



EVROPSKÁ
KOMISE

V Bruselu dne 24.11.2021
COM(2021) 741 final

**ZPRÁVA KOMISE EVROPSKÉMU PARLAMENTU, RADĚ A EVROPSKÉMU
HOSPODÁŘSKÉMU A SOCIÁLNÍMU VÝBORU**

Zpráva mechanismu varování 2022

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

{SWD(2021) 361 final}

OBSAH

Shrnutí	2
1. Makroekonomické souvislosti a vývoj nerovnováhy v eurozóně	8
2. Nerovnováha, rizika a korekce: hlavní vývojové tendence ve všech zemích	15
2.1. Přehled výsledků srovnávacího přehledu	15
2.2. Vnější sektor a konkurenceschopnost	17
2.3. Soukromý dluh a trhy s bydlením	28
2.4. Sektor vládních institucí	38
2.5. Finanční sektor	41
3. Shrnutí hlavních problémů a důsledky dohledu	47
4. Komentáře k jednotlivým členským státům	50
Příloha 1: Prognózy a analýzy aktuálních údajů u hlavních ukazatelů srovnávacího přehledu	83
Příloha 2: Srovnávací přehled postupu při makroekonomické nerovnováze	85

Tato zpráva mechanismu varování zahajuje jedenácté roční kolo provádění postupu při makroekonomické nerovnováze. Cílem tohoto postupu je odhalování, prevence a náprava nerovnováhy, která brání řádnému fungování ekonomik členských států, hospodářské a měnové unie nebo Unie jako celku, a dát podnět k nalezení vhodných politických řešení. Provádění postupu při makroekonomické nerovnováze je zakotveno v evropském semestru pro koordinaci hospodářských politik, aby byl zajištěn soulad s analýzami a doporučeními v rámci ostatních nástrojů ekonomického dohledu (články 1 a 2 nařízení (EU) č. 1176/2011).

Analýza zprávy mechanismu varování vychází z hospodářské analýzy srovnávacího přehledu vybraných ukazatelů, která je doplněna širším souborem pomocných ukazatelů, analytickými nástroji a hodnotícími rámci a dalšími relevantními informacemi, včetně nedávno zveřejněných údajů a prognóz. Tato zpráva mechanismu varování obsahuje posílené posouzení budoucích rizik pro makroekonomickou stabilitu a pro vývoj makroekonomické nerovnováhy. Zpráva mechanismu varování obsahuje rovněž analýzu důsledků makroekonomické nerovnováhy v členských státech pro celou eurozónu.

Zpráva mechanismu varování určuje, u kterých členských států by měl být proveden hloubkový přezkum, aby se posoudilo, zda jsou postiženy nerovnováhou, jež vyžaduje přijetí politických opatření (článek 5 nařízení (EU) č. 1176/2011). S přihlédnutím k diskusím o zprávě mechanismu varování s Evropským parlamentem, v Radě a v Euroskupině poté Komise vypracuje hloubkové přezkumy pro dotčené členské státy. Tyto hloubkové přezkumy budou zveřejněny na jaře 2022 a budou základem pro posouzení Komise ohledně existence a závažnosti makroekonomické nerovnováhy a pro identifikaci nedostatků politiky.

SHRNUTÍ

Tato zpráva mechanismu varování je druhou zprávou, která je ovlivněna pandemií COVID-19, neboť ekonomika se zotavuje z krize, která náhle a nečekaně udeřila v roce 2020. Pandemie COVID-19 způsobila výjimečně závažnou hospodářskou krizi. Po narušení v první polovině roku 2020 se rychle realizovala počáteční fáze hospodářského oživení, když se v celé Evropě uvolnila omezující opatření. Zavedení očkovacích látek znamenalo změnu ekonomického výhledu k lepšímu. I když rozdíly mezi členskými státy přetrvávají, úsilí o řešení bezprostředních dopadů ekonomického šoku již přináší výsledky. Úspěšné zavedení očkování doprovázené účinnou a cílenou strategií proti šíření viru přineslo od jara 2021 silnější oživení ekonomické aktivity a koordinace hospodářské politiky se zaměřila na položení základů pro solidní a inkluzivní oživení a lepší odolnost. Podle hospodářské prognózy Komise z podzimu 2021 se očekává, že většina členských států se do konce roku 2021 přiblíží předkrizovým úrovním produkce a příští rok se k nim zcela vrátí pouze několik zemí.

Pandemie zasáhla silně, jelikož u většiny případů nerovnováhy probíhal proces nápravy za příznivých makroekonomických podmínek a zároveň se objevila nová rizika spojená s příznaky přehřívání. Trvalé období hospodářského růstu po většinu posledního desetiletí usnadnilo postupnou nápravu nerovnováhy. Ta souvisela s vysokými poměry soukromého a veřejného dluhu k HDP, které byly dědictvím celosvětové finanční krize i důsledkem jejich nahromadění před touto krizí. Rovněž byly napraveny velké schodky běžného účtu nebo nadměrný růst úvěrů, což vedlo k postupnému snižování vnějšího zadlužení a posílení bankovních systémů. V posledních letech došlo po kontinuálním hospodářském růstu ke zmnožení problémů a rizik spojených s náznaky přehřívání v některých odvětvích v některých zemích, zejména na úrovni cen bytových nemovitostí a nákladové konkurenceschopnosti, a to převážně v zemích, kde byl hospodářský růst rychlejší.

Pandemie přerušila snižování poměru dluhu k HDP, zatímco růst cen bydlení se zrychlil, což naznačuje celkové zhoršení makroekonomických rizik. Případy nerovnováhy související s vysokým veřejným a soukromým dluhem se zhoršily v důsledku prudkého poklesu HDP a fiskálního dopadu nezbytných opatření přijatých za účelem řešení krize COVID-19, ochrany výrobních kapacit a omezení dopadu na zaměstnanost a sociální oblast. Ceny bytových nemovitostí, které již byly velmi vysoké, se dále rychle zvyšovaly a představují riziko v několika zemích, zejména tam, kde jsou doprovázeny výrazným nárůstem hypotečního dluhu. Díky silnému kapitálovému poměru a vysokým rezervám v oblasti likvidity byly banky schopny i nadále poskytovat úvěry ekonomice. V bankovním sektoru by se však mohly projevit sekundární účinky, jelikož ochranná opatření jsou zrušena a v ekonomice působí dlouhodobý dopad pandemie na solventnost podniků. Účty nerezidentů se zhoršily v zemích závislých na příjmech z přeshraničního cestovního ruchu. Intenzivnější politická podpora pomohla zabránit zvýšení nezaměstnanosti a stabilizovat příjmy domácností. S pokračujícím oživením se v některých zemích objevuje nedostatek pracovních sil a tlaky na náklady a v řadě zemí se počítá s podstatným zvyšováním mezd.

Rychlá a koordinovaná politická reakce zmírnila dopad pandemie na ekonomiku a Nástroj pro oživení a odolnost poskytuje jedinečnou příležitost, jak vyjít z krize silněji. Obecná úniková doložka Paktu o stabilitě a růstu byla aktivována ihned po vypuknutí pandemie a podpořila vnitrostátní fiskální opatření. Dohoda o dočasném rámci státní podpory umožnila členským státům využít plnou flexibilitu stanovenou v pravidlech pro státní podporu. Evropský nástroj pro dočasnou podporu na zmírnění rizik nezaměstnanosti v mimořádné situaci (SURE) pomohl ochránit pracovní místa. Vlády poskytly bezprecedentní fiskální a politickou podporu a Evropská centrální banka (ECB) zavedla širokou škálu opatření k zachování finanční stability a zajištění hladkého fungování finančních trhů. Účinné provádění reforem a investice do plánů pro oživení a odolnost pomohou podpořit trvalé oživení, posílit odolnost a urychlit ekologickou a digitální transformaci EU. Provádění plánů pro oživení a odolnost může napomoci snížit nerovnováhu a zmírnit makroekonomická rizika. Plány poskytují jedinečnou příležitost k tomu, aby členské státy nejvíce postižené krizí COVID-19 dosáhly trvalého a rychlejšího růstu, čímž se podpoří tvorba pracovních míst, zlepší udržitelnost dluhu a napomůže k obnově rovnováhy evropského hospodářství jako celku.

Horizontální analýzu uvedenou ve zprávě mechanismu varování lze shrnout takto:

- **Krise COVID-19 dočasně ovlivnila vnější pozice, ale nijak zásadně nezměnila trendy běžných účtů.** Země, v nichž významnou roli hraje odvětví přeshraničního cestovního ruchu, obecně zaznamenaly výrazný nárůst schodků běžného účtu nebo snížení svých mírných přebytků. Očekává se, že tato situace se postupně napraví s obnovou cestování. Některé z velkých přebytků běžného účtu se v roce 2020 mírně snížily, čímž se běžný účet eurozóny jako celku dostal do souladu se základními veličinami. Údaje za první pololetí roku 2021 však ukazují výrazný nárůst přebytku běžného účtu eurozóny, který je způsoben především vyšší bilancí obchodu se službami. Podle současných prognóz se běžný účet eurozóny vrátí v roce 2021 na úroveň roku 2019, což je výsledkem nadále utlumené domácí poptávky. K největším změnám v běžných účtech došlo obecně ve složení: ve všech členských státech zvýšil soukromý sektor svou čistou úsporu, zatímco čistá úvěrová pozice vládního sektoru se v důsledku dopadu pandemie COVID-19 a opatření přijatých k jejímu zmírnění výrazně snížila. Několik členských států s velkou zápornou čistou investiční pozicí vůči zahraničí zaznamenalo v roce 2020 zhoršení svých běžných účtů, ale předpokládá se, že dopad na jejich poměr čisté investiční pozice vůči zahraničí k HDP se postupně zvrátí.
- **Narušení ekonomické aktivity v roce 2020 vedlo k velkému zvýšení jednotkových nákladů práce, které by se díky oživení měly částečně vrátit na původní hodnoty, avšak v řadě případů se objevuje nedostatek pracovních sil a tlak na náklady.** Jednotkové náklady práce v celé EU v důsledku stabilního počtu zaměstnaných osob vzrostly, a to navzdory prudkému poklesu produkce, což umožnily různé veřejné iniciativy na udržení pracovních míst, zejména režimy zkrácené pracovní doby, které upřednostňovaly snížení počtu odpracovaných hodin před mírou zaměstnanosti. Tyto účinky se odrážejí v dočasném snížení celkové produktivity práce v roce 2020. S oživením se produktivita zvyšuje a částečně kompenzuje ztráty jednotkových nákladů práce. V některých zemích však růst mezd zrychluje a někdy znovu vykazuje trendy z doby před pandemií. Situace na trhu práce se však v jednotlivých odvětvích a zemích liší, a ačkoli se v některých případech zaměstnanost obecně vrátila na úroveň před krizí, v jiných případech přetrvávají značné rozdíly. V některých případech může nárůst přerozdělování mezi pracovními místy, podniky a odvětvími dále napomáhat v oživení a může vést k určitým trvalým změnám ve výrobní kapacitě zemí. V některých jiných případech se objevuje nedostatek pracovních sil, zejména v zemích, které byly krizí zasaženy méně, a sice v důsledku vyšší poptávky. V kombinaci s dalšími faktory, jako jsou rychle rostoucí ceny energií, se může tlak na náklady stát významným a představovat riziko do budoucna.
- **Řada politických opatření zachovala během krize pracovní místa a výrobní kapacitu, jelikož podpořila likviditu a solventnost soukromého sektoru.** Podpůrná opatření, jako jsou moratoria na splácení dluhu a vládní záruky za úvěry, pomohla zabránit tomu, aby se nedostatek likvidity v soukromém sektoru na začátku krize COVID-19 transformoval do problémů se solventností. Moratoria umožnila zpoždění při splácení dluhu a zvýšila nominální dluh a související úrokové zatížení. V důsledku postupného ukončování uvedených opatření se mohou vyskytnout potíže se splácením, zejména v odvětvích, která byla krizí zasažena více, a u podniků, které byly zranitelné již dříve. V mnoha zemích byl nárůst půjček u podniků i domácností doprovázen zvýšenými čistými úsporami.
- **Zadluženost podniků se v roce 2020 ve většině zemí EU zvýšila, někdy prudce.** Nové výpůjčky na pokrytí náhlých ztrát příjmů a nedostatku likvidity v důsledku pandemie přispěly ke zvýšení poměru dluhu podniků k HDP nad rámec dopadu prudké recese. Zatímco výrazně zvýšené čisté úvěrové toky přetrvávaly do začátku roku 2021, jejich nedávné zmírnění by mohlo být známkou nižší poptávky, která by mohla souviset s tím, že podniky využívají nahromaděnou likviditu, nebo s nižší nabídkou úvěrů.
- **S pokračujícím oživením se zvýšil objem půjček domácností.** V roce 2020 byl vyšší poměr dluhu domácností k HDP způsoben především velkým poklesem HDP. Úvěrové toky na vrcholu pandemie byly utlumené, zejména v důsledku prudkého poklesu spotřebitelských úvěrů. Mnoho zemí zároveň zaznamenalo nárůst hypotečních úvěrů v důsledku intenzivní aktivity na trzích s nemovitostmi a rychle se zvyšujících cen bytových nemovitostí. Od začátku roku 2021 vzrostly v souvislosti s oživením čisté úvěrové toky v několika zemích.

- **Krise COVID-19 a opatření, která vlády přijaly k jejímu zmírnění, měly významný dopad na veřejné zadlužení.** Zásadní rozsáhlá podpora, kterou vlády poskytly, přispěla k částečnému odvrácení nepříznivého ekonomického dopadu pandemie od domácností a podniků a k ochraně potenciálu pro zaměstnanost a růst. Poměr veřejného dluhu k HDP se více zvýšil v zemích neúměrně postižených recesí, zejména v důsledku jejich odvětví cestovního ruchu. Očekává se, že s oživením se poměr dluhu k HDP stabilizuje a v některých případech již začal klesat, ale obecně vycházejí vlády z této krize s jasně vyšším zadlužením. Příznivá orientace fiskální politiky a opatření měnové politiky se vzájemně posilují, aby zůstala zachována důvěra a stabilita. Úvěrové podmínky pro vlády zůstaly příznivé i přes zvýšené potřeby financování, a to jak kvůli opatřením měnové politiky, tak kvůli dlouhodobým faktorům, jako je přebytek úspor nad investicemi v eurozóně. S ohledem na vývoj inflace se mírně zvýšily náklady na výpůjčky, ale celkově zůstávají nízké. V některých členských státech mimo eurozónu s pohyblivými směnnými kurzy se náklady na výpůjčky zvýšily o něco více. Některé z těchto zemí mají velký podíl dluhu denominovaný v cizí měně nebo relativně krátkou splatnost dluhu.
- **Během pandemie dále zrychlil nárůst cen bydlení.** Po letech nárůstu se ceny bytových nemovitostí v roce 2020 a v první polovině roku 2021 dále zvyšovaly a dosáhly nejrychlejšího tempa růstu od celosvětové finanční krize. V různých zemích EU existuje riziko nadhodnocení. To vyvolává obavy zejména v případě vysokého nebo rychle rostoucího zadlužení domácností. Tento růst cen bytových nemovitostí způsobila celá řada faktorů, které stimulují poptávku a omezují nabídku. Problémy s nabídkou existovaly již před pandemií a omezení volného pohybu osob je dočasně ještě zhoršilo. Pandemie mohla vést k určitým strukturálním změnám v poptávce po bydlení, neboť přechod na práci na dálku může změnit zeměpisné preference. Podmínky financování byly akomodativní a celkově budou pravděpodobně i nadále podporovat zvýšenou poptávku po bydlení, zatímco příjmy domácností, které se s oživením zvyšují, budou pravděpodobně dále napomáhat k růstu cen bytových nemovitostí.
- **Bankovní sektor si udržel silný kapitálový poměr, avšak ziskovost v roce 2020 oslabila a plný dopad krize na rozvahy bank může být patrný až se zpožděním.** Podmínky v bankovním sektoru se od celosvětové finanční krize výrazně zlepšily a kapitálové rezervy vytvořené v letech před pandemií a kapitálový poměr se v roce 2020 dále zvýšily, mimo jiné díky dočasným regulačním limitům pro výplatu dividend. Dopad krize COVID-19 na bankovní sektor byl omezený díky tomu, že po finanční krizi bylo toto odvětví posíleno, a díky rozsáhlým dočasným politickým opatřením, jako jsou úvěrové záruky, moratoria na splácení dluhu nebo dočasné regulační zmírnění. Objem úvěrů se selháním se v roce 2020 nadále snižoval, zejména v zemích, kde byl jejich objem značný a kde se banky zbavily znehodnocených aktiv z dřívější doby. Přetrvává však dlouhodobý problém nízké ziskovosti. Plný dopad krize na kvalitu aktiv, ziskovost a kapitálové rezervy se navíc může projevit i poté, co budou zrušena politická opatření. Měla by se pečlivě sledovat potenciální zpětná vazba mezi bankami, státy a podnikovým sektorem.

