



EVROPSKÁ
KOMISE

V Bruselu dne 26.11.2015
COM(2015) 691 final

ZPRÁVA KOMISE

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

Zpráva mechanismu varování 2016

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

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

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

Při hloubkovém přezkumu situace v příslušných členských státech bude Komise přihlížet k diskusím s Parlamentem a k diskusím v Radě a v Euroskupině. Zjištění budou promítnuta do doporučení pro jednotlivé země v rámci „evropského semestru“ koordinace hospodářských politik. Hloubkové přezkumy by měly být zveřejněny v únoru 2016 před vydáním souboru doporučení pro jednotlivé země v rámci evropského semestru.

1. SHRNUTÍ

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

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

Letos byly do hlavního srovnávacího přehledu ukazatelů přidány tři ukazatele v oblasti zaměstnanosti, a sice míra ekonomické aktivity, dlouhodobá nezaměstnanost a nezaměstnanost mladých lidí. Zahrnutím těchto nových proměnných do srovnávacího přehledu naplňuje Komise svůj závazek, že analýzu makroekonomických nerovnovah posílí. To je obzvláště důležité z hlediska sociálních důsledků krize a také proto, že dlouhotrvající chronicky negativní vývoj zaměstnanosti a sociální situace může mnoha různými způsoby nepříznivě ovlivňovat potenciální růst HDP a představovat riziko dalšího prohlubování makroekonomických nerovnovah. Zařazením uvedených proměnných do srovnávacího přehledu se nemění zaměření postupu při makroekonomické nerovnováze – ten se i nadále soustřeďuje na předcházení vzniku nebezpečných makroekonomických nerovnovah a na

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

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

zajišťování jejich nápravy. Překročení hodnot u těchto nových ukazatelů nepředstavuje samo o sobě zhoršení makrofinančních rizik, a ukazatele se tedy nepoužívají k iniciování jakýchkoli kroků v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze³.

Oproti předchozím zprávám mechanismu varování je kladen větší důraz na úvahy týkající se eurozóny. V souladu se *sdělením Komise z 21. října o krocích k dokončení hospodářské a měnové unie* se zpráva mechanismu varování snaží systematictěji analyzovat, jaké důsledky mají nerovnováhy v členských státech pro celou eurozónu a jak si tyto důsledky žádají koordinovaný přístup k přijímání politických opatření.

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

- **Korekce stávajících nerovnovah probíhá za náročných podmínek.** Probíhající mírné oživení v eurozóně by mělo pokračovat, ale je stále vratké a podléhá zvýšeným vnějším rizikům. Během několika posledních měsíců značně zpomalil světový obchod a zvýšila se rizika nepříznivého vývoje, zejména pokud jde o vyhlídky rozvíjejících se trhů⁴. Hospodářský růst nyní více závisí na domácí poptávce, zejména pak na výraznějším oživení investic.
- **Členské státy EU dále pokračují v nápravě svých nerovnovah.** V zemích s vysokými vnějšími závazky podstatně klesly velké a neudržitelné schodky běžného účtu z období před krizí. Má-li se výrazně omezit zranitelnost, bylo by zapotřebí udržovat vyrovnané nebo přebytkové vnější pozice. Také vývoj nákladové konkurenceschopnosti obecně odpovídá potřebám vnější korekce a ve většině zemí zdárně pokračuje ozdravování rozvahy v různých sektorech hospodářství.
- **Důvodem k obavám však zůstávají slabiny spojené se zvýšenými úrovněmi zadlužení.** Stále platí, že v několika členských státech dosahují závazky (soukromé a veřejné, vnější a vnitřní) historicky nejvyšších hodnot. Tyto závazky jsou nejen slabinami, pokud jde o růst, zaměstnanost a finanční stabilitu v EU, ale související tlaky na snižování páky ve spojitosti s jejich nutným vypořádáním navíc brzdí oživení.
- **Některé členské státy vykazují po prognózované období (2015–2017) stále velké přebytky.** Eurozóna jako celek vykazuje přebytek běžného účtu, který patří k nejvyšším na světě a letos by měl opět vzrůst. Přestože obchodní bilanci pomohly posílit nižší ceny komodit a depreciace směnného kurzu eura, přebytek je z velké části dán tím, že na úrovni zóny existuje přemíra domácích úspor na úkor investic.

³ Uvedené ukazatele se do přehledu doplňují s cílem lépe zachytit ty dimenze nerovnovah a korekčních procesů, jež souvisejí se zaměstnaností a sociální situací. Jde o míru ekonomické aktivity, míru dlouhodobé nezaměstnanosti a míru nezaměstnanosti mladých lidí, přičemž všechny tyto ukazatele jsou vyjadřovány jako změny v průběhu tříletého období. Tyto ukazatele již byly zahrnuty mezi pomocnými ukazateli pro postup při makroekonomické nerovnováze. S podrobnostmi ohledně kritérií pro výběr ukazatelů se lze seznámit v pracovním dokumentu útvarů Komise „*Adding employment indicators to the scoreboard of the Macroeconomic Imbalances Procedure to better capture employment and social developments*“ (Doplnění srovnávacího přehledu v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze o ukazatele v oblasti zaměstnanosti za účelem lepšího zachycení vývoje zaměstnanosti a sociálního vývoje), který se projednával ve výborech Rady pro hospodářské a finanční věci a Rady pro zaměstnanost, sociální politiku, zdraví a ochranu spotřebitele a také v Evropském parlamentu.

⁴ Viz *European Economic Forecast-Autumn 2015* (Evropská hospodářská prognóza – podzim 2015), European Economy, Institutional Paper 011, listopad 2015.

- **Po letech výrazně odlišného vývoje se sblíží podmínky na trhu práce, avšak sociální napětí zůstává v řadě zemí na nepřijatelných úrovních**, což platí zejména o státech, kterých se týká odstraňování makroekonomických nerovnovah a řešení dluhových krizí.

Jak bylo zjištěno v roční analýze růstu, řešení nerovnovah a souběžná podpora hospodářského oživení si žádají, aby se k makroekonomickým politikám přistupovalo koordinovaně. Politická opatření a účinné provádění reforem, zejména v oblasti konkurenceschopnosti a platební neschopnosti, se musí zintenzivnit především v zemích, jejichž růstová kapacita je omezována většími tlaky na snižování páky nebo strukturálními překážkami. Domácí poptávka a investice se pak paralelně musejí podporovat především ve státech, které disponují fiskálním prostorem, velkým přebytkem běžného účtu nebo které jsou pod malým tlakem na snižování páky. Tato kombinace politik by s ohledem na vzájemnou provázanost členských států přispěla k tomu, že by proces obnovování rovnováhy probíhal za stabilnějších podmínek, protože by byl symetričtější, a hospodářské oživení by se snáze dokázalo samo udržet.

Situace v členských státech, které jsou označeny ve zprávě mechanismu varování, budou širší a podrobněji analyzovány v hloubkových přezkumech. Ty budou podobně jako v předchozím cyklu zapracovány do zpráv o jednotlivých zemích, jež obsahují rovněž doplňující analýzu útvarů Komise, která se týká dalších strukturálních otázek a tvoří důležitý podkladový materiál pro individualizovaná doporučení v rámci evropského semestru. Při přípravě hloubkových přezkumů bude Komise svou analýzu zakládat na mnohem širším souboru dat a informací: v úvahu budou brány veškeré související statistiky, všechny relevantní údaje a veškeré podstatné skutečnosti. Jak stanoví právní předpisy, Komise z těchto hloubkových přezkumů vyvodí závěry ohledně existence nerovnovah nebo nadměrných nerovnovah a následně vypracuje pro každý členský stát patřičná politická doporučení⁵.

Na základě ekonomických závěrů, jež byly vyvozeny ze srovnávacího přehledu v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze, Komise konstatuje, že důvody pro provedení hloubkových přezkumů za účelem podrobnějšího posouzení kumulace a odstraňování nerovnovah, jakož i za účelem posouzení souvisejících rizik existují v případě níže uvedených států⁶.

- *U většiny zemí je hloubkový přezkum zapotřebí proto, že u nich byly zjištěny nerovnováhy v předchozím kole hloubkových přezkumů⁷.* Zavedená praxe si žádá vypracování nového hloubkového přezkumu, aby se posoudilo, zda jsou existující rovnováhy či nadměrné

⁵ Nařízení (EU) č. 1176/2011 (Úř. věst. L 306, 23.11.2011, s. 25).

⁶ Nárůst v počtu členských států, které jsou vybírány k hloubkovému přezkumu, od roku 2012 je částečně dán tím, že je nutno do procesu začlenit země, jež v důsledku hospodářského zlepšení ukončují některý program finanční pomoci. Jedná se o Irsko, Portugalsko a Rumunsko, jež byly pod dohled v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze zařazeny v zájmu obezřetnosti. Po přistoupení k EU v roce 2013 pak bylo pod standardní dohled zařazeno také Chorvatsko. Skutečnost, že určitý počet členských států v procesu hloubkového přezkumu zůstává, souvisí s tím, že členské státy mohou vystoupit z dohledu v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze pouze na základě nového hloubkového přezkumu. Při pohledu do budoucna lze očekávat, že pokud se hospodářské podmínkylepší nebo se nezhorší, bude počet zemí podléhajících tomuto přezkumu postupem času klesat.

⁷ Viz „Evropský semestr v roce 2015: Posouzení výzev v oblasti růstu, prevence a náprava makroekonomických nerovnovah a výsledky hloubkových přezkumů podle nařízení (EU) č. 1176/2011“ (COM(2015) 85 final, 26. února 2015) a „*Macroeconomic Imbalances, Main Findings of the In-Depth Reviews 2015*“ (Makroekonomické nerovnováhy, hlavní zjištění z hloubkových přezkumů v roce 2015) European Economy-Occasional Papers 228. Úplný soubor doporučení pro jednotlivé země, která přijala Rada, včetně doporučení relevantních pro postup při makroekonomické nerovnováze, lze nalézt v Úř. věst. C 272, 18.8.2015.

nerovnováhy odstraňovány, nebo zda i nadále přetrvávají nebo se zhoršují, přičemž se náležitě přihlíží k účinkům politik, které za účelem překonání předmětných nerovnovah provádějí dotčené členské státy. Těmi jsou **Belgie, Bulharsko, Německo, Francie, Chorvatsko, Itálie, Maďarsko, Irsko, Nizozemsko, Portugalsko, Rumunsko, Španělsko, Slovinsko, Finsko, Švédsko a Spojené království**.

- *Hlubkový přezkum bude poprvé vypracován také pro **Estonsko a Rakousko***. V případě Estonska se budou v přezkumu posuzovat rizika a slabiny související s opětovným narůstáním poptávkových tlaků. U Rakouska budou analyzovány problémy související s finančním odvětvím, zejména vysoká expozice vůči vývoji v zahraničí a dopad na úvěry poskytované soukromému sektoru.

V případě členských států, jež využívají finanční pomoci, probíhá dohled nad nerovnovahami a sledování nápravných opatření v rámci předmětných programů pomoci. To se týká **Řecka a Kypru**. V případě členských států, u kterých se očekává, že program finanční pomoci ukončí, platí stejný postup jako v předchozích cyklech – situace na **Kypru** tak bude posuzována v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze až po skončení probíhajícího programu finanční pomoci (k němuž by mělo dojít do března 2016).

U ostatních členských států se v této fázi podrobnější analýzy v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze provádět nebudou. S ohledem na ekonomické závěry vyvozené ze srovnávacího přehledu se Komise domnívá, že situaci v **České republice, Dánsku, Lotyšsku, Litvě, Lucembursku, na Maltě, v Polsku a na Slovensku** není v tuto chvíli nutné podrobovat hloubkovému přezkumu a že pro bližší dohled nad těmito zeměmi v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze neexistují důvody. Pozorný dohled a koordinování politik jsou však zapotřebí nepřetržitě ve všech členských státech, tak aby byla identifikována nová rizika a navrhována opatření, jež budou přispívat k růstu a zaměstnanosti.

Rámeček č. 1. Ustálení a omezení kategorií nerovnovah v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze

Nastavení kategorií nerovnovah v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze se postupem času vyvíjelo a v současnosti je následující:

1. Žádná nerovnováha
2. Nerovnováhy, které vyžadují monitorování a politická opatření
3. Nerovnováhy, které vyžadují monitorování a rozhodná politická opatření
4. Nerovnováhy, které vyžadují zvláštní monitorování a rozhodná politická opatření
5. Nadměrné nerovnováhy, které vyžadují zvláštní monitorování a rozhodná politická opatření
6. Nadměrné nerovnováhy, které vedou k postupu při nadměrné nerovnováze

Postup při nadměrné nerovnováze nebyl dosud uplatněn. Zjištění nadměrných nerovnovah je však spojeno s požadavkem na rozhodná politická opatření a zvláštní monitorování. Od některých systémově významných zemí eurozóny, u kterých byly zjištěny nerovnováhy, byla od roku 2014 vyžadována rozhodná politická opatření a zvláštní monitorování, aby se zajistil pokrok, pokud jde o plnění doporučení pro eurozónu ohledně řešení makroekonomických nerovnovah. Po některých zemích s nerovnovahami se požadovala rozhodná politická opatření.

Doladění kategorií nerovnovah v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze sice umožnilo přesně formulovat aktivaci dohledu v rámci tohoto postupu, avšak výsledná složitost nijak nepomohla co do transparentnosti a vymahatelnosti. Z tohoto důvodu bylo ve sdělení z 21. října navrženo několik způsobů, jak by se dalo provádění postupu při makroekonomické nerovnováze do budoucna zlepšit.

Komise zejména zajistí transparentní provádění postupu, ustálí kategorie a vyjasní kritéria, ze kterých při rozhodování vychází.

2. NEROVNOVÁHY, RIZIKA A KOREKCE: PROBLÉMY PŘESHRANIČNÍ POVAHY

V situaci, kdy ve světě panují nejisté podmínky, závisí hospodářské oživení stále více na domácí poptávce. Nejnovější ekonomické prognózy potvrzují, že v kontextu nízkých cen ropy a velmi akomodativní měnové politiky dochází v celé EU k mírnému hospodářskému oživení. Hospodářská činnost v EU rostla v roce 2014 o 1,4 % a v letech 2015 a 2016 by měla podle očekávání růst o 1,9 a 2,0 %. V eurozóně rostl v roce 2014 reálný HDP o 0,9 %, přičemž v roce 2015 by měl růst o 1,6 % a v roce 2016 o 1,8 %⁸. Spotřeba se sice v poslední době zvyšovala, nicméně domácí poptávka zůstává slabá, zčásti v důsledku výrazných tlaků na snižování páky v několika členských státech. Odrazem toho jsou nízká inflace a růst přebytku běžného účtu v eurozóně (ten by se měl v roce 2015 opět zvýšit), k čemuž přispívají i poklesy cen ropy od poloviny roku 2014 a nižší směnný kurz eura. Od léta dochází k citelnému zpomalování vnější poptávky a s ohledem na geopolitické faktory a na možnost nečekaně výraznějšího hospodářského zpomalení v Číně a jiných rozvíjejících se zemích se zvyšují rizika nepříznivého vývoje světového hospodářství⁹. V závislosti na rozsahu celosvětového zpomalení by mohly být ekonomiky EU výrazně postiženy. Proto sílí potřeba soustavně zvyšovat konkurenceschopnost a domácí poptávka se musí stát zásadním faktorem oživení.

Makroekonomické nerovnováhy jsou za této situace dále korigovány, avšak velkou slabinou jsou zvýšené úrovně zadlužení. Ekonomiky v EU pokračují v odstraňování vnějších i vnitřních nerovnovah. Dochází ke snižování vysokých a neudržitelných schodků běžného účtu a ve většině zemí postupuje ve všech sektorech proces ozdravování rozvahy. Také vývoj nákladové konkurenceschopnosti obecně odpovídá potřebám vnější korekce. Přetrvávají nicméně vážné slabiny, pokud jde o výše závazků a kvalitu korekce. Stále platí, že závazky (soukromé a veřejné, vnější a vnitřní) dosahují v řadě členských států historicky nejvyšších hodnot. Tyto závazky jsou nejen slabinami, pokud jde o růst, zaměstnanost a finanční stabilitu v EU, ale souběžné tlaky na snižování páky v souvislosti s jejich nutným vypořádáním navíc brzdí oživení. V zemích, kde je snižování páky relativně málo potřebné, přetrvávají vysoké přebytky běžného účtu, které svědčí o velké nerovnováze úspor a investic a poukazují na špatnou distribuci zdrojů. Tato situace zvyšuje riziko dlouhodobě slabé hospodářské výkonnosti a může ztěžovat proces snižování páky v EU jako celku.

Hlavním úkolem eurozóny je v současné situaci překonat vysoké zadlužení a zároveň vytvořit prostor pro oživení tak, aby se dosáhlo větší soběstačnosti. Na úrovni eurozóny jako celku musí riziko dlouhodobě slabého růstu a nízké inflace zmírnit země, které jsou s ohledem na dostupný fiskální prostor a malou potřebu snižování páky v lepší pozici pro podporu investic. Další provádění nebo zintenzivňování strukturálních reforem zaměřených na uvolnění růstového potenciálu je pak nutné zejména ve státech, jejichž potenciál růstu je omezován strukturálními překážkami. Země, kde je schopnost podněcovat poptávku omezována vysokými tlaky na snižování páky, by se také měly soustředit na reformy podporující růst a měly by zajistit, aby disponovaly vhodným insolvenčním rámcem pro

⁸ Viz *European Economic Forecast-Autumn 2015* (Evropská hospodářská prognóza – podzim 2015), European Economy, Institutional Paper 011, listopad 2015. Souhrnné údaje o oživení sice skrývají významné rozdíly mezi členskými státy, ale reálná konvergence se nyní zjevně vyvíjí pozitivním směrem – Španělsko, Irsko, Slovinsko, pobaltské státy a také Maďarsko, Polsko, Česká republika a Rumunsko zaznamenávají vyšší tempo růstu, i když ve Francii, Itálii, Rakousku, Finsku a Belgii zůstane hospodářský růst v roce 2015 zřejmě slabý.

⁹ Viz Mezinárodní měnový fond: *World Economic Outlook: Adjusting to Lower Commodity Prices* (Světový hospodářský výhled – Přizpůsobování se nižším cenám komodit), Washington, říjen 2015.

řešení neúnosného zadlužení. Kromě toho by měly patřičně uvolnit hospodářské zdroje a účinně přerozdělit kapitál. (Rámeček č. 2)

Rámeček č. 2: Makroekonomické nerovnováhy v dimenzi eurozóny

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

Eurozóna v současnosti vykazuje z hlediska hodnoty jeden z nejvyšších přebytků běžného účtu na světě. Očekává se, že v roce 2015 dosáhne tento přebytek přibližné výše 390 mld. EUR (3,7 % HDP). Na této sumě se podílí Německo (2,5 % HDP eurozóny), Nizozemsko (0,7 % HDP eurozóny) a Itálie (0,4 % HDP eurozóny). (Graf č. 1) I země, které byly dříve schodkové, nyní zaznamenávají vyrovnaný nebo přebytkový stav, který je potřebný k zajištění udržitelnosti jejich vnějších pozic. Přetrvávání velmi vysokých přebytků v zemích, kde existuje relativně malá potřeba snižovat páku, v kontextu slabého růstu a téměř nulové inflace značí nedostatek domácích zdrojů růstu. Jakmile dojde k opětovnému zvyšování cen ropy, k posílení domácí poptávky, ke zpomalení růstu vývozu a pomine účinek slabšího eura, měly by přebytky obchodní bilance eurozóny a EU přestat růst a v roce 2017 by měly nakonec mírně klesnout. Neustálé hromadění čistých zahraničních aktiv může také implikovat rostoucí expozici vůči kurzovému riziku. S tím, jak se v domácích portfoliích zvyšuje podíl aktiv původem z cizích zemí, se také může zužovat prostor, který mají vnitrostátní orgány pro řízení makrofinančních rizik (např. prostřednictvím omezujících nebo regulačních opatření).

Všechny sektory hospodářství (domácnosti, podniky, vlády) jsou nyní souběžně vystaveny tlakům na snižování páky. Na úrovni eurozóny jako celku se domácnosti, podniky a vlády v současné době potýkají se zvýšeným zadlužením, přičemž nutný proces snižování páky je spojen s útlumem investic a se slabou dynamikou spotřeby. Podle údajů Eurostatu představovala v roce 2014 výše konsolidovaného dluhu v případě domácností 59,7 % HDP eurozóny a v případě nefinančních podniků 79,5 % HDP eurozóny (v roce 2009 to bylo 63,1 % a 81,9 %). Agregovaná data skrývají značné rozdíly mezi jednotlivými členskými státy. Snižování páky v soukromém sektoru začalo brzy, když vypukla krize, ale proces ještě pořád probíhá¹⁰. Čistá věřitelská pozice domácností je stále dvakrát tak vysoká, než jaká byla před krizí. Podniky, které za normálních okolností často zaznamenávají čisté výpůjční potřeby, i nadále vykazují pozitivní čistou věřitelskou pozici. Snižování páky ve veřejném sektoru začalo později, a sice v okamžiku, kdy si první fáze recese vyžádala v letech 2009 a 2010 stimulační balíčky. Od té doby se vlády ubírají cestou konsolidace a rozpočtová politika byla striktní nebo (nověji) víceméně neutrální. Na spotřebu proto dopadal jednak proces snižování zadluženosti domácností a podniků, jednak potřeba zastavit růst dluhu v sektoru vládních institucí¹¹.

Přebytek běžného účtu bude v eurozóně pravděpodobně vyšší, než implikují základní charakteristiky, což je odrazem ekonomické neefektivnosti a slabé domácí poptávky. Řada

¹⁰ Proces snižování páky je patrný při pohledu na souhrnnou čistou věřitelskou pozici eurozóny podle sektorů. V roce 2014 dosahovala tato pozice 3,2 % HDP, přičemž 2,9 % připadalo na domácnosti, 1,8 % na podniky a -2,6 % na vlády. V roce 2010 činila souhrnná pozice 0,6 % a podíly uvedených sektorů 2,9 %, 3,3 % a -6,2 %. V roce 2007 pak souhrnná pozice dosahovala 0,3 % a podíly jednotlivých sektorů 1,4 %, -0,6 % a -0,6 %.

¹¹ Viz Bricongne J.-C., Mordonu A. (2015): *Interlinkages between household and corporate debt in advanced economies* (Vzájemné vazby mezi dluhem domácností a dluhem podniků ve vyspělých ekonomikách), European Commission Discussion Papers č. 17 (říjen 2015).

hospodářských charakteristik, jako jsou profil stárnutí obyvatelstva, index závislosti, poměrně vysoké úrovně příjmu na obyvatele, ale také postavení eura jako rezervní měny, nasvědčuje tomu, že patřičná celková bilance úspor a investic by měla být v eurozóně víceméně vyrovnaná¹². Zvyšování přebytku běžného účtu eurozóny v několika posledních letech však dospělo do situace, kdy je přebytek vyšší, než čemu nasvědčují základní ekonomické veličiny. Navzdory nedávným zlepšením a nehledě na dočasné účinky nižších cen ropy a vývoje směnných kurzů lze tento rozdíl zčásti vysvětlit absencí silného růstu úvěrů v eurozóně v důsledku ozdravování rozvah a značných tlaků na snižování páky. Poskytování úvěrů na investice a spotřebu mají do budoucna podpořit politiky zavedené na úrovni EU (např. program nákupu aktiv veřejného sektoru zřízený ECB a investiční plán zahájený Komisí), ale účinky na reálnou ekonomiku se mohou projevit až po určitém čase.

S ohledem na přeshraniční přelévání v rámci eurozóny je nutný koordinovaný přístup k makroekonomickým politikám, aby byly řešeny nerovnováhy a zároveň se podporovalo hospodářské oživení. Jelikož ekonomiky eurozóny jsou vzájemně propojeny obchodními, finančními a institucionálními vazbami, je namísto koordinovaný přístup k makroekonomickým politikám, tak aby se urychlila korekce nerovnovah a současně byl podporován růst. Důležitým transmisním mechanismem se ukázala být i důvěra a její účinky¹³. Pro eurozónu mají v současné době systémový význam zejména externality plynoucí z orientace politiky ve velkých zemích.

Riziko dlouhodobě slabého růstu a nízké inflace na úrovni eurozóny by měly zmírňovat zejména státy, které jsou s ohledem na dostupný fiskální prostor a pozitivní bilanci úspor a investic v lepší pozici pro podporu investic¹⁴. To je případ Německa a Nizozemska, jejichž přebytky běžného účtu by měly podle prognózy zůstat vysoké i v následujících letech. Snižování přebytků v zemích, kde existuje relativně malá potřeba snižovat páku, by v eurozóně přineslo tolik potřebné zvýšení poptávky a pomohlo by ulehčit situaci vysoce zadluženým zemím, které musí činit kompromisy mezi potřebou snižovat zadlužení a potřebou současně stimulovat růst.

Paralelně se musejí dále provádět nebo zintenzivňovat strukturální reformy zaměřené na uvolnění růstového potenciálu, a to zejména v systémově významných zemích, jako jsou Itálie a Francie. Takové reformy nejenže by pomohly odstranit překážky růstu, ale přispěly by rovněž k posílení důvěry, pokud jde o udržitelnost fiskálních nerovnovah v těchto zemích.

