.0□	0.4□	16.7□	0.6□	4.4□	-0.5□	9.8□	-0.1□
EE	2.9□	76.7□	2,4	13,1	10,8	-1,4	24.2□	0.8□	21.6□	4.1□	4.5□	-4.9□	6.6□	-2.5□
IE	2.5□	70.0□	5,3	20,9	14,3	-4,4	na□	na□	na□	na□	na□	na□	na□	na□
EL	0.5p□	67.8□	18,2	49,8	17,2	-3,0	35.7□	1.1□	21.4□	-1.7□	22.2p□	2.7p□	16.8□	2.6□
ES	2.5p□	74.3□	11,4	48,3	15,6	-3,0	28.6□	1.4□	22.1□	1.3□	6.4p□	0.6p□	15.4□	1.1□
FR	0.5p□	71.5□	4,3	24,7	12,0	-0,5	17.7□	-1.4□	13.6□	-0.5□	4.5□	-0.8□	8.6□	0.2□
HR	1.5□	66.8□	10,3	43,0	18,5	1,9	29.1□	-3.5□	20.0□	-0.4□	13.7□	-2.2□	14.4□	-2.3□
IT	0.6□	64.0□	6,9	40,3	21,4	0,4	28.7□	-1.2□	19.9□	0.4□	11.5□	-3.0□	11.7□	1.1□
CY	0.8p□	73.9□	6,8	32,8	15,3	-0,7	28.9□	1.8□	16.2□	1.5□	15.4□	0.4□	10.9□	4.4□
LV	1.3□	75.7□	4,5	16,3	10,5	-4,4	30.9□	-5.3□	22.5□	3.3□	16.4□	-9.2□	7.8□	-3.9□
LT	1.3□	74.1□	3,9	16,3	9,2	-2,0	29.3□	-3.2□	22.2□	3.6□	13.9□	-5.9□	9.2□	-2.2□
LU	2.6□	70.9b□	1,9	16,6	6.2b	0.3b	18.5□	0.1□	15.3□	0.2□	2.0□	0.7□	5.7□	-0.4□
HU	2.6□	68.6□	3,1	17,3	11.6b	-3.2b	28.2□	-5.3□	14.9□	0.6□	19.4□	-6.9□	9.4□	-4.1□
MT	3.4□	67.6□	2,4	11,8	10,4	-0,2	22.4□	-0.7□	16.3□	1.2□	8.1□	-1.1□	9.2□	0.2□
NL	0.9p□	79.6□	3,0	11,3	4,7	-0,2	16.8p□	1.8p□	12.1p□	2.0p□	2.5p□	0.2p□	10.2□	1.3□
AT	0.6□	75.5□	1,7	10,6	7,5	0,7	18.3□	-0.2□	13.9□	-0.5□	3.6□	-0.4□	8.2□	0.5□
PL	1.4p□	68.1□	3,0	20,8	11,0	-0,8	23.4□	-3.3□	17.6□	0.5□	8.1□	-5.4□	6.9□	0.0□
PT	1.4e□	73.4□	7,2	32,0	11,3	-2,6	26.6□	1.3□	19.5□	1.6□	9.6p□	1.0p□	10.9□	0.8□
RO	-0.9p□	66.1□	3,0	21,7	18,1	1,3	37.3□	-5.9□	25.4□	2.5□	22.7□	-8.4□	7.9□	0.0□
SI	1.1□	71.8□	4,7	16,3	9,5	0,2	19.2□	-0.4□	14.3□	0.8□	5.8□	-0.8□	7.4□	-0.1□
SK	2.0□	70.9□	7,6	26,5	13,7	-0,1	18.4□	-2.1□	12.3□	-0.9□	9.0□	-1.5□	7.1□	-0.1□
FI	-0.4□	75.8□	2,3	22,4	10,6	2,0	16.8□	-0.4□	12.4□	-0.8□	2.2p□	-0.7p□	10.8□	1.5□
SE	1.5□	81.7□	1,5	20,4	6,7	-1,1	16.0□	0.4□	14.5□	0.4□	0.7□	-0.6□	5.8□	0.1□
UK	1.8□	76.9□	1,6	14,6	11,1	-2,8	23.5□	-0.6□	16.7□	0.7□	6.1□	-1.7□	11.9□	-1.1□

Značky: b: zlom v časovom rade, e: odhad, p: predbežné, na: neuvádza sa.

Poznámka: 1) IE: Oficiálnym termínom prenosu údajov z roku 2015 týkajúcich sa ľudí, ktorým hrozí chudoba alebo sociálne vylúčenie, je 30. november 2016, pričom údaje boli generované 24. októbra 2016.

Zdroj: Európska komisia, Eurostat.