Přestože dopad pandemie zmírnila rozhodná politická opatření, pandemie prohloubila rozdíly mezi zeměmi eurozóny. Ekonomický dopad pandemie COVID-19 se nejvýrazněji projevil u členských států s významným odvětvím přeshraničního cestovního ruchu, což u nich vedlo k rozdílným dopadům na zaměstnanost a růst. Jelikož se tyto země rovněž vyznačovaly relativně vysokým veřejným, soukromým nebo zahraničním zadlužením, vedlo to k většímu rozptýlení zadlužení v rámci eurozóny. Některé z těchto trendů souvisejí s dočasnými faktory, jako je dopad cestovních omezení, ale navzdory úspěchu rozhodných politických opatření při zmírňování ekonomických a sociálních rozdílů hrozí, že krize bude mít dlouhodobé následky a tyto rozdíly prohloubí.

V eurozóně jako celku přetrvává vysoký přebytek běžného účtu, což je známkou toho, že existuje prostor pro udržení obnovy na souhrnné úrovni eurozóny. To by rovněž přispělo k rychlejšímu snižování nerovnováhy. Běžný účet za celou tuto oblast se dočasně snížil na úroveň blízkou se jejím základním veličinám, ale předpokládá se, že se vrátí na úroveň před krizí, tj. na úroveň převyšující fundamentální veličiny. Výsledky na úrovni členských států se velmi výrazně liší. Obnovení vnější rovnováhy v eurozóně je o to důležitější vzhledem k omezenému prostoru pro další měnovou podporu k udržení poptávky.

S ohledem na vzájemné propojení ekonomik eurozóny je zapotřebí vhodné kombinace makroekonomických politik napříč členskými státy, aby se udrželo oživení a zároveň se odstranila nerovnováha a bylo možné řešit nově vznikající rizika. Hospodářský růst v zemích eurozóny, které jsou čistými věřiteli, a to i za příznivých podmínek poptávky, by byl přínosný nejen pro tyto země samotné, ale i pro země, které jsou čistými dlužníky, jelikož vyšší růst v eurozóně podporuje růst a snižování páky, jakož i zlepšení vnějších pozic v této druhé skupině zemí. V tomto ohledu by pomohlo, kdyby byla mimořádná politická podpora zavedená během krize rušena postupně a byl poskytnut čas potřebný k přizpůsobení. Výrazné a trvalé zlepšení produktivity a konkurenceschopnosti v zemích, které jsou čistými dlužníky, by rovněž přispělo k obnovení vnější rovnováhy a pomohlo by zmírnit dluhovou zátěž. Účinné využívání nástrojů zavedených na úrovni eurozóny a EU spolu s účinným prováděním nezbytných reforem a investic by pomohlo posílit trvalé oživení a odolnost, mimo jiné prostřednictvím řešení nerovnováhy a nově vznikajících rizik. Zásadní význam bude mít to, aby financování z nástroje Next Generation EU a víceletého finančního rámce bylo plně absorbováno a nasměrováno k co nejproduktivnějšímu využití. Tím by se maximalizoval ekonomický dopad těchto prostředků a napomohlo by se vyrovnanému růstu.

Plný dopad pandemie na nerovnováhu bude zřetelný až se zpožděním, jelikož svou roli mohou sehrát sekundární účinky. Na straně podniků přetrvávají finančně zranitelné oblasti v důsledku čerpání vlastního kapitálu v důsledku dlouhotrvajících ztrát a vysokých dluhů. Některé podniky by mohly být ovlivněny strukturálními změnami, které vyžadují úpravy jejich obchodních modelů. Ukončení platnosti podpůrných opatření může vést ke zvýšení počtu úvěrů se selháním a úpadků, přinejmenším v odvětvích nejvíce postižených krizí COVID-19 a mezi podniky, které byly zranitelné již před krizí. Může trvat určitou dobu, než se tento efekt projeví, v závislosti na typech úlev, které mohou být nabídnuty dlužníkům, kteří by jinak byli v platební neschopnosti. Schopnost insolvenčních řízení vyrovnat stávající znehodnocení je důležitá pro zajištění toku nových úvěrů do ekonomiky. Poskytování záruk za podnikové úvěry vládou pomáhá zachovat životaschopné právnické osoby, ale pokud by k němu docházelo ve značném objemu, mohlo by rovněž vést ke zpětné vazbě mezi sektorem podniků a sektorem vládních institucí, což by mělo dopad i na banky. Hrozí, že nedostatky v rozvahách podniků budou mít dopad na trh práce, a potažmo i na schopnost některých domácností splácet své úvěry. Silný nárůst hypotečních úvěrů je dalším rizikovým faktorem, zejména v případě korekcí na trzích s bydlením. Stejně tak další zhoršení cenové situace u komerčních nemovitostí by mohlo oslabit i finanční sektor.

Vývoj nerovnováhy bude ovlivněn podmínkami financování. Prostředí s nízkými úrokovými sazbami umožnilo vládám, podnikům a domácnostem zvýšit dluh, a tím zmírnit dopad pandemie a ochránit pracovní místa a výrobní kapacitu. Zvýšení úrokových sazeb by zvýšilo náklady na financování dluhu jak ve veřejném, tak v soukromém sektoru, čímž by se zvýšila rizika tam, kde jsou potřeby financování vysoké. Inflation se od začátku roku 2021 výrazně zvýšila v eurozóně i v mnoha dalších vyspělých ekonomikách. I když se zdá, že rozhodující faktory tohoto růstu inflace, včetně prudkého nárůstu cen energií, jsou převážně přechodné, existuje riziko, že budou přetrvávat delší dobu. Dokud nedojde ke zpřísnění podmínek financování, může vyšší inflace snížit dluhové zatížení. Vlekly růst inflace by však mohl vést k přísnějším podmínkám financování a vyšším nákladům na výpůjčky.

Vývoj na trzích s bydlením je nutno pečlivě sledovat. Vysoké ceny bytových nemovitostí představují riziko, zejména ve spojení s vysokým zadlužením domácností, které je doprovázeno nejistými změnami na trhu práce. To představuje riziko pro schopnost domácností dodržovat jejich hypoteční závazky. Zvýšené úrokové sazby by mohly vyvíjet další tlak na schopnost splácet hypotéky, což by mělo vedlejší účinky na bankovní sektor. Další zvyšování cen během pokračujícího oživení by mohlo přispět k mzdovým tlakům a vést k vyšší úrovni hypotečních úvěrů. Cenová dostupnost bydlení se v posledních letech zhoršila, což může vést k nepříznivým makroekonomickým důsledkům spojeným s nižší soukromou spotřebou a pracovní mobilitou a k odklonu úvěrů od investic zvyšujících produktivitu.

Snížení vysoké úrovně veřejného i soukromého dluhu zásadně závisí na tom, zda se oživení transformuje do stabilního růstu, což vyžaduje produktivní investice. Stabilní oživení závisí na příznivé orientaci politik a na dobře načasovaném ukončení mimořádné politické podpory zavedené během krize. Stabilní hospodářský růst závisí na posílení ekonomické a sociální odolnosti a k tomu je nutné provést odpovídající reformy a investice. Ke stimulaci růstu ve střednědobém horizontu a k podpoře strukturálních transformací, které jsou nezbytné k uskutečnění ekologické a digitální transformace v souvislosti s demografickými změnami, jsou zapotřebí investice zvyšující produktivitu. To

je o to důležitější, že řada zemí se vyznačuje vysokým veřejným a soukromým dluhem a relativně nízkým potenciálním růstem, což ztěžuje snižování vysoké míry zadlužení. V situaci, kdy je veřejný dluh vysoký, je třeba zlepšit složení výdajů a příjmů, aby se vytvořil prostor pro realizaci veřejných investic, jelikož snižování páky na základě důvěryhodné strategie fiskální korekce je rovněž nezbytné k zajištění prostoru pro řešení případných budoucích krizí. Zároveň i soukromé investice mohou být bržděny potřebou podniků snižovat zadluženost. Účinné provádění plánů pro oživení a odolnost hraje důležitou úlohu při podpoře veřejných a soukromých investic, jelikož pomáhá překonat dlouhodobý dopad pandemie a otevírá cestu k silnějšímu růstu a odolnosti. Nový Nástroj pro oživení a odolnost v kombinaci s evropskými strukturálními a investičními fondy podpoří oživení založené na rozsáhlých investicích a díky efektivnímu využívání těchto prostředků bude hospodářství EU udržitelnější, inkluzivnější, odolnější a lépe připravené na ekologickou a digitální transformaci v souladu s odpovídajícími cíli Unie.

Pandemie zdůraznila pozitivní úlohu proticyklické diskreční fiskální politiky, podpůrných měnových politik a evropské koordinace v reakci na hospodářskou krizi. Krize COVID-19 ukázala, že významné diskreční fiskální reakce mohou účinně zmírnit bezprostřední dopad velkého otřesu a úspěšně připravit půdu pro rychlé oživení. Okamžité vnitrostátní fiskální úsilí bylo podpořeno využitím flexibility, která je již k dispozici v regulačních rámcích EU. Společná reakce posílila důvěru. Opatření měnové politiky přispěla k zachování příznivých podmínek financování v průběhu pandemie pro všechna odvětví hospodářství, podpořila ekonomickou aktivitu a zajistila střednědobou cenovou stabilitu. Vzájemně se posilující účinky fiskální a měnové politiky mají zásadní význam pro zmírnění dopadu krize a podporují oživení. Očekává se sice, že měnová politika zůstane v nadcházejících letech akomodativní, prostředí s nízkými úrokovými sazbami a nedávný nárůst inflace však omezují možnost dalšího měnového uvolňování. Fiskální politika tak může vyžadovat zachování stabilizační úlohy, pokud vyvstanou rizika nepříznivého vývoje, zatímco obezřetná rozpočtová politika v normálních dobách zajišťuje důvěru v účinnost rozpočtové politiky v dobách krize.

Zásadní význam má i nadále předcházení makroekonomické nerovnováhy a její náprava. Za prvé, nedostatečné hospodářské oživení by mohlo způsobit prudký nárůst úpadků podniků, což by vedlo ke ztrátě pracovních míst i k častějším žádostem o krizové záruky za podnikové úvěry a ke snížení investic. Za druhé by nepříznivý hospodářský vývoj mohl posílit vazby mezi státy a bankami. Za třetí, rostoucí ceny aktiv a bytových nemovitostí by mohly zvýšit zranitelnost sektoru domácností v důsledku neudržitelného růstu cen aktiv. Tato rizika mohou nepříznivě ovlivnit udržitelnost veřejného dluhu a omezit možnosti fiskální politiky pro reakci na budoucí problémy. Řešení nárůstu zranitelných míst rovněž pomůže upevnit oživení a posílit dlouhodobý růst. Podobnější hospodářské struktury a synchronizovanější obchodní cykly přispějí ke zvýšení účinnosti společné měnové politiky.

Podporou oživení založeného na rozsáhlých investicích přispěje Nástroj pro oživení a odolnost k makroekonomické stabilitě. Díky účinnému provádění plánů pro oživení a odolnost bude hospodářství EU udržitelnější, inkluzivnější, odolnější a lépe připravené na ekologickou a digitální transformaci. Jejich provádění také pomůže zmírnit riziko rozdílů v rámci EU, neboť granty Nástroje pro oživení a odolnost jsou zaměřeny na členské státy s nižším HDP na obyvatele a vyšší nezaměstnaností, které byly krizí COVID-19 nejvíce zasaženy. Na rozdíl od období po celosvětové finanční krizi navíc podpoří oživení po pandemii i vyšší veřejné investice. Granty Nástroje pro oživení a odolnost budou financovat vysoce kvalitní investiční projekty a umožní reformy zaměřené na zvýšení produktivity, aniž by to vedlo k vyššímu schodku veřejných financí a vyšší míře zadlužení. Odhaduje se, že tyto granty a další zdroje financování EU posílí v letech 2021 a 2022 veřejné investice v členských státech v průměru přibližně o 0,5 % HDP ročně.

Předcházení makroekonomické nerovnováhy a její náprava zvyšuje schopnost členských států reagovat na otřesy a podporuje hospodářskou konvergenci. Řešení nárůstu nerovnováhy nebo předcházení tomuto nárůstu pomůže upevnit oživení a posílit dlouhodobý růst. Země se stávající nerovnováhou musí obnovit své tempo nápravy z doby před pandemií s pomocí politik na podporu potenciálního růstu. Snížení nerovnováhy může rovněž vést k pozitivním vedlejším účinkům v jiných zemích. Hlubší hospodářská a finanční integrace a synchronizovanější obchodní cykly přispějí ke zvýšení účinnosti společné měnové politiky, zejména u členů eurozóny, a umožní jí lépe reagovat na budoucí problémy.

Tato zpráva mechanismu varování dospěla k závěru, že hloubkové přezkumy jsou opodstatněné u 12 členských států: Chorvatska, Kypru, Francie, Německa, Řecka, Irska, Itálie, Nizozemska, Portugalska, Rumunska, Španělska a Švédska. Tyto členské státy byly předmětem hloubkového přezkumu v předchozím ročním cyklu provádění postupu při makroekonomické nerovnováze a mělo se za to, že se potýkají s nerovnováhou (Chorvatsko, Francie, Německo, Irsko, Nizozemsko, Portugalsko, Rumunsko, Španělsko a Švédsko) nebo nadměrnou nerovnováhou (Kypr, Řecko a Itálie). Nové hloubkové přezkumy posoudí, jak se uvedená nerovnováha vyvíjela, analyzují její závažnost, vývoj a politickou reakci členských států, aby bylo možné aktualizovat stávající posouzení a vyhodnotit případné další politické potřeby. Oddíl 3 obsahuje shrnutí vývoje této nerovnováhy a oddíl 4 podrobněji rozvádí informace o jednotlivých zemích.

Kromě toho řada členských států, které v předchozím kole předmětem hloubkového přezkumu nebyly, vykazuje vývoj, který si zasluhuje zvláštní pozornost. Na Slovensku dochází k silnému růstu cen bytových nemovitostí a k trvalému, i když zpomalujícímu nárůstu objemu půjček domácností. Vývoz je výrazně koncentrován v několika konkrétních odvětvích a došlo ke ztrátě nákladové konkurenceschopnosti, avšak podíly na vývozních trzích dosud nebyly nepříznivě ovlivněny. V případě **Maďarska** je třeba věnovat pozornost interakci mezi vládními půjčkami a vnějším financováním v souvislosti s významnou expozicí dluhu v cizí měně. Růst cen bytových nemovitostí byl značný. Tlaky na nákladovou konkurenceschopnost se zvyšují, ale podíly na vývozních trzích dosud nebyly nepříznivě ovlivněny.

Je rovněž třeba sledovat vývoj rizik v jiných členských státech, která v mnoha případech souvisejí s trhy s bydlením. V případě Dánska a Lucemburska se vývoj na trhu s bydlením vyznačuje nahromaděním rizik. Ačkoli změna preferencí, příznivé finanční podmínky a omezení nabídky mohou růst cen bytových nemovitostí zadržet, nelze vyloučit riziko korekce směrem dolů s možnými důsledky pro širší ekonomiku. Česko se vyznačuje silným růstem cen bytových nemovitostí a přetrvávajícími ztrátami nákladové konkurenceschopnosti, které byly již několik posledních let významné. Na Maltě představuje obzvláště zranitelná místa rostoucí soukromý dluh spolu s nedostatky insolvenčního rámce. Sledování a dohled by se měly důkladně zaměřit na vývoj v těchto šesti členských státech a zjistit, zda je tento vývoj v souladu s makroekonomickou stabilitou a zda k ní přispívá. Rovnováha rizik v současné době nevyvolává potřebu hloubkového přezkumu. Oddíl 4 obsahuje další informace o vývoji v jednotlivých zemích.