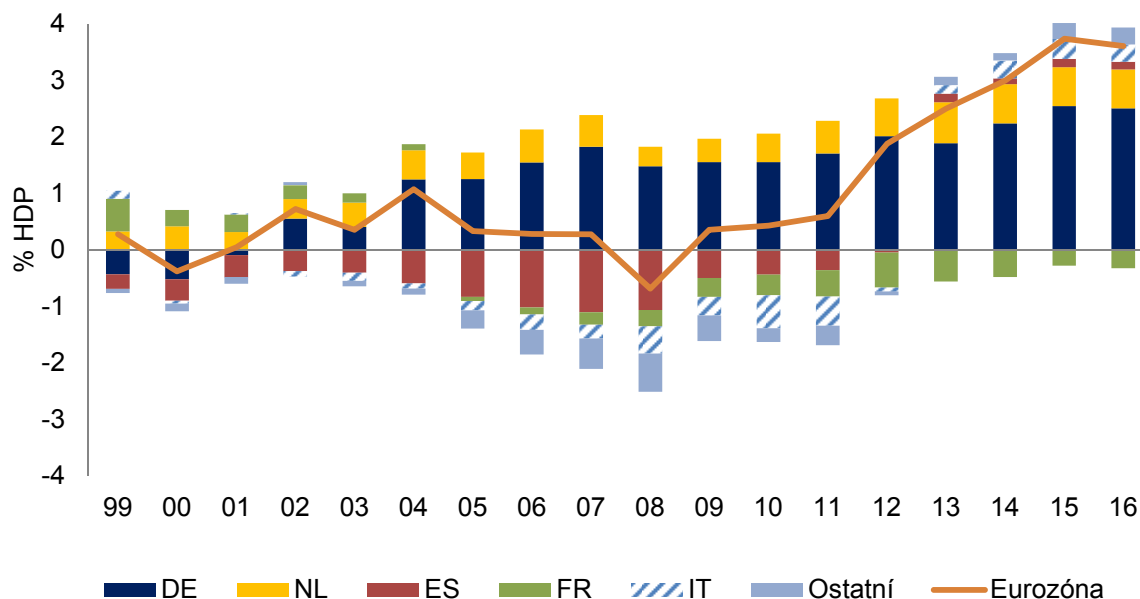
Státy, jejichž schopnost udržet poptávku je omezována převísem dluhu a vysokým podílem úvěrů v selhání, by se měly rovněž soustředit na reformy podporující růst a měly by zajistit, aby byly jejich insolvenční rámce vhodné pro řešení neúnosného zadlužení. Kromě toho by měly také uvolnit hospodářské zdroje a účinně přerozdělit kapitál.

¹² Referenční hodnota je odvozena z redukováných regresních modelů zachycujících hlavní parametry bilance úspor a investic, včetně základních parametrů (např. demografie, zdroje), politických faktorů a globálních finančních podmínek. Tato metodika se podobá metodice posuzování vnější bilance, kterou rozpracoval Mezinárodní měnový fond (metodice EBA). Viz Phillips, S. et al. (2013): *The External Balance Assessment (EBA) Methodology*, IMF Working Paper, 13/272.

¹³ Viz D'Auria, F., Linden, S., Monteiro, D., in 't Veld, J., Zeugner S.: *Cross-border Spillovers in the Euro Area* (Přeshraniční přelévání v eurozóně), Quarterly Report on the Euro Area, roč. 13 č. 4 (2014).

¹⁴ Viz 17. bod odůvodnění nařízení (EU) č. 1176/2011: „Při posuzování makroekonomické nerovnováhy by měla být zohledněna její závažnost a její případné negativní hospodářské a finanční dopady, které prohlubují zranitelnost hospodářství Unie a ohrožují bezproblémové fungování hospodářské a měnové unie. Opatření k řešení makroekonomické nerovnováhy a rozdílů v konkurenceschopnosti jsou zapotřebí ve všech členských státech, zejména v eurozóně. Povaha, význam a naléhavost politických úkolů se však může v různých členských státech značně lišit. Přijetí politických opatření je vzhledem ke zranitelným místům a rozsahu nezbytné korekce obzvláště naléhavě potřebné v členských státech, které trvale vykazují vysoké schodky běžného účtu a oslabování konkurenceschopnosti. V členských státech s velkými přebytky běžného účtu by se politiky dále měly zaměřit na vypracování a provádění opatření, jež pomohou posílit jejich domácí poptávku a růstový potenciál.“

Graf č. 1: Saldo běžného účtu eurozóny



Zdroj: Národní účty a prognózy Evropské komise z podzimu 2015 (AMECO)

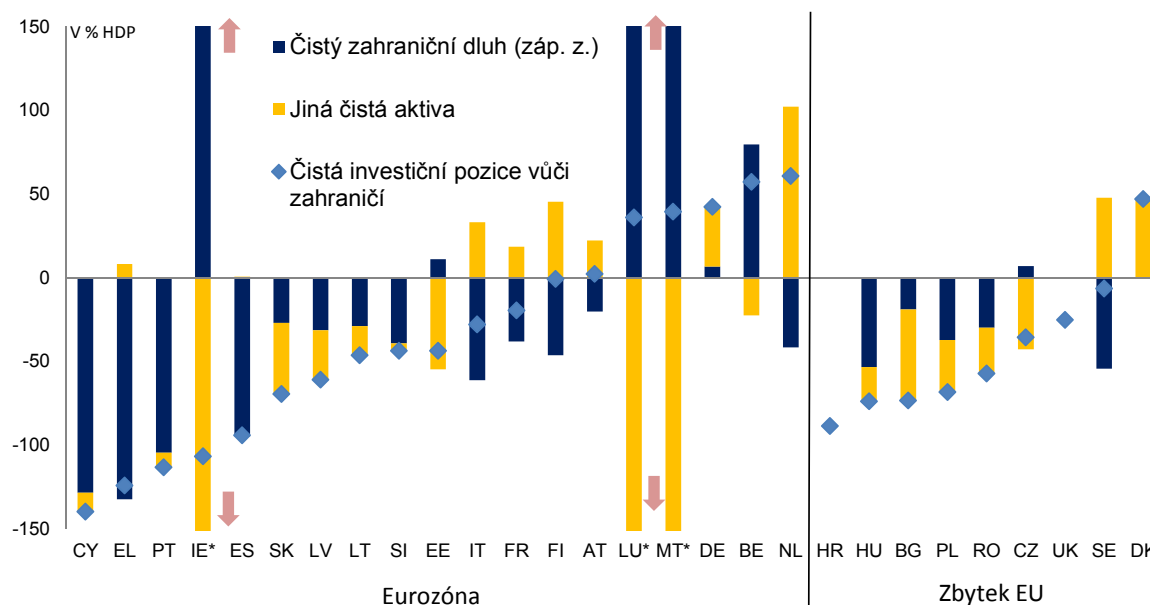
Vysoké schodky běžného účtu byly ve většině členských států korigovány na vyrovnanější pozice nebo přebytky. Vysoké přebytky běžného účtu i nadále přetrvávají. V roce 2014 zaznamenala většina členských států přebytky běžného účtu. Země, jež byly v rámci eurozóny nejvíce postiženy krizí, provedly výraznou korekci a nyní vykazují přebytky, které jsou buď mírné (Španělsko, Portugalsko, Itálie), nebo mírně zvýšené (Irsko, Slovinsko). Zatímco počáteční korekce byla hlavně výsledkem poklesu soukromé domácí poptávky, nejnovějších přebytků se též dosahuje prostřednictvím rostoucího vývozu¹⁵. Cyklicky očištěné údaje jsou však obecně nižší než celková salda (Španělsko, Itálie, Portugalsko, Řecko, Kypr), což naznačuje, že další růst běžného účtu nelze očekávat, protože s hospodářským oživením se výstup opět blíží hranicím svých možností, i když riziko návratu ke schodkům z dob před krizí se zdá být malé. Několik málo členských států, např. Finsko a Francie, zaznamenalo poměrně omezené schodky běžného účtu. Ve Spojeném království a na Kypru byly schodky mnohem vyšší. Celkově vzato, ukazatel průměrného salda za dobu tří let přesahuje prahovou hodnotu ve čtyřech „přbytkových“ zemích (Německo, Dánsko, Nizozemsko a Švédsko) a dvou „schodkových“ zemích (Spojené království a Kypr). Státy jako Německo, Nizozemsko a ze zemí mimo eurozónu pak Švédsko a Dánsko i nadále zaznamenávají velmi vysoké přebytky. U těchto velkých a přetrvávajících přebytků není patrná tendence směrem ke korekci. Ačkoli v zemích se stárnoucí populací, jako je například Německo, lze přebytky běžného účtu očekávat a vývoj cen ropy a směnných kurzů v poslední době měl na obchodní bilanci příznivý vliv, současná hodnota přebytku zjevně výrazně převyšuje to, čemu by nasvědčovaly základní ekonomické veličiny¹⁶.

¹⁵ Viz rámeček I.3 v evropské hospodářské prognóze z jara 2015, *European Economic Forecast-Spring 2015*, European Economy, 2015(2).

¹⁶ Viz *Macroeconomic Imbalances, Main Findings of the In-Depth Reviews 2015* (Makroekonomické nerovnováhy, hlavní zjištění z hloubkových přezkumů v roce 2015), European Economy-Occasional Papers 228.

Pokud se zváží pozice v hospodářském cyklu, cyklicky upravený přebytek v Německu je vyšší než celkový ukazatel¹⁷.

Graf č. 2: Čistá investiční pozice vůči zahraničí a čistý zahraniční dluh v roce 2014



Zdroj: Eurostat (BPM6, ESA10)

Poznámka: V případě Chorvatska a Spojeného království nejsou údaje o čistém zahraničním dluhu k dispozici. U Irska, Lucemburska a Malty není rozklad znázorněn celý¹⁸.

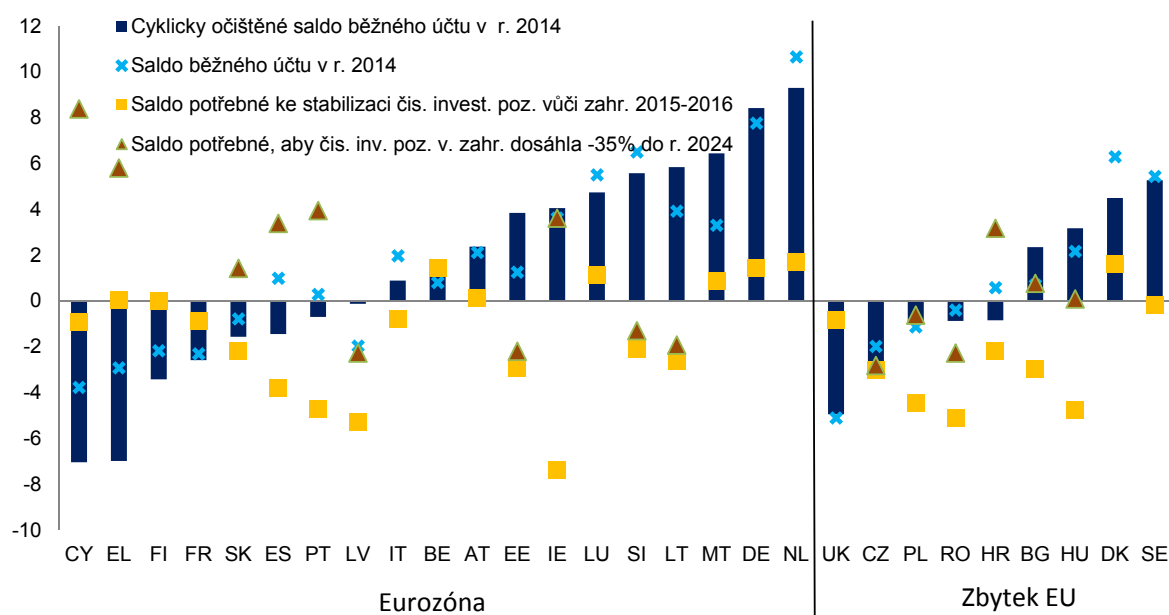
Stále existují slabiny, jelikož korekce ve vnějších tocích se ještě nepromítla do podstatného snížení vnějšího zadlužení (viz graf č. 2). Celkově vzato, velké slabiny přetrvávají mezi státy, které jsou čistými dlužníky: ukazatel čisté investiční pozice vůči zahraničí pro rok 2014 překračuje ve srovnávacím přehledu orientační prahovou hodnotu v šestnácti členských státech. V zemích eurozóny, jako jsou Řecko, Španělsko nebo Portugalsko, se za několik posledních let, kdy jsou generovány přebytky běžného účtu, čisté vnější závazky vyjádřené jako procento HDP nijak výrazně nezlepšily. Konkrétně s výjimkou Irska a nověji též Portugalska byl příspěvek růstu nominálního HDP buď nízký (Španělsko), nebo záporný (Řecko a Kypr). Z toho je patrné, jaká rizika s sebou nese prostředí nízké inflace a jak taková situace může ztěžovat korekci nerovnovah. Na zlepšování stavu čistých vnějších závazků, zejména v Řecku, Španělsku a Portugalsku, mají také dopad negativní účinky oceňování (někdy dokonce výrazný). Významné zlepšení nezaznamenává

¹⁷ Vzhledem ke snižování schodků běžného účtu se změnilo zeměpisné složení přebytků ve věřitelských ekonomikách, zejména v Německu. Zatímco saldo vůči zbytku světa se zvýšilo, saldo vůči eurozóně se snížilo. Za vývojem salda vůči eurozóně stojí především nižší vývoz do ostatních zemí eurozóny, spíše než vyšší dovoz Německa.

¹⁸ V případě těchto států není větší část vnějších závazků vázána na domácí kapitál a činnosti, ale spíše na vnější aktiva. Například velkou část vnějších závazků Irska ovládají vzájemné fondy, které sídlí v Irsku, ale jejich aktiva pocházejí z jiných zemí. Podle klasifikace platební bilance se rozvaha vzájemných fondů skládá z majetkových závazků kompenzovaných portfoliovými aktivy dluhového charakteru, což má za následek velmi negativní majetkovou pozici a zároveň velmi pozitivní pozici, pokud jde o obchodovatelný dluh.

ani Chorvatsko. Většina ekonomik s vysoce negativními pozicemi by k včasnému snížení čistých vnějších závazků potřebovala vyšší přebytky běžného účtu, než jaké vykazuje v současné době (viz graf č. 3). Z tohoto důvodu je nezbytné soustavně zvyšovat konkurenceschopnost vývozu a uplatňovat politiky zaměřené na lákání přímých zahraničních investic. O Irsku a řadě zemí východní Evropy (Maďarsku, Polsku, Rumunsku) platí, že má-li se ve střednědobém výhledu stav čistých vnějších závazků výrazně zlepšit, musí tyto země po dlouhou dobu udržet současná salda běžného účtu. Ve státech, které jsou čistými věřiteli, například v Německu nebo Nizozemsku, nelze rizika spojená s rostoucí výší čistých zahraničních aktiv srovnávat s riziky vnější udržitelnosti. Rychlé a soustavné hromadění rizik spojených s pozicí čistého věřitele by se nicméně nemělo přehlížet.

Graf č. 3: Běžný účet – cyklicky očištěná salda a salda potřebná ke stabilizaci či snížení vnějších závazků



Zdroj: Běžný účet je znázorněn v pojetí národních účtů. Výpočty útvarů Komise.

Poznámky: Cyklicky očištěná salda jsou vypočtena za použití odhadů mezery výstupu, na nichž se zakládají prognózy Komise z podzimu 2015¹⁹. Při stanovování salda běžného účtu, které je zapotřebí ke stabilizaci či snížení čistých vnějších závazků, se vycházelo z těchto předpokladů: projekce nominálního HDP vychází z podzimních prognóz Komise (do roku 2017) a z projekcí Komise na další roky podle metodiky T+10²⁰; tradičně se předpokládá, že účinky oceňování jsou v prognózovaném období nulové, což odpovídá neutrální projekci cen aktiv; u sald kapitálového účtu ve vyjádření procentem HDP se předpokládá, že zůstanou konstantní, na úrovni odpovídající mediánu za rok 2014 a projekcím na roky 2015–2017²¹.

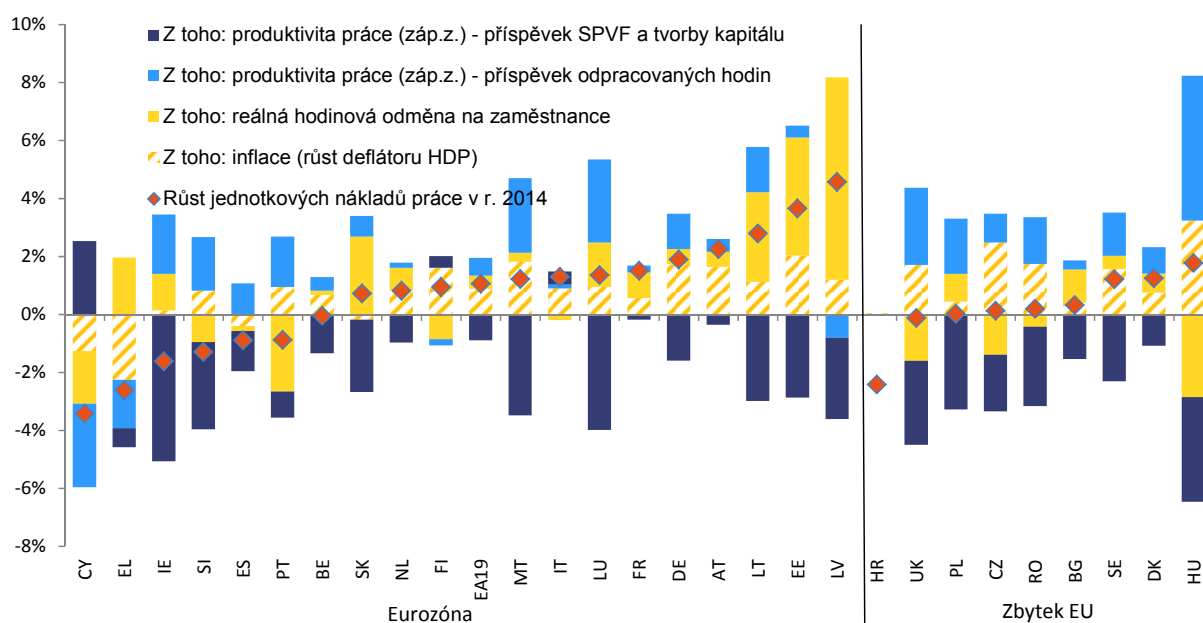
¹⁹ Odhady cyklicky očištěných sald se zakládají na metodice popisované v práci Salto, M., A. Turrini (2010): *Comparing Alternative Methodologies for Real Exchange Rate Assessment* (Srovnání alternativních metodik pro posuzování reálných směnných kurzů), European Economy-Economic Papers, 427.

²⁰ K metodice T+10 viz Havik, K., K. Mc Morrow, F. Orlandi, C. Planas, R. Raciborski, W. Röger, A. Rossi, A. Thum-Thysen, V. Vandermeulen (2014): *The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps* (Metodika produkční funkce pro výpočet měr potenciálního růstu a mezer výstupu), European Economic Papers 535.

²¹ Podrobná prezentace výpočtů a předpokladů viz Loublier, A., Turrini A., Zeugner, S. (2015): *Methodologies for computing current account benchmarks* (Metodiky pro výpočet referenčních hodnot běžného účtu), European Economy Economic Paper (připravuje se).

Vývoj nákladové konkurenceschopnosti obecně odpovídá potřebám vnější korekce. (Graf č. 4) V řadě zemí, jež byly v rámci eurozóny obzvláště postiženy krizí (např. Kypr, Řecko, Španělsko, Slovinsko, Portugalsko a Irsko), byly v roce 2014 zaznamenány poklesy jednotkových nákladů práce. Zatímco na Kypru, v Řecku a v Portugalsku je tato změna hlavně odrazem mzdové zdrženlivosti, v případě Španělska a Irska se zdá, že pokles jednotkových nákladů práce byl z větší části dán zvýšením produktivity. V zemích, kde se zlepšuje situace na trhu práce, začal k vývoji jednotkových nákladů práce pozitivně přispívat i počet odpracovaných hodin (Španělsko, Portugalsko a Irsko). Naopak v Itálii a Francii rostly jednotkové náklady práce tempem, jež bylo vyšší než průměr eurozóny (1,1 %), a Německo s Rakouskem vykazovaly téměř 2% zvýšení. Příčinou byla především dynamika mezd, i když v případě Itálie sehrál určitou roli i pomalý růst produktivity. Nejrychlejší růst zaznamenaly pobaltské státy, a to v důsledku prudkého zvýšení hodinových mezd. Celkově vzato, zohlední-li se vývoj za poslední tři roky, ukazatel jednotkových nákladů práce překračuje prahovou hodnotu v Estonsku, Lotyšsku a Bulharsku. Po snížení jednotkových nákladů práce v členských státech, ve kterých existují větší potřeby korekce, následoval mírnější, ale přesto patrný relativní pokles reálného efektivního směnného kurzu, což značí určitou citlivost marží na nepříznivé hospodářské podmínky. Následkem tohoto relativně umírněného vývoje nejsou u tohoto ukazatele pozorována překročení prahové hodnoty, s výjimkou Řecka.

Graf č. 4: Rozklad růstu jednotkových nákladů práce v roce 2014



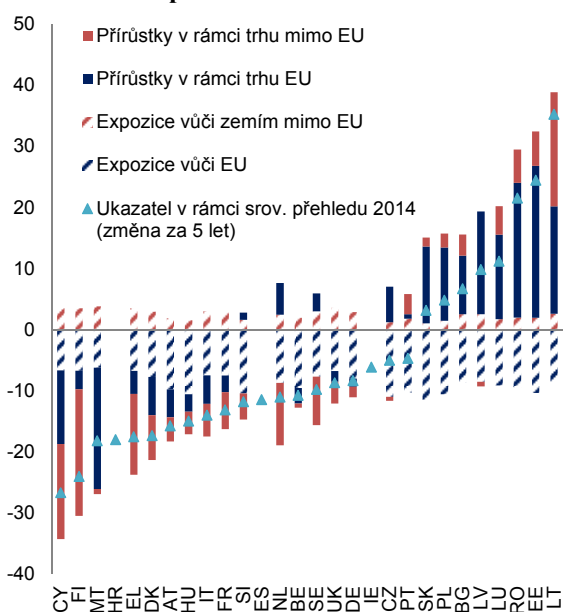
Zdroj: Databáze AMECO a srovnávací přehled v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze. Výpočty útvarů Komise.

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

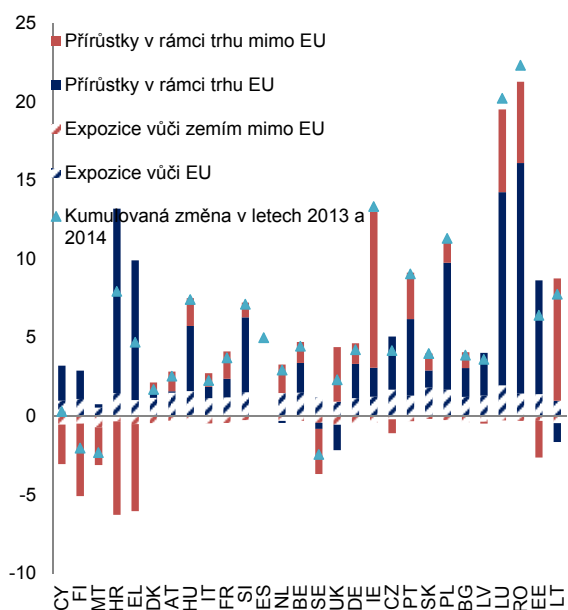
Srovnávací přehled i nadále zaznamenává kumulované ztráty podílu na světovém vývozu – orientační prahovou hodnotu překračuje několik členských států, ale určité zlepšení začíná být patrné. Z ukazatele změn v podílu na světovém vývozu za období pěti let vyplývá, že kumulované ztráty překračující prahovou hodnotu existují v osmnácti

členských státech, což naznačuje, že agregovaný přebytek běžného účtu, který je pozorován v eurozóně, není dán v první řadě silnou vývozní výkonností (graf č. 5a)²². Další pokles podílů na světovém vývozu, který byl v ekonomikách EU pozorován v několika posledních letech, se však zřejmě zastavil. V letech 2013 a 2014 vykazovala většina členských států (až na Finsko, Švédsko a Maltu) roční přírůstky (graf č. 5b). V roce 2014 byly přírůstky v některých případech relativně mírné (Rakousko, Francie, Nizozemsko, Španělsko, Itálie), a v jiných o něco výraznější (Belgie, Německo, Maďarsko, Rumunsko, Řecko, Irsko). Zaznamenané přírůstky jsou však obecně mnohem menší, než jaké byly poklesy v letech 2010–2012. Nedávné zlepšení, pokud jde o podíly unijních ekonomik na světovém vývozu, lze částečně vysvětlit pozastavením světového obchodu v letech 2013–2014, jež automaticky vedlo ke zmírnění ztrát. Nedávná zlepšení tržních podílů tedy nemusí být strukturální. Na posouzení toho, zda jsou tyto přírůstky trvalou, nebo pouze dočasnou změnou, je ale zatím příliš brzy.

Graf č. 5a: Změna podílů na světovém vývozu za období pěti let – ukazatel v rámci srovnávacího přehledu za rok 2014



Graf č. 5b: Změna podílů na světovém vývozu za období dvou let – rok 2014



Zdroj: Eurostat, výpočty útvarů Komise.