1. MAKROEKONOMICKÉ SOUVISLOSTI A VÝVOJ NEROVNOVÁHY V EUROZÓNĚ

Ekonomický kontext

Tato zpráva mechanismu varování byla vypracována v ekonomickém kontextu pandemie COVID-19. V důsledku pandemie došlo nejprve k prudké recesi, jelikož omezující opatření proti šíření viru měla v roce 2020 výrazný dopad na ekonomickou aktivitu. Výsledkem bylo v roce 2020 snížení HDP o 5,9 % v EU a o 6,4 % v eurozóně se značnými rozdíly mezi jednotlivými zeměmi. Některé země zaznamenaly pokles v řádu dvojmístných čísel nebo ještě vyšší a u jiných byla recese jen mírná. Zlepšující se zdravotní situace umožnila od druhého čtvrtletí roku 2020 zmírňovat omezení a začít s hospodářským oživením. Jednotlivé vlny pandemie vedly k nerovnoměrnému oživení, které trvalo až do začátku roku 2021. Zavedení očkování spolu s účinnou a cílenou strategií proti šíření viru a rozsáhlými opatřeními veřejné podpory umožnily od jara 2021 vyšší mobilitu a větší oživení ekonomické aktivity, než se očekávalo. Hospodářská prognóza Komise z podzimu 2021 obecně předpokládá, že HDP v EU i eurozóně se v roce 2021 sníží o 5 % a v roce 2022 o 4,3 %. Předpokládá se, že většina členských států se do konce roku 2021 přiblíží předkrizovým úrovním produkce a příští rok se k nim zcela vrátí pouze několik zemí (graf 1.1 a).⁽¹⁾

Přestože dopad zmírnila rozhodná politická opatření, prohloubily se rozdíly mezi zeměmi eurozóny. Jedná se o důsledek nerovnoměrného dopadu pandemie a rozdílů v hospodářských strukturách. Omezení měla nepříznivější dopad na služby, v nichž dochází k častým kontaktům, než na výrobu. To vedlo k velkým rozdílům v hospodářské výkonnosti jak v rámci jednotlivých zemí, tak mezi nimi. Země, v nichž významnou roli hraje odvětví přeshraničního cestovního ruchu a které byly obzvláště postiženy omezením pohybu osob, zaznamenaly pokles HDP výraznější než průměr, spolu s výrazným zhoršením svých účtů nerezidentů. Jedná se o Řecko, Portugalsko a Španělsko. Recese rovněž tvrdě zasáhla země s vysokým domácím dluhem, jako je Francie a Itálie (viz graf 1.1 b). Jsou to také země s nejvyšším soukromým, veřejným nebo zahraničním zadlužením v EU. Předpokládá se, že v některých z těchto zemí bude oživení pomalejší.

Výjimečná politická reakce měla zásadní význam pro zmírnění dopadu krize COVID-19 a pro podporu oživení a zároveň měla příznivý dopad na makroekonomickou stabilitu. Vlády poskytly bezprecedentní fiskální podporu na ochranu pracovních míst a příjmů a na podporu podniků, čímž snížily riziko úpadků podniků. Byla poskytnuta moratoria na platbu daní a splácení dluhů domácnostmi a podniky a poskytovaly se vládní záruky na bankovní úvěry. V důsledku toho byl hrubý disponibilní příjem domácností v roce 2020 v celé EU v podstatě stejný, a to i přes výraznou recesi. Míra nezaměstnanosti v EU vzrostla pouze o 0,4 procentního bodu a úpadky podniků byly velmi omezené, jelikož velkou část tohoto dopadu absorbovaly vlády.

Na úrovni EU došlo k bezprecedentní koordinaci politické reakce. Obecná úniková doložka Paktu o stabilitě a růstu byla aktivována ihned po vypuknutí pandemie a podpořila fiskální opatření. Dohoda o dočasném rámci státní podpory umožnila členským státům využít plnou flexibilitu stanovenou v pravidlech pro státní podporu. Evropský nástroj pro dočasnou podporu na zmírnění rizik nezaměstnanosti v mimořádné situaci (SURE) ochránil trhy práce. Investiční iniciativy pro reakci na koronavirus (CRII a CRII+) a iniciativa REACT-EU mobilizovaly a doplnily prostředky politiky soudržnosti na pomoc odvětví veřejného zdraví, podnikům a nejzranitelnějším skupinám obyvatel. Evropský mechanismus stability a Evropská investiční banka zpřístupnily různé finanční nástroje. Díky účinnému provádění reforem a investic pomůže Nástroj pro oživení a odolnost hospodářství EU, aby se stalo udržitelnějším,

⁽¹⁾ Evropská komise, Evropská hospodářská prognóza, podzim 2021, Institutional Paper 160, listopad 2021. Viz též Croitorov O. et al. (2021), „The macroeconomic impact of the COVID-19 pandemic in the euro area“ *Quarterly Report on the Euro Area*, GR ECFIN, Evropská komise, svazek 20, č. 2, část I.

inkluzivnějším, odolnějším a bylo lépe připravené na ekologickou a digitální transformaci v souladu s odpovídajícími cíli Unie.

Společná reakce globální měnové politiky vedla k akomodativním podmínkám financování. Evropská centrální banka (ECB) zavedla širokou škálu opatření k zachování finanční stability a zajištění hladkého fungování finančních trhů. Poskytla bankám dodatečnou likviditu, zmírnila požadavky na zajištění a uskutečnila významné další nákupy aktiv veřejného a soukromého sektoru. Akomodativní orientace měnové politiky podpořila příznivou náladu na finančních trzích, pomohla zabránit zamrznutí úvěrového trhu a ocenění na mnoha akciových trzích a trzích s dluhopisy přesáhla úroveň před pandemií. Spolu s dlouhodobějšími faktory, včetně přebytku úspor nad investicemi v eurozóně, zajistila vysoká tržní likvidita nízké náklady na vládní půjčky, v některých případech dokonce nižší než před začátkem krize, a spready v rámci eurozóny se snížily. Očekávání silného oživení přispělo k pozitivní náladě na trzích, která se ještě zlepšila díky průlomům ve vývoji očkovacích látek na podzim 2020.

Podmínky financování zůstávají na historicky nízkých úrovních, ale náznaky jejich zpřísnění by měly být sledovány. Ačkoli výnosy státních dluhopisů v roce 2021 mírně vzrostly, obvykle zůstávají výrazně pod historickým průměrem. Vlády s nejsilnějším ratingem mají u svých dluhů záporné nebo téměř nulové úrokové sazby, zatímco v řadě členských států, zejména mimo eurozónu, došlo k určitému nárůstu. Na trzích s podnikovými dluhopisy byly podmínky financování mírné, ačkoli se mírně zpříšňovaly, a sazby bankovních úvěrů byly v EU na rekordně nízké úrovni nebo se jí blížily. Euro ve druhé polovině roku 2020 před mírným oslabením posilovalo, což odrážely měny několika zemí mimo eurozónu.

Inflace se v roce 2021 zvýšila, ale očekává se, že její nárůst bude převážně přechodný. Celková inflace v eurozóně vzrostla v posledních měsících na desetileté maximum, přičemž inflace během posledních téměř deseti let byla pod cílovou hodnotou. V řadě členských států mimo eurozónu byla inflace vyšší než cílová hodnota. K tomuto nárůstu významně přispěl růst cen energií, přičemž jádrová inflace se zvýšila méně. Očekává se, že nárůst inflace bude převážně přechodný, i když ne nutně krátkodobě. Určitou dobu může trvat řešení některých problémů spojených s odklonem od fosilních paliv. Hospodářské oživení přineslo výrazný nárůst poptávky, ale činnost omezují problémy na straně nabídky. Je pravděpodobné, že rostoucí náklady se promítnou do některých spotřebitelských cen, i když jejich rozsah je nejistý, a snížená zisková rozpětí mohou tento nárůst částečně absorbovat. Rizika přetrvávající inflační dynamiky se v současné době zdají být omezená, jelikož inflační očekávání v eurozóně zůstávají dobře ukotvena a obecně odrážejí návrat k trendům před pandemií. Strukturální úpravy, včetně reakce na pandemii u spotřebních návyků a nedostatku dovedností specifických pro určitá odvětví, však mohou ovlivnit relativní ceny a mzdy, což může zvýšit volatilitu inflace. Vleký nárůst inflace by mohl vést ke změnám v načasování normalizace měnové politiky, k přísnějším podmínkám financování a vyšším nákladům na půjčky.

Hospodářství EU se zotavuje rychleji, než se očekávalo, ale ekonomický výhled zůstává nejistý. Úspěšné očkovací kampaně v celé EU snížily potřebu důrazných opatření proti šíření viru, která by řešila budoucí vlny infekce. V celosvětovém měřítku zůstávají rizika související s pandemií i nadále relevantní kvůli pomalejšímu očkovaní. Obchod se ještě zotavuje z omezení způsobených pandemií a tlumí jej problémy na straně nabídky, které mají dopad na činnosti hluboce integrované v globálních hodnotových řetězcích. Trvalé přeorientování hodnotových řetězců vytváří náklady a může pro země EU znamenat rizika i příležitosti. V důsledku poklesu ziskovosti podniků a zvýšení pákového efektu se snížily soukromé investice. To může zpomalovat oživení a bránit snižování zadluženosti podniků. Zrušení politické podpory může vést k přehodnocování rizika. Nejistota by mohla zvýšit volatilitu na finančních trzích a způsobit nepříznivé dopady na ceny finančních aktiv a nemovitostí vzhledem k obecnému oddělení cen cenných papírů od základních ekonomických veličin. ⁽²⁾ ⁽³⁾ ⁽⁴⁾ Naopak rychlejší pokrok při

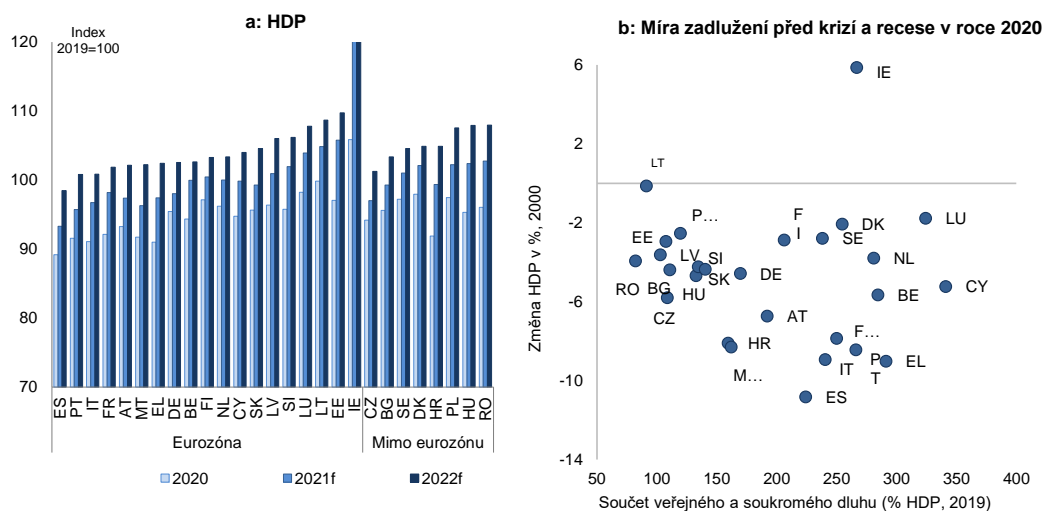
(²) Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (2021), Přehled ukazatelů rizik ESMA, 3. června 2021. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/esma50-165-1761_risk_dashboard_no_1_2021.pdf

(³) Zpřísnění měnové politiky ze strany Fed by rovněž mohlo ovlivnit podmínky financování podnikového sektoru eurozóny, zejména vzhledem k tomu, že globalizace změnila mechanismus přenosu měnové politiky a její vedlejší účinky v zahraničí a měnová politika Fed má značný dopad na zahraniční finanční proměnné, jako jsou spready podnikových dluhopisů. Ca'Zorzi M. et al (2021), Making waves – Fed spillovers are stronger and more encompassing than the ECB's, ECB's Research Bulletin No 83, 15. dubna 2021, <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/resbull/2021/html/ecb.rb210415~8639b73bb6.en.html>

zvládnání pandemie po celém světě a provádění ambiciózních a koordinovaných reforem a investic v rámci EU by mohly připravit půdu pro udržitelné oživení.

Silné oživení podporuje makroekonomickou stabilitu, ale vedlejší účinky recese mohou nastat se zpožděním a stále představují riziko. Díky silnému růstu HDP se vysoká míra zadlužení veřejného a soukromého sektoru ve většině zemí EU po výrazném zvýšení v minulém roce stabilizovala nebo mírně poklesla. Zrušení politické podpory nevyhnutelně odhalí potenciální slabiny v jednotlivých odvětvích a oblastech nejvíce zasažených pandemií COVID-19. Zrušení moratorií na splácení dluhů by mohlo podnikům a domácnostem způsobit potíže s obsluhou dluhu a vést k platební neschopnosti podniků a nezaměstnanosti. Vzájemné vazby mezi státními a soukromými dluhy a finančním sektorem jsou mechanismem pro přenos rizik. Zhoršení kvality státních a soukromých aktiv může ovlivnit rozvahy finančních institucí, jejichž nízká ziskovost během pandemie ještě více poklesla. Potíže s obsluhou dluhu mohou snížit investice, příjmy domácností a spotřebu, tlumit hospodářský růst a oslabit snižování páky. Pandemie vedla ke zhoršení nákladové konkurenceschopnosti v řadě zemí, kde výrazně rostly náklady na pracovní sílu již před krizí a u nichž se v některých případech předpokládá, že budou růst i nadále. Ceny bytových nemovitostí rostou nejrychleji za posledních deset let a pandemie jejich růst nepřerušila nebo jej dokonce posílila. Na rozdíl od zvýšení zadluženosti není pravděpodobné, že hospodářské oživení povede ke korekci cen bydlení, ačkoli některé krátkodobé problémy na straně nabídky se mohou zmírnit. Zrychlující se růst cen bytových nemovitostí je důvodem ke znepokojení s ohledem na makroekonomickou stabilitu, zejména pokud je doprovázen vysokým zadlužením domácností a silným růstem úvěrů. Zhoršující se cenová dostupnost bydlení může mít ekonomické náklady, jelikož snižuje spotřebu a narušuje mobilitu pracovních sil. Korekce cen nemovitostí a jiných aktiv by zároveň mohly vést ke zhoršení rozvah finančních institucí.

Graf 1.1: HDP v porovnání s úrovněmi před pandemií a míra zadlužení před krizí a recese způsobená pandemií COVID-19



Zdroj: AMECO, Eurostat a hospodářská prognóza Evropské komise z podzimu 2021.

Vedlejší účinky a problémy s korekcí v eurozóně (5)

Krise COVID-19 zhoršila stávající nerovnováhu v eurozóně. Většina zemí, které byly krizí COVID-19 nejvíce postiženy, byly země, které měly při propuknutí pandemie vyšší veřejné, soukromé nebo vnější zadlužení, v některých případech v kombinaci s nízkým potenciálním růstem HDP. Krize COVID-19

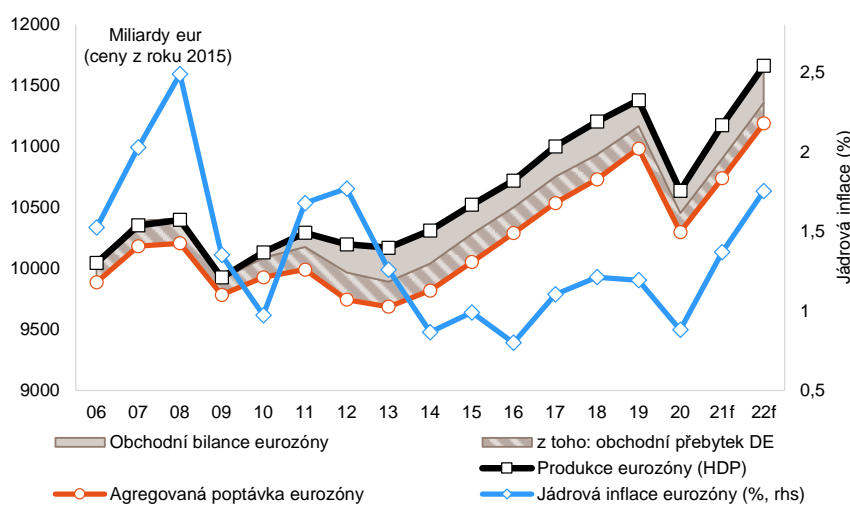
(4) Viz také MMF (2021), Zpráva o globální finanční stabilitě, říjen 2021.

(5) Ve zprávě „Dokončení hospodářské a měnové unie“ ze dne 22. června 2015 Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi a Martin Schulz navrhli, aby byla věnována větší pozornost dimenzi nerovnováhy v eurozóně. Úloha vzájemně provázanosti a systémových důsledků nerovnováhy je uznána v nařízení (EU) č. 1176/2011, kde je nerovnováha vymezena odkazem k „makroekonomickému vývoji, který nepříznivě ovlivňuje, nebo má potenciál nepříznivě ovlivnit řádné fungování hospodářství členského státu nebo hospodářské a měnové unie nebo Unie jako celku“. Analýza obsažená v této zprávě doprovází posouzení uvedené v pracovním dokumentu útvarů Evropské komise „Analýza hospodářství eurozóny“, který je připojen k doporučení Komise pro doporučení Rady týkající se hospodářské politiky v eurozóně.

výrazně ovlivnila vnější pozice zemí, které jsou čistými dlužníky a mají významná odvětví cestovního ruchu, a její dopad na účty nerezidentů jiných zemí byl omezenější. Některé země nejvíce zasažené recesí se rychle zotavují, ale v jiných pokračuje oživení pomaleji. To naznačuje, že hospodářský růst možná, alespoň v blízké budoucnosti, méně přispěje k řešení nerovnováhy stavů, a proto jsou k řešení strukturálních nedostatků a posílení potenciálního HDP v budoucnu nutné účinné reformy a investice. ⁽⁶⁾

Obchodní bilance eurozóny se v roce 2020 mírně zvýšila, jelikož produkce klesala spolu s klesající poptávkou. Vývoz i dovoz zboží a služeb se v roce 2020 snížil. Přebytek obchodu se zbožím se zvýšil a z velké části jej podpořily nižší ceny energie, zatímco přebytek služeb poklesl, zejména v důsledku poklesu mezinárodního cestovního ruchu. Celkově se tím zastavilo snižování obchodního přebytku eurozóny, které začalo v roce 2017. Předpokládá se, že obchodní bilance se v roce 2021 mírně zvýší a v roce 2022 zůstane víceméně konstantní (graf 1.2). Navzdory stále značné produkční mezeře se v roce 2021 očekává, že jádrová inflace v eurozóně (celková inflace bez energií a nezpracovaných potravin) poroste a zůstane pod cílovou hodnotou celkové inflace.

Graf 1.2: **Produkce eurozóny, domácí poptávka, obchodní bilance a jádrová inflace**



Poznámka: Rozdíl mezi HDP a domácí poptávkou by sice měl z definice odpovídat obchodní bilanci, ale údaje nejsou plně sladěny v důsledku nesrovnalostí při podávání zpráv v rámci eurozóny.

Zdroj: AMECO a hospodářská prognóza Evropské komise z podzimu 2021.

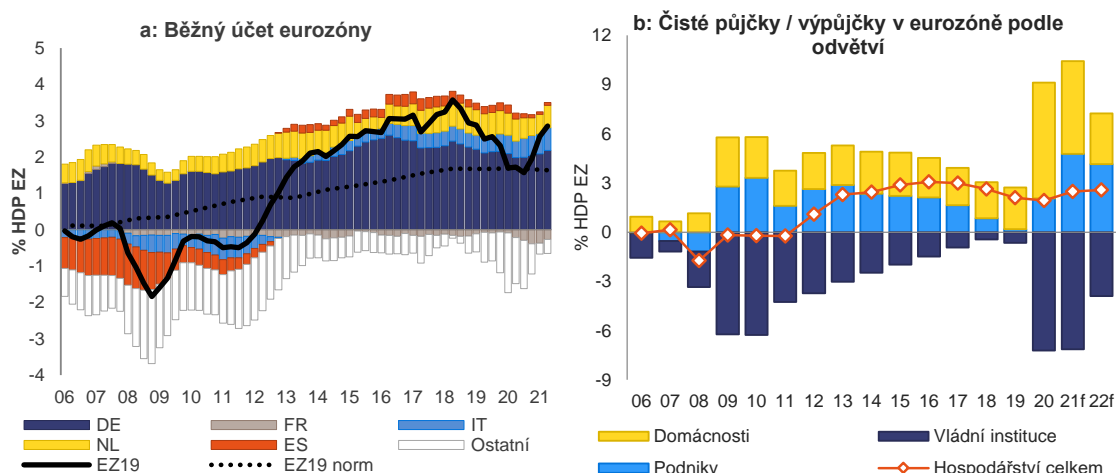
Přebytek běžného účtu eurozóny v roce 2020 nadále postupně klesal na úroveň odpovídající úrovni navržené základními veličinami eurozóny, ale v roce 2021 se opět zvyšuje. Podle odhadů činil v roce 2020 přebytek běžného účtu eurozóny 2 % HDP (graf 1.3 a). ⁽⁷⁾ Navzdory mírnému zvýšení obchodní bilance vedla mírně nižší bilance na straně příjmů k mírnému poklesu běžného účtu. Celkově i cyklicky očištěné běžné účty, které se rovnaly 1,6 % HDP, se přiblížily normě běžného účtu, která odráží základní ekonomické veličiny eurozóny a je odhadována na 1,7 % HDP. ⁽⁸⁾ To odráželo, že domácí poptávka se drží lépe než u většiny obchodních partnerů. Údaje za první pololetí roku 2021 však ukazují nárůst přebytku běžného účtu eurozóny, který je způsoben především vyšší bilancí obchodu se službami. Obecně platí, že podle současných prognóz se běžný účet eurozóny vrátí v roce 2021 na úroveň roku 2019. To je výsledkem toho, že rozdíl mezi HDP a agregátní poptávkou se vrátil na úroveň před pandemií, a tedy přetrvává utlumená domácí poptávka (graf 1.2).

⁽⁶⁾ Viz též E. Meyermans, V. Rutkauskas a W. Simons (2021), „The uneven impact of the COVID-19 pandemic across the euro area“, *Quarterly Report on the Euro Area*, GR ECFIN, Evropská komise, svazek 20, č. 2, část II.

⁽⁷⁾ Zmíněný přebytek běžného účtu eurozóny, který je použit v této zprávě, je převzat ze statistiky platební bilance eurozóny, která je v souladu se zprávou členských států o běžných účtech pro partnery mimo eurozónu (v rámci tzv. „režimu Společenství“). Tento údaj se může lišit od součtu celkových sald běžného účtu členských států, a to z důvodu asymetrií sald členských států v eurozóně vykazovaných jednotlivými národními statistickými úřady.

⁽⁸⁾ Odhad normy běžného účtu eurozóny podle modelu MMF činí v roce 2020 celkem 1 % HDP (viz zpráva MMF (2021) External Sector Report, srpen 2021), což by znamenalo rozdíl ve výši 0,8 % HDP oproti cyklicky očištěnému běžnému účtu (který se v jejich zprávě rovná 1,8 % HDP). Po provedení úprav s ohledem na přechodný dopad krize COVID-19 se však odhadovaný rozdíl snižuje na 0,6 %.

Graf 1.3: Běžný účet eurozóny podle jednotlivých zemí a čisté půjčky a výpůjčky podle odvětví

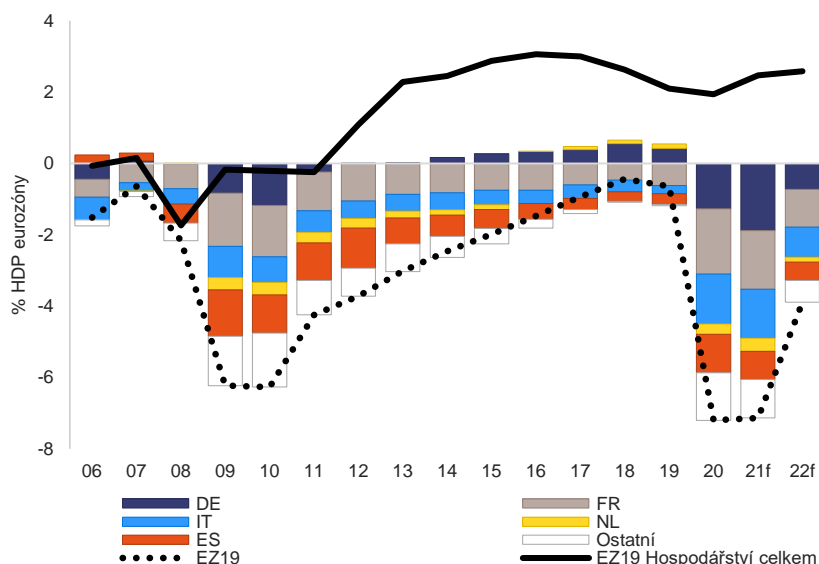


Poznámky: panel b) Čísla týkající se celé ekonomiky eurozóny za období před rokem 2021 odpovídají čistým půjčkám/výpůjčkám v údajích Eurostatu týkajících se platební bilance. Čísla týkající se celé ekonomiky eurozóny za roky 2021 a 2022 odpovídají souhrnu údajů podle (upravené) prognózy Evropské komise z podzimu 2021 ohledně běžného účtu a údajů o kapitálovém účtu. Údaje týkající se domácností a podnikového sektoru za roky 2021 a 2022 jsou vypočteny jako souhrn za země eurozóny kromě Malty, pro níž nejsou k dispozici žádné údaje.

Zdroj: Eurostat – platební bilance, AMECO a hospodářská prognóza Evropské komise z podzimu 2021.

V roce 2020 byly hlavní změny vnější bilance spíše odvětvové než zeměpisné. Přebytky běžného účtu největších přispěvatelů k přebytku eurozóny, Německo a Nizozemsko (graf 1.3 a), se v roce 2020 ještě více snížily. Pozitivní příspěvek Itálie, jakož i negativní příspěvek Francie se poněkud zvýšily. Nárůst přebytku eurozóny v první polovině roku 2021 byl z velké části způsoben prudkým nárůstem běžného účtu Irsku. Příspěvky Německa a Nizozemska k přebytku eurozóny rovněž vzrostly a vrátily se na úroveň roku 2019. Podíl italského přebytku se dále zvýšil a dosáhl podílu Nizozemska. V současné době se předpokládá, že geografická struktura přebytku eurozóny zůstane v dlouhodobém horizontu víceméně stabilní. Naproti tomu odvětvové příspěvky k vnější bilanci se v roce 2020 podstatně změnily (graf 1.3 b). Zvýšené úspory domácností a v menší míře i podniků byly kompenzovány silnými expanzivními fiskálními politikami. Očekává se, že čisté půjčky soukromého sektoru v roce 2021 dále porostou, a to především kvůli podnikovému sektoru a navzdory poklesu preventivních úspor a zvýšení spotřeby domácností. Očekává se, že čisté vládní výpůjčky zůstanou téměř beze změny, přičemž ke značným čistým vládním půjčkám v eurozóně výrazně přispěje velký nárůst německého schodku (graf 1.4). Očekává se, že pozice vlád se v roce 2022 výrazně zúží (viz také oddíl 2.4 o sektoru vládních institucí). Vzhledem k tomu, že u čistých půjček soukromého sektoru se předpokládá pokles podobného rozsahu, vnější pozice by měla zůstat stabilní.

Graf 1.4: Zeměpisné rozložení čistých výpůjček sektoru vládních institucí eurozóny



Poznámka: Čísla týkající se celé ekonomiky 19 zemí eurozóny za období před rokem 2021 odpovídají čistým půjčkám/výpůjčkám v údajích Eurostatu týkajících se platební bilance. Čísla týkající se celé ekonomiky 19 zemí eurozóny za roky 2021 a 2022 odpovídají souhrnu údajů podle (upravené) prognózy Evropské komise z podzimu 2021 ohledně běžného účtu a údajů o kapitálovém účtu.

Zdroj: Eurostat – platební bilance a AMECO.

Politická reakce

Pandemie zdůraznila pozitivní úlohu proticyklické diskreční fiskální politiky, podpůrných měnových politik a evropské koordinace v reakci na hospodářskou krizi. Krize COVID-19 ukázala, že významné diskreční fiskální reakce mohou účinně zmírnit bezprostřední dopad velkého otřesu a úspěšně připravit půdu pro rychlé oživení. Okamžité vnitrostátní fiskální úsilí bylo podpořeno zmírněním regulačních rámců EU. Společná reakce posílila obecnou důvěru v ekonomiku. Opatření měnové politiky přispěla k zachování příznivých podmínek financování v průběhu pandemie pro všechna odvětví hospodářství, podpořila ekonomickou aktivitu a zajistila střednědobou cenovou stabilitu. Vzájemně se posilující účinky fiskální a měnové politiky mají zásadní význam pro zmírnění dopadu krize a podporují oživení. Podmínky financování by sice měly zůstat příznivé, ale prostředí s nízkými úrokovými sazbami a nedávný nárůst inflace omezuje možnost dalšího měnového uvolňování. Fiskální politika tak může vyžadovat zachování stabilizační úlohy, pokud vyvstanou rizika nepříznivého vývoje, zatímco obezřetná rozpočtová politika v normálních dobách zajišťuje důvěru v účinnost rozpočtové politiky v dobách krize.

Zásadní význam má i nadále předcházení makroekonomické nerovnováze a její náprava. Za prvé, nedostatečné hospodářské oživení by mohlo způsobit prudký nárůst úpadků podniků, což by vedlo ke ztrátě pracovních míst i k častějším žádostem o krizové záruky za podnikové úvěry a ke snížení investic. Za druhé by nepříznivý hospodářský vývoj mohl posílit vazby mezi státy a bankami. Za třetí, rostoucí ceny aktiv a bytových nemovitostí by mohly zvýšit zranitelnost sektoru domácností v důsledku neudržitelného růstu cen aktiv.⁽⁹⁾ Tato rizika mohou nepříznivě ovlivnit udržitelnost veřejného dluhu a omezit možnosti fiskální politiky pro reakci na budoucí problémy. Řešení nárůstu zranitelných míst rovněž pomůže upevnit oživení a posílit dlouhodobý růst. Podobnější hospodářské struktury a synchronizovanější obchodní cykly přispějí ke zvýšení účinnosti společné měnové politiky.

Snížení vysoké úrovně veřejného i soukromého dluhu zásadně závisí na tom, zda se oživení transformuje do stabilního růstu, což vyžaduje produktivní investice. Stabilní růst závisí na příznivé orientaci politik během oživení a na dobře načasovaném ukončení mimořádné politické podpory zavedené během krize. Míra růstu závisí na posílení základních ekonomických veličin, což vyžaduje provedení odpovídajících reforem a investic. To je o to důležitější, že řada zemí se vyznačuje vysokým veřejným a soukromým dluhem a relativně nízkým potenciálním růstem HDP. To ztěžuje snižování jejich dluhové zátěže a vyžaduje věrohodný návrat k obezřetným střednědobým pozicím, pokud to ekonomické podmínky dovolí.

S ohledem na vzájemné propojení ekonomik eurozóny je zapotřebí vhodné kombinace makroekonomických politik napříč členskými státy, aby se udrželo oživení a zároveň se odstranila nerovnováha a bylo možné řešit nově vznikající rizika. Hospodářský růst v zemích eurozóny, které jsou čistými věřiteli, a to i za příznivých podmínek poptávky, by byl přínosný nejen pro tyto země samotné, ale i pro země, které jsou čistými dlužníky, jelikož vyšší růst v eurozóně podporuje růst a snižování páky, jakož i zlepšení vnějších pozic v této druhé skupině zemí. V tomto ohledu by pomohlo, kdyby byla mimořádná politická podpora zavedená během krize rušena postupně a byl poskytnut čas potřebný k přizpůsobení. Výrazné a trvalé zlepšení produktivity a konkurenceschopnosti v zemích, které jsou čistými dlužníky, by rovněž přispělo k obnovení vnější rovnováhy a pomohlo by zmírnit dluhovou zátěž. Účinné využívání nástrojů zavedených na úrovni eurozóny a EU spolu s účinným prováděním nezbytných reforem a investic by pomohlo posílit trvalé oživení a odolnost, mimo jiné prostřednictvím řešení nerovnováhy a nově vznikajících rizik. Zásadní význam bude mít to, aby financování z nástroje Next Generation EU bylo plně absorbováno a nasměrováno k co nejproduktivnějšímu využití. Tím by se posílil ekonomický dopad finančních prostředků a zároveň by se zabránilo riziku nadměrného růstu neobchodovatelných činností a vnější nerovnováhy v zemích, kde velký podíl HDP tvoří přítoky finančních prostředků z EU.