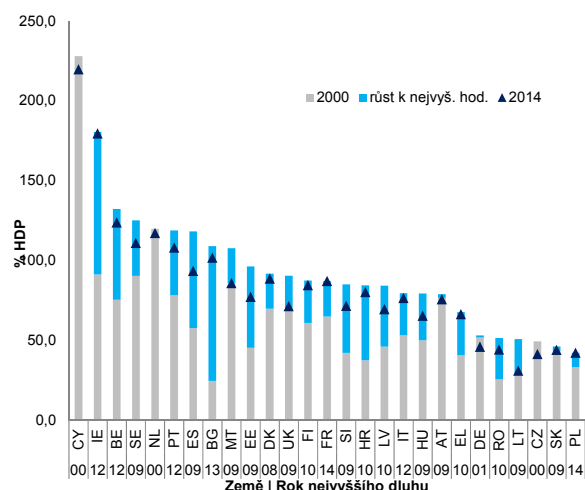
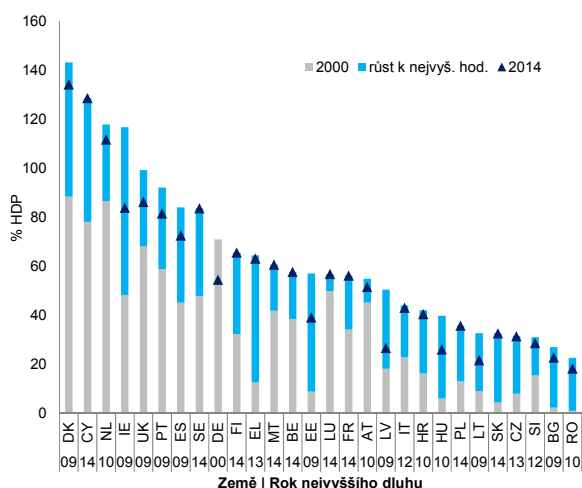
Poznámky: Rozklad vychází z shift-share analýzy. Šrafované sloupce představují příspěvek k dynamice tržního podílu, jenž pramení ze změn v expozici vůči danému trhu; nešrafované sloupce pak vyjadřují příspěvek k dynamice tržního podílu, který je dán změnami tržního podílu v rámci daného trhu²³. Při výpočtech se vycházelo z dat podle BPM6, s výjimkou BG, IT, FI a MT, kde byly údaje o vývozu do EU převzaty z národních účtů; v případě ES, HR, IE nebyla část údajů k dispozici.

Graf č. 6a: Dluh domácností
(konsolidovaný, v % HDP)

Graf č. 6b: Dluh nefinančních podniků
(konsolidovaný, v % HDP)

²² Vývoz z eurozóny (v hodnotovém vyjádření) mezi lety 2013 a 2015 zpomalil a vývoz do zemí mimo Unii víceméně stagnoval.

²³ Podrobný popis metodiky, jež byla použita pro rozklad podílů na světovém vývozu, viz *A closer look at some drivers of trade performance at Member State level* (Podrobnější analýza některých faktorů ovlivňujících obchodní výkonnost na úrovni členských států), Quarterly Report on the Euro Area, 2012(2):29–39.



Zdroj: Eurostat, výpočty útvarů Komise.

Poznámky: V grafu č. 6a je nejvyšší míra zadlužení uvedena na vodorovné ose. První pozorování proběhlo v roce 2000, s výjimkou IE, SI, HR (2001) PL, (2003), MT, LV, LT (2004). Hodnota za rok 2014, nebyla-li k dispozici, byla odhadnuta podle čtvrtletních údajů. V grafu č. 6b není zahrnuto LU, a to kvůli specifickým faktorům, jež ovlivňují zadluženost podniků. Nejvyšší míra zadlužení je uvedena na vodorovné ose. První pozorování proběhlo v roce 2000, s výjimkou IE, SI, HR (2001) PL, (2003), MT, LV, LT (2004). Hodnota za rok 2014, nebyla-li k dispozici, byla odhadnuta podle čtvrtletních údajů.

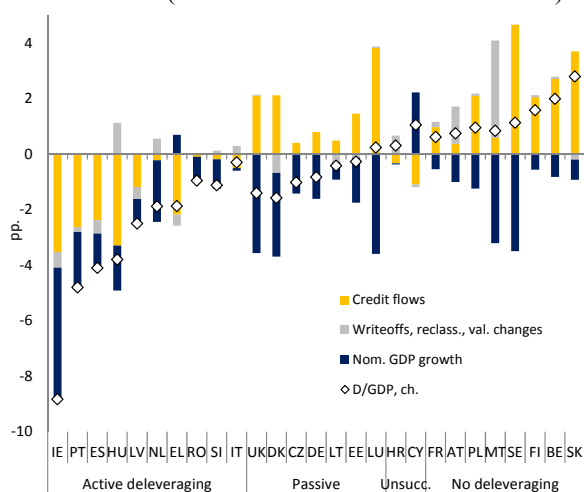
Dluh soukromého sektoru zůstává v řadě členských států vysoký a ve srovnávacím přehledu překračuje orientační prahovou hodnotu. Zadlužení soukromého sektoru se značně různí, což je dáno nejen stupněm rozvoje finančního odvětví, ale také tím, do jaké míry docházelo před krizí k předlžování ve spojitosti s nenáročnými podmínkami pro získání úvěru. Poměrně výrazné rozdíly jsou pozorovány také v rozložení soukromého dluhu napříč hlavními sektory hospodářství (grafy č. 6a a 6b). V některých státech je vysoké zadlužení nejčastěji spojeno s hromaděním dluhu na straně domácností, jež často souvisí s výrazným růstem cen nemovitostí a hodnotou hypoték. Jinde je zadlužení vysoké zejména mezi nefinančními podniky. V některých zemích se vysoké zadlužení týká všech sektorů hospodářství. Vysoký dluh představuje slabinu, jelikož umocňuje makrofinanční dopady nepříznivých otřesů. Omezuje schopnost ekonomik, co se týče korekce – snižuje totiž efektivitu transmise měnové politiky, protože zadlužené podniky jen stěží požívají nízkých úrokových sazeb²⁴. Pokud jde o přetrvávající potřebu snižovat páku, snižování soukromého zadlužení by brzdilo růst v tom smyslu, že by se utlumily investice nebo dynamika spotřeby. Rozsah dluhového převisu by v této souvislosti pomohly snížit dobře fungující insolvenční rámce, jež by řešily neúnosný dluh, a tím by zbrzdování růstu spojené se snižováním páky zmírňovaly.

Pokrok ve snižování páky je smíšený a snížení dluhu v soukromém sektoru bylo především výsledkem negativních úvěrových toků ve většině členských států. Na úrovni

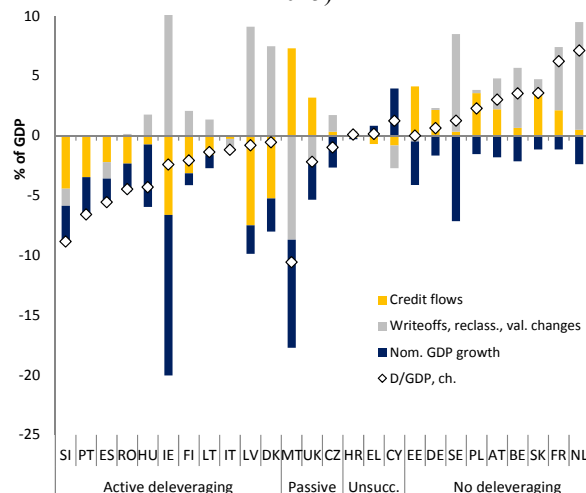
²⁴ Odkaz v podobě vysokého zadlužení podniků bude ekonomiku pravděpodobně zatěžovat i nadále. Vysoké zadlužení soukromého sektoru bývá spojováno s nízkým růstem ve střednědobém výhledu, ačkoli nastavení konkrétních prahových hodnot dluhu může být analyticky obtížné (viz odkazy v práci Chen et al. (2015): *Private Sector Deleveraging and Growth Following Busts* (Snižování páky a růst v soukromém sektoru v návaznosti na propady), Working Paper 15/35, Mezinárodní měnový fond, Washington). Také se má za to, že dluh jde na úkor hospodářské výkonnosti po krizi (viz Bornhorst, F., Ruiz Arranz, M. (2013): *Indebtedness and Deleveraging in the Euro Area* (Zadlužení a snižování páky v eurozóně), Country Report 13/232, Mezinárodní měnový fond, Washington; a Evropská centrální banka (ECB) (2012): *Corporate Indebtedness in the Euro Area* (Zadlužení podniků v eurozóně), Monthly Bulletin (únor): 87–103.

EU jako celku představoval podle údajů Eurostatu v roce 2014 konsolidovaný dluh 64,6 % HDP EU v případě domácností a 77,7 % HDP EU v případě nefinančních podniků (v roce 2009 to bylo 68,0 % a 82,5 %). Od chvíle, kdy výše dluhu dosáhly vrcholu, byl pokrok při snižování páky smíšený, přičemž skutečné snižování zadluženosti bylo častěji pozorováno v podnikovém sektoru (*grafy č. 6a a 6b*). Nejnovější vývoj ukazuje, že situace, pokud jde o snižování páky, je v jednotlivých zemích a sektorech velmi nevyvážená (*grafy č. 7a a 7b*). V Irsku a v menší míře také v Portugalsku, Španělsku a Maďarsku bylo aktivní splácení dluhu domácností po celý rok 2014 a na počátku roku 2015 usnadňováno příznivým růstem. Ve Spojeném království a v Dánsku se dosáhlo pasivního snížení páky – poměr dluhu k HDP klesl díky příznivým účinkům růstu, přičemž tok úvěrů domácnostem zůstal zachován. Ve Švédsku, Finsku, Francii a Belgii dluh domácností naopak nadále rostl, k čemuž přispívaly pozitivní úvěrové toky. Aktivní snižování páky probíhalo v některých případech i v podnicích a provázely jej příznivé účinky nominálního růstu. Tak tomu bylo v Lotyšsku, Irsku, Dánsku, Slovinsku a Portugalsku. K pasivnímu snížení páky v podnikovém sektoru došlo jen v několika málo zemích (např. ve Spojeném království a v České republice). V několika členských státech, jako např. na Kypru a v Řecku, se však snižování zadluženosti podniků nesetkalo s úspěchem, protože v kontextu negativní dynamiky nominálního HDP se poměr dluhu k HDP navzdory vyšším úsporám zhoršoval. V některých členských státech, jako jsou Rakousko, Francie, Slovensko, Polsko nebo v menší míře Německo, se zadlužení podniků zvýšilo, k čemuž přispěly pozitivní úvěrové toky²⁵.

Graf č. 7a: Faktory ovlivňující snižování páky u domácností (meziroční změna v 1. čtvrtletí 2015)



Graf č. 7b: Faktory ovlivňující snižování páky u nefinančních podniků (meziroční změna v 1. čtvrtletí 2015)



Zdroje: Eurostat, výpočty útvarů Komise.

Poznámky: Grafy znázorňují vývoj míry zadlužení v rozdělení do tří komponent, kterými jsou: úvěrové toky, růst nominálního HDP (účinek jmenovatele) a další změny ve výši dluhu. Snižování páky lze dosáhnout prostřednictvím různých kombinací splácení dluhu, růstu hospodářství a dalších změn ve výši splatného dluhu. *Aktivní* snižování páky spočívá v čistém splácení dluhu (v záporných čistých úvěrových tocích). V dotčeném odvětví obvykle vede k nominálnímu poklesu rozvahy, a zůstanou-li ostatní parametry beze změny, vyvolává též nepříznivé účinky na hospodářskou činnost a na trhy s aktivy. Na druhé straně při *pasivním* snižování páky jsou pozitivní čisté úvěrové toky převažovány vyšším růstem nominálního HDP, což vede k postupnému

²⁵ Pohyby směnných kurzů, a zejména oslabení eura ve druhé polovině roku 2014, pravděpodobně vyvolaly významné oceňovací účinky, v jejichž důsledku se zvýšila hodnota pohledávek denominovaných v jiných měnách, než je euro. To platí například o Irsku nebo Nizozemsku.

snižování dluhu/HDP. Aktivní snižování páky může být *neúspěšné*, vedou-li deflační účinky na HDP ke stagnaci, či dokonce zvýšení míry zadlužení²⁶.

Zranitelnost bankovního sektoru v některých členských státech naznačuje, že horší přístup k financování by mohl v dynamice zadlužování i nadále hrát svou úlohu. Celková situace bankovního sektoru se ve většině členských států zlepšuje. Objem kapitálu byl doplněn a kapitálový poměr je dnes obecně na bezpečnější úrovni²⁷. Pokroku kromě toho dosáhl i institucionální rámec pro ozdravné postupy a řešení krize bank, který snižuje riziko vzájemných negativních vlivů mezi bankami a státy. Zranitelnost a tlaky na snižování páky ve finančním sektoru jsou však v několika členských státech stále zřejmé a v některých případech se projevují i poklesem finančních závazků ve srovnávacím přehledu. Banky v Irsku, Řecku, Španělsku, Itálii, na Kypru, v Maďarsku, Portugalsku, Bulharsku, Rumunsku a Slovinsku mají ve svých rozvahách stále vysoký podíl úvěrů v selhání, který v některých případech během roku 2014 dál rostl (viz *graf č. 8*). V Rakousku může být příčinou zranitelnosti také vysoká expozice vůči vývoji v zahraničí. Závislost na financování poskytovaném centrální bankou přestala v polovině roku 2014 klesat, což signalizuje, že se mohla přestat zmenšovat roztržitost finančních trhů, nebo se financování bank přeorientovalo na levnější státní finanční prostředky²⁸. V několika členských státech byla navíc ziskovost bank poznamenána pomalým růstem a nízkými úrokovými sazbami²⁹. Tyto okolnosti spolu s tlakem na snižování finanční páky ve finančním i nefinančním sektoru vedly k tomu, že se nabídka úvěrů v roce 2014 v nejslabších zemích i nadále propadala.

Vývoj cen bytů odrážel v roce 2014 různá stadia vývojového cyklu v různých částech EU. (*Graf č. 9*) Meziroční změna cen rezidenčních nemovitostí upravených o inflaci se v roce 2014 pohybovala od více než 5% propadu ve Slovinsku a Řecku po prudký 6% nárůst nad orientační prahovou hodnotu v Irsku a Estonsku. Tyto zvětšující se rozdíly odrážejí různá stadia vývojového cyklu cen bytů a rozdílná rizika³⁰. V některých členských státech prošly ceny během krize výraznou korekcí a dosáhly mnohem nižší úrovně, než na jaké by měly být podle ekonomických zákonitostí. To je případ cen bytů v Irsku, které v průběhu loňského roku prudce vzrostly. Reálné ceny rezidenčních nemovitostí výrazně rostly také v Maďarsku, Estonsku, Litvě a na Slovensku. Ceny bytů v těchto zemích se stále ještě považují za podhodnocené, takže tempo oživení nemusí signalizovat novou kumulaci rizik v blízké budoucnosti. Naopak v členských státech, kde se ceny bytů stále považují za nadsazené, jako je Švédsko nebo Spojené království, ceny bytů ještě více stouply a je nutné je pozorně sledovat³¹.

²⁶ Podrobnosti viz P. Pontuch: *Private sector deleveraging: where do we stand?* (Snižování páky v soukromém sektoru – aktuální stav), Quarterly Report on the Euro Area, 2014(4):7–19.

²⁷ Viz Zpráva o finanční stabilitě (*Financial Stability Review*) Evropské centrální banky, květen 2015, a Zpráva Společného výboru evropských orgánů dohledu o rizicích a zranitelných místech finančního systému EU (*Joint Committee Report on Risks and Vulnerabilities in the EU Financial System*), JC 2015 007.

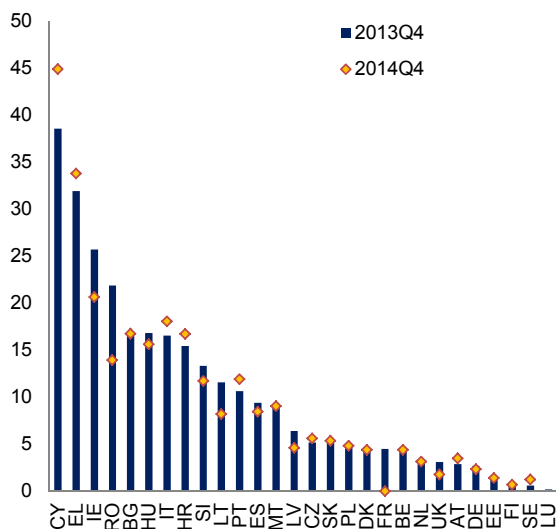
²⁸ Snižování zůstatků účtů systému TARGET2 se, zdá se, od minulého léta zastavilo, zejména následkem vývoje v Itálii, Řecku a Španělsku.

²⁹ Nízké úrokové míry silně dopadají také na ziskovost sektoru životního pojištění s nesourodou návratností u nízkých výnosů státních dluhopisů na jedné straně a záruk nabízených zákazníkům na druhé straně.

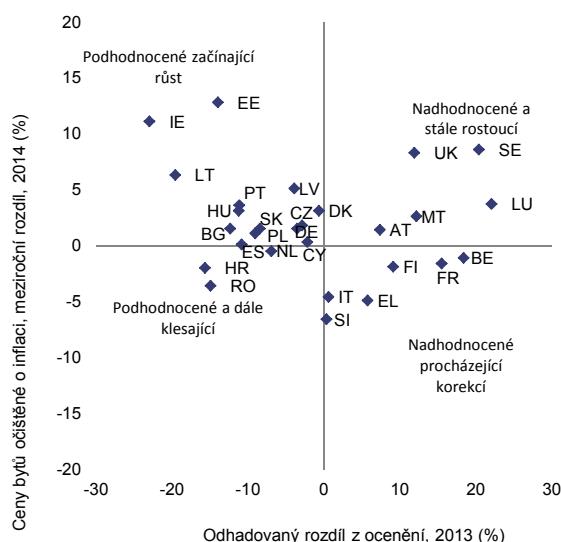
³⁰ Vývoj cen bytů je třeba posuzovat společně s jejich odchylkami.

³¹ Švédsko je spolu s Lucemburskem jedinou zemí, kde se krize cen bytů vůbec nedotkla a kde ceny od poloviny 90. let trvale rostou. Ve Spojeném království prošly ceny bytů očištěné o inflaci od 3. čtvrtletí 2007, kdy dosáhly vrcholu, do roku 2012 korekcí o zhruba 18 procent, jen za rok 2014 však vzrostly o 8 procent a během roku 2015 růst pokračoval.

Graf č. 8: Poměr úvěrů v selhání



Graf č. 9: Ceny bytů: úroveň cen v r. 2013 a rozdíly v r. 2014



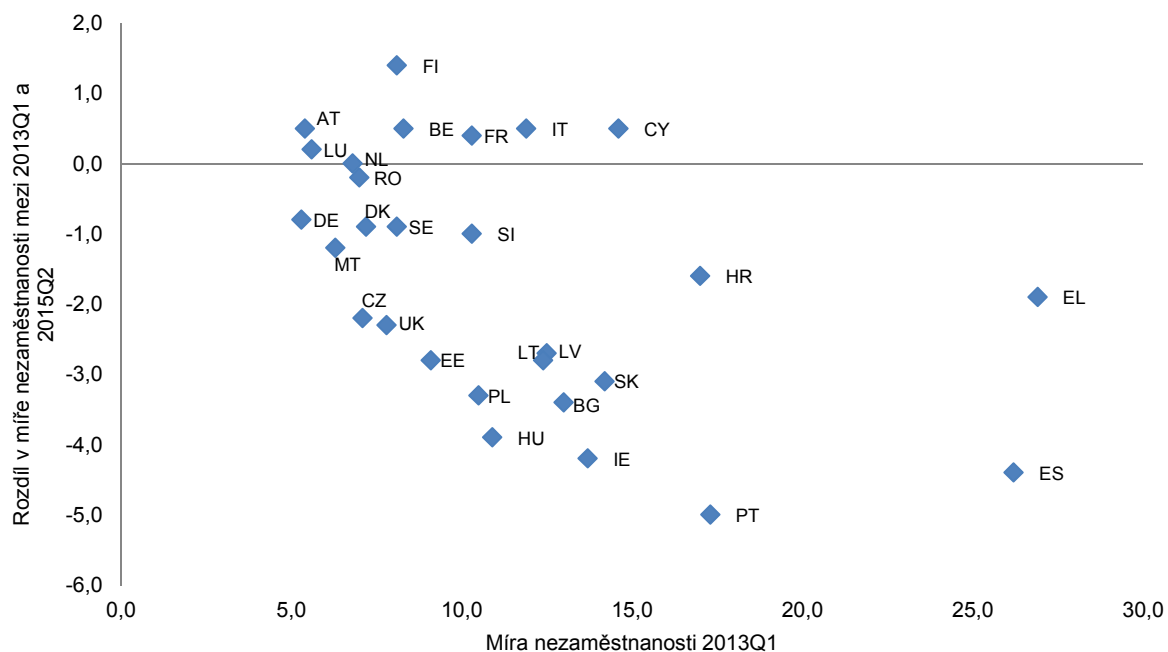
Zdroje: Graf č. 8: MMF, ECB. Graf č. 9: Eurostat, ECB, BIS, OECD, výpočty útvarů Komise.

Poznámky: Ke grafu č. 8: všechny údaje pochází z MMF, kromě FR, kde je 4. čtvrtletí 2013 MMF extrapolované do r. 2014 pomocí změny 1. pol. 2014 ECB, a FI, kde byla použita data ECB. Pro LU nejsou za rok 2014 k dispozici data ani z MMF ani z ECB. Ke grafu č. 9: odhadovaná míra přecenění vychází z průměru cena/příjem, cena/nájemné a odchylky od základního modelu oceňování³².

Míra veřejného zadlužení, ačkoliv je stále vysoká, začala klesat díky fiskální konsolidaci v minulosti a oživení růstu. Veřejné zadlužení, rychle rostoucí již od roku 2007, začne klesat teprve letos, přičemž zůstane na historických velmi vysokých úrovních. Snížení celkové úrovně veřejného dluhu je důsledkem pokračujícího poklesu celkového schodku veřejných financí a oživení nominálního růstu. Ve skutečnosti je nastavení fiskální politiky v eurozóně a v EU v rámci přizpůsobení se cyklu v zásadě neutrální a přiměřené tomu, aby se mohla snižovat dynamika zadlužení a zároveň podpořit rodící se hospodářské oživení. V některých zemích včetně Řecka, Španělska, Francie, Itálie a Portugalska je však fiskální korekce nastavená tak, aby se navzdory vysokému veřejnému zadlužení zpomalila.

Graf č. 10: Vývoj míry nezaměstnanosti od r. 2013

³² Odhad odchylek v cenách bytů vychází z průměru tří ukazatelů ocenění: i) rozdíly v dostupnosti (vzdálenost od dlouhodobého průměrného poměru cena-příjem); ii) výnosové rozdíly (vzdálenost od dlouhodobého průměrného poměru cena-nájemné); iii) odhadované odchylky cen bytů od rovnovážných hodnot daných zákonitostmi nabídky a poptávky. Více podrobností viz zpráva Evropské komise Korekce trhu s bydlením v Evropské unii, rámeček 1.3, Evropská hospodářská prognóza – jaro 2014, *European Economy* 2014 (3).



Zdroj: Eurostat.

Poznámky: Poslední dostupné údaje jsou za 2. čtvrtletí 2015, kromě EE, IT, UK (1. čtvrtletí 2015) a IE, NL, FI, SE (3. čtvrtletí 2015).

Rámeček č. 3: Vývoj zaměstnanosti a sociální situace

Podmínky na pracovním trhu v EU se zlepšují a rozdíly mezi různými členskými státy se zmenšují, sociální situace v mnoha členských státech však zůstává vážná.

Hlavní zprávy vyplývající ze srovnávacího přehledu v rámci mechanismu varování

V roce 2014 byla v EU *míra nezaměstnanosti* v několika státech stále velmi vysoká, tříletý průměr přesahoval 10% prahovou hodnotu ve dvanácti členských státech (Bulharsku, Irsku, Řecku, Španělsku, Francii, Chorvatsku, Itálii, Kypru, Lotyšsku, Litvě, Portugalsku a Slovensku). Celkově byla míra nezaměstnanosti (ve věkové kategorii 15–74) v roce 2014 v eurozóně na úrovni 11,6 % a v EU 10,2 %. V roce 2014 však míra nezaměstnanosti začala relativně výrazně klesat spolu s tím, jak docházelo k hospodářskému oživení: mezi roky 2013 a 2014 klesla meziročně o 0,4 procentního bodu v eurozóně a o 0,7 procentního bodu v EU. V zemích s vysokou nezaměstnaností bylo zlepšení výraznější, což přispělo ke zmírnění rozptylu v rámci EU i eurozóny. Pokles nezaměstnanosti byl zvláště patrný v Portugalsku, Španělsku, Irsku, pobaltských státech, ale i v Maďarsku, Bulharsku, Spojeném království a Polsku. Naopak v Itálii a Finsku nezaměstnanost stoupla, zatímco v Německu a ve Francii zůstala v podstatě na stejné úrovni. Obecně bylo zlepšení větší, než jaké se dalo předpokládat vzhledem k růstu HDP, a to díky větší důvěře, viditelným výsledkům strukturálních reforem a nižším jednotkovým nákladům práce při zhruba stejném počtu odpracovaných hodin. V první polovině roku 2015 nezaměstnanost v převážné většině zemí EU dále klesala. Pokles byl nepřetržitý zejména v zemích, v nichž počet nezaměstnaných rychle vzrostl během krize, včetně Kypru, Španělska, Řecka a Portugalska.