Podporou oživení založeného na rozsáhlých investicích a posílením odolnosti přispěje účinné provádění reforem a investic v rámci Nástroje pro oživení a odolnost k makroekonomické stabilitě. Díky účinnému provádění plánů pro oživení a odolnost bude hospodářství EU udržitelnější, inkluzivnější, odolnější a lépe připravené na souběžnou transformaci. Jejich provádění také pomůže zmírnit riziko

⁽⁹⁾ Evropská komise (2020), „[Impact of macroeconomic developments on fiscal outcomes](#).“ *Zpráva o veřejných financích v HMU*, Institutional Paper, 133, část III.

rozdílů v rámci EU, neboť granty Nástroje pro oživení a odolnost jsou zaměřeny na členské státy s nižším HDP na obyvatele, které byly krizí COVID-19 nejvíce zasaženy. Díky podpoře potenciálního růstu by provádění plánů pro oživení a odolnost mohlo zlepšit udržitelnost dluhu, zejména v členských státech, které čelí nejvyšším fiskálním rizikům a příliš vysokému soukromému zadlužení. Na rozdíl od období po celosvětové finanční krizi navíc podpoří oživení po pandemii i vyšší veřejné investice. Granty Nástroje pro oživení a odolnost budou financovat vysoce kvalitní investiční projekty a umožní reformy zaměřené na zvýšení produktivity, aniž by to vedlo k vyššímu schodku veřejných financí a vyšší míře zadlužení. Odhaduje se, že tyto granty a další zdroje financování EU posílí v letech 2021 a 2022 veřejné investice v členských státech v průměru přibližně o 0,5 % HDP ročně.

2. NEROVNOVÁHA, RIZIKA A KOREKCE: HLAVNÍ VÝVOJOVÉ TENDENCE VE VŠECH ZEMÍCH

2.1. PŘEHLED VÝSLEDKŮ SROVNÁVACÍHO PŘEHLEDU

Zpráva mechanismu varování vychází z ekonomické interpretace srovnávacího přehledu ukazatelů postupu při makroekonomické nerovnováze, který představuje filtrovací nástroj pro odhalení zjevných důkazů o možných rizicích a zranitelných místech. Srovnávací přehled obsahuje 14 ukazatelů s orientačními prahovými hodnotami v těchto oblastech: vnější pozice, konkurenceschopnost, soukromý a vládní dluh, trhy s bydlením, bankovní sektor a zaměstnanost. Aby bylo možné zajistit stabilitu údajů a konzistentnost mezi jednotlivými zeměmi, vychází srovnávací přehled z údajů s dobrou statistickou kvalitou. V souladu s nařízením o postupu při makroekonomické nerovnováze (nařízení (EU) č. 1176/2011) je úlohou Komise vyvodit z hodnot srovnávacího přehledu ekonomické závěry, které umožní hlouběji porozumět celkovému ekonomickému kontextu a zohlednit specifika jednotlivých zemí. Ukazatele srovnávacího přehledu nelze vykládat mechanicky. ⁽¹⁰⁾ Závěry srovnávacího přehledu doplňuje soubor 28 pomocných ukazatelů.

Kromě toho tato zpráva využívá prognóz, analýz aktuálních údajů a často poskytovaných údajů, aby bylo možné lépe posoudit možný vývoj rizik pro makroekonomickou stabilitu. Oficiální srovnávací přehled zprávy mechanismu varování obsahuje údaje do roku 2020. Vzhledem ke značné nejistotě ohledně plného dopadu krize COVID-19 obsahuje tato zpráva posouzení možných budoucích dopadů krize na makroekonomickou stabilitu a vývoj stávající makroekonomické nerovnováhy. To je v souladu s přístupem uplatněným ve zprávě mechanismu varování zveřejněné v listopadu 2020. Hodnoty proměnných ve srovnávacím přehledu za rok 2021 a následující roky byly odhadnuty pomocí údajů z prognóz Komise a analýz aktuálních údajů se zakládají na údajích za tento rok (podrobnosti viz příloha 1). Uvedené prognózy jsou značně nejisté a je třeba to mít na paměti, aby byly dodrženy zásady transparentnosti, pokud jde o použité analýzy a údaje, a obezřetnosti ohledně závěrů. V posouzení obsaženém ve zprávě mechanismu varování byly stejně jako v předchozích letech zohledněny i poznatky z hodnotících rámců, jakož i závěry ze stávajících hloubkových přezkumů a příslušných analýz.

Údaje srovnávacího přehledu naznačují, že nedávná korekce stavové nerovnováhy byla přerušena krizí COVID-19, zatímco riziko přehřívání, zejména v souvislosti s trhy s bydlením, se mohlo rozšířit. Započítání hodnot mimo prahové hodnoty srovnávacího přehledu zprávy mechanismu varování během jednotlivých let odhaluje níže uvedené skutečnosti (graf 2.1.1).

- Hospodářský růst mezi lety 2013 a 2019 pomohl snížit poměr soukromého a veřejného dluhu k HDP, což se odrazilo v poklesu počtu členských států, které do roku 2019 vykazovaly míru zadlužení přesahující prahové hodnoty. Krize COVID-19 tento pokles přerušila a více zemí zaznamenalo nebo se očekává, že zaznamenají údaje o soukromém a veřejném dluhu, které přesahují prahové hodnoty.
- Vyšší ceny bytových nemovitostí vedly v posledních letech v jednotlivých zemích k rostoucímu počtu údajů přesahujících příslušné prahové hodnoty. Tento trend byl v roce 2020 mnohem zřetelnější a prahovou hodnotu překročilo více zemí.
- Růst jednotkových nákladů práce (na základě kumulativních změn za tři roky) byl v řadě případů před krizí COVID-19 vyšší než prahové hodnoty a jednotkové náklady práce v roce 2020 dále prudce rostly. To bylo způsobeno především mechanickým účinkem mnohem nižší produktivity v důsledku snížené aktivity v kontextu značného hromadění pracovních sil. Očekává se, že růst jednotkových

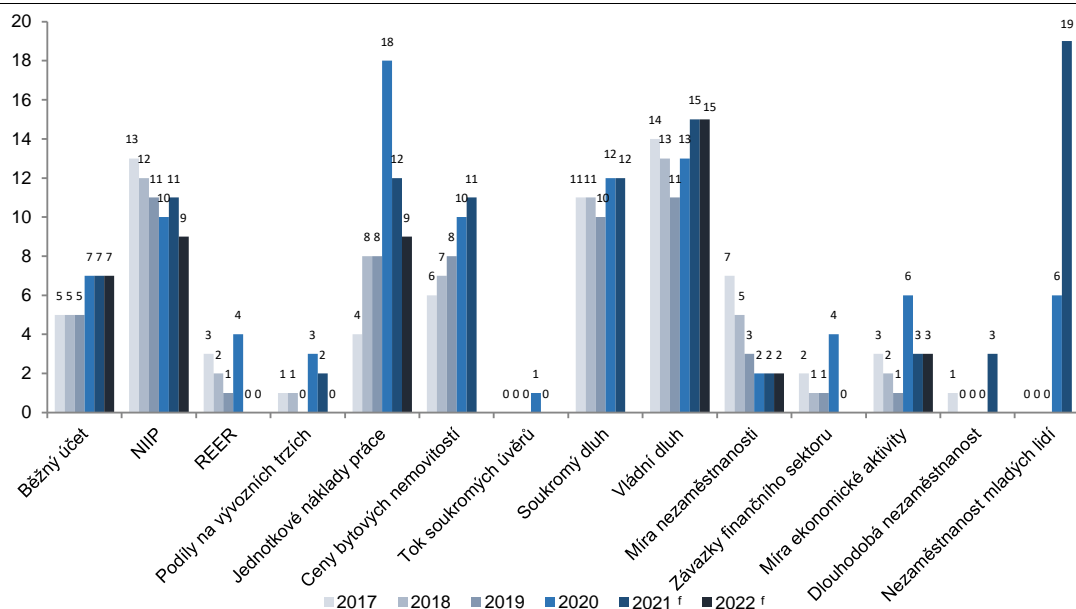
⁽¹⁰⁾ Další informace o základním principu vypracování srovnávacího přehledu zprávy mechanismu varování a jeho interpretaci viz Evropská komise (2016), „Postup při makroekonomické nerovnováze. Důvody, proces, aplikace: přehled“, European Economy, Institutional Paper 039, listopad 2016.

nákladů práce zpomalí, neboť oživení by mělo umožnit opětovný nárůst celkové produktivity. Údaje přesahující prahové hodnoty pro reálný efektivní směnný kurz a podíly na vývozních trzích byly v roce 2020 četnější, ale očekává se, že se poměrně rychle sníží.

- U značného počtu členských států překračují údaje o běžných účtech (na základě průměru za tři roky) i nadále horní nebo dolní prahovou hodnotu. V posledních letech bylo více zemí s přebytkem běžného účtu převyšujícím horní prahovou hodnotu než zemí se schodky nedosahujícími spodní prahové hodnoty. Krize COVID-19 nezměnila zásadně trendy běžných účtů, ačkoli několik dalších zemí mírně překročilo prahové hodnoty. ⁽¹⁾ Očekává se, že oživení pomůže snížit počet případů velmi záporné čisté investiční pozice vůči zahraničí, pokud jde o HDP, což by znamenalo obnovení trendu zlepšování vnějších pozic z doby před pandemií.
- Krize má dopad na trh práce. Zatímco míra nezaměstnanosti zůstala celkově omezená, míra ekonomické aktivity klesla a v několika členských státech překročila příslušnou prahovou hodnotu, jelikož více lidí opustilo trhy práce, a zaostává i za umírněnějším růstem celkové míry nezaměstnanosti. Dlouhodobá nezaměstnanost, a zejména nezaměstnanost mladých lidí, vykazuje svou obvyklou vysokou citlivost vůči změnám situace na trhu práce.

Zbývající část zprávy mechanismu varování se těmito a dalšími souvisejícími otázkami podrobně zabývá.

Graf 2.1.1: Počet členských států, u nichž proměnné ve srovnávacím přehledu překračují prahové hodnoty



Poznámka: Počet zemí, u nichž proměnné ve srovnávacím přehledu překračují příslušné prahové hodnoty, se zakládá na srovnávacím přehledu zveřejněném v příslušné roční zprávě mechanismu varování. Je možné, že po případné revizi údajů *ex post* se bude počet hodnot překračujících prahové hodnoty vypočtený za použití nejnovějších údajů pro proměnné ve srovnávacím přehledu lišit od počtu ve výše uvedeném grafu. Přístupy použité pro prognózu ukazatelů srovnávacího přehledu v letech 2021 a 2022 jsou uvedeny v příloze 1. Prognózy pro níže uvedené ukazatele se pro rok 2021 provádějí pouze pro tyto proměnné: ceny bydlení, tok soukromých úvěrů, soukromý dluh, závazky finančního sektoru, dlouhodobá nezaměstnanost, nezaměstnanost mladých lidí.

Zdroj: Eurostat a výpočty útvarů Komise (viz příloha 1).

⁽¹⁾ Nárůst počtu členských států, u nichž údaje o běžných účtech přesahují prahové hodnoty pro referenční údaje z let 2019 a 2020 (viz graf 2.1.1), je většinou způsoben revizemi údajů.

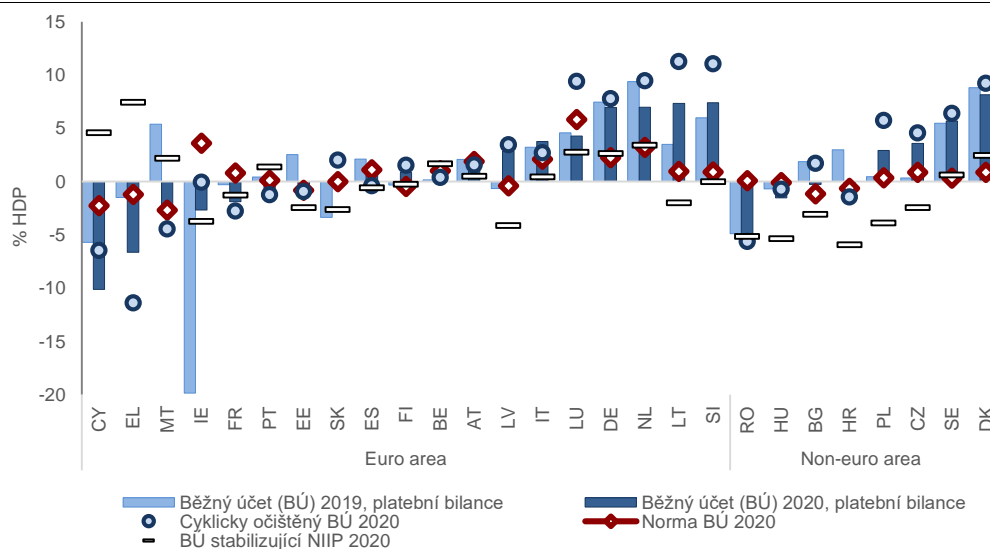
2.2. VNĚJŠÍ SEKTOR A KONKURENCESCHOPNOST

2.2.1. VNĚJŠÍ SEKTOR

Běžné účty několika členských států, které se vyznačovaly velkým objemem vnějších závazků, byly nepříznivě ovlivněny krizí COVID-19, zatímco přebytky běžného účtu několika zemí zůstaly značné. V celé EU se salda běžného účtu v roce 2020 vyvíjela různým směrem, přičemž země, které jsou silně závislé na vývozu cestovních služeb, zaznamenaly u svých běžných účtů výrazné zhoršení. Mezi tyto země patřilo Chorvatsko, Kypr, Řecko a Malta a v menší míře Portugalsko a Španělsko (graf 2.2.1). S výjimkou Malty se všechny tyto země vyznačovaly velkým objemem vnějších závazků již před krizí COVID-19. Naopak výrazné zlepšení běžných účtů bylo zaznamenáno v Česku, Lotyšsku, Litvě a Polsku, zejména v důsledku vyšších obchodních bilancí, ale také díky rostoucí bilanci výnosů z investic v důsledku snížení příjmů zahraničních investorů během krize. Velké přebytky běžného účtu se během pandemie snížily v Německu, Dánsku a zejména v Nizozemsku, ale zůstávají značné. V případě Slovinska se přebytek běžného účtu ještě zvýšil. Z důvodu nižších cen energií v roce 2020 se zvýšily běžné účty téměř všech členských států.

I když změny vnější bilance zůstaly převážně omezené a dočasné, vzhledem k rozsahu hospodářského šoku došlo k velkému posunu v odvětvových příspěvcích k vnějším tokům zemí EU. Domácnosti zvýšily z preventivních důvodů a kvůli omezeným možnostem spotřeby své úspory, zatímco podniky kvůli nejistotě obvykle snižovaly své investice, což vedlo ke zvýšení pozice čistých půjček/výpůjček soukromého sektoru (graf 2.2.3 a, b a c). Vlády pak zasáhly, aby podpořily hospodářství v krizi, a zároveň se jejich příjmy snížily, což vedlo ke značným čistým vládním půjčkám ve všech zemích EU. Velké odvětvové výkyvy se víceméně vzájemně kompenzovaly, a proto ve většině členských států nevedly k podstatným změnám v celkových čistých půjčkách/výpůjčkách.

Graf 2.2.1: Salda běžného účtu a referenční hodnoty v letech 2019 a 2020



Poznámka: Země jsou seřazeny podle salda běžného účtu v roce 2020. Normy běžného účtu: viz poznámka pod čarou č. 12. Cyklicky očištěná salda běžného účtu: viz poznámka pod čarou č. 15. Referenční hodnota běžného účtu stabilizujícího čistou investiční pozici vůči zahraničí je definována jako běžný účet nutný k tomu, aby se čistá investiční pozice vůči zahraničí v dalších deseti letech stabilizovala na současné úrovni, nebo pokud se stávající čistá investiční pozice vůči zahraničí nachází pod obezřetnostní prahovou hodnotou pro jednotlivé země, běžný účet nutný k tomu, aby v dalších deseti letech bylo dosaženo obezřetnostní prahové hodnoty čisté investiční pozice vůči zahraničí.

Zdroj: Eurostat a výpočty útvarů Komise.

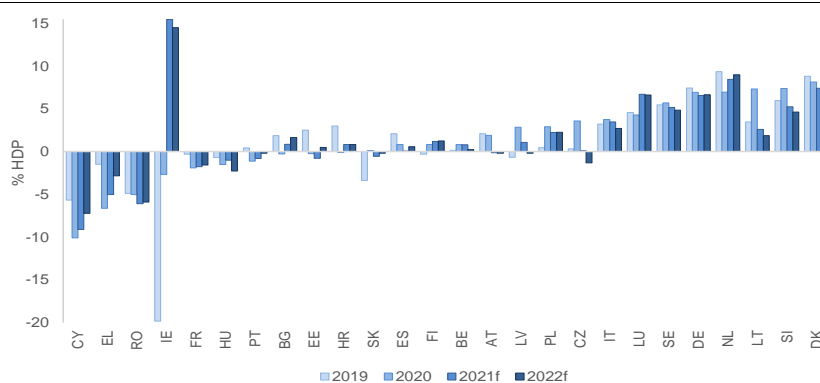
Běžné účty tří členských států byly v roce 2020 pod nižší prahovou hodnotou srovnávacího přehledu v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze, což odráží tříletý průměr. Vysoký schodek běžného účtu Kypru se v roce 2020 dále zhoršoval a dosáhl -10,1 % HDP, a to zejména v důsledku omezení mezinárodního cestovního ruchu, ale také v důsledku prohloubení schodku salda

primárních důchodů. Jeho tříletý průměr se propadl hlouběji pod prahovou hodnotu postupu při makroekonomické nerovnováze. Běžný účet je pod svou normou i pod úrovní požadovanou ke snížení čisté investiční pozice vůči zahraničí na obezřetnostní referenční hodnotu v příštích 10 letech. ⁽¹²⁾ ⁽¹³⁾ Běžný účet Rumunska si udržel stabilní sestupný trend tím, že zaznamenal nepatrný pokles na -5 % HDP, čímž se mírně zvýšil rozdíl oproti příslušné normě. Zatímco běžný účet Irska v roce 2020 činil $-2,7$ % HDP, tříletý průměr se blížil -6 %, což bylo způsobeno mimořádně vysokým schodkem v roce 2019. ⁽¹⁴⁾

V roce 2020 měly čtyři členské státy přebytky běžného účtu přesahující horní prahovou hodnotu postupu při makroekonomické nerovnováze. Tak je tomu v případě Dánska, Německa a Nizozemska již téměř 10 let. Přebytek v Dánsku činil v roce 2020 celkem 8,1 % HDP a v Německu 6,9 % HDP, a to ve srovnání s rokem 2019 poklesl, a přebytek Nizozemska klesl z 9,4 % na 7 % HDP, což bylo rovněž způsobeno činnostmi nadnárodních společností. Zatímco dánský přebytek se snížil v důsledku nižší obchodní bilance, pokles v Německu a Nizozemsku byl způsoben především nižší bilancí výnosů z investic. Vysoký přebytek ve Slovinsku se během krize zvýšil z 6 % na 7,4 % HDP, a to díky vyšší obchodní bilanci a vyššímu saldu primárních důchodů. Přebytky ve všech čtyřech zemích zůstaly výrazně nad jejich příslušnými normami běžného účtu a referenčními hodnotami běžného účtu stabilizujícími čistou investiční pozici vůči zahraničí.

Běžné účty většiny ostatních zemí EU překročily v roce 2020 úroveň pro jednotlivé země, které byly navrženy základními veličinami, až na některé významné výjimky. Celkové i cyklicky očištěné běžné účty byly ve většině členských států vyšší než běžné účty odůvodněné základními veličinami nebo se jim blížily a zároveň vyšší než běžné účty stabilizující čistou investiční pozici vůči zahraničí (graf 2.2.1). ⁽¹⁵⁾ Významnými výjimkami byly Řecko a Portugalsko, jelikož výsledky jejich běžného účtu jsou nižší než norma i než bilance potřebná k dosažení obezřetnostní čisté investiční pozice vůči zahraničí během 10 let. V obou zemích, a zejména v Řecku, způsobila krize COVID-19 výrazný pokles jejich běžných účtů, které

Graf 2.2.2: Vývoj sald běžného účtu



Poznámka: Země jsou řazeny vzestupně podle salda běžného účtu v roce 2020.

Zdroj: Eurostat, hospodářská prognóza Evropské komise z podzimu 2021 a výpočty útvarů Komise.

v předchozích letech výrazně posilovaly.

⁽¹²⁾ Běžné účty v souladu se základními veličinami (tzv. „normy běžného účtu“) jsou odvozeny z redukováných regresních modelů zachycujících hlavní parametry bilance úspor a investic, včetně základních parametrů, politických faktorů a globálních finančních podmínek. Viz L. Coutinho et al. (2018), „Methodologies for the assessment of current account benchmarks“, European Economy, Discussion Paper 86/2018, pro popis metodiky pro výpočet běžného účtu v souladu se základními ekonomickými veličinami použité v této zprávě mechanismu varování; tato metodika se podobá metodice popsané v S. Phillips et al. (2013), „The External Balance Assessment (EBA) Methodology“, IMF Working Paper, 13/272.

⁽¹³⁾ Obezřetnostní prahové hodnoty čisté investiční pozice vůči zahraničí se určí z maximalizace síly signálu při předvídání krize platební bilance, přičemž se zohlední informace týkající se jednotlivých zemí, které jsou shrnuty podle příjmu na obyvatele. Metodika pro výpočet obezřetnostních prahových hodnot čisté investiční pozice vůči zahraničí viz A. Turrini a S. Zeugner (2019), „Benchmarks for Net International Investment Positions“, European Economy, Discussion Paper 097/2019.

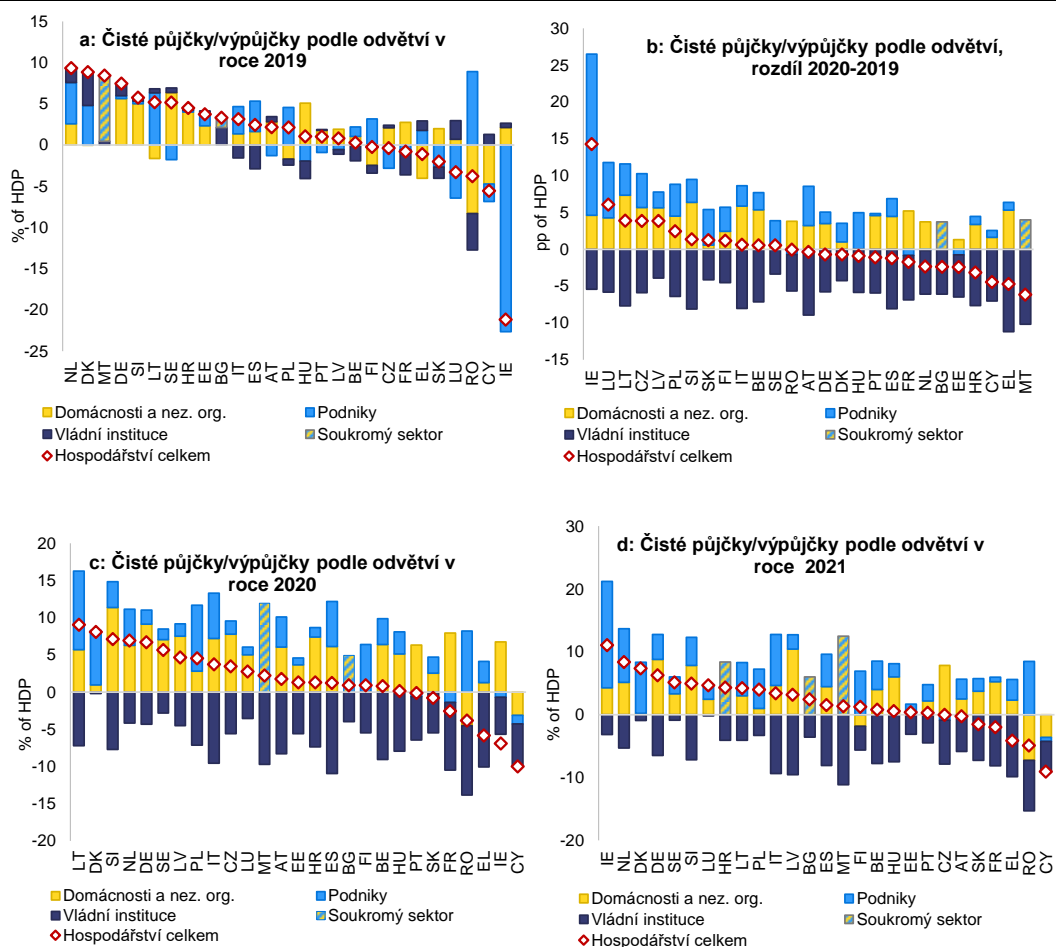
⁽¹⁴⁾ V roce 2019 činil schodek běžného účtu $-19,9$ % HDP. Velká volatilita údajů o vnějším sektoru v Irsku je silně spjata s činnostmi nadnárodních společností.

⁽¹⁵⁾ Cyklicky očištěná salda běžného účtu zohledňují dopad cyklu prostřednictvím zohlednění domácí produkční mezery a mezery obchodních partnerů, viz M. Salto a A. Turrini (2010), „Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment“, European Economy, Discussion Paper 427/2010.

Předpokládá se, že schodky běžného účtu zemí, v nichž významnou roli hraje odvětví přeshraničního cestovního ruchu, se budou v letech 2021 a 2022 pomalu zlepšovat, zatímco největší přebytky by se měly většinou, ale ne ve všech případech, mírně snížit (graf 2.2.2). Do budoucna se očekává postupné oživení mezinárodního cestovního ruchu, které by však mohlo být nerovnoměrné a v horizontu prognózy by mohlo zůstat neúplné (viz rámeček 1 o cestovním ruchu). Podpoří se tím zlepšení běžných účtů zemí silně závislých na vývozu cestovního ruchu, zejména Chorvatska, Kypru a Řecka. Očekává se však, že vysoký schodek běžného účtu Kypru se bude zlepšovat jen pomalu. Předpokládá se, že běžný účet Rumunska se bude dále zhoršovat. Naopak volatilní běžný účet Irska by měl během období, na něž se vztahuje prognóza, vykazovat velké přebytky. Předpokládá se, že velké přebytky Dánska, Německa a Slovinska klesnou, i když v případě Německa jen velmi mírně, zatímco přebytek Nizozemska by měl do roku 2022 opět téměř dosáhnout své úrovně z roku 2019.

Z hlediska úspor a investic se ve většině členských států neočekává, že by se podstatně změnil příspěvek jednotlivých odvětví k vnějším pozicím. Očekává se, že soukromé sektory zůstanou v roce 2021 většinou čistými věřiteli, ale vlády by měly zůstat čistými dlužníky (graf 2.2.3 d). V soukromém sektoru se předpokládá, že čistá úvěrová pozice podniků ve většině členských států poroste, zatímco pozice domácností mírně klesne. Očekává se, že čisté výpůjčky vlád v průměru mírně klesnou. Ve veřejném sektoru bude mít čistá úvěrová pozice členských států s vysokým přebytkem běžného účtu dopad na jejich vnější pozici.

Graf 2.2.3: Čisté půjčky/výpůjčky podle odvětví v letech 2019–2021

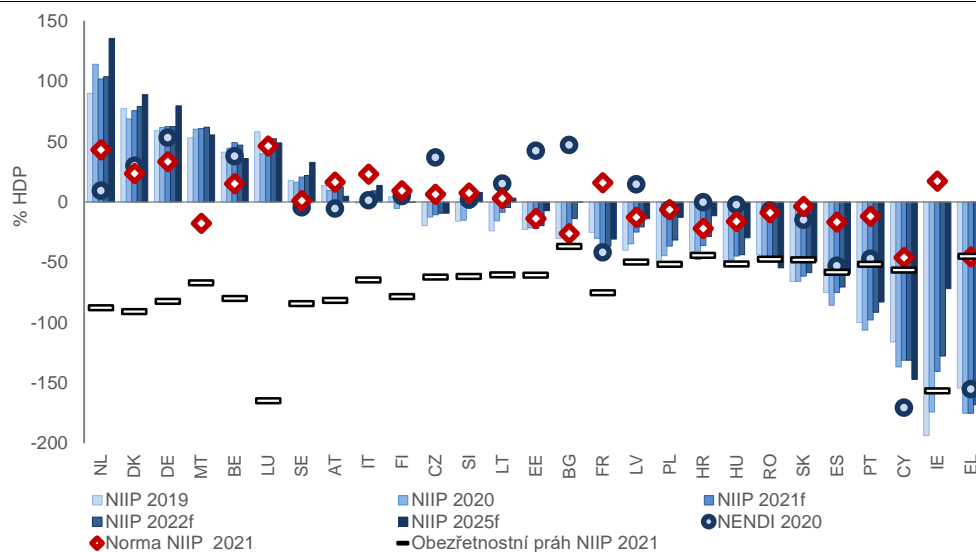


Zdroj: AMECO a hospodářská prognóza Evropské komise z podzimu 2021.

Během roku 2020 se čisté investiční pozice vůči zahraničí ve většině velkých zemí, které jsou čistými dlužníky, zhoršily, zatímco v zemích s velkými kladnými pozicemi se většinou zlepšily. Po nárůstu v roce 2019 ve všech zemích EU kromě čtyř došlo v roce 2020 ke značným rozdílům mezi jednotlivými

zeměmi, pokud jde o vývoj čisté investiční pozice vůči zahraničí, přičemž pozice téměř poloviny členských států klesaly. V roce 2020 zaznamenalo deset zemí EU čisté investiční pozice vůči zahraničí pod prahovou hodnotou srovnávacího přehledu ve výši -35% HDP; je to o jeden stát méně než v roce 2019. Ve všech těchto případech se očekává, že jejich pozice budou v roce 2021 i nadále nižší, než jsou čisté investiční pozice vůči zahraničí navrhované základními veličinami, a u šesti z nich se předpokládá, že tyto pozice budou nižší než obezřetnostní prahové hodnoty (graf 2.2.4).⁽¹⁶⁾ Předpokládá se, že se velké záporné čisté investiční pozice vůči zahraničí většinou zlepší. Ve střednědobém horizontu se očekává, že tři členské státy, jejichž čisté investiční pozice vůči zahraničí byly v roce 2020 nižší než -35% , tuto hranici překročí. Předpokládá se, že velké kladné čisté investiční pozice vůči zahraničí dále porostou nebo zůstanou víceméně stabilní.

Graf 2.2.4: Čisté investiční pozice vůči zahraničí v letech 2019–2022, 2025 a referenční hodnoty v roce 2021



Poznámka: Země jsou řazeny sestupně podle poměru čisté investiční pozice vůči zahraničí (NIIP) k HDP v roce 2020. NENDI je čistá investiční pozice vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání. Pro pojmy „obezřetnostní prahová hodnota čisté investiční pozice vůči zahraničí“ a „norma čisté investiční pozice vůči zahraničí“ viz poznámky pod čarou 13 a 16. NENDI pro IE, LU a MT jsou mimo škálu.

Zdroj: Eurostat a výpočty útvarů Komise (viz též příloha 1).

Členské státy s největší zápornou čistou investiční pozicí vůči zahraničí zaznamenaly v roce 2020 nejsilnější pokles, ale očekává se, že oživení umožní ve většině případů zlepšení. Kypr, Řecko, Irsko a Portugalsko mají čisté investiční pozice vůči zahraničí nižší než -100% HDP a také nižší, než jsou jejich základní a obezřetnostní referenční hodnoty. Následuje Španělsko s čistou investiční pozicí vůči zahraničí ve výši přibližně -85% HDP. S výjimkou Irska zaznamenaly tyto členské státy výrazné zhoršení svých pozic, které v případě Kypru a Řecka činilo přibližně 20 procentních bodů HDP. Hlavními faktory byly pokles nominálního HDP, zejména v Řecku, a velké schodky běžného účtu, zejména na Kypru. V Irsku i na Kypru odráží úroveň čisté investiční pozice vůči zahraničí do značné míry přeshraniční finanční vztahy nadnárodních podniků a zvláštních účelových jednotek. Všechny těchto pět zemí se vyznačuje poměrně velkou zápornou čistou investiční pozicí vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání (NENDI), tj. velkými podíly čistých dluhových závazků v jejich vnější pozici.⁽¹⁷⁾ Většinu vnějších závazků Řecka tvoří veřejný dluh za výhodných podmínek. Vnější udržitelnost některých členských států

⁽¹⁶⁾ Čisté investiční pozice vůči zahraničí v souladu se základními ekonomickými veličinami („normy čisté investiční pozice vůči zahraničí“) jsou získány kumulací hodnot norem běžného účtu v průběhu času (viz rovněž poznámka pod čarou č. 12). Metodika pro výpočet objemu čisté investiční pozice vůči zahraničí v souladu se základními ekonomickými veličinami viz A. Turrini a S. Zeugner (2019), „Benchmarks for Net International Investment Positions“, European Economy, Discussion Paper 097/2019.