Míra ekonomické aktivity se ve většině zemí udržela. Celkově byl mezi lety 2013 a 2014 zaznamenán nárůst o 0,2 procentního bodu v eurozóně a 0,3 procentního bodu v EU, což lze připisat převážně strukturálnímu nárůstu podílu žen a starších pracujících, který pokračoval v téměř všech zemích. Také to částečně odráží úbytek populace v produktivním věku, zejména v pobaltských zemích, a v menší míře i v zemích zasažených dluhovou krizí. Procentuální změna v míře ekonomické aktivity za poslední tři roky překračuje (zápornou) prahovou hodnotu pouze ve dvou členských státech:

Portugalsku a Dánsku. V obou zemích je tento trend způsoben zejména zmenšujícím se zapojením mladších věkových skupin, kterému zcela neodpovídá zvětšující se zapojení starších pracujících. To je však třeba vykládat ve spojení s pozorovaným nižším podílem mladých lidí, kteří nejsou ani zaměstnaní, ani se neúčastní vzdělávání nebo odborné přípravy, což poukazuje na zvyšující se účast na vzdělávání. Kombinace přetrvávající míry ekonomické aktivity a pozitivního růstu zaměstnanosti vedla v roce 2014 k poklesu míry nezaměstnanosti ve většině členských států. Obecně byl růst zaměstnanosti silnější v obchodovatelném sektoru. V tom se odrazil zejména odvětvový trend růstu mezd, který obecně podpořil přesun výroby z neobchodovatelných do obchodovatelných sektorů nezbytný k obnovení vnější rovnováhy zemí eurozóny vykazujících schodek.

Celkově je zlepšení nezaměstnanosti spojeno převážně s menším propouštěním, zatímco úspěšnost při hledání práce se sice zlepšuje, ale je stále pod úrovní, na jaké byla před krizí. Větší úspěšnost při hledání práce zejména nestačí k odvrácení rostoucí *míry dlouhodobé nezaměstnanosti*, která byla v posledních třech letech zvláště silná v jedenácti členských státech, z toho nejvíce v Řecku, Španělsku, Portugalsku, na Kypru a v Itálii, a naopak klesla v Německu, pobaltských státech, Maďarsku a Spojeném království. Přetrvávající dlouhodobá nezaměstnanost má dopad na efektivitu sladování nabídky a poptávky na trhu práce a přináší riziko, že se nezaměstnanost stane trvalou (tzv. hystereze nezaměstnanosti)³³. Její vysoká míra také budí obavy kvůli svým vážným sociálním dopadům, jako je vyčerpání lidského kapitálu a růst chudoby v EU od vypuknutí krize³⁴.

Ačkoliv *nezaměstnanost mladých lidí* klesala rychleji než celková nezaměstnanost, je stále vysoká. V roce 2014 dosahovala v eurozóně 23,7 % a v EU 22,2 %. Ve druhém pololetí roku 2013 začala nezaměstnanost mladých lidí zároveň s celkovou nezaměstnaností klesat a během roku 2014 a začátkem roku 2015 se situace dále zlepšovala. Ze zemí s vysokou mírou nezaměstnanosti mladých lidí došlo ke značnému poklesu oproti vrcholu v roce 2013 v Řecku, Chorvatsku, Portugalsku, na Slovensku, v Bulharsku, na Kypru a ve Španělsku. Jedinou zemí, kde se situace i po většinu roku 2014 dál zhoršovala, je Itálie. Nedávné všeobecné zlepšení zaměstnanosti mladých lidí je ovšem nedostatečné. Ukazatel změny za poslední tři roky tak nadále překračuje prahovou hodnotu ve třinácti členských státech (Belgii, Řecku, Španělsku, Francii, Chorvatsku, Itálii, Kypru, Lucembursku, Nizozemsku, Rakousku, Portugalsku, Slovinsku a Finsku). Pokles nezaměstnanosti mladých lidí je ve většině zemí provázen snížením podílu mladých lidí, kteří nejsou ani zaměstnaní, ani se neúčastní vzdělávání nebo odborné přípravy. Jejich podíl klesl v roce 2014 na 12,4 %, zůstává však vysoko nad úrovní před vypuknutím krize. Nejvíce je jich v Irsku, na Kypru, ve Španělsku, v Rumunsku, Chorvatsku, Řecku, Bulharsku a Itálii, přičemž Itálie, Kypr a Chorvatsko zaznamenaly za poslední tři roky největší nárůst. Míra nezaměstnanosti mladých lidí je přitom raným ukazatelem zhoršující se situace na pracovním trhu. Signalizuje také nižší potenciální produkt (v důsledku ztráty dovedností, trvalého negativního vlivu a ušlých příjmů v budoucnosti) a pojí se s vyšší mírou sociálního vyloučení.

Dlouhotrvající chronický negativní vývoj zaměstnanosti a sociální situace může negativně a mnoha různými způsoby ovlivnit potenciální růst HDP a nese v sobě i riziko dalšího prohlubování makroekonomických nerovnovah.

Mobilita pracovních sil

Mobilita pracovních sil uvnitř EU se v roce 2014 dále zvýšila, zůstala nicméně pod úrovní zaznamenanou před rokem 2008. Většinu pohybů představovaly migrační toky z východu na západ, podmíněné rozdíly v HDP na obyvatele a mzdách. Mobilita pracovních sil utlumila rozdíly v

³³ Viz Draghi, M. (2014), Unemployment in the euro area (Nezaměstnanost v eurozóně), projev na výročním symposiu centrálních bank v Jackson Hole, 22. srpna 2014, a Arpaia, A., Kiss, A. a Turrini, A. (2014) *Is unemployment structural or cyclical?* (Je nezaměstnanost strukturální, nebo cyklická?). Hlavní rysy sladování poptávky a nabídky práce v EU po krizi) *European Economy, Economic Papers* 527, září 2014.

³⁴ Viz Duiella, M. a Turrini, A. (2014), *Poverty developments in the EU after the crisis: a look at main drivers* (Vývoj chudoby v EU po krizi: pohled na hlavní faktory), *ECFIN Economic Brief*, č. 31, květen 2014.

nezaměstnanosti a promítla se i do rostoucího významu mobility z jihu na sever, ze zemí více zasažených krizí do zemí, kterých se krize dotkla méně. Čistý odliv viditelně vzrostl v zemích jako Řecko, Kypr a Chorvatsko, zatímco čistý příliv byl větší například v Německu a Rakousku. V zemích, kde se ekonomická situace výrazně zlepšila, jako je Španělsko, pobaltské státy a Irsko, čistý odliv zpomalil. Mzdy i mobilita začaly v průběhu času více reagovat na asymetrické otřesy na pracovních trzích jednotlivých států, k vyrovnávání celkových výkyvů nezaměstnanosti však i nyní přispívají jen málo³⁵. Zatímco mezi mobilními občany EU je v průměru vyšší zaměstnanost než mezi obyvateli jejich hostitelských zemí³⁶, jejich lidský kapitál se často jeví nevyužitý, stejně jako kapitál lidí narozených mimo EU³⁷.

Vcelku rizika pramenící ze slabín či tendencí, jež by mohly přispět k makrofinanční nestabilitě nebo nesystematickým korekcím, panují ve většině členských států. Stupeň jejich závažnosti a naléhavosti adekvátní politické reakce se v různých členských státech značně liší nejen v závislosti na povaze zranitelných míst nebo neudržitelných tendencí, ale i na tom, zda se omezují jen na jeden, či na více sektorů ekonomiky:

- V některých členských státech lze nalézt slabiny zejména v zahraničním sektoru ve formě *velké záporné čisté investiční pozice vůči zahraničí*. To je případ ekonomik dohánějících vyspělých zemí, jako je Rumunsko a v menší míře i Polsko, Lotyšsko, Litva, Slovensko a Česká republika.
- Pro některé země je typický *velký a trvalý přebytek běžného účtu*. Jde zejména o Německo a Nizozemsko, jejichž velký přebytek a zvyšující se objem čistých zahraničních aktiv může znamenat rostoucí věřitelské riziko a může mít vliv na zbytek eurozóny.
- V některých zemích budí obavy kombinace *velkých objemů veřejného dluhu a klesající tendence potenciálního růstu či konkurenceschopnosti*, která, ačkoliv není ohrožena udržitelnost zahraničních pozic, zvyšuje pravděpodobnost nestabilního vývoje míry zadlužení a zranitelnost vůči negativním otřesům. Týká se to systémově významných zemí jako Itálie a Francie, ale i menších ekonomik, jako je Belgie.
- V některých ekonomikách se možné *neudržitelné tendence a slabiny* týkají *jen určitého odvětví ekonomiky*. Ve Švédsku panují největší obavy ohledně trvale rostoucích cen rezidenčních nemovitostí a zadlužení domácností. Jedno z nejvyšších zadlužení domácností v EU je v Nizozemsku, ačkoliv v současnosti dochází k jeho snižování. Toto snižování se spolu s dalšími strukturálními faktory včetně nízkých investic podílí na tvorbě přebytku běžného účtu Nizozemska. V obou případech přispívají k vyššímu přebytku běžného účtu, který jinak odráží strukturální rysy

³⁵ Evropská komise (2015), *Labour Market and Wage Developments in Europe 2015* (Vývoj trhu práce a mezd v Evropě v roce 2015), část II, kapitola 1: *Labour Mobility and Labour Market Adjustment in the EU* (Mobilita pracovní síly a změny na trhu práce v EU).

³⁶ V roce 2014 byla míra zaměstnanosti lidí narozených v jiné zemi EU na úrovni 67 procent, zatímco míra zaměstnanosti lidí narozených v zemi pobytu byla 65 procent. Míra zaměstnanosti lidí narozených mimo EU byla 57 procent (Zdroj: Eurostat, statistiky pracovních sil, věková skupina: 15 až 64 let).

³⁷ V roce 2014 byla míra nezaměstnanosti lidí narozených v jiné zemi EU na úrovni 13 procent, zatímco míra nezaměstnanosti lidí narozených v zemi pobytu byla 10 procent. Míra nezaměstnanosti lidí narozených mimo EU činila 19 procent. Míra překvalifikovanosti, ukazující na vysoce kvalifikované pracovníky zastávající pracovní místa vyžadující nízkou nebo střední úroveň kvalifikace, byla rovněž vyšší u mobilních občanů EU než u místních, a ještě vyšší pak u osob narozených mimo EU. (Zdroj: Eurostat, statistiky pracovních sil).

ekonomiky jako daňovou strukturu nebo vysoký počet nadnárodních subjektů, vnitřní tendence. Růst cen bytů, jenž si zaslouží zvýšenou pozornost, zaznamenává i Spojené království. Pokud jde o jeho schodek běžného účtu, do nějž se promítá zejména trvalá spotřeba, nezdá se, že by odrážel výrazné zhoršení cenové konkurenceschopnosti. V Rakousku mohou určitou slabinu finančního sektoru představovat tlaky spojené s financováním. V Estonsku bude pravděpodobně třeba sledovat rizika domácí ekonomiky spojená s kumulací tlaků na straně poptávky. Finská ekonomika prochází po redukci odvětví elektroniky náročnými strukturálními změnami. Do této kategorie dále spadá Dánsko, a to v důsledku vyššího zadlužení domácností, i když z posledního posouzení rizik nevyplývá, že by bylo nutné další šetření. Totéž platí i pro Lucembursko a Maltu, kde jsou rizika spojená s vysokou úrovní soukromého dluhu pod kontrolou.

- V případě některých členských států tvoří slabiny *velké objemy* jak domácích, tak zahraničních *čistých závazků v celé řadě odvětví*. Děje se tak především v zemích, které měly v minulosti velké schodky běžného účtu ve spojení s velkým rozmachem úvěrů v domácí ekonomice a zároveň velké záporné čisté investiční pozice vůči zahraničí a vysokou míru soukromého zadlužení. Tyto země dnes obecně vzhledem k omezenému fiskálnímu prostoru, velkému objemu úvěrů v selhání a nepříjemné míře nezaměstnanosti čelí velkému tlaku na snižování páky. Typickým příkladem jsou země eurozóny jako Portugalsko, Španělsko, Kypr, Řecko, Irsko a Slovinsko. Potížím kvůli vysokým vnitřním i vnějším závazkům čelí i státy východní Evropy jako Maďarsko, Chorvatsko a Bulharsko, což může být problematické zvláště pro Maďarsko a Bulharsko, jejichž bankovní sektor stále ještě potřebuje projít restrukturalizací.

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

V tomto oddílu jsou vyvozeny stručné ekonomické závěry vyplývající ze srovnávacího přehledu a pomocných proměnných v každém členském státě. Společně s předchozí diskuzí o problémech, které se týkají více zemí, pomáhá tento oddíl identifikovat členské státy, pro něž by měly být připraveny hloubkové přezkumy. Jak je vysvětleno výše, na základě těchto hloubkových přezkumů vyvodí Komise závěry, zda existují (nadměrné) nerovnováhy.

Postup při makroekonomické nerovnováze se nevztahuje na členské státy, které využívají finanční pomoc na podporu svých makroekonomických ozdravných programů³⁸, v současné době Řecko a Kypr. Níže uvedené komentáře se nicméně týkají i Kypru. Jeho situace v kontextu postupu při makroekonomické nerovnováze, včetně přípravy hloubkového přezkumu, bude posouzena při ukončení probíhající finanční pomoci.

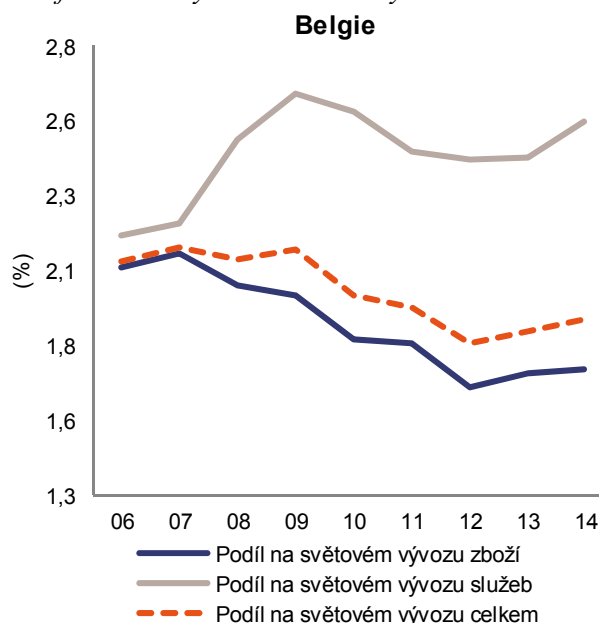
Kompletní soubor statistik, z něhož vycházely tyto ekonomické závěry i celá zpráva, je uveden ve statistické příloze.

Belgie: Komise v únoru 2015 dospěla k závěru, že Belgie se potýká s makroekonomickými nerovnováhami, zejména co se týče konkurenceschopnosti. V aktualizovaném přehledu je řada ukazatelů, které převyšují příslušné orientační prahové hodnoty, konkrétně ztráty podílu na světovém vývozu, soukromý a veřejný dluh a také nárůst dlouhodobé nezaměstnanosti a nezaměstnanosti mladých lidí.

Po dvou letech zvyšování podílu na světovém vývozu se tento ukazatel v roce 2014 zlepšil a postupně se blíží stanovené prahové hodnotě. Toto zlepšení doprovází zlepšení salda běžného účtu a stabilní vývoj jednotkových nákladů práce. Za příznivých obchodních podmínek a při pomalém růstu nákladů práce by obojí mělo v roce 2015 dále posílit. Ačkoliv srovnávací přehled ukazuje na určité problémy, celkově odhaluje stabilní, nebo dokonce rostoucí vnější výkonnost. Ukazatele zadluženosti byly v posledních letech v zásadě stabilní, ačkoliv značně nad příslušnými prahovými hodnotami. Vysoké zadlužení podniků odráží vliv velmi rozšířených vnírozkupinových půjček, jež je třeba zohlednit. Zadlužení domácností zůstává mírné, rizika jsou částečně vyvážena akumulací finančních aktiv.

Veřejný dluh je stabilní a objem podmíněných závazků veřejného sektoru vůči finančním institucím dále klesl. Snižování zadluženosti finančního sektoru navzdory rostoucím

Graf A1: Podíly na světovém vývozu



Zdroj: Eurostat

³⁸ Tento přístup, který zamezuje zdvojování postupů a povinností podávat zprávy, byl stanoven nařízením (EU) č. 472/2013 (Úř. věst L 140, 27.5.2013, s. 1). Je také v souladu s návrhem Komise na systém finanční pomoci členským státům, jejichž měnou není euro (COM(2012) 336, 22.6.2012).

závazkům pokračovalo. Nárůst zaznamenaný u ukazatelů nezaměstnanosti, včetně dlouhodobé nezaměstnanosti a nezaměstnanosti mladých lidí, je dán převážně hospodářským cyklem.

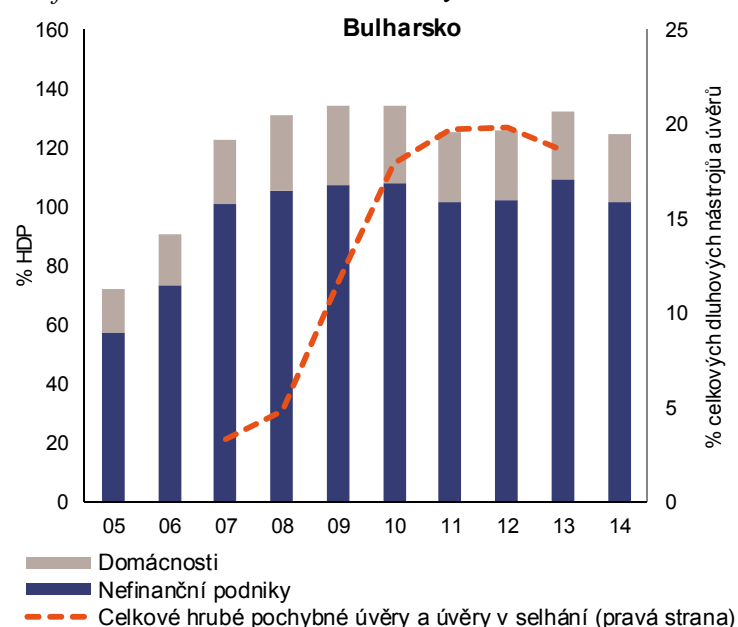
Ekonomické závěry celkově poukazují na problémy spojené s konkurenceschopností, jež vyžadují hlubší analýzu, z níž bude možné vyvodit, zda se vývoj skutečně ubírá správným směrem. Komise má proto i s ohledem na únorové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováhy trvají, nebo ustupují.

Bulharsko: V únoru 2015 dospěla Komise k závěru, že Bulharsko je vystaveno nadměrným makroekonomickým nerovnováhám, které vyžadují rozhodná politická opatření a zvláštní monitorování a týkají se zejména praktik finančního sektoru, které s sebou nesou značná finanční a makroekonomická rizika. V aktualizovaném přehledu jsou některé ukazatele převyšující orientační prahové hodnoty, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí, zadluženost soukromého sektoru, jednotkové náklady práce a nezaměstnanost včetně růstu dlouhodobé nezaměstnanosti.

Zranitelná zůstává ekonomika kvůli velkému objemu vnějších závazků. Čistá vnější pozice se však nadále zlepšuje díky kladnému saldu běžného a kapitálového účtu a rostoucímu objemu zahraničních aktiv. Zároveň zpomalilo zvyšování podílu na světovém vývozu, ale i růst jednotkových nákladů práce. Ačkoliv se zdá, že finanční sektor se již stabilizoval, zbývá ještě adekvátním způsobem odstranit institucionální a regulatorní problémy, které vynesl na světlo krach komerční banky Korporativna Targovska Banka. Zadluženost soukromého sektoru, soustředěná v nefinančním korporátním sektoru, je stále vysoká. Tlaky na snižování páky by v krátkodobém horizontu mohly utlumit investice a hospodářský růst a přispět ke zranitelnosti ekonomiky, pokud nebudou řádně ošetřeny. Nedostatečně rozvinutý právní rámec pro předinsolvenční a insolvenční řízení navzdory dosavadním snahám o zlepšení podnikatelského prostředí v Bulharsku zpomaluje snižování páky, zvyšuje nejistotu mezi účastníky trhu a poškozují celkovou atraktivitu země pro investory. Přetrvávající strukturální problémy bulharského trhu práce, k nimž patří dlouhodobá nezaměstnanost a rozdíly mezi požadovanými a nabízenými dovednostmi a kvalifikací, zhoršují jeho schopnost sladit poptávku a nabídku a vedou k nedostatečnému využití lidského kapitálu, a v konečném důsledku k vyšším ekonomickým a sociálním výdajům.

Vnější i vnitřní slabiny, zejména ve finančním sektoru, obecně stále přetrvávají. Komise má proto i s ohledem na únorové zjištění nadměrné nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji

Graf A2: **Soukromé zadlužení a úvěry v selhání**



Zdroj: Eurostat a ECB

posoudit, zda makroekonomická rizika trvají, a sledovat pokrok v odstraňování nadměrných nerovnováh.

Česká republika: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyly v České republice zjištěny žádné makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovaném srovnávacím přehledu je čistá investiční pozice vůči zahraničí vyšší než orientační prahová hodnota.

Saldo běžného účtu se v posledních letech výrazně zlepšilo a v roce 2014 dosáhlo přebytku. Čistá investiční pozice vůči zahraničí postupně klesala a drží se jen mírně nad prahovou hodnotou. Rizika související s vnější pozicí jsou omezená, neboť mnoho zahraničních závazků připadá na přímé zahraniční investice, a čistý zahraniční dluh je tudíž velmi nízký. Tato pozice nicméně vede k odlivu hlavních příjmů,

což vyžaduje trvalé přebytky obchodní bilance v zájmu udržitelnosti. Konkurenceschopnost se vzhledem k umírněnému růstu jednotkových nákladů práce jeví jako stabilní. Reálný efektivní směnný kurz v roce 2014 výrazně oslabil, neboť se do něj promítlo zavedení minimálního směnného kurzu vůči euru Českou národní bankou na konci roku 2013. Tyto faktory vyústily v roce 2014 v celkové zvýšení podílu na světovém vývozu a tím zvrácení trendu předchozích let. Riziko vnitřních nerovnováh se jeví malé vlivem relativně nízkého soukromého zadlužení a omezených úvěrových toků v soukromém sektoru. Bankovní sektor, který je v rukou převážně zahraničních vlastníků, zůstává stabilní. Celkové závazky finančního sektoru v roce 2014 jen mírně vzrostly a procentuální podíl úvěrů v selhání je obecně malý. Veřejný dluh se dále zmenšuje a drží se pohodlně pod referenční hodnotou. Nezaměstnanost v roce 2014 klesala a v prvním pololetí roku 2015 zaznamenala rychlý pád, zatímco ceny bytů začaly mírně růst.

Celkově ukazují ekonomické závěry na zlepšující se zahraniční konkurenceschopnost a nízká vnitřní rizika. Komise proto v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

Graf A3: Čistá inv. poz. vůči zahr. a saldo běžného úč



Zdroj: Eurostat

Dánsko: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyly v Dánsku zjištěny makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovaném srovnávacím přehledu je řada ukazatelů převyšujících orientační prahové hodnoty, konkrétně přebytek běžného účtu, ztráty podílu na světovém vývozu, zadluženost soukromého sektoru a útlum míry ekonomické aktivity.

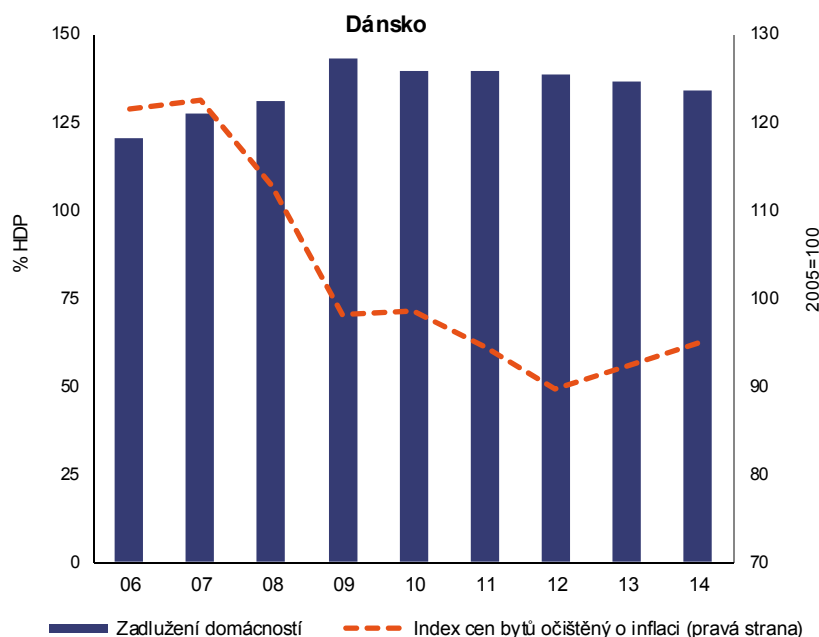
Běžný účet nadále vykazuje vysoké přebytky a druhý rok v řadě lehce překračuje horní prahovou hodnotu srovnávacího přehledu. Promítá se zde pokračující slabé ožívování domácí poptávky a vysoké

výnosy z investic v zahraničí. Čistá investiční pozice vůči zahraničí je vysoká, převážně díky rostoucímu čistému objemu přímých zahraničních investic. Předpokládá se, že s postupujícím oživením se přebytek běžného účtu bude snižovat. V roce 2014 byly opět zaznamenány ztráty podílu na světovém vývozu, jež v kumulativním vyjádření zůstávají vysoké, a to i ve srovnání s dalšími průmyslovými zeměmi. Kumulované ztráty do značné míry odrážejí vysoké mzdy a slabý růst produktivity před krizí a pro hospodářské oživení stále představují problém. Ukazatele cenové konkurenceschopnosti nicméně byly v uplynulých letech stabilní. Dluh soukromého sektoru je velmi vysoký, zatímco makroekonomická rizika ve vztahu jak k reálné ekonomice, tak finanční stabilitě nejsou velká. Zejména hrubé zadlužení domácností je relativně vysoké, což souvisí se specifickým systémem hypoték. Ceny rezidenčních nemovitostí v minulosti klesaly a nyní začaly ožívat. Domácnostem se podařilo snižování cen nemovitostí, k němuž docházelo od roku 2007, přestát a jejich vysoké zadlužení je vyrovnáváno velkým objemem aktiv. Regulační a dohledová opatření posledních let podle všeho posílila stabilitu finančního sektoru. Na poli zaměstnanosti se situace po krizi stabilizovala, míra nezaměstnanosti, a to i dlouhodobé, je nízká a dále klesá, ačkoliv míra ekonomické aktivity se trochu zmenšila. To je ovšem třeba vidět v kontextu vysoké výchozí úrovně a poklesu počtu osob, které nejsou ani zaměstnané, ani se neúčastní vzdělávání či odborné přípravy.

Celkově ukazují ekonomické závěry na problémy v oblasti exportní výkonnosti, ale také na omezená vnější rizika a malá rizika, pokud jde o zadlužení soukromého sektoru. Komise proto v této fázi nebude v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze provádět další hloubkovou analýzu.

Německo: V únoru 2015 dospěla Komise k závěru, že Německo je vystaveno makroekonomickým nerovnováhám, které vyžadují rozhodná politická opatření a monitorování a týkají se zejména rostoucích rizik spojených s dlouhodobě nedostatečnými soukromými i veřejnými investicemi, což má negativní vliv na růst a přispívá k velmi vysokému přebytku běžného účtu. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje řada

Graf A4: Zadlužení domácností a index cen bytů



Zdroj: Eurostat

ukazatelů orientační prahové hodnoty, konkrétně přebytek běžného účtu, ztráty podílu na světovém vývozu a veřejné zadlužení.

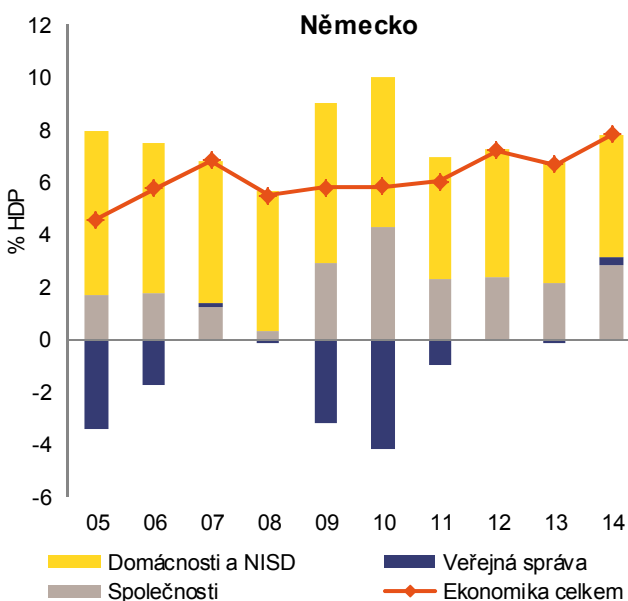
Přebytek běžného účtu pokračoval v růstu, podněcovaný mimo jiné nižšími cenami ropy a příznivým vývojem směnných kurzů, a dle předpokladů by měl zůstat vysoký i v následujících letech. Relativní význam eurozóny a zbytku světa pro přebytek zahraničního obchodu zůstal v roce 2014 do velké míry stabilní. Čistá investiční pozice vůči zahraničí je velmi vysoká a rychle roste. Tvorba hrubého fixního kapitálu se od roku 2011 drží na zhruba stejné úrovni. Ukazatel ztráty podílu na světovém vývozu se po malých ziscích v roce 2014 opět zlepšil, v kumulovaném vyjádření je však stále nad prahovou hodnotou. Jednotkové náklady práce stouply nad průměr eurozóny, v celkovém vyjádření však Německo za svými partnery v eurozóně stále zaostává. Snižování dluhu soukromého

sektoru pokračovalo a tok úvěrů v soukromém sektoru byl kladný, nicméně malý. Ceny nemovitostí očištěné o inflaci sice v posledních letech rostly – se značnými rozdíly mezi jednotlivými regiony – ukazatel ale zůstává pod prahovou hodnotou, ačkoliv je nutné jej pozorně sledovat. Míra veřejného zadlužení Německa je nad prahovou hodnotou, i když během roku 2014 dále klesala. Velmi nízká a nadále klesající míra nezaměstnanosti odráží silný pracovní trh.

Celkově velmi vysoký a stále rostoucí přebytek zahraničního obchodu a silná závislost na vnější poptávce představují rizika růstu a podtrhují nutnost větší rovnováhy ve prospěch domácích zdrojů. Komise má proto i s ohledem na únorové zjištění nerovnovah, které vyžaduje rozhodná opatření a monitorování, za to, že je vhodné podrobněji posoudit rizika související s přetrváváním nerovnovah či jejich prohlubováním.

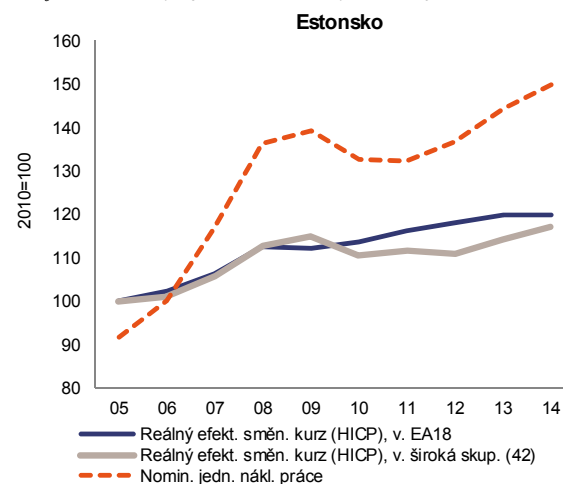
Estonsko: V předchozích kolech postupu při makroekonomické nerovnováze nebyly v Estonsku zjištěny žádné makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovaném srovnávacím přehledu některé ukazatele převyšují orientační prahovou hodnotu, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí, jednotkové náklady práce a ceny bytů.

Graf A5: Čisté půjčky/výpůjčky podle sektorů



Zdroj: útvary Komise

Graf A6: Reálný efektivní směnný kurz a jednotkové náklady práce



Zdroj: Eurostat, útvary Komise

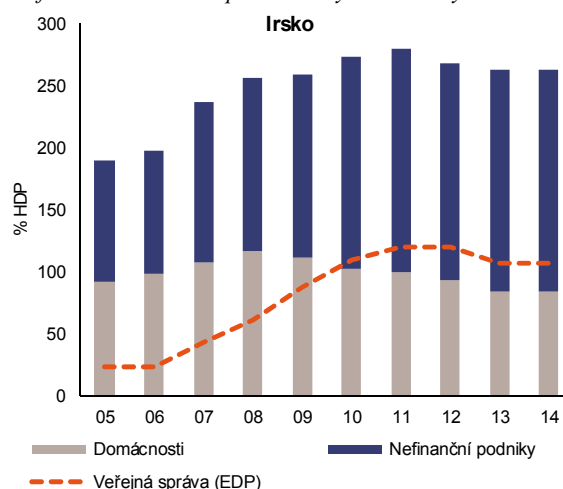
Záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí zůstává nad prahovou hodnotou, ale zlepšuje se a více než polovinu vnějších závazků tvoří přímé zahraniční investice, což rizika snižuje. Běžný účet je od roku 2014 v přebytku, k čemuž přispívá rostoucí vývoz služeb. Kumulované zvýšení podílu na světovém vývozu je velké, roční navýšení však bylo v roce 2014 nepatrné. Výrazný nárůst nominálních jednotkových nákladů práce odráží omezenou nabídku pracovní síly, ekonomický růst tažený domácí poptávkou, ale i vliv dohánění ostatních ekonomik. Pokračující velký růst mezd by mohl negativně ovlivnit nákladovou konkurenceschopnost. Rychle rostoucí ceny nemovitostí po splasknutí hypoteční bubliny na přelomu roku 2008–2009 odrážejí výrazné zvyšování mezd v poslední době, příznivé úvěrové podmínky a také převahu transakcí v oblasti hlavního města, které je dražší. Dluh soukromého sektoru je pod prahovou hodnotou a k jeho snižování přispívá solidní růst nominálního HDP a mírný růst úvěrů v soukromém sektoru, i když v porovnání se srovnatelnými zeměmi je stále relativně vysoký. Naopak veřejný dluh je nadále nejnižší z celé EU. Míra dlouhodobé nezaměstnanosti, míra nezaměstnanosti mladých lidí a míra silné materiální deprivace se výrazně zlepšily.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s opětovnou koncentrací tlaků v domácí ekonomice. Komise proto považuje za vhodné provést hlubší analýzu stávajících rizik za účelem zjištění, zda existují nerovnováhy.

Irsko: V únoru 2015 dospěla Komise k závěru, že Irsko vykazuje makroekonomické nerovnováhy, které vyžadují rozhodná opatření a zvláštní monitorování, zejména pokud jde o vývoj finančního sektoru, zadlužení soukromého a veřejného sektoru, vysoké hrubé i čisté závazky vůči zahraničí a situaci na trhu práce. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje řada ukazatelů orientační prahové hodnoty, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí, ztráta podílu na světovém vývozu, soukromé a veřejné zadlužení, ceny bytů a nezaměstnanost.

Pokračuje korekce salda běžného účtu a nyní existuje značný přebytek odrážející mimo jiné velký nárůst vývozu. Čistá investiční pozice vůči zahraničí byla i v roce 2014 výrazně záporná, oproti roku 2013 se však velmi zlepšila a její zlepšování pokračuje. Čistá pozice skrývá významné změny ve skladbě zahraničních aktiv a pasiv. Irsko za posledních pět let před rokem 2014 ztratilo část podílu na světovém vývozu, díky značnému podílovému zisku v roce 2014 je však nyní blízko prahové hodnotě. Důvodem je velký nárůst vývozu podporovaný rozhodným obnovením cenové a nákladové konkurenceschopnosti během uplynulých let. Zároveň jednotkové náklady práce stoupají jen mírně díky zvyšující se produktivitě a pomáhá i vývoj reálného efektivního směnného kurzu. Dluh soukromého sektoru vyjádřený jako procento HDP v roce 2014 prudce klesl v důsledku růstu HDP a poklesu úvěrových toků, zůstává však vysoký, částečně kvůli zadlužení podnikového sektoru vykázanému v rozvahách irských poboček nadnárodních společností. Klesavou tendenci vykazuje také podíl úvěrů v selhání, ačkoliv je stále vysoký.

Graf A7: Zadlužení napříč sektory ekonomiky



Zdroj: Eurostat

Průměrný růst cen bytů překročil v roce 2014 prahovou hodnotu, předcházela mu ovšem

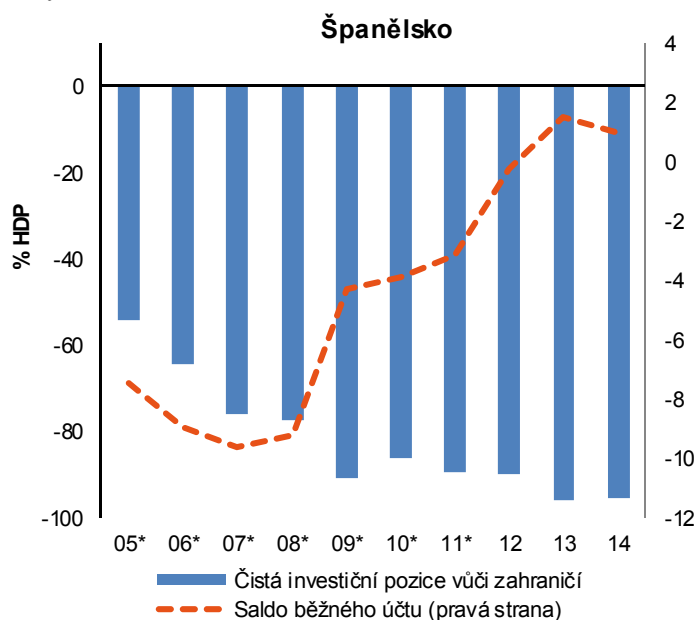
korekce v podobě prudkého propadu v předchozích pěti letech. Nedávné tlaky do velké míry odrážejí omezenou nabídku zejména ve velkých městských oblastech a doléhají i na nájemní trh. Dluh veřejného sektoru vyjádřený jako procento HDP v roce 2014 poprvé klesl, je však stále velmi vysoký. Pokles v roce 2014 byl do značné míry zapříčiněn technickými faktory, klesající tendence by se však podle předpokladů měla udržet. Ukazatel nezaměstnanosti se drží nad prahovou hodnotou a dlouhodobá nezaměstnanost a nezaměstnanost mladých lidí zůstávají vysoké, za nimi však stojí trvalé snižování míry nezaměstnanosti, k němuž dochází od začátku roku 2013.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s čistou investiční pozicí vůči zahraničí, vývojem finančního sektoru, zadlužením soukromého a veřejného sektoru a trhu s nemovitostmi. Komise má proto i s ohledem na únorové zjištění nerovnovah, které vyžaduje rozhodná opatření a zvláštní monitorování, za to, že je vhodné podrobněji posoudit rizika související s přetrváváním nerovnovah či jejich prohlubováním. Tato opatření budou koordinována s dohledem pokračujícím po ukončení programu.

Španělsko: V únoru 2015 dospěla Komise k závěru, že Španělsko je vystaveno makroekonomickým nerovnováhám, které vyžadují rozhodná opatření a zvláštní monitorování a zahrnují zejména rizika spojená s vysokou soukromou, veřejnou a vnější zadlužeností v situaci, kdy panuje velmi vysoká nezaměstnanost.

V aktualizovaném srovnávacím přehledu je řada ukazatelů převyšujících orientační prahové hodnoty, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí, ztráty podílu na světovém vývozu, zadluženost soukromého a veřejného sektoru a nezaměstnanost, jakož i nárůst dlouhodobé nezaměstnanosti a nezaměstnanosti mladých lidí.

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



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

Pokračovalo obnovování vnější rovnováhy a očekává se, že saldo běžného účtu zůstane ve střednědobém horizontu v mírném přebytku. Čistá investiční pozice vůči zahraničí se však dosud výrazně nezlepšila, zejména vlivem záporného ocenění. Kumulovaná ztráta podílu na světovém vývozu zůstává nad prahovou hodnotou, ukazatel se však v důsledku ročního zvýšení tohoto podílu v posledních dvou letech zlepšuje. Na zlepšení vývozní výkonnosti se částečně podepsala obnovená nákladová konkurenceschopnost, jež je zřejmá z údajů o záporném růstu nominálních jednotkových nákladů práce a oslabení reálného efektivního směnného kurzu. Snižování páky v soukromém sektoru pokračovalo v průběhu roku 2014 kvůli zápornému růstu úvěrů. Novější údaje naznačují zpomalení, jelikož opět začaly proudit úvěry zejména do podnikatelského sektoru. Veřejný dluh se naopak i nadále zvyšoval, což svědčí o sice značném, ale snižujícím se schodku veřejných financí. Zdá se, že se zastavil

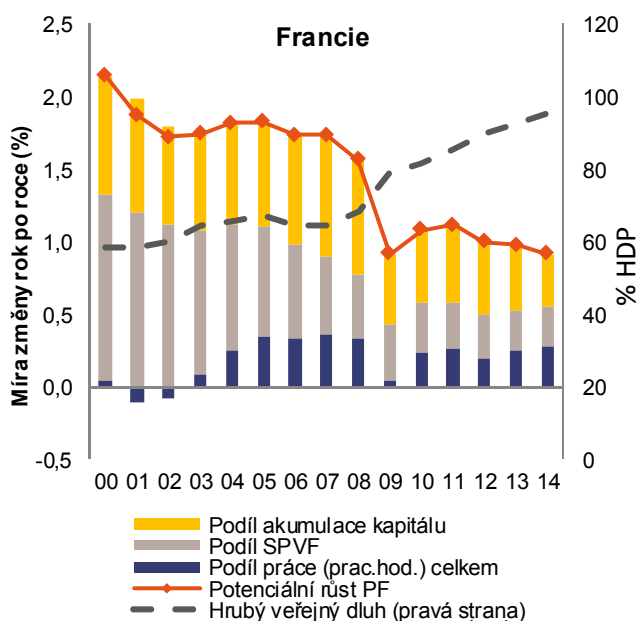
pokles cen nemovitostí očištěných o inflaci. Nezaměstnanost sice rychle klesá, ale především mezi mladými lidmi a dlouhodobě nezaměstnanými je stále velmi vysoká. Zlepšení na trhu práce se nadto ještě neprojevalo poklesem ukazatelů chudoby, které zůstávají mezi nejvyššími v EU.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vnější udržitelností, zadlužením soukromého a veřejného sektoru a změnami na trhu práce. Komise považuje proto za užitečné, a to i s ohledem na zjištěné nadměrné nerovnováhy, které vyžadují rozhodná opatření a zvláštní monitorování, aby se dále zkoumalo přetrvávání makroekonomických rizik a sledoval pokrok při snižování nadměrných nerovnovah. Tato opatření budou koordinována s dohledem pokračujícím po ukončení programu.

Francie: V únoru 2015 dospěla Komise k závěru, že Francie je vystavena nadměrným makroekonomickým nerovnováhám, které vyžadují rozhodná politická opatření a zvláštní monitorování a zahrnují zejména rizika spojená se zhoršením konkurenceschopnosti a vysokou mírou veřejného zadlužení. V aktualizovaném srovnávacím přehledu řada ukazatelů stále převyšuje orientační prahové hodnoty, konkrétně ztráty podílu na světovém vývozu, soukromý a veřejný dluh, nezaměstnanost a nárůst dlouhodobé nezaměstnanosti.

Saldo běžného účtu zůstalo stabilní a vykazovalo jen mírný schodek, zatímco čistá investiční pozice vůči zahraničí zůstala záporná a v roce 2014 se dále zhoršila. Kumulované ztráty podílu na světovém vývozu i nadále značně převyšují prahovou hodnotu navzdory omezenému ročnímu zvýšení tohoto podílu v roce 2014, které vytvořilo základy pro lepší hodnoty ukazatelů v nadcházejících letech. Náklady práce zůstávají vysoké a i nadále negativně ovlivňují nákladovou konkurenceschopnost podniků. Soukromý dluh převyšuje prahovou hodnotu, ale tlaky na snižování páky jsou v kontextu mírně pozitivního růstu úvěrů omezené. Velmi vysoká míra zadlužení veřejného sektoru se v roce 2014 dále zvýšila a v podmínkách pomalého růstu a inflace přetrvávají rizika spojená s dynamikou veřejného zadlužování. Dochází k pomalé nápravě reálných cen rezidenčních nemovitostí. Změny na trhu práce je problémem v situaci, kdy nezaměstnanost roste, a v současné době převyšuje prahovou hodnotu, přičemž je doprovázeno nárůstem dlouhodobé nezaměstnanosti a nezaměstnanosti mladých lidí.

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



Zdroj: Útvary Komise

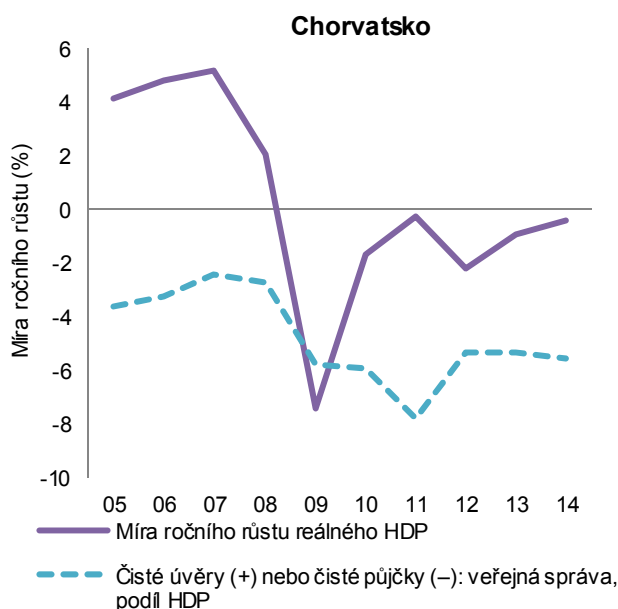
Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vývojem konkurenceschopnosti a vysokou úrovní veřejného dluhu v podmínkách pomalého růstu a nízké inflace. Komise považuje proto za užitečné, a to i s ohledem na únorové zjištění nadměrné nerovnováhy, aby

se dále zkoumalo přetrvávání makroekonomických rizik a sledoval pokrok při snižování nadměrných nerovnovah.

Chorvatsko: V únoru 2015 dospěla Komise k závěru, že Chorvatsko je vystaveno nadměrným makroekonomickým nerovnováhám, které vyžadují rozhodná politická opatření a zvláštní monitorování a zahrnují zejména rizika spojená se slabou konkurenceschopností, rozsáhlými vnějšími závazky a rostoucím veřejným zadlužením i slabou veřejnou správou, špatnými výsledky v oblasti zaměstnanosti v situaci, kdy hospodářství roste jen pomalu. V aktualizovaném srovnávacím přehledu se vyskytuje řada ukazatelů převyšujících orientační prahové hodnoty, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí, ztráty podílu na světovém vývozu, veřejný dluh a nezaměstnanost, jakož i nárůst dlouhodobé nezaměstnanosti a nezaměstnanosti mladých lidí.

Běžný účet se dostal do přebytku v roce 2013, kdy se zvýšil růst objemu vývozu a předstihl růst dovozu. Záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí, jakož i vysoký čistý zahraniční dluh se nezlepšily a jsou i nadále na vysoké úrovni. Kumulativní ztráty jsou navzdory nedávnému ročnímu zvýšení podílu na světovém vývozu velmi citelné. U ukazatele nákladové konkurenceschopnosti došlo k určité korekci, neboť růst jednotkových nákladů práce je záporný, zatímco reálný efektivní směnný kurz je stabilní. I když dluh soukromého sektoru je pod prahovou hodnotou, je v porovnání se srovnatelnými zeměmi vysoký. Banky jsou sice řádně kapitalizovány, ale růst objemu úvěrů je i nadále nízký kvůli tlakům na snižování páky, vysokému počtu úvěrů v selhání a slabému makroekonomickému výhledu. Dluh veřejného sektoru se v důsledku vysokých schodků a převzetí podmíněných závazků od roku 2008 stále a vytrvale zvyšuje. Pokles ekonomické aktivity v minulosti se spolu s omezenou korekcí mezd negativně projevil na zaměstnanosti, včetně dlouhodobé nezaměstnanosti a nezaměstnanosti mladých lidí. Osoby ohrožené chudobou nebo sociálním vyloučením představují i nadále relativně velký podíl obyvatelstva. Na druhé straně lze v poslední době konstatovat pozitivní ekonomický vývoj a lepší hospodářský výhled.

Graf A10: **Růst HDP a čisté půjčky sektoru vládních institucí**



Zdroj: Eurostat.

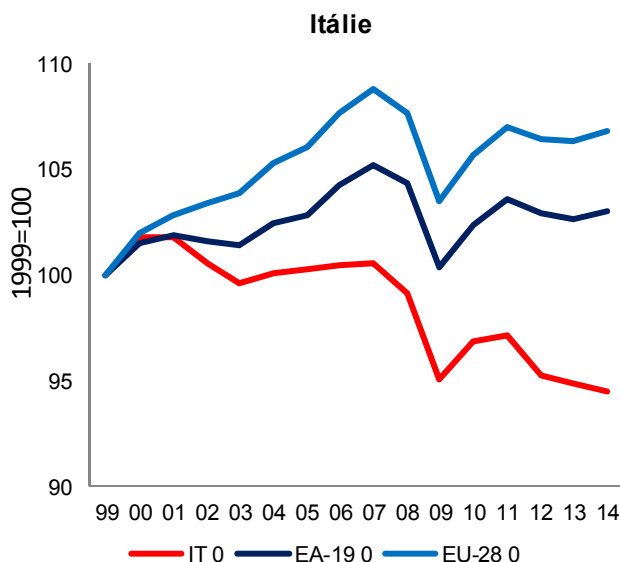
Celkově ekonomické závěry poukazují na rizika spojená s udržitelností vnějšího a veřejného dluhu a přizpůsobováním na trhu práce. Komise považuje proto za užitečné, a to i s ohledem na únorové zjištění nadměrné nerovnováhy, aby se dále zkoumalo přetrvávání makroekonomických rizik a sledoval pokrok při snižování nadměrných nerovnovah.

Itálie: V únoru 2015 dospěla Komise k závěru, že Itálie je vystavena nadměrným makroekonomickým nerovnováhám, které vyžadují rozhodná politická opatření a zvláštní monitorování a zahrnují zejména rizika vyplývající z velmi vysokého veřejného dluhu a slabé

nákladové i nenákladové konkurenceschopnosti v situaci slabého růstu a slabé dynamiky produktivity. V aktualizovaném srovnávacím přehledu se vyskytuje řada ukazatelů převyšujících orientační prahové hodnoty, konkrétně ztráty podílu na světovém vývozu, veřejný dluh, nezaměstnanost, jakož i nárůst dlouhodobé nezaměstnanosti a nezaměstnanosti mladých lidí.