⁽¹⁷⁾ Čistá investiční pozice vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání je podmožinou čisté investiční pozice vůči zahraničí, která nezahrnuje složky čistého vlastního kapitálu, a to kapitál a kapitálové účasti v souvislosti s přímými zahraničními investicemi a přeshraniční dluh v důsledku přímých zahraničních investic v rámci společnosti a představuje čistou investiční pozici vůči zahraničí bez nástrojů bez rizika selhání. Viz též Evropská komise, „Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard“, technická poznámka; https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

s velkými zápornými investičními pozicemi vůči zahraničí bude kromě převodů EU z víceletého finančního rámce (VFR) podpořena (někdy značným) přílivem grantů v rámci Nástroje pro oživení a odolnost. Současné projekce nicméně naznačují stagnaci čisté investiční pozice vůči zahraničí Kypru, a to i ve střednědobém horizontu. Naopak čisté investiční pozice vůči zahraničí jiných zemí s velkými zápornými čistými investičními pozicemi vůči zahraničí by se měly do roku 2022 a ve střednědobém horizontu postupně zlepšovat, a to díky silnému růstu HDP a lepším běžným účtům, přičemž očekávaný pokrok by byl v případě Irska výjimečně rychlý vzhledem k vysokým předpokládaným přebytkům běžného účtu.

Většina zemí EU s mírně zápornými čistými investičními pozicemi vůči zahraničí nezaznamenala v roce 2020 velké změny svých pozic a prognózy naznačují postupující zlepšení ve většině z nich.

Očekává se, že všechny tyto země, tj. Chorvatsko, Maďarsko, Polsko, Rumunsko a Slovensko, budou mít v roce 2021 čisté investiční pozice vůči zahraničí nižší než jejich základní referenční hodnoty, ale pouze u pozic Rumunska a Slovenska se předpovídá úroveň pod obezřetnostními prahovými hodnotami. Čisté investiční pozice vůči zahraničí všech těchto členských států, jakož i dalších zemí střední a východní Evropy a pobaltských zemí, se vyznačují velkým objemem přímých investic ze zahraničí a čistými investičními pozicemi vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání, které jsou mnohem příznivější než jejich čisté investiční pozice vůči zahraničí. Kromě toho jsou tyto země poměrně velkými příjemci převodů EU v rámci VFR, což poskytuje nezanedbatelnou podporu jejich vnějším pozicím. Granty Nástroje pro oživení a odolnost nad rámec převodů z VFR dále podporují zvýšení čistých investičních pozic vůči zahraničí ve většině těchto zemí. Celkově naznačují prognózy zlepšení čistých investičních pozic vůči zahraničí v těchto zemích, s výjimkou Rumunska, jehož pozice se pravděpodobně mírně zhorší (graf 2.2.4).

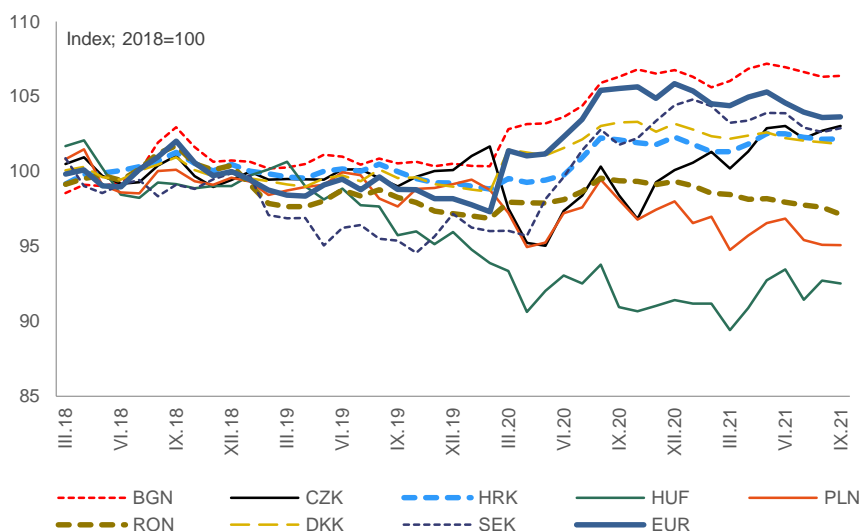
Odlisný vývoj byl v roce 2020 zaznamenán také ve skupině členských států s velkými kladnými investičními pozicemi vůči zahraničí.

Čisté investiční pozice vůči zahraničí v Nizozemsku, Německu, na Maltě a v Belgii se dále rozšířily, a to díky přetrvávajícím značným přebytkům běžného účtu v prvních dvou zemích, a ve všech čtyřech případech tomu napomohl pokles nominálního HDP. Zejména Nizozemsko, ale také Malta zaznamenaly rovněž silné pozitivní účinky oceňování. Naopak negativní změny v ocenění omezily nárůst čisté investiční pozice vůči zahraničí v Německu. Velké kladné čisté investiční pozice vůči zahraničí v Dánsku a Lucembursku se kvůli záporným změnám v ocenění snížily, a to navzdory silným přebytkům běžného účtu v uvedených dvou zemích.

Podmínky vnějšího financování se mohou v budoucnu zpřísnit, což by mohlo mít důsledky pro některé země mimo eurozónu.

Na začátku krize COVID-19 bylo v několika zemích mimo eurozónu pocíťováno napětí na celosvětových finančních trzích. V té době se měny některých členských států mimo eurozónu, zejména maďarský forint, ocitly v březnu a dubnu 2020 pod tlakem a oslabovaly, ale již v květnu se zotavily a stabilizovaly (graf 2.2.5) s tím, jak se globální vnímání rizik zlepšilo a kapitálové toky se stabilizovaly. V některých případech nelze do budoucna vyloučit návrat volatility kapitálových toků nebo zpřísnění podmínek vnějšího financování, částečně v očekávání zpřísnění měnové politiky v USA a dalších vyspělých ekonomikách. V této souvislosti jsou země mimo eurozónu, u nichž prognózy předpovídají velkou čistou úvěrovou pozici, méně vystaveny vnějším rizikům (re)financování, pokud by se tato rizika znovu objevila, stejně jako členské státy s významnými devizovými rezervami. V této souvislosti hrají roli také potřeby vnějšího financování soukromého i vládního sektoru (viz oddíl 2.4 o

Graf 2.2.5: Nominální efektivní směnné kurzy



sektoru vládních institucí).

2.2.2. KONKURENCESCHOPNOST

Jednotkové náklady práce v celé EU vzrostly v důsledku výrazného dočasného snížení celkové produktivity práce během krize COVID-19. Srovnávací přehled ukazuje růst jednotkových nákladů práce (na základě kumulativního růstu v období tří let do roku 2020) nad prahovou hodnotu v 18 členských státech ve srovnání s osmi zeměmi před rokem. Před rokem 2020 existovaly známky potenciálních rizik přehřívání v některých zemích, včetně Bulharska, Česka, Estonska, Maďarska, Lotyšska, Litvy, Lucemburska, Malty, Rumunska a Slovenska. Jen v roce 2020 se růst jednotkových nákladů práce zrychlil ve 22 členských státech. Předpokládá se však, že tento výjimečný růst jednotkových nákladů práce se v letech 2021 a 2022 v mnoha zemích částečně zvrátí, a to díky obecně zvýšené volatilitě jednotkových nákladů práce.

Dopad pandemie COVID-19 a strukturálních problémů, které se objevují během fáze oživení, ztěžuje posouzení změn nákladové konkurenceschopnosti. Prudké zrychlení růstu jednotkových nákladů práce v roce 2020 a jeho očekávaný částečný zvrát ve většině zemí v letech 2021 a 2022 způsobuje statistický efekt v důsledku rozsáhlého hromadění pracovních sil a následného poklesu celkové produktivity na obyvatele (graf 2.2.6). To bylo způsobeno vládní podporou programů pro udržení pracovních míst, zejména v podobě dočasně rozšířených režimů zkrácené pracovní doby, které upřednostňovaly snížení počtu odpracovaných hodin před dopadem na míru zaměstnanosti. Kombinace stagnace trhu práce a nedostatku kvalifikovaných pracovních sil poukazuje na volatilitu a nejistotu ohledně vývoje jednotkových nákladů práce v budoucnu. Tyto problémy souvisejí s problémy dodavatelských řetězců a tlaky vyplývajícími z nerovnoměrného hospodářského oživení, jakož i se zrychlenou digitální transformací a dlouhodobějšími strukturálními změnami. Vzhledem k tomu, že v mnoha zemích došlo v posledních letech k vysokému růstu jednotkových nákladů práce, představuje ztráta nákladové konkurenceschopnosti i nadále riziko, které je třeba sledovat, zejména pokud jde o to, do jaké míry lze ztráty zaznamenané v roce 2020 během oživení vykompenzovat. Politiky na podporu konkurenceschopnosti a produktivity jsou i nadále velmi důležité pro udržitelné oživení po krizi COVID-19.

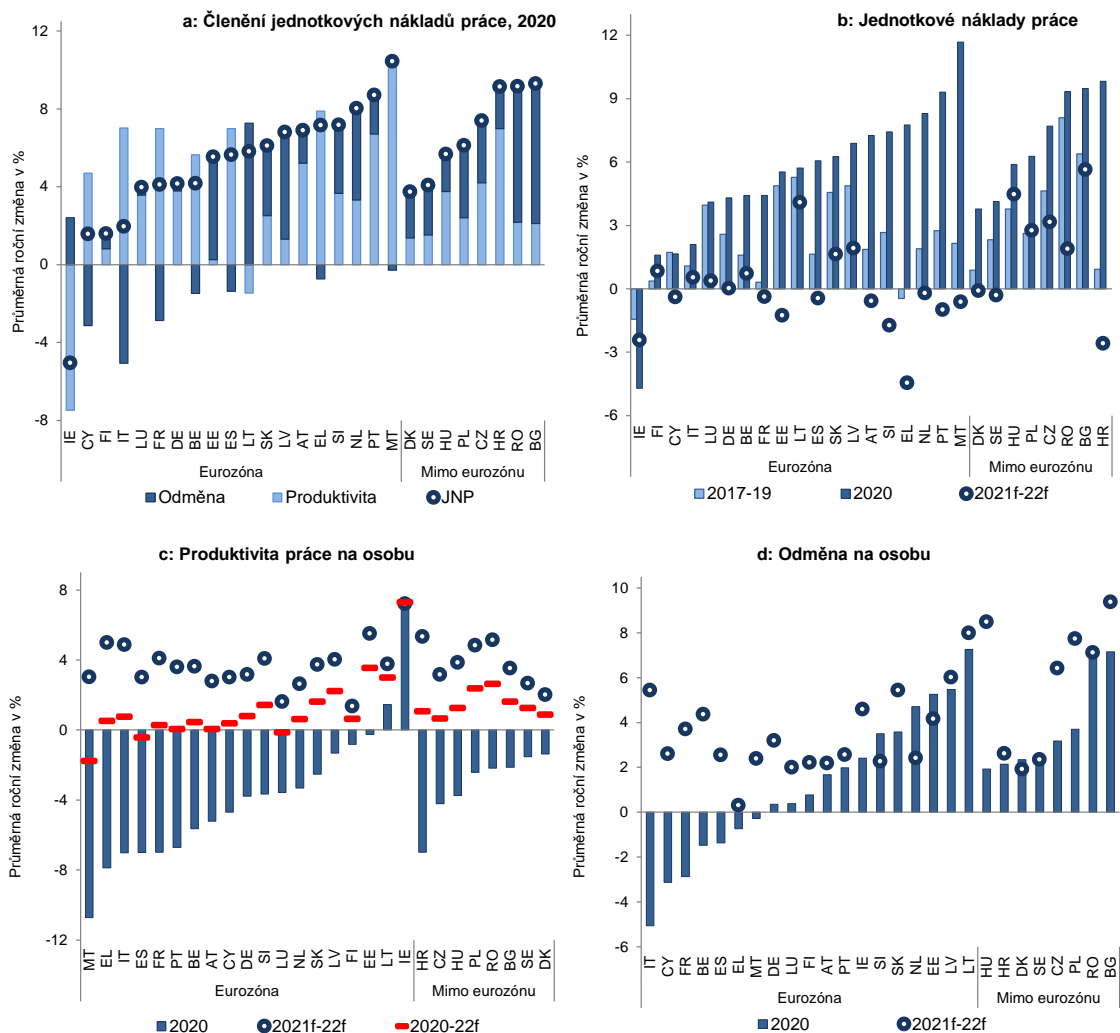
Produktivita práce se v roce 2020 téměř ve všech zemích EU snížila, očekává se však, že letos a příští rok se zlepší (graf 2.2.6 c). Vstupy pracovní síly se během krize COVID-19 snížily, zejména v důsledku zkrácené pracovní doby, zatímco počet zaměstnaných osob se změnil jen málo, čemuž napomohla vládní opatření, včetně rozšířených režimů zkrácené pracovní doby, jejichž využívání během oživení výrazně pokleslo. V důsledku toho ve většině zemí produktivita práce na základě počtu zaměstnanců ve srovnání s produktivitou práce založenou na odpracovaných hodinách klesla. Jakmile v letech 2021 a 2022 započne oživení a odezní účinky hromadění pracovních sil, očekává se skokové zvýšení údajů o produktivitě. V roce 2022 se předpokládá, že produktivita na osobu bude vyšší než v roce 2019 ve všech členských státech s výjimkou Lucemburska, Malty, Portugalska a Španělska.

Růst mezd byl v roce 2020 mírný, ale očekává se, že v letech 2021 a 2022 (v některých případech výrazně) zrychlí. Růst mezd byl ve většině zemí EU během krize COVID-19 utlumený (graf 2.2.6 d). V Bulharsku, Česku, Maďarsku, Itálii, Lotyšsku, Litvě, Polsku, Rumunsku a na Slovensku se v letech 2021 a 2022 očekává roční nárůst odměn na zaměstnance o více než 5 %. V případě Belgie, Estonska a Irska by zvýšení mělo být v průměru mezi 4 % a 5 %. V Bulharsku, Česku, Estonsku, Maďarsku, Lotyšsku, Litvě, Rumunsku a na Slovensku byl přetrvávající velký nárůst mezd a jednotkových nákladů práce důvodem k obavám již před pandemií, což vyvolává otázky týkající se nákladové konkurenceschopnosti.

Vývoj jednotkových nákladů práce v celé eurozóně by se měl vrátit k podpoře obnovování vnější rovnováhy, jakmile se zmírní vlivy produktivity. Růst jednotkových nákladů práce byl v roce 2020 silnější v některých zemích, které jsou čistými dlužníky, jako je Řecko, Portugalsko a Španělsko, které zaznamenaly výraznější recesi a značné hromadění pracovních sil. Do roku 2022 bude změna růstu jednotkových nákladů práce opět více podporovat obnovování vnější rovnováhy, neboť se předpokládá, že bude o něco nižší u čistých dlužníků než u čistých věřitelů (graf 2.2.7). Omezenější dopad na obnovení rovnováhy ve srovnání s dobou před pandemií byl ovlivněn přetrvávajícím dopadem na produktivitu,

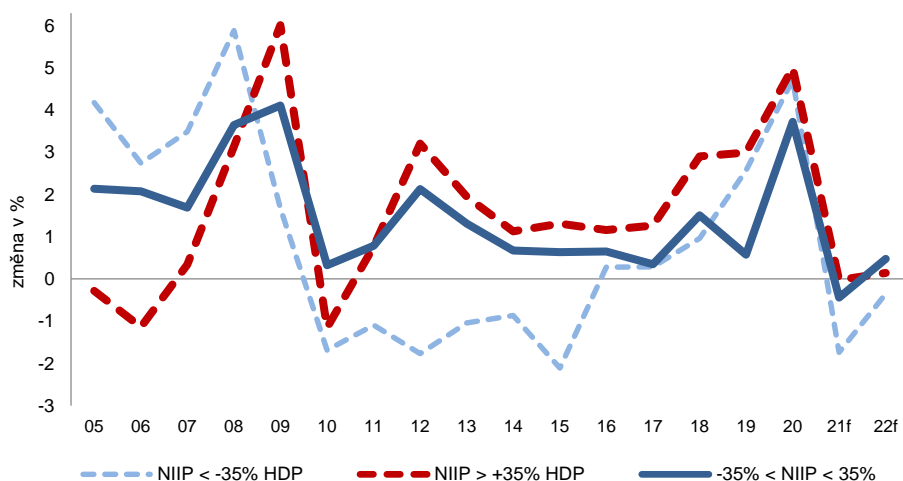
kteřý je třeba řešit, aby se odstranily stávající rozdíly. Naopak se předpokládá, že odměny zaměstnanců budou u zemí, které jsou čistými věřiteli, vyšší než v zemích, které jsou čistými dlužníky.

Graf 2.2.6: Růst jednotkových nákladů práce, odměn a produktivity



Poznámka: Tempa růstu se v průběhu několika let aktualizují.
Zdroj: AMECO a hospodářská prognóza Evropské komise z podzimu 2021.