Díky zvýšení vývozu a slabé domácí poptávce, která však v roce 2015 zaznamenala oživení, se přebytek běžného účtu v roce 2014 dále zvýšil a pomohl tak snížit zápornou čistou investiční pozici vůči zahraničí. Ztráty podílu na světovém vývozu se díky omezenému zvýšení ukazatelů nákladové konkurenceschopnosti poněkud snížily. Pokles produktivity práce a nízká inflace však brzdí další nárůst konkurenceschopnosti. Zatímco poměr zadlužení soukromého sektoru k HDP zůstal stabilní, poměr veřejného dluhu v roce 2014 dále vzrostl v důsledku záporného reálného růstu, nízké inflace a pokračujících rozpočtových schodků. Ekonomická slabost se promítla také do klesajícího podílu investic na tvorbě HDP, což je částečně způsobeno dalším mírným poklesem úvěrů pro soukromý sektor v roce 2014. Navzdory určitému zlepšení, k němuž došlo od poloviny roku 2014, jsou podmínky financování i nadále ovlivněny velkým počtem úvěrů v selhání, jež jsou v držení bank. Míra nezaměstnanosti, stejně jako dlouhodobé nezaměstnanosti a nezaměstnanosti mladých lidí dosáhla kvůli vysokému podílu osob, které nejsou zaměstnané ani se neúčastní vzdělávání nebo odborné přípravy, vrcholu v roce 2014. Ukazatele chudoby a sociální ukazatele zůstaly v roce 2014 přibližně na stejné, i když znepokojivě vysoké úrovni.

Graf A11: *Souhrnná produktivita výrobních faktorů*

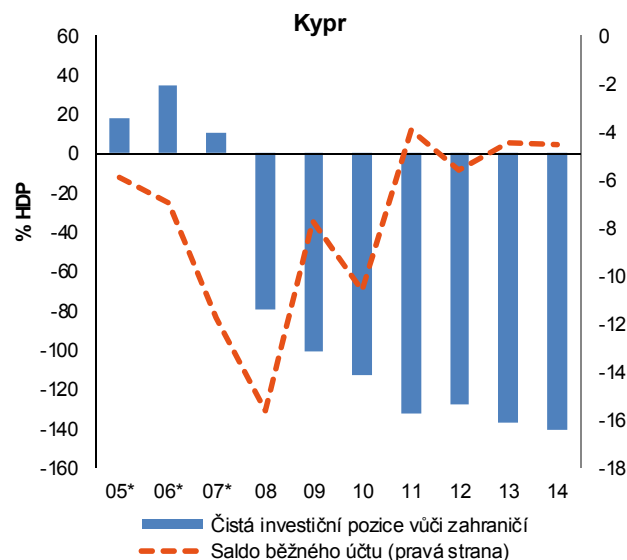


Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s nízkým růstem produktivity a opožděnými vyhlídkami růstu a zvýšení konkurenceschopnosti, které způsobují, že je obtížnější snížit veřejné zadlužení. Komise považuje proto za užitečné, a to i s ohledem na únorové zjištění nadměrných nerovnovah, aby se dále zkoumalo přetrvávání makroekonomických rizik a sledoval pokrok při snižování nadměrných nerovnovah.

Kypr: Od března 2013 provádí Kypr makroekonomický ozdravný program s finanční pomocí. Dohled nad nerovnováhami proto probíhal v rámci tohoto programu, a nikoli v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze. V rámci programu Kypr provedl řadu důležitých opatření směřujících k nápravě jeho nadměrných nerovnovah, jeho ekonomika se nyní zotavuje a bankovní systém prochází procesem stabilizace. V aktualizovaném srovnávacím přehledu je však řada ukazatelů převyšujících orientační prahové hodnoty, konkrétně schodek běžného účtu, čistá investiční pozice vůči zahraničí, ztráty podílu na světovém vývozu, zadluženost soukromého a veřejného sektoru a nezaměstnanost, jakož i nárůst dlouhodobé nezaměstnanosti a nezaměstnanosti mladých lidí.

Schodek běžného účtu je i přes určité korekce stále vysoký a nestačí stabilizovat velký objem čistých vnějších závazků. Kromě toho byla korekce běžného účtu provedena většinou omezováním dovozu, zatímco akumulované ztráty podílu na světovém vývozu jsou značné i přesto, že v roce 2014 došlo k omezenému ročnímu zvýšení tohoto podílu. Došlo ke zvýšení nákladové konkurenceschopnosti, což se projevilo ve výrazném snížení jednotkových nákladů práce a poklesu reálného efektivního směnného kurzu založeného na harmonizovaných indexech spotřebitelských cen. Dluh soukromého sektoru je stále velmi vysoký a snižování páky je pomalé jak v případě domácností, tak v případě podniků, a to i přes významné reformy přispívající k řešení nepřiměřeně vysokého podílu nesplacených úvěrů v bankovním systému. V reakci na probíhající korekci na trhu s rezidenčními nemovitostmi pokračoval pokles cen nemovitostí, jeho tempo se však zpomalilo. Veřejný dluh je velmi vysoký a existují rizika ohrožující fiskální udržitelnost. Míra nezaměstnanosti se v důsledku nepříznivého hospodářského vývoje výrazně zvýšila, včetně dlouhodobé nezaměstnanosti a nezaměstnanosti mladých lidí.

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



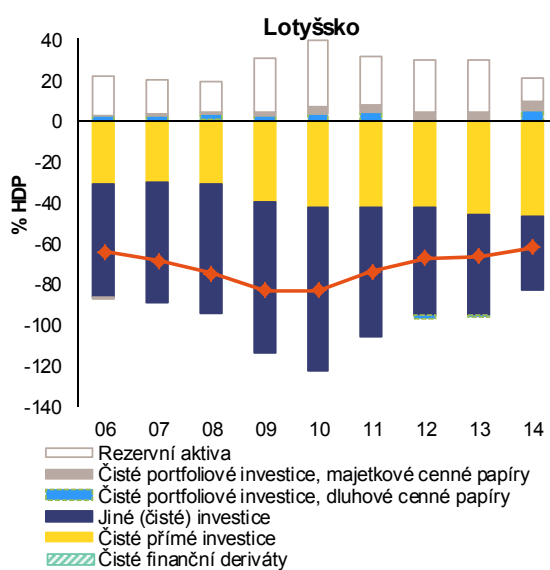
Zdroj: Eurostat. Poznámka: * údaje BMP5 a ESA95.

Ekonomický ozdravný program Kypru pomohl celkově zmírnit jeho nadměrné makroekonomické nerovnováhy a zvládat s tím související rizika. Situace Kypru v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze bude posouzena na konci aktuálního programu finanční pomoci a bude rovněž záviset na ujednáních pro období po programu, jež budou dohodnuta.

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

Běžný účet je i nadále ve schodku a záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí výrazně převyšuje prahovou hodnotu, i když se v průběhu času zlepšuje. Velkou část těchto závazků tvoří současně přímé zahraniční

Graf A13: Čistá investiční pozice vůči zahraničí



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: s výjimkou rezervních aktiv.

investice a úroveň čistého vnějšího dluhu je nízká a dokonce klesá. Dochází ke zvyšování podílu na světovém vývozu, i když už není tak výrazné. Zlepšující se obchodní bilance pomáhá omezovat výši schodku běžného účtu. Mezitím dochází k významným opětovným korekcím vývozu, pokud jde o produkty a trhy v kontextu nestabilního vnějšího prostředí a v souvislosti s významným narušením obchodu s Ruskem. Jednotkové náklady práce pokračují v zotavování z výrazného poklesu během krize a ukazatel je v současné době mírně nad prahovou hodnotou. Ceny rezidenčních nemovitostí se zotavují z nízké úrovně. Finanční sektor zůstává silný a navzdory nízkým úrokovým sazbám pokračuje proces snižování páky. Míra zadlužení veřejného a soukromého sektoru zůstává hluboko pod prahovou hodnotou. U nezaměstnanosti byl zaznamenán pokles, ale její míra je stále ještě nad prahovou hodnotou. Jak dlouhodobá nezaměstnanost, tak nezaměstnanost mladých lidí se během posledních dvou let výrazně snížila.

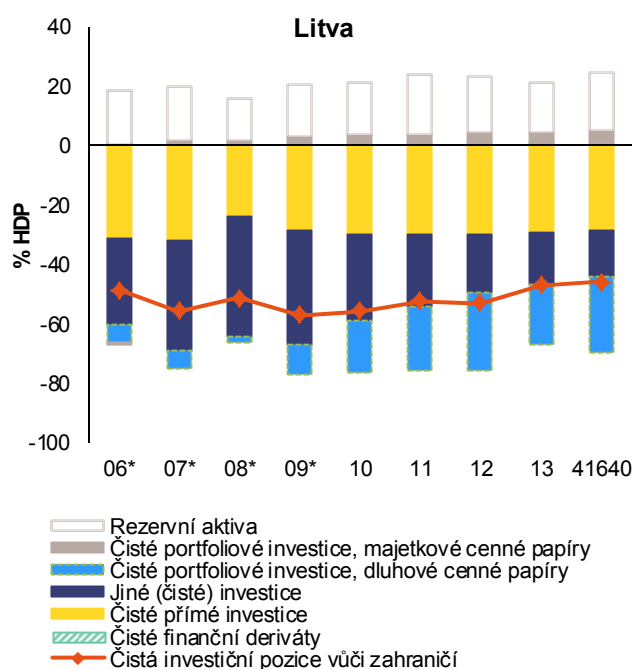
Celkově ekonomické závěry poukazují na jistá, i když omezená rizika, pokud jde o vnější vztahy v kontextu postupné obnovy vnitřní rovnováhy. Komise proto v této fázi nebude provádět další hloubkovou analýzu v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze.

Litva: V předchozích kolech postupu při makroekonomické nerovnováze nebyly v Litvě zjištěny žádné makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovaném srovnávacím přehledu je řada ukazatelů převyšujících orientační prahové hodnoty, konkrétně záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí, nominální jednotkové náklady práce, ceny rezidenčních nemovitostí a nezaměstnanost.

Na pozadí korekce běžného účtu se záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí v posledních letech průběžně zlepšovala. Příliv přímých zahraničních investic přinesl podstatně nižší čistou vnější zadluženost. Lze zaznamenat kumulované zvyšování podílu na světovém vývozu, avšak jeho tempo se výrazně snížilo hlavně v důsledku klesajícího vývozu do Ruska. Došlo k jistým omezeným ztrátám u nákladové konkurenceschopnosti, reálný efektivní směnný kurz mírně posílil a nominální jednotkové náklady práce rostly tempem, jež zůstávalo mírně pod prahovou hodnotou. Míra zadluženosti soukromého i veřejného sektoru je i nadále poměrně nízká, přičemž soukromý sektor pokračuje v jejím snižování. Závazky finančního sektoru byly na vzestupu a toky úvěrů ve prospěch nefinančních podniků vykazaly v roce 2014 mírné zvýšení. Ceny rezidenčních nemovitostí očištěné o inflaci se v důsledku předchozích silných oprav stabilizovaly.

Nezaměstnanost i nadále klesá směrem k prahové hodnotě a dlouhodobá nezaměstnanost a nezaměstnanost mladých lidí se významně snížily.

Graf A14: Čistá investiční pozice vůči zahraničí



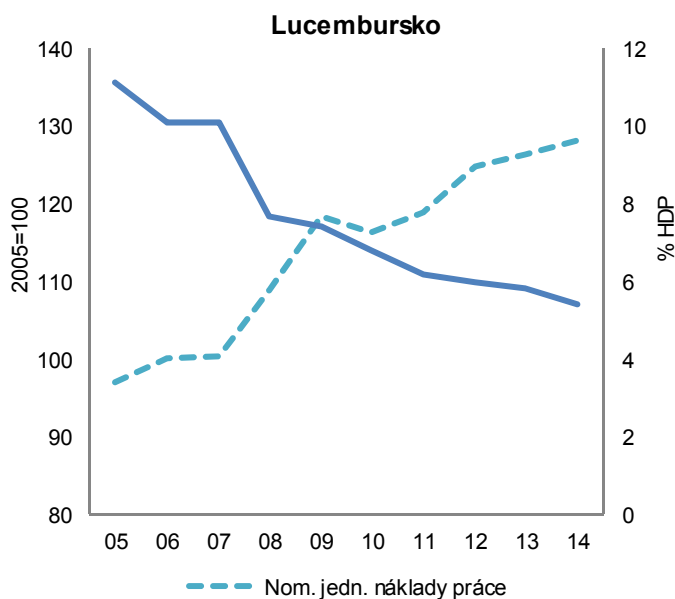
Zdroj: Eurostat.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vnější výkonností, jejich riziko je však omezené. Komise proto v této fázi nebude provádět další hloubkovou analýzu v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze.

Lucembursko: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyly v Lucembursku zjištěny žádné makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovaném srovnávacím přehledu je několik ukazatelů převyšujících orientační prahovou hodnotu, konkrétně zadlužení soukromého sektoru, tempo růstu závazků finančního sektoru, jakož i míra nezaměstnanosti mladých lidí.

Velký přebytek na lucemburském běžném účtu se dále snížil v důsledku prudkého nárůstu schodku hlavních příjmů, který více než vyrovnal zvýšení obchodní bilance a služeb. Částečně díky příznivému vlivu produktivity se v roce 2014 zmírnil růst jednotkových nákladů práce a přispěl tak ke značnému zvýšení podílu na světovém vývozu. Zadluženost soukromého sektoru (konsolidované údaje, ale ne pro přeshraniční vnitropodnikové půjčky, jež jsou vysoké) zůstala v roce 2014 výrazně nad prahovou hodnotou. I přes vysokou míru zadluženosti nedochází ke snižování páky. Veřejné zadlužení je nízké. Zatímco závazky finančního sektoru se výrazně zvýšily, pákový efekt finančního sektoru je i nadále nízký, a i když rizika daná velikostí odvětví existují, jsou omezená. Růst reálných cen nemovitostí v roce 2014 dále zrychlil, přičemž trvalý nesoulad mezi nabídkou a poptávkou na trhu s nemovitostmi snižuje pravděpodobnost výrazné korekce cen. Míra nezaměstnanosti mladých lidí sice vzrostla, ale v situaci, kdy panuje nízká míra nezaměstnanosti.

Graf A15: Jednotkové náklady práce a saldo běžného účtu



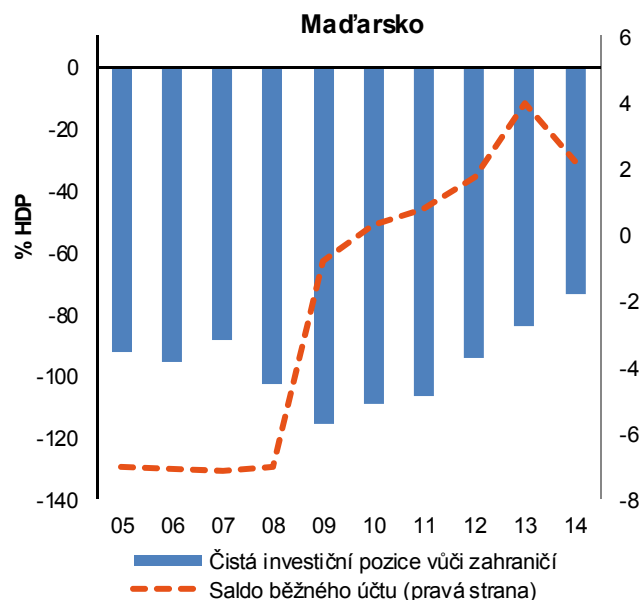
Zdroj: Eurostat, útvary Komise.

Poznámka: údaje ESA 2010 a BPM6.

Graf A16: Čistá investiční pozice vůči zahraničí a saldo běžného účtu

Celkově ekonomické závěry poukazují na postupně se zlepšující hospodářské prostředí s nízkými riziky. Komise proto v této fázi nebude provádět další hloubkovou analýzu v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze.

Maďarsko: V únoru 2015 dospěla Komise k závěru, že Maďarsko je vystaveno makroekonomickým nerovnováhám, které vyžadují rozhodná opatření, zejména



Zdroj: Eurostat.

pokračující korekci záporné čisté investiční pozice vůči zahraničí a poměrně vysokého veřejného dluhu. V aktualizovaném srovnávacím přehledu je několik ukazatelů přesahujících orientační prahové hodnoty, konkrétně negativní čistá investiční pozice vůči zahraničí, ztráty podílu na světovém vývozu a veřejný dluh.

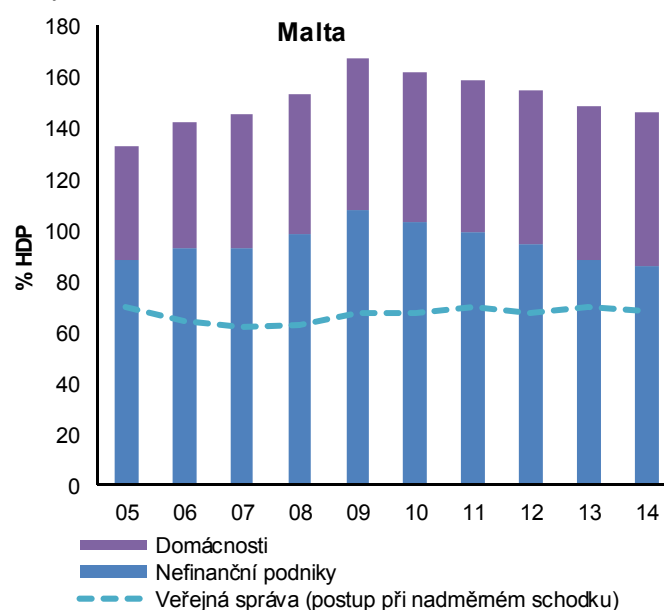
Zvyšování přebytku běžného účtu od roku 2010 zajišťuje velmi rychlý a trvalý pokles čisté investiční pozice vůči zahraničí, která přesto zůstává na vysoké úrovni. Zlepšení na běžném účtu byla způsobena především slabou domácí poptávkou. Růst jednotkových nákladů práce byl poměrně dynamický, v tom se však odráží zejména vliv obchodních podmínek, zatímco u reálného efektivního směnného kurzu došlo ke znehodnocení. Roční zvyšování podílu na světovém vývozu v roce 2014 přispívalo i nadále ke snižování kumulovaných ztrát. Zadlužení soukromého sektoru se snižuje a úroveň úvěrů v selhání je stále vysoká, což znamená zátěž pro finanční sektor a přispívá k záporným úvěrovým tokům. Od poloviny roku 2013 se výrazně zvýšil hospodářský růst, přičemž se i v důsledku subvencovaných režimů půjček centrální banky zpomalilo snižování páky. Zdá se, že došlo k zastavení poklesu reálných cen nemovitostí. Veřejný dluh dále postupně klesal, i když spíše pomalu. Tento omezený růstový potenciál ekonomiky může ještě zvýšit zranitelnost země. Díky vyšší zaměstnanosti klesl ukazatel nezaměstnanosti pod prahovou hodnotu. Ukazatele chudoby naznačují, že celkový počet osob ohrožených chudobou nebo sociálním vyloučením poklesla, ačkoli je stále ještě vysoký.

Celkově ekonomické závěry poukazují na jistá, i když nižší rizika, zatímco tlaky na snižování páky spojené s nízkým růstovým potenciálem brání vnitřnímu oživení. Komise považuje proto za užitečné, a to i s ohledem na únorové zjištění nerovnovah, které vyžadují rozhodná opatření, aby se dále zkoumala rizika související s přetrváváním nerovnovah či jejich snižováním.

Malta: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyly na Maltě zjištěny žádné makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovaném srovnávacím přehledu je řada ukazatelů přesahujících orientační prahové hodnoty, konkrétně ztráty podílu na světovém vývozu a veřejný a soukromý dluh.

Saldo běžného účtu a čistá investiční pozice vůči zahraničí se v roce 2014 výrazně zlepšily. Ve zlepšování čisté investiční pozice vůči zahraničí se odráží rovněž příznivý vývoj na finančním účtu celého hospodářství, podporovaný změnami tržního ocenění a pohyby směnných kursů. V posledních letech však došlo ke ztrátám podílu na světovém vývozu, které, pokud budou trvat, by mohly naznačovat rizika narušení konkurenceschopnosti, a to i přesto, že v roce 2014 došlo ke zmírnění vývoje nákladové konkurenceschopnosti, neboť zpomalil růst jednotkových nákladů

Graf A17: **Zadluženost jednotlivých hospodářských odvětví**



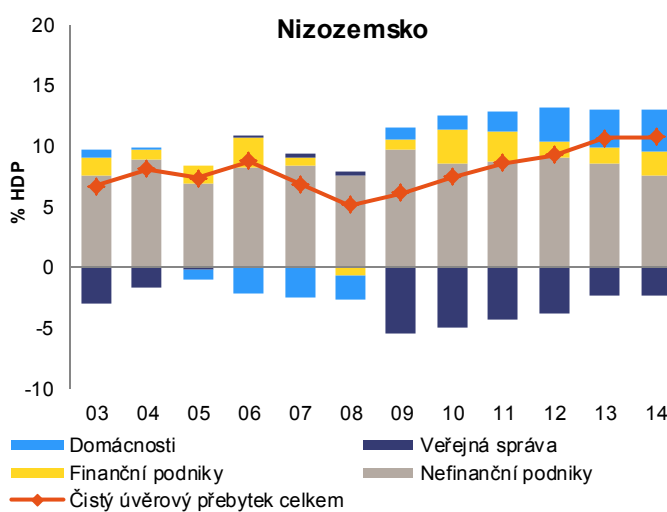
Zdroj: Eurostat.

práce a reálný efektivní směnný kurz zůstal nezměněn. Soukromý dluh je nadále vysoký, zejména v podnikatelském sektoru, ale poměr dluhu k HDP se snižuje, na což má vliv silný ekonomický růst a mírný růst úvěrů. Veřejný dluh se pomalu snižuje a především díky vyšším rozpočtovým příjmům odrážejícím rovněž příznivé makroekonomické prostředí dochází ke konsolidaci rozpočtového salda. Přizpůsobivost ekonomiky je podporována dobrými výsledky na trhu práce, zejména silným nárůstem zaměstnanosti a nízkou mírou nezaměstnanosti, včetně nezaměstnanosti mladých lidí.

Celkově ekonomické závěry poukazují na rizika spojená se slabou exportní výkonností, omezená vnější rizika a probíhající domácí snižování páky. Komise proto v této fázi nebude provádět další hloubkovou analýzu v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze.

Nizozemsko: V únoru 2015 dospěla Komise k závěru, že Nizozemsko je vystaveno makroekonomickým nerovnováhám, které zahrnují zejména rizika spojená s vysokou úrovní soukromého dluhu, zatímco vysoký přebytek běžného účtu může naznačovat neefektivní alokaci kapitálu. V aktualizovaném srovnávacím přehledu je řada ukazatelů převyšujících orientační prahové hodnoty, konkrétně přebytek běžného účtu, ztráty podílu na světovém vývozu, zadluženost soukromého a veřejného sektoru, jakož i nárůst dlouhodobé nezaměstnanosti a nezaměstnanosti mladých lidí.

Graf A18: Čisté půjčky či vypůjčky podle odvětví



Zdroj: Ameco

Přebytek běžného účtu, který v důsledku snižování zadlužení domácností rostl až do roku 2013, je i nadále podstatně nad prahovou hodnotou. Přebytek je částečně způsoben strukturálními rysy hospodářství, jako jsou strukturálně vysoká bilance opětovného vývozu a kapitálové toky nadnárodních společností. Odráží také vysokou míru nerozděleného zisku, a tudíž vysokých úspor v podnikovém sektoru oproti jeho relativně slabým investicím. Celkově se však zdá, že investiční činnost, a to i investice do bydlení, nabrala v roce 2015 na intenzitě a očekává se její další oživení. Přetrvávají nakumulované ztráty podílu na světovém vývozu, ale roční zisky v letech 2013–2014 naznačují do budoucna zlepšení. Ukazatele nákladové konkurenceschopnosti jsou stabilní. Dluh soukromého sektoru nadále značně převyšuje prahovou hodnotu, ale je celkově stabilní, i když existují tlaky na snižování zadluženosti domácností, jelikož hodnota čistého jmění ve formě nemovitého majetku je u velkého podílu domácností záporná. Politická opatření, jako je snížení odpočitatelných hypotečních úroků a poměr úvěrů k hodnotě, by měla přispět k postupnému, ale pomalému oddlužení domácností a vytvoření odolnějšího finančního sektoru. Veřejný dluh je mírně nad prahovou hodnotou a je stabilní. Nezaměstnanost je poměrně omezená. Nezaměstnanost mladých lidí sice z nízké úrovně vzrostla, ale snižuje se. Dlouhodobá nezaměstnanost vykazuje rostoucí tendenci hlavně v důsledku nezaměstnanosti starších pracovníků.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vysokou úrovní soukromého dluhu a přetrvávajícími rozdíly mezi úsporami a investicemi, které se odrážejí ve vysokém přebytku běžného účtu. Komise považuje proto za užitečné, a to i s ohledem na únorové zjištění jedné nerovnováhy, aby se dále zkoumalo přetrvávání nerovnováh nebo jejich snižování.

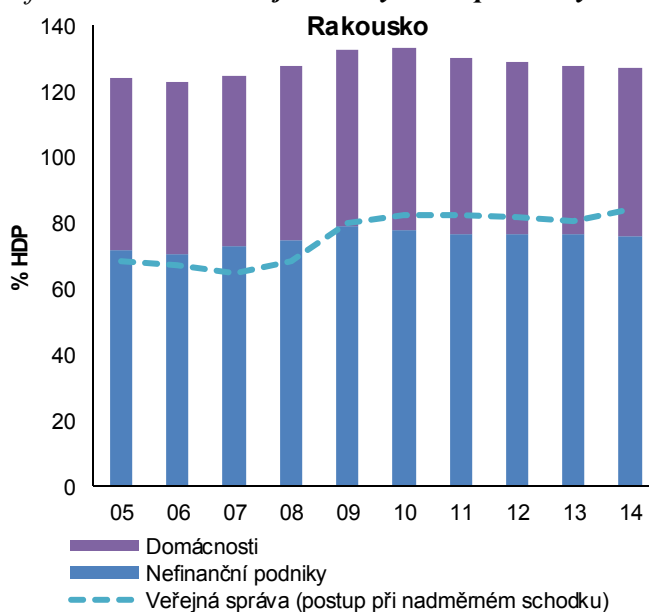
Rakousko: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyly v případě Rakouska zjištěny žádné nerovnováhy. V aktualizovaném srovnávacím přehledu je řada ukazatelů převyšujících příslušné orientační prahové hodnoty, konkrétně ztráty podílu na světovém vývozu a veřejný dluh, jakož i nárůst nezaměstnanosti mladých lidí.

Běžný účet a čistá investiční pozice vůči zahraničí vykazují pozitivní pozici. Kumulované ztráty podílu na světovém vývozu však zůstávají vysoké, zatímco obavy z nákladové konkurenceschopnosti se zdají být pod kontrolou, jednotkové náklady práce rostou jen mírně a mírně roste i reálný efektivní směnný kurz. Hrubý veřejný dluh se v roce 2014 výrazně zvýšil, což odráží pokračující výrazný dopad restrukturalizace a likvidace nezdravých finančních institucí na veřejné finance, a poukazuje na stále velké vzájemné vlivy mezi finančním sektorem a vládními institucemi. Vleklá restrukturalizace těchto bank je rovněž spojena s

nejistotou ohledně právního rámce, v němž se odehrává. Tlaky na finanční náklady se zvýšily v souvislosti se snižováním ratingu rakouských bank a s riziky souvisejícími s jejich expozicí ve střední, východní a jihovýchodní Evropě, zejména s ohledem na aktuální geopolitický vývoj v Rusku a na Ukrajině. V souvislosti s restrukturalizací aktiv za účelem splnění regulačních požadavků představuje tento vývoj potenciální zátěžový faktor pro úvěrovou kapacitu bank a mohl by mít negativní důsledky pro růst úvěrů a hospodářskou činnost doma i v zahraničí. Dluh soukromého sektoru zůstává mírně pod prahovou hodnotou a na poměrně stabilní úrovni, zatímco úvěrové toky do soukromého sektoru mírně poklesly. Zvyšování cen rezidenčních nemovitostí zpomalilo. Míra nezaměstnanosti zůstává stabilní na poměrně nízké úrovni, vzrostla nezaměstnanost mladých lidí, ale i ta se drží na nízké úrovni.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s finančním sektorem, zejména jeho vysokou expozicí vůči vývoji v zahraničí, se skutečným nebo možným rozšířením těchto vlivů na finanční sektor a veřejné finance a s dopadem na poskytování úvěrů soukromému sektoru. Komise považuje proto za užitečné provést hlubší analýzu stávajících rizik, aby se posoudilo, zda existuje nerovnováha.

Graf A19: **Zadluženost jednotlivých hospodářských odvětví**



Zdroj: Eurostat.

Polsko: V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyly v Polsku zjištěny žádné makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovaném srovnávacím přehledu je čistá investiční pozice vůči zahraničí vyšší než orientační prahová hodnota.

Korekce běžného účtu probíhala již řadu let a v současnosti vykazuje účet stabilní, ale mírný schodek. Toto zlepšení se připisuje především silnějšímu vývozu zboží a nižšímu schodku na účtu příjmů. Vysoce záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí se mírně zlepšila, vnější zranitelnost je omezená, jelikož přímé zahraniční investice tvoří značnou část zahraničních závazků. Jak v roce 2013, tak v roce 2014 došlo ke kumulovanému zvýšení podílu na světovém vývozu a poměrně výraznému ročnímu zvýšení tohoto podílu v obou letech.

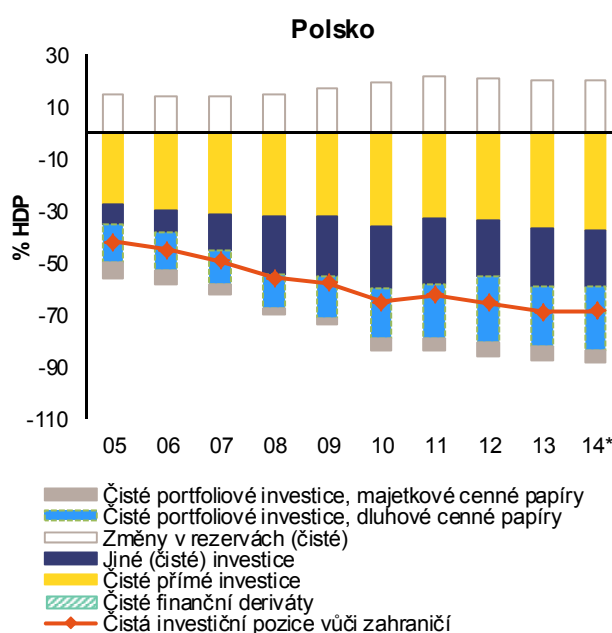
Ukazatele nákladové konkurenceschopnosti také vykazují příznivý obraz zahrnující snižování jednotkových nákladů práce. Dluh soukromého sektoru byl víceméně stabilní na úrovni značně nižší než orientační prahové hodnoty. Rovněž dluh veřejného sektoru je podstatně nižší než prahová hodnota a v roce 2014 byl snížen v důsledku jednorázového převodu aktiv ze soukromých důchodových fondů druhého pilíře na vládní instituce po částečném zrušení systémové důchodové reformy z roku 1999. Bankovní sektor zůstal i nadále řádně kapitalizován, likvidní a ziskový, a to i přes značné objemy půjček denominovaných v cizí měně. Po pěti letech poklesu se ceny rezidenčních nemovitostí v roce 2014 opět zvýšily.

Ve srovnání s minulým rokem klesla míra nezaměstnanosti pod orientační prahovou hodnotu.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vnější pozicí, ale s omezenou mírou rizik. Komise proto v této fázi nebude provádět další hloubkovou analýzu v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze.

Portugalsko: V únoru 2015 dospěla Komise k závěru, že Portugalsko je vystaveno nadměrným makroekonomickým nerovnováhám, které vyžadují rozhodná politická opatření a zvláštní monitorování a týkají se zejména rizik spojených s vysokou úrovní vnějšího, veřejného a soukromého dluhu, s tlaky na snižování páky a zvýšenou nezaměstnaností. V aktualizovaném srovnávacím přehledu je řada ukazatelů převyšujících orientační prahové hodnoty, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí, dluh soukromého sektoru, veřejný dluh, nezaměstnanost, jakož i pokles míry ekonomické aktivity a zvýšení dlouhodobé nezaměstnanosti a nezaměstnanosti mladých lidí.

Graf A20: Čistá investiční pozice vůči zahraničí



Zdroj: Eurostat.

Čistá investiční pozice vůči zahraničí je vysoce záporná, avšak vnější udržitelnost se pomalu zlepšuje, a to díky razantní korekci běžného účtu, která vedla k mírným přebytkům na tomto účtu, a svůj podíl měly v této souvislosti i lepší podmínky hospodářského růstu. Kumulované ztráty podílu na světovém vývozu byly sníženy na úroveň pod prahovou hodnotou, což lze vysvětlit dosažením významného ročního zvýšení tohoto podílu v letech 2013 a 2014, svou roli zde sehrála i korekce nákladové konkurenceschopnosti. Dluh

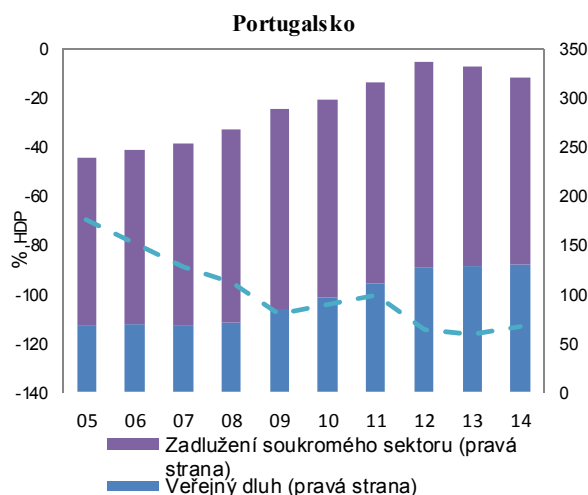
soukromého sektoru je velmi

vysoký. V roce 2014 však došlo k rychlejšímu snižování zadlužení podniků a i růst úvěrů je stále záporný. Vysoká úroveň úvěrů v selhání zatěžuje rozvahy jak v nefinančním, tak ve finančním sektoru. Dluh veřejného sektoru je velmi vysoký, ale v současnosti začíná klesat. Míra nezaměstnanosti je vysoká a nízká míra ekonomické aktivity s vysokou mírou dlouhodobé nezaměstnanosti a nezaměstnanosti mladých lidí jsou důvodem k znepokojení. Od roku 2014 však nezaměstnanost poklesla, a to včetně nezaměstnanosti mladých lidí a dlouhodobé nezaměstnanosti.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s velmi vysokým zadlužením ve všech sektorech a s pomalu se zlepšující ekonomickou situací dochází k pokroku při snižování páky. Komise považuje za užitečné, a to i s ohledem na únorové zjištění nadměrné nerovnováhy, aby se dále zkoumalo přetrvávání makroekonomických rizik a sledoval pokrok při snižování nadměrných nerovnovah. Tato opatření budou koordinována s dohledem pokračujícím po ukončení programu.

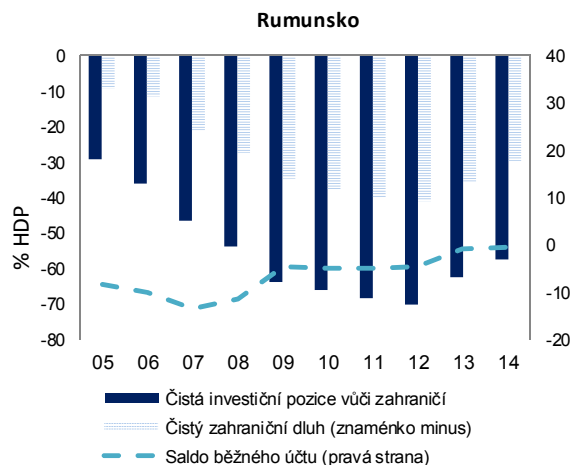
Rumunsko: V únoru 2015 dospěla Komise k závěru, že Rumunsko je vystaveno nadměrným makroekonomickým nerovnováhám, které vyžadují politická opatření a monitorování a týkají se zejména rizik spojených s relativně velkou zápornou čistou investiční pozicí vůči zahraničí a slabou střednědobou vývozní kapacitou. Podařilo se zachovat stabilitu finančního sektoru, ale nepodařilo se odstranit vnější a vnitřní zranitelná místa v sektoru bankovním. V aktualizovaném srovnávacím přehledu je čistá investiční pozice vůči zahraničí vyšší než orientační prahová hodnota.

Graf A21: Čistá investiční pozice vůči zahraničí, soukromý a veřejný dluh, % HDP



Zdroj: Eurostat.

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



Zdroj: Útvary Komise

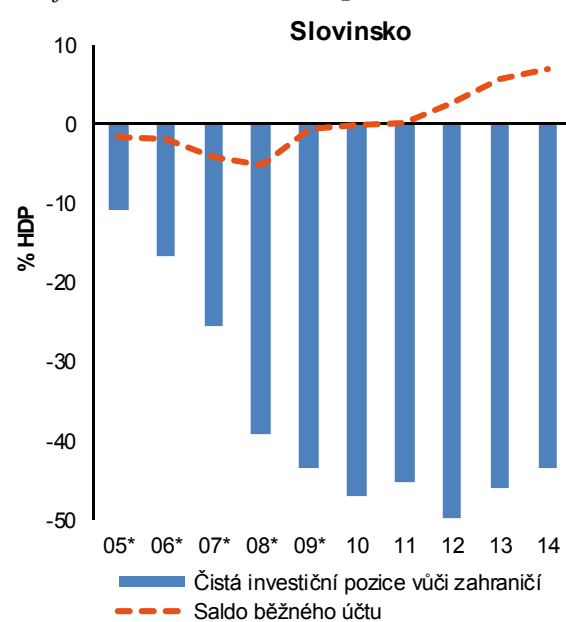
Vysoce záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí odráží kumulaci schodků běžného účtu v období před krizí, v současnosti však již vykazuje klesající tendenci. Čistý zahraniční dluh činí přibližně polovinu čisté investiční pozice vůči zahraničí. Čistý příliv přímých zahraničních investic v posledních dvou letech vzrostl. Běžný účet byl zredukován a v roce 2014 především díky silnému růstu vývozu dosahoval malého schodku, ale v příštích letech může opět narůst. Obchodní bilance v roce 2014 zůstala kladná a u podílu na světovém vývozu došlo k jeho ročnímu zvýšení. Ukazatele nákladové konkurenceschopnosti byly v roce 2014 stabilní a u reálného efektivního směnného kurzu došlo pouze k mírnému zhodnocení. Dluh soukromého sektoru je i nadále poměrně nízký, v nedávné době však došlo k oživení růstu soukromých úvěrů. Bankovní sektor je řádně kapitalizován a podíl úvěrů v selhání se výrazně snížil. Posouzení rozvah a provádění zátěžového testu v odvětví pojišťovnictví bylo dokončeno v červenci 2015 a došlo k zahájení přezkumu kvality aktiv a zátěžových testů v sektoru bankovním. Veřejný dluh zůstává nízký, avšak nedávno dohodnutá fiskální opatření a jednorázové zvýšení mezd pro některé kategorie zaměstnanců veřejné správy svědčí o výrazném fiskálním uvolnění. Ukazatele dlouhodobé nezaměstnanosti, nezaměstnanosti mladých lidí a chudoby se v roce 2014 mírně zlepšily.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vnější pozicí, konkurenceschopností a udržitelností veřejných financí. Komise považuje za užitečné, a to i s přihlédnutím k únorové identifikaci nerovnovah, aby se dále zkoumalo jejich přetrvávání nebo jejich snižování.

Slovinsko: V únoru 2015 dospěla Komise k závěru, že Slovinsko je vystaveno makroekonomickým nerovnováhám, které vyžadují rozhodná opatření a zvláštní monitorování a týkají se zejména rizik spojených se zvyšující se úrovní veřejného dluhu, vzájemnými vlivy mezi restrukturalizací podnikového a bankovního sektoru a s tím souvisejícím řešením úvěrů v selhání, s efektivností státních podniků a velmi slabou investiční činností. V aktualizovaném srovnávacím přehledu je řada ukazatelů převyšujících orientační prahové hodnoty, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí, ztráty podílu na světovém vývozu, veřejný dluh, jakož i nárůst dlouhodobé nezaměstnanosti a nezaměstnanosti mladých lidí.

Pokračovala razantní korekce běžného účtu, který v roce 2014 díky zvýšení vývozu a nadále nízké domácí poptávce dosáhl významného přebytku. V důsledku toho se sice zlepšila čistá investiční pozice vůči zahraničí, zůstává však nad prahovou hodnotou, i když je k ní velmi blízko. Cenová a nákladová konkurenceschopnost se dále zlepšily, jelikož jednotkové náklady práce klesly. To napomohlo dosažení ročního zvýšení podílu na světovém vývozu v období 2013–2014, kumulované ztráty však i přesto stále překračují prahovou hodnotu. Dluh soukromého

Graf A23: Čistá investiční pozice vůči zahraničí a saldo běžného účtu



Zdroj: Eurostat.

sektoru se v důsledku snížení zadlužení podnikového sektoru, které bylo do značné míry dáno záporným růstem úvěrů, v roce 2014 snížil. Pokračovalo se také ve snižování páky ve finančním sektoru podpořených převody úvěrů v selhání na státem vlastněnou Společnost pro správu bankovních aktiv a rekapitalizací bank, již provedla vláda. V důsledku toho se prudce zvýšil celkový veřejný dluh, který stále značně převyšuje prahovou hodnotu. Míra nezaměstnanosti klesla v roce 2014 poté, co v předchozím roce dosáhla vrcholu. Zatímco v roce 2014 došlo po pěti letech poklesu zaměstnanosti k jejímu opětovnému růstu, míra dlouhodobé nezaměstnanosti zůstala velmi vysoká a míra nezaměstnanosti mladých lidí klesla pouze okrajově, přičemž obě i nadále překračují příslušné prahové hodnoty.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s dlouhodobou fiskální udržitelností, snižováním páky v soukromém sektoru a změnami na trhu práce. Komise proto považuje za užitečné, a to i s ohledem na únorová zjištění nerovnovah, které vyžadují rozhodná opatření a zvláštní monitorování, aby se dále zkoumala rizika související s přetrváváním nerovnovah či jejich snižováním.

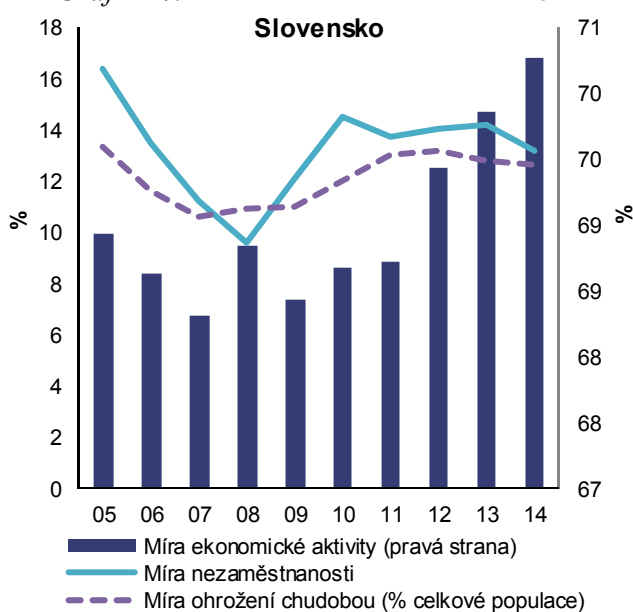
Slovensko: V případě Slovenska nebyly v předchozích kolech postupu při makroekonomické nerovnováze zjištěny žádné makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovaném srovnávacím přehledu je řada ukazatelů stále překračujících orientační prahové hodnoty, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí a nezaměstnanost.

Saldo běžného účtu od roku 2012 vykazuje přebytek, čistá investiční pozice vůči zahraničí se však i nadále zhoršuje a probíhá příliv přímých zahraničních investic, který se týká především automobilového průmyslu. Podíl na světovém vývozu vykázal určité roční ztráty, které odrážejí mírné zhodnocení reálného efektivního směnného kurzu a určitý, byť omezený růst nominálních

jednotkových nákladů práce. V kumulovaném vyjádření se podíl na trhu i nadále zvyšuje. Tok úvěrů v soukromém sektoru se v posledních letech zrychlil a přispívá k vzestupnému trendu míry zadluženosti soukromého sektoru, která však stále zůstává hluboko pod orientační prahovou hodnotou. Bankovní sektor, který je ve velké míře v zahraničním vlastnictví, je řádně kapitalizovaný a odhaduje se, že jeho celková pasiva se zvýšila jen nepatrně. Míra hrubého veřejného dluhu se v roce 2014 mírně snížila a zůstává pod orientační prahovou hodnotou. I když se míra ekonomické aktivity v posledních letech postupně zlepšila, představuje strukturální nezaměstnanost nejnaléhavější téma hospodářské politiky.

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

Graf A24: **Pracovní trh a sociální ukazatele**

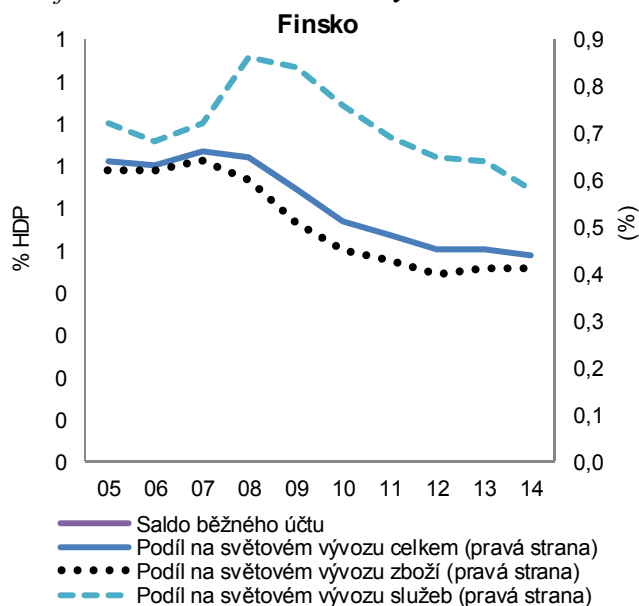


Zdroj: Eurostat.

Finsko: V únoru 2015 dospěla Komise k závěru, že Finsko je vystaveno makroekonomickým nerovnováhám, zejména co se týče konkurenceschopnosti. V aktualizovaném srovnávacím přehledu je řada ukazatelů převyšujících příslušné orientační prahové hodnoty, konkrétně ztráty podílu na světovém vývozu, dluh soukromého sektoru, jakož i nárůst nezaměstnanosti mladých lidí.

Graf A25: Podíl na světovém vývozu a saldo běžného účtu

Saldo běžného účtu se od roku 2011 ustálilo na úrovni s mírným schodkem, což odráží skutečnost, že výše dovozu se přizpůsobila nižšímu vývozu. Ve stejné době klesl podíl investic na HDP na historicky nízkou úroveň. Čistá investiční pozice vůči zahraničí je v mírném přebytku. Došlo ke značným kumulovaným ztrátám podílu na světovém vývozu, včetně ročních ztrát zaznamenaných v každém roce od roku 2008. V letech 2013 a 2014 nebyla ztráta sice tak závažná jako v letech předcházejících, ale ve stejné době již většina ostatních zemí EU zaznamenala mírné zvyšování podílu na světovém vývozu. Tento vývoj svědčí o obtížích při procesu



Zdroj: Eurostat.

hospodářské restrukturalizace, který následoval po úpadku dříve úspěšných výrobních odvětví, jako je elektronický průmysl a lesnictví. I když je ukazatel změn nominálních jednotkových nákladů práce v současnosti pod příslušnou prahovou hodnotou, jsou kumulované ztráty nákladové konkurenceschopnosti i nadále vysoké. Poměr dluhu soukromého sektoru k HDP zůstává vysoký, zejména kvůli trvale vysoké zadluženosti podniků, ačkoli se i přes příznivé úvěrové podmínky čistý tok úvěrů do soukromého sektoru v roce 2014 téměř zastavil. Co se týče domácností, snížily se v letech 2012–2014 mírně ceny rezidenčních nemovitostí a došlo tak k nápravě jejich dřívějšího nárůstu a ke zmírnění rizika ohrožujícího finanční stabilitu. Míra nezaměstnanosti je nižší než prahová hodnota, zvyšuje se však a je nyní nad úrovní z let 2009–2010. Rovněž vzrostla nezaměstnanost mladých lidí.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené jak s cenovou, tak necenovou konkurenceschopností v souvislosti s restrukturalizací. Proto považuje Komise za užitečné, a to i s ohledem na únorové zjištění nerovnovah, aby se dále zkoumalo přetrvávání nerovnovah nebo jejich snižování.

Švédsko: V únoru 2015 dospěla Komise k závěru, že Švédsko je vystaveno makroekonomickým nerovnováhám, zejména co se týče zadlužení domácností a neefektivnosti trhu s bydlením. V aktualizovaném srovnávacím přehledu je řada ukazatelů přesahujících orientační prahové hodnoty, konkrétně přebytek běžného účtu, ztráty podílu na světovém vývozu a dluh soukromého sektoru.

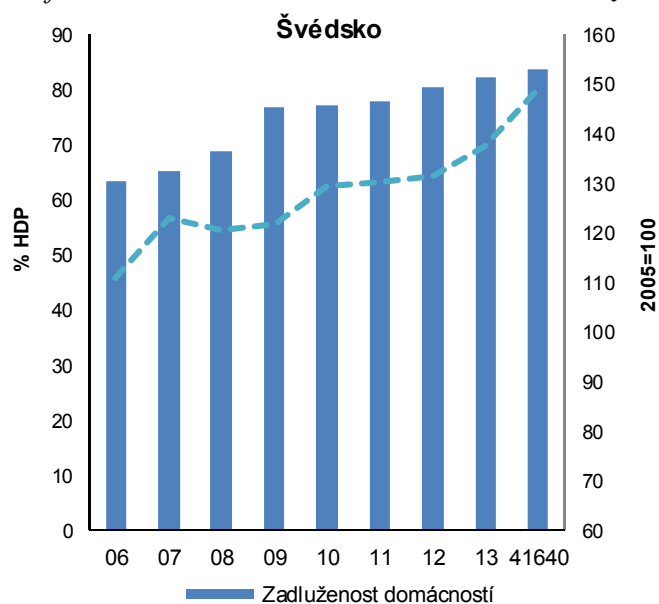
Přebytek běžného účtu zůstává mírně nad prahovou hodnotou, v čemž se odráží především vysoká míra soukromých úspor. Čistá investiční pozice vůči zahraničí se rychle zlepšuje, ale stále vykazuje malý schodek. Ztráta podílu na světovém vývozu i nadále značně převyšuje prahovou hodnotu, ale od roku 2013 se růst ztrát zpomalil. Ztráty je možné dát do spojitosti s nedostatkem celosvětové poptávky. Růst jednotkových nákladů práce je omezený a v roce 2014 došlo k znehodnocení reálného efektivního směnného kurzu. Vysoká zadluženost soukromého sektoru si nadále žádá pozornost. Zadluženost podniků se poté, co se ustálila na vysoké úrovni, začala opět zvyšovat. Po zavedení

stropu u poměru úvěru k hodnotě u hypoték v roce 2010 se dočasně zpomalil růst zadlužení domácností a výše zadlužení domácností se stabilizovala. Od té doby však toto zadlužení začalo opět růst a od poloviny roku 2013 došlo k velmi dynamickému nárůstu cen rezidenčních nemovitostí, jehož výše v roce 2014 překročila prahovou hodnotu, což znamená potenciální rizika pro makroekonomickou stabilitu. Nabídka bydlení je omezená a na straně poptávky jsou ceny rezidenčních nemovitostí a zadluženost domácností tlačeny nahoru daní z nemovitostí stimulující dluh, výjimečně nízkými úrokovými sazbami u hypoték a chybějícími požadavky na umořování. Bankovní rizika se však zdají být pod kontrolou, neboť kvalita bankovních aktiv i jejich ziskovost zůstávají vysoké, a to i přes poměrně nízké kapitálové rezervy ve srovnání s velikostí úvěrových portfolií.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s vnější konkurenceschopností, vysokým zadlužením soukromého sektoru a vývojem v odvětví bydlení. Komise považuje proto za užitečné, a to i s ohledem na únorové zjištění jedné nerovnováhy, aby se dále zkoumalo přetrvávání nerovnovah nebo jejich snižování.

Spojené království: V únoru 2015 dospěla Komise k závěru, že Spojené království je vystaveno makroekonomickým nerovnováhám, které vyžadují politická opatření a monitorování a které zahrnují zejména rizika spojená s vysokou úrovní zadlužení domácností, jež souvisí rovněž se strukturálními vlastnostmi trhu s bydlením. V aktualizovaném srovnávacím přehledu je řada ukazatelů převyšujících příslušné orientační prahové hodnoty, konkrétně schodek běžného účtu, ztráta podílu na světovém vývozu, ceny rezidenčních nemovitostí, zadlužení soukromého sektoru a veřejný dluh.

Graf A26: *Zadluženost domácností a index cen bytů*

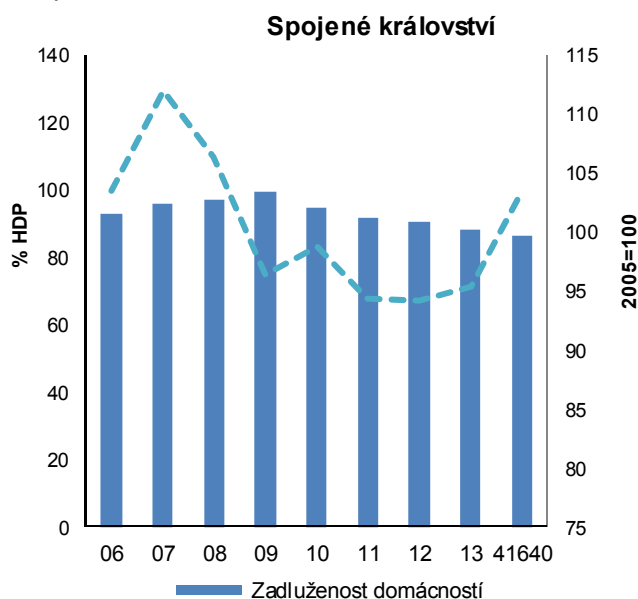


Zdroj: Eurostat.

Schodek běžného účtu se v roce 2014 nadále zvyšoval, což bylo způsobeno rozšířením schodku hlavních příjmů, a tříletý ukazatel nyní převyšuje prahovou hodnotu. Čistá investiční pozice vůči zahraničí je záporná a za posledních několik let se relativně rychle zhoršila, stále však zůstává pod úrovní prahové hodnoty. Kumulované ztráty podílů na trhu se díky ročnímu zvýšení podílů v roce 2014 snížily, ale i nadále zůstávají nad prahovou hodnotou. Zatímco růst jednotkových nákladů práce byl mírný a stabilní, reálný efektivní směnný kurz zejména v roce 2014 posílil. Poměr zadlužení soukromého sektoru k HDP se díky nominálnímu růstu postupně snižuje, zůstává však celkově vysoký. Ceny rezidenčních nemovitostí pokračují v růstu a jeho míra v roce 2014 překročila prahovou hodnotu. Důležitým rysem v posledních dvou letech však je, že růst cen rezidenčních nemovitostí se neprojevil nárůstem zadluženosti domácností. Vysoký veřejný dluh je i nadále důvodem k obavám. Zaměstnanost nadále roste zdravým tempem a míra nezaměstnanosti mladých lidí, jakož i podíl osob, které nejsou ani zaměstnané, ani se neúčastní vzdělávání či odborné přípravy, se snížily.

Celkově ekonomické závěry poukazují na problémy spojené s trhem s bydlením a vnějším rozměrem ekonomiky. Komise považuje za užitečné, a to i s přihlédnutím k únorovému zjištění nerovnovah, aby se dále zkoumalo jejich přetrvávání nebo jejich snižování.

Graf A27: **Zadluženost domácností a index cen bytů**



Zdroj: Eurostat.

Tabulka 1.1: Srovnávací přehled pro postup při makroekonomické nerovnováze za rok 2014

Rok 2014	Vnější nerovnováhy a konkurenceschopnost						Vnitřní nerovnováhy					Nové ukazatele zaměstnanosti ¹		
	Saldo běžného účtu – % HDP (tříletý průměr)	Čistá investiční pozice vůči zahraničí (v % HDP)	Reálný efektivní směnný kurz – 42 obchodních partnerů, deflátor HICP (tříletá % změna)	Podíl na světovém vývozu – % světového vývozu (pětiletá % změna)	Index nominálních jednotkových nákladů práce (2010=100) (tříletá % změna)	Index cen rez. nemovitostí (2010=100), očištěno o inflaci (jednoletá % změna)	Tok úvěrů v soukromém sektoru, v konsolidovaném vyjádření (v % HDP)	Zadlužení soukromého sektoru, v konsolidovaném vyjádření (v % HDP)	Hrubý veřejný dluh (v % HDP)	Míra nezaměstnanosti (tříletý průměr)	Celkové závazky finančního sektoru, v nekonsolidovaném vyjádření (jednoletá % změna)	Míra ekonomické aktivity – % celkové populace ve věku 15–64 (tříletá změna v procentních bodech)	Míra dlouhodobé nezaměstnanosti – % aktivní populace ve věku 15–74 (tříletá změna v procentních bodech)	Míra nezaměstnanosti mladých lidí – % aktivní populace ve věku 15–24 (tříletá změna v procentních bodech)
Prahové hodnoty	–4/6 %	–35 %	±5 % (eurozóna) ±11 % (mimo)	–6 %	9 % (eurozóna) 12 % (mimo)	6 %	14 %	133 %	60 %	10 %	16,5 %	–0,2 %	0,5 %	0,2 %
BE	-0,1	57,2	-0,5	-10,7	5,6	-1,1p	1,0	181,4	106,7	8,2	4,9	1,0	0,8	4,5
BG	0,9	-73,4	-2,6	6,7	12,5p	1,5p	-0,3	124,3	27,0	12,2	7,2	3,1	0,6	-1,2
CZ	-0,5	-35,6	-10,0	-5,0	3,8	1,8	1,8	72,7	42,7	6,7	4,4	3,0	0,0	-2,2
DK	6,9	47,0	-1,2	-17,3	5,1	3,1	1,7	222,8	45,1	7,0	6,6	-1,2	-0,1	-1,6
DE	6,9	42,3	-0,3	-8,3	7,6	1,5p	1,1	100,4	74,9	5,2	4,2	0,4	-0,6	-0,8
EE	-0,5	-43,6	4,7	24,5	13,0	12,8	6,4	116,1	10,4	8,7	12,2	0,5	-3,8	-7,4
IE	1,8	-106,7	-3,5	-6,1	-2,2	11,1	13,7	263,3	107,5	13,0	16,0	0,6	-2,0	-5,2
EL	-2,6	-124,1	-5,6	-17,5	-11,6p	-4,9e	-2,7	130,5	178,6	26,2	-7,6	0,1	10,7	7,7
ES	0,7	-94,1	-1,0	-11,5	-4,1p	0,1	-7,1	165,8	99,3	25,1	-1,9	0,3	4,0	7,0
FR	-1,0	-19,5	-1,2	-13,1	4,8	-1,6	3,3	143,2	95,6	10,1	5,4	1,3	0,6	1,5
HR	0,5	-88,6	-0,9	-18,0	-5,9	-2,0p	0,3	120,6	85,1	16,9	0,9	2,0	1,7	8,8
IT	0,8	-27,9	0,2	-14,0	3,6	-4,6p	-0,9	119,3	132,3	11,8	-0,7	1,8	3,5	13,5
CY	-4,9	-139,8	-1,4	-26,7	-7,7p	0,3p	-8,5	348,3	108,2	14,6	0,7	0,8	6,1	13,6
LV	-2,5	-60,9	0,4	9,9	12,9	5,1	-11,9	96,4	40,6	12,6	10,4	1,8	-4,1	-11,4
LT	1,3	-46,4	1,4	35,3	8,3	6,3	-1,2	52,5	40,7	12,0	16,3	2,3	-3,2	-13,3
LU	5,8	36,0	0,5	11,2	7,6	3,7	0,5	342,2	23,0	5,7	21,5	2,9	0,3	5,9
HU	2,7	-73,8	-7,0	-14,9	6,7	3,1	-0,5	91,3	76,2	9,6	8,5	4,6	-1,5	-5,6
MT	2,6	39,5	0,0	-18,2	7,0	2,6	7,8	146,4	68,3	6,2	5,8	4,5	-0,4	-1,5
NL	10,9	60,8	0,8	-11,0	5,4p	-0,5	-1,6p	228,9p	68,2	6,8	8,2p	0,9	1,3	2,7
AT	1,8	2,2	1,9	-15,7	7,8	1,4	0,2	127,1	84,2	5,3	-1,5	0,8	0,3	1,4
PL	-2,3	-68,3	-1,3	4,8	2,5p	1,1	4,7	77,9	50,4	9,8	0,6	2,2	0,2	-1,9
PT	0,0	-113,3	-1,8	-4,7	-2,3e	3,6	-8,7	189,6	130,2	15,4	-6,1	-0,4	2,2	4,5
RO	-2,1	-57,2	-1,1	21,5	2,3p	-3,6p	-2,4	62,2	39,9	6,9	1,1	1,6	-0,1	0,1
SI	5,1	-43,7	1,2	-11,8	-0,2	-6,6	-4,6	100,1	80,8	9,6	-0,4	0,6	1,7	4,5
SK	1,0	-69,4	1,3	3,2	2,2	1,5	3,9	76,2	53,5	13,8	7,0	1,6	0,0	-4,0
FI	-1,5	-0,7	2,7	-24,0	8,0	-1,9	0,4	150,0	59,3	8,2	8,7	0,5	0,2	0,4
SE	6,5	-6,5	-3,7	-9,8	7,1	8,6	6,5	194,4	44,9	8,0	13,4	1,6	0,0	0,1
UK	-4,3	-25,3	10,2	-8,7	1,9	8,3	3,4	157,7	88,2	7,2	4,4	1,2	-0,5	-4,4

Zkratky: e: odhad, p: prozatímní.

Poznámka: 1) Viz Zpráva mechanismu varování, 2016, str. 2 2) Investiční pozice LU vůči zahraničí byla revidována směrem dolů v reakci na revidované zacházení s eurobankovními vnitrostátními platebními bilanci či statistice investiční pozice vůči zahraničí 3) Index cen nemovitostí e = zdroj: řecká centrální banka. Zdroj: Evropská komise, Eurostat, Generální ředitelství pro hospodářské a finanční záležitosti (pro reálný efektivní směnný kurz) a Mezinárodní měnový fond.

Tabulka 2.1: Pomocné ukazatele, 2014

Rok 2014	Reálný HDP (jednoletá % změna)	Tvorba hrubého fixního kapitálu (% HDP)	Hrubé domácí výdaje na výzkum a vývoj (% HDP)	Běžný + kapitálový účet (čisté půjčky – výpůjčky) (% HDP)	Čistý zahraniční dluh (% HDP)	Přímé zahraniční investice ve vykazujícím hospodářství – Toky (% HDP)	Přímé zahraniční investice ve vykazujícím hospodářství – Objemy (% HDP)	Čistá obchodní bilance energetických produktů (% HDP)	Reálný efektivní směnný kurz – obchodní partneri eurozóny (třiletá % změna)	Vývozní výkonnost v porovnání s vyspělými ekonomikami (pětiletá % změna)	Obchodní podmínky (pětiletá % změna)	Objem podílu na světovém vývozu (jednoletá % změna)	Produktivita práce (jednoletá % změna)	Index nominálních jednotkových nákladů práce (2010=100) (desetiletá % změna)	Výkonnost jednotkových nákladů práce – eurozóna (desetiletá % změna)	Index cen rez. nemovitostí (2010=100) – v nominálním vyjádření (třiletá % změna)	Bytová výstavba (% HDP)	Zadlužení soukromého sektoru, v nekonsolidovaném vyjádření	Páka ve finančním sektoru, v nekonsolidovaném vyjádření
BE	1,3	23,3	na	-0,1	-79,7	-3,5	216,0	-3,9	-0,1	-4,6	-3,0	2,2	1,0	22,6	6,0	2,9p	5,9	207,6	176,9
BG	1,5	21,1	0,8p	3,5	19,0	3,5	92,7	-5,7	-2,9	14,0	3,3	-3,3	1,2p	78,3p	54,1	-2,7p	1,6	137,5	452,2
CZ	2,0	25,0	2p	1,4	-7,1	2,4	76,3	-4,1	-10,1	1,5	-1,4	5,7	1,4	13,8	-2,2	1,0	3,2	85,1	503,5
DK	1,1	18,7	3,08ep	7,8	0,7	1,1	46,6	0,0	-1,4	-11,7	2,2	-0,6	0,3	27,6	8,2	4,9	4,0	227,6	173,6
DE	1,6	20,1	2,84ep	7,5	-6,7	0,2	40,1	-2,9	-0,1	-2,1	-2,6	0,8	0,7	13,0	-5,8	9,3p	5,9	108,9	395,5
EE	2,9	25,2	1,46p	2,2	-11,0	6,0	100,9	-2,1	3,1	33,0	0,2	-1,4	2,1	68,9	40,5	35,0	3,2	135,3	370,6
IE	5,2	19,3	na	3,8	-477,2	36,0	385,5	-2,8	-1,8	0,3	-3,7	8,9	3,4	-1,5	-3,9	2,1	2,2	284,2	78,2
EL	0,7p	11,6p	0,83p	-0,7	132,3	0,7	12,2	-3,2p	-5,6	-11,9	1,4p	4,3p	0,5p	10,3p	-5,5	-27,1e	1,0p	130,5	1083,8
ES	1,4p	19,6p	na	1,4	94,7	2,3	55,7	-2,9p	-0,6	-5,4	-7,8p	1,9p	0,4p	11,7p	-4,2	-22,3	4,4p	185,5	444,9
FR	0,2	21,7	2,26p	-0,8	38,1	0,3	41,8	-2,5	-0,7	-7,2	-1,6	-0,8	-0,1	20,3	1,7	-4,0	5,9	180,9	384,3
HR	-0,4	18,6	0,8	0,9	na	6,7	7,6	-4,0	-1,5	-12,4	0,8	3,1	-3,0	26,4	4,8	-17,7p	na	141,9	460,6
IT	-0,4	16,6	na	2,2	61,1	0,6	24,8	-2,6	0,4	-8,1	-4,5	-0,1	-0,5	21,0	4,6	-12,4p	4,7	121,2	754,3
CY	-2,5p	11,5p	na	-3,7	128,4	-5,1	710,3	-5,9p	0,0	-21,7	0,4p	-3,7	-0,6p	19,3p	-13,0	-8,7p	3,3p	349,8	116,8
LV	2,4	22,9	0,68p	1,2	31,4	2,7	54,4	-4,2	-1,3	17,3	0,0	-0,1	3,8	82,7	53,9	16,6	2,3	104,7	642,6
LT	3,0	18,9	1,02p	6,3	28,8	0,7	39,0	-5,9	-0,1	44,5	-0,8	-0,2	1,0	36,8	11,2	7,5	2,5	56,7	445,3
LU	4,1	18,6	na	3,5	-2204,6	200,0	6369,7	-4,5	0,8	18,8	0,9	3,6	1,5	36,6	17,8	14,2	3,4	402,7	63,6
HU	3,7	21,7	1,4	6,0	53,3	9,3	220,5	-6,1	-7,2	-9,1	-1,1	4,4	-0,9	26,5	10,0	-2,2	1,6	116,5	123,0
MT	3,5	18,9	0,85p	4,5	-325,7	1,6	1964,6	-15,8	0,7	-12,6	1,7	-3,5	-1,0	27,7	10,3	5,3	2,7	221,3	42,0
NL	1,0p	18,2p	na	10,6	41,5	5,3	547,8	-1,6p	1,3	-5,0	-1,8p	0,8p	1,2p	17,2p	-0,2	-11,6	3,1p	240,7p	118,9p
AT	0,4	22,4	2,99ep	1,8	20,1	1,9	80,2	-3,0	1,6	-10,0	-3,0	-1,1	-0,5	22,9	4,1	16,8	4,3	147,1	197,3
PL	3,3	19,6	na	0,4	37,2	3,1	50,7	-2,6	-1,7	12,0	-1,8	3,2	1,6p	20,0p	-1,0	-6,8	2,4	81,4	287,3
PT	0,9e	14,9e	na	2,0	104,4	5,4	69,5	-3,5e	-1,2	1,8	0,4e	0,7e	-0,5e	4,9e	-9,3	-5,0	2,3e	206,2	340,3
RO	2,8p	22,0p	na	2,2	29,8	1,9	41,9	-1,4p	-1,3	29,8	4,5p	4,9p	1,7p	72,7p	46,6	-8,9	na	63,3	388,9
SI	3,0	19,6	na	6,5	39,2	2,0	31,6	-4,1	0,4	-5,8	-4,5	2,6	2,5	21,2	3,0	-17,6	2,2	110,1	448,1
SK	2,5	20,9	0,9	1,1	27,0	0,0	65,6	-4,3	0,5	10,2	-3,5	0,4	1,1	19,7	4,3	-0,4	2,6	78,9	756,8
FI	-0,4	20,3	3,2	-0,8	46,2	5,5	53,1	-2,4	2,0	-18,8	-3,4	-3,9	0,4	29,9	10,1	3,2	5,6	172,9	368,4
SE	2,3	23,5	3,16p	6,1	54,3	-0,6	83,6	-1,4	-3,7	-3,6	-0,6	0,3	0,9	24,9	5,4	16,8	4,1	234,8	196,0
UK	2,9	16,9	1,72ep	-5,3	na	1,6	76,7	-0,7	10,2	-2,5	3,8	-1,4	0,7	21,8	6,3	15,8	3,8	161,3	765,1

Zkratky: e: odhad, p: prozatímní, na: údaje nedostupné

Poznámka: 1) Čistý zahraniční dluh LU byl revidován směrem dolů v reakci na revidované zacházení s eurobankovkami ve vnitrostátní platební bilanci či statistice investiční pozice vůči zahraničí. 2) Index cen rezidenčních nemovitostí e = zdroj: řecká centrální banka. 3) Úřední lhůta pro předání údajů o hrubých domácích výdajích na výzkum a vývoj za rok 2014 je 31. října 2015, zatímco údaje byly získány dne 26. října 2015.

Zdroj: Eurostat, Generální ředitelství pro hospodářské a finanční záležitosti (pro reálný efektivní směnný kurz) a údaje Mezinárodního měnového fondu, světový ekonomický výhled (cyklus o světovém vývozu).

Tabulka 2.1 (pokračování): Pomocné ukazatele, 2014

Rok 2014	Míra nezaměstnanosti (jednoletá % změna)	Míra ekonomické aktivity – % celkové populace ve věku 15–64 (%)	Míra dlouhodobé nezaměstnanosti – % aktivní populace ve věku 15–74 (%)	Míra nezaměstnanosti mladých lidí – % aktivní populace ve věku 15–24 (%)	Mladí lidé, kteří nejsou zařazeni do pracovního procesu ani do vzdělávání či odborné přípravy – % celkové		Osoby ohrožené chudobou nebo sociálním vyloučením – % celkové populace		Osoby ohrožené chudobou po sociálních dávkách – % celkové populace		Osoby trpící silnou materiální deprivací – % celkové populace		Osoby žijící v domácnostech s velmi nízkou intenzitou práce – % celkové populace ve věku 0–59	
					%	tříletá změna v procentních bodech	%	tříletá změna v procentních bodech	%	tříletá změna v procentních bodech	%	tříletá změna v procentních bodech	%	tříletá změna v procentních bodech
BE	0,3	67,7	4,3	23,2	12,0	0,2	21,2	0,2	15,5	0,2	5,9	0,2	14,6	0,8
BG	0,4p	69,0	6,9	23,8	20,2	-1,6	40,1b	-9,0b	21,8	-0,4	33,1b	-10,5b	12,1	1,1
CZ	0,6	73,5	2,7	15,9	8,1	-0,2	14,8	-0,5	9,7	-0,1	6,7	0,6	7,6	1,0
DK	0,8	78,1	1,7	12,6	5,8	-0,5	17,8b	-1,1b	11,9b	-1,1b	3,2	0,6	12,1	0,4
DE	0,9	77,7	2,2	7,7	6,4	-1,1	20,6	0,7	16,7	0,9	5,0	-0,3	10,0	-1,2
EE	0,8	75,2	3,3	15,0	11,7	0,1	na	na	na	na	6,2p	-2,5p	na	na
IE	1,7	69,8	6,7	23,9	15,2	-3,6	na	na	na	na	na	na	na	na
EL	0,1p	67,4	19,5	52,4	19,1	1,7	36,0	5,0	22,1	0,7	21,5	6,3	17,2	5,2
ES	0,9p	74,2	12,9	53,2	17,1b	-1,1b	29,2	2,5	22,2	1,6	7,1	2,6	17,1	3,7
FR	0,3	71,4	4,4	24,2	11,4b	-0,9b	18,6	-0,7	13,3	-0,7	4,8	-0,4	9,7	0,3
HR	2,7	66,1	10,1	45,5	19,3	3,1	29,3	-3,3	19,4	-1,5	13,9	-1,3	14,7	-1,2
IT	0,1	63,9	7,8	42,7	22,1	2,4	28,1p	-0,1p	19,6p	0,0p	11,5p	0,3p	12,0p	1,6p
CY	-1,9p	74,3	7,7	36,0	17,0	2,4	27,4	2,8	14,4	-0,4	15,3	3,6	9,7	4,8
LV	-1,3	74,6	4,7	19,6	12,0	-4,0	32,7	-7,4	21,2	2,2	19,2	-11,8	9,6	-3,0
LT	2,0	73,7	4,8	19,3	9,9	-1,9	27,3	-5,8	19,1	-0,1	13,6	-5,4	8,8	-3,9
LU	2,5	70,8	1,7	22,3	6,3	1,6	19,0	2,2	16,4	2,8	1,4	0,2	6,1	0,3
HU	4,6	67,0	3,7	20,4	13,6	0,4	31,1	0,1	14,6	0,8	23,9	0,8	12,2	0,0
MT	4,5	66,3	2,7	11,8	10,5	0,3	23,8	1,7	15,9	0,3	10,2	3,6	9,8	0,9
NL	-0,2p	79,0	3,0	12,7	5,5	1,2	16,5	0,8	11,6	0,6	3,2	0,7	10,2	1,3
AT	0,9	75,4	1,5	10,3	7,7	0,4	19,2	0,0	14,1	-0,4	4,0	0,0	9,1	0,5
PL	1,7p	67,9	3,8	23,9	12,0	0,5	24,7	-2,5	17,0	-0,7	10,4	-2,6	7,3	0,4
PT	1,4e	73,2	8,4	34,7	12,3	-0,3	27,5	3,1	19,5	1,5	10,6	2,3	12,2	3,9
RO	1,1p	65,7	2,8	24,0	17,0	-0,5	40,2	-0,1	25,4	3,2	26,3	-3,1	6,4	-0,3
SI	0,6	70,9	5,3	20,2	9,4	2,3	20,4	1,1	14,5	0,9	6,6	0,5	8,7	1,1
SK	1,4	70,3	9,3	29,7	12,8	-1,0	18,4	-2,2	12,6	-0,4	9,9	-0,7	7,1	-0,6
FI	-0,8	75,4	1,9	20,5	10,2	1,8	17,3	-0,6	12,8	-0,9	2,8	-0,4	10,0	0,0
SE	1,4	81,5	1,5	22,9	7,2	-0,3	16,9	0,8	15,1	1,1	0,7	-0,5	6,4	-0,5
UK	2,3	76,7	2,2	16,9	11,9	-2,3	na	na	na	na	na	na	na	na

Zkratky: b: konec časové řady; e: odhad; p: prozatímní; na: údaje nedostupné

Poznámka: 1) Mladí lidé, kteří nejsou zařazeni do pracovního procesu ani do vzdělávání či odborné přípravy: u ES změna v klasifikaci neformálních vzdělávacích činností; u FR jsou údaje za rok 2014 dále poznamenány změnami v dotazníku zavedeném v roce 2013 a začleněním francouzských zámorských departementů. 2) EE, IE a UK: Úřední lhůta pro předání údajů o osobách ohrožených chudobou nebo sociálním vyloučením za rok 2014 je 30. listopadu 2015, zatímco údaje byly získány dne 26. listopadu 2015.

Zdroj: Evropská komise, Eurostat.