Graf 2.2.7: Růst jednotkových nákladů práce v celé eurozóně



Poznámka: Zeměmi s čistou investiční pozicí vůči zahraničí > +35 % HDP jsou DE, LU, NL, BE, MT. Zeměmi s čistou investiční pozicí vůči zahraničí mezi 35 % a -35 % HDP jsou FI, EE, IT, LT, FR, SI, AT. Zbývající skupinu tvoří země, které se nacházejí v čisté investiční pozici vůči zahraničí < -35 % HDP. Rozdělení zemí je založeno na průměrných hodnotách čisté investiční pozice vůči zahraničí v období 2017–2019. Země, které jsou čistými věřiteli, zaznamenaly ve stejném období průměrný přebytek běžného účtu. Údaje vycházejí z váženého průměru HDP pro všechny tři skupiny zemí.

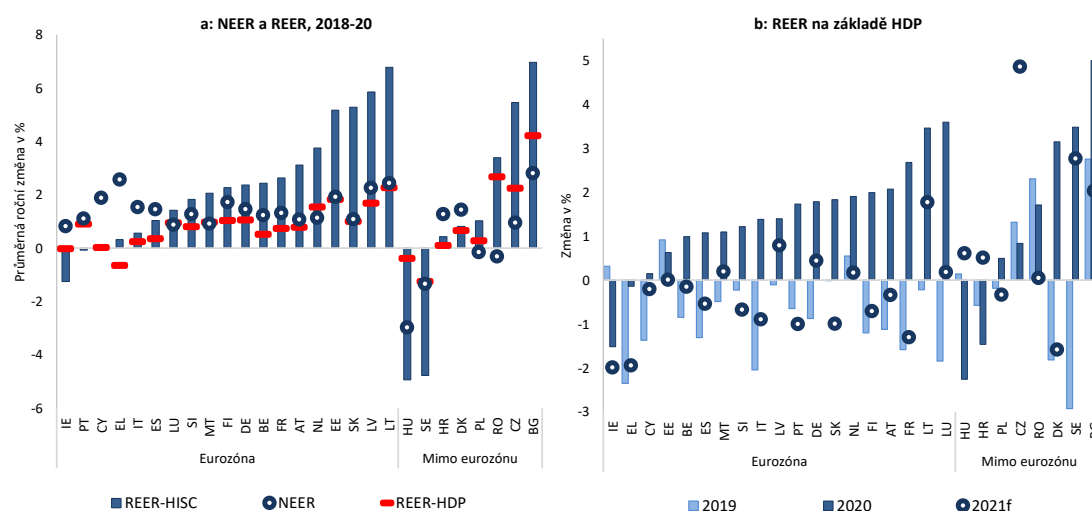
Zdroj: AMECO a hospodářská prognóza Evropské komise z podzimu 2021.

Nominální efektivní směnné kurzy ve většině zemí v roce 2020 posílily. Nejvýraznější zhodnocení bylo zaznamenáno v Bulharsku, Řecku, Lotyšsku, Litvě a Švédsku. Pouze Maďarsko a v menší míře Česko a Polsko zaznamenaly nominální depreciaci. Zhodnocení nominálních efektivních směnných kurzů odráží rovněž zhodnocení eura na počátku pandemie COVID-19 a související únik do bezpečného útočiště. V roce 2021 dosud ve většině zemí EU nominální efektivní směnné kurzy posilovaly, i když ve většině případů mírnějším tempem než v roce 2020.

Reálné efektivní směnné kurzy založené na HISC (REER) ve většině členských států v roce 2020 mírně posílily, což částečně odráží nominální zhodnocení. Jedinými zeměmi, v nichž došlo k depreciaci REER založeného na HISC, byly Chorvatsko a Maďarsko. Nejvýraznější zhodnocení bylo zaznamenáno v Bulharsku, Litvě a Švédsku. Toto mírné zhodnocení následuje po depreciaci zaznamenané ve většině členských států v roce 2019. Z REER založeného na deflátoru HDP, pro nějž jsou k dispozici prognózy na rok 2021, vyplývá, že lze očekávat mírné zvýšení reálných směnných kurzů, s výrazným zhodnocením pouze v Bulharsku, Česku, Litvě a Švédsku (graf 2.2.8 b).

Vývoj reálného efektivního směnného kurzu podporuje obnovení vnější rovnováhy, ale pouze v omezené míře. Některé země, které jsou čistými věřiteli, včetně Dánska, Německa, Nizozemska a Malty, vykázaly v roce 2020 růst REER mírně nad průměrem EU. Některé velké země, které jsou čistými dlužníky, nebo země, které byly recesí COVID-19 postíženy více, jako Kypr, Chorvatsko, Řecko, Itálie, Portugalsko nebo Španělsko, zaznamenaly oproti uvedeným zemím, které jsou čistými věřiteli, určité zvýšení konkurenceschopnosti díky nižší inflaci, jak naznačuje mírnější vývoj REER (graf 2.2.8). Zdá se, že tato tendence přetrvává i v roce 2021, což naznačuje, že vývoj REER bude v blízké budoucnosti i nadále mírně podporovat obnovování vnější rovnováhy.

Graf 2.2.8: Dynamika nominálních a reálných efektivních směnných kurzů (NEER a REER)



Poznámka: REER a nominální efektivní směnný kurz (NEER) se vypočítávají vůči 42 obchodním partnerům.

Zdroj: AMECO a hospodářská prognóza Evropské komise z podzimu 2021.

Podíly na vývozních trzích v roce 2020 výrazně kolísaly a tři členské státy zaznamenaly ztráty přesahující prahovou hodnotu srovnávacího přehledu. Na základě kumulované změny za pět let zaznamenaly Francie, Řecko a Španělsko značné ztráty podílu na vývozních trzích přesahující prahovou hodnotu. Naopak mnoho zemí zaznamenalo značný nárůst tohoto podílu, v případě Irsku, Litvy a Polska o více než 30 %. Podíly na vývozních trzích v roce 2020 silně kolísaly. Jen v roce 2020 získaly země EU v průměru určitý podíl na vývozních trzích, avšak s výraznými rozdíly mezi jednotlivými zeměmi.

Očekává se, že některé země s významnými ztrátami podílu na vývozních trzích v roce 2020 v blízké budoucnosti kompenzují pouze část těchto ztrát. Kromě Rakouska a Estonska se v posledních čtvrtletích zastavil prudký pokles salda služeb v souvislosti s krizí COVID-19 v Bulharsku, Chorvatsku, na Kypru, v Řecku, Maďarsku, Itálii, na Maltě, v Portugalsku a ve Španělsku. Po výrazném zlepšení od začátku roku 2020 vykazuje bilance obchodu se službami v případě Německa i nadále mírný přebytek. Bilance obchodu se zbožím se od roku 2019 vyvíjela v několika zemích příznivěji a částečně kompenzovala pokles bilance obchodu se službami. Očekává se, že v letech 2021 a 2022 se podíly na vývozních trzích výrazně zvýší zejména v Chorvatsku, Řecku a Španělsku, jelikož přeshraniční cestovní ruch se zotaví, což ale nebude ve všech případech stačit k tomu, aby byly vyrovnány všechny ztráty zaznamenané v roce 2020. Celkově se v období 2020–2022 očekává největší nárůst podílu na vývozních trzích v Estonsku, Irsku, Litvě, Lucembursku a Polsku a jeho pokles v Řecku, Španělsku, Francii a Portugalsku.

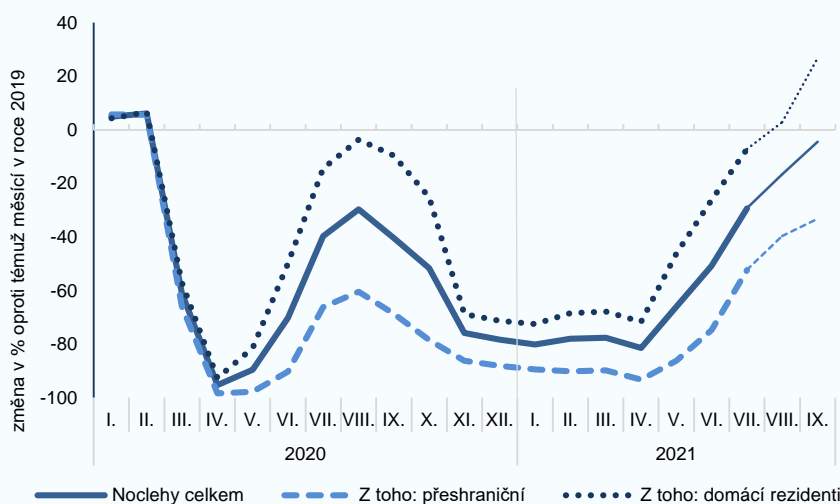
Vývoj podílu na vývozních trzích může v budoucnu přispět k určitému obnovení vnější rovnováhy. Očekává se, že země s vysokými přebytky běžného účtu, včetně Dánska, Německa a Nizozemska, přijdou v období 2020–2022 o svůj podíl na vývozních trzích. Údaje za druhé čtvrtletí 2021 nadále vykazují přebytky bilance služeb, vyjádřené v procentech HDP, a sice díky posilování obchodní bilance zboží v Německu a Nizozemsku. Tyto země však pravděpodobně ztratí část nárůstu podílu na vývozních trzích v oblasti služeb z doby krize COVID-19, až se toky cestovního ruchu vrátí na původní úroveň.

Rámeček 1: Cestovní ruch během krize COVID-19

Cestovní ruch byl během krize COVID-19 jednou z nejhůře postižených ekonomických činností, jelikož opatření ke zvládnutí pandemie zahrnovala omezení v odvětví pohostinství a v mezinárodním cestování. Rozsah tohoto nepříznivého dopadu se odráží ve velkém propadu počtu noclehů (graf 1): v dubnu 2020 se počet noclehů v turistických ubytovacích zařízeních ve srovnání se stejným měsícem v roce 2019 snížil o 95 %. Výrazné oživení bylo zaznamenáno v letních měsících, jelikož domácí cestovní ruch se v srpnu 2020 přiblížil úrovni roku 2019. Naopak na srpnovém vrcholu zůstal počet přeshraničních noclehů o 60 % nižší než v srpnu 2019. S druhou vlnou pandemie se cestovní ruch opět omezil.

Nedávné silnější oživení, včetně přeshraničního cestovního ruchu, začalo v květnu 2021. Důvodem pro to byl významný pokrok v oblasti očkování a koordinace pravidel pro přeshraniční cestování v rámci EU prostřednictvím zavedení *digitálního certifikátu EU COVID*. Domácí i přeshraniční cestovní ruch se v červenci zvýšil ve srovnání s rokem 2020, přičemž objem přeshraničního cestovního ruchu se zvýšil výrazně. Vezmeme-li v úvahu i aktuální údaje za srpen a září, vyplývá z nich, že celková turistická aktivita v létě 2021 vzrostla ve srovnání s rokem 2020 přibližně o 30 %, ale stále zůstává o 16 % nižší než úroveň z roku 2019, přičemž došlo k určitým změnám ve složení.⁽¹⁾ Zatímco se zdá, že domácí cestovní ruch překročil v letních měsících roku 2021, zejména v září, úroveň z léta 2019, přeshraniční cestování stále zaostává o více než 40 % za úrovní z doby před pandemií. Srovnání prvních devíti měsíců roku 2021 se stejným obdobím v roce 2020 ukazuje, že výkonnost cestovního ruchu v roce 2021 vzrostla pouze o 12 %, což částečně odráží skutečnost, že první čtvrtletí roku 2020 zůstalo do značné míry pandemií nedotčeno.

Graf 1: Noclehy turistů v EU v letech 2020 a 2021

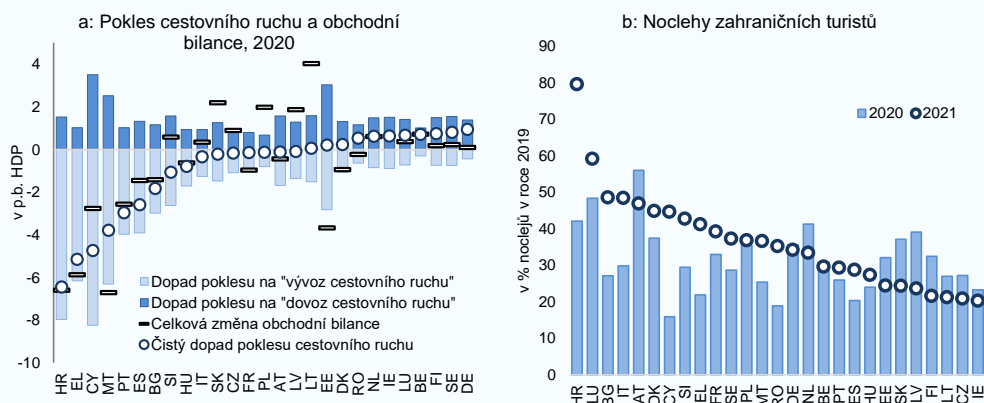


Poznámka: Počet noclehů v turistických ubytovacích zařízeních za srpen a září 2021 hlášený Eurostatem a navýšený o aktuální údaje na základě hodnocení AirBnB. Odhady pro Kypr, Francii a Irsko vycházejí z údajů národních statistických úřadů. Viz též poznámka pod čarou č. 1.

Zdroj: Eurostat a odhady Evropské komise.

Členské státy, které se silně spoléhají na vývoz cestovních služeb, byly zasaženy obzvláště tvrdě, jelikož pandemie způsobila naprostý propad přeshraničního cestování. Velký pokles mezinárodního cestovního ruchu měl obzvláště silný dopad na některé země, které jsou čistými dlužníky, jako je Chorvatsko, Kypr, Řecko, Portugalsko nebo Španělsko, které zaznamenaly velké přebytky v obchodu s cestovními službami, což platí i pro Maltu (graf 2a).⁽²⁾ U většiny těchto zemí je dopad poklesu mezinárodního cestovního ruchu na obchodní bilanci v podstatě zodpovědný za zhoršení jejich celkových obchodních bilancí v roce 2020.⁽³⁾⁽⁴⁾ Negativní dopady na velké vývozce služeb cestovního ruchu se v roce 2021 postupně zvrátí, jelikož přeshraniční cestovní ruch se začal oživovat. Na druhém konci spektra jsou země, které obvykle dovážejí více cestovních služeb, než vyvážejí. Pro tyto země mělo snížení počtu mezinárodních cest částečný pozitivní dopad na jejich obchodní bilanci, jelikož turisté se přeorientovali na domácí destinace.

Graf 2: Dopad poklesu cestovního ruchu na obchodní bilanci a projekce počtu noclehů na rok 2021



Poznámky: a) Odhadované dopady se týkají pouze obchodu se službami zaznamenaného pod položkou „cestovní ruch“ ve statistice platební bilance. Jsou založeny na analýze dílčí rovnováhy, která využívá údaje o obchodu z hlediska přidané hodnoty, a zohledňuje přímé a nepřímé účinky. Viz poznámky pod čarou č. 3 a 4. b) Projekce na rok 2021 vycházejí z počtu noclehů nerezidentů v turistických ubytovacích zařízeních, které byly vykázány Eurostatem a v případě chybějících údajů byly až do zřítí navýšeny o aktuální údaje na základě hodnocení AirBnB. Odhady pro Kypr, Francii a Irsko vycházejí z údajů národních statistických úřadů. Pro poslední čtvrtletí roku 2021 předpokládá projekce stejnou úroveň turistické aktivity jako v případě údajů (a aktuálních údajů) za třetí čtvrtletí roku 2021 v procentech počtu noclehů v roce 2019.

Zdroj: Eurostat a odhady Evropské komise.

Předběžné údaje za rok 2021 naznačují částečné a postupné oživení mezinárodního cestovního ruchu, které se však v jednotlivých zemích liší. Předpokládá se, že počet noclehů zahraničních turistů v turistických ubytovacích zařízeních v roce 2021 výrazně vzroste v Chorvatsku, na Kypru a v Řecku a o něco méně ve Španělsku (graf 2b).⁽²⁾ Současně se zdá, že oživení mezinárodní turistické aktivity v Portugalsku je mírnější, ale zůstává mírně nad úrovní předpokládanou pro Španělsko. Významný nárůst přeshraničního cestovního ruchu se předpokládá také v Bulharsku, Itálii, Rumunsku a Slovinsku, zatímco například v Rakousku a Nizozemsku a několika dalších členských státech se očekává pokles, který pravděpodobně odráží různé sezónní rozložení návštěv zahraničních turistů, jakož i dopady odklonu od cestování v letech 2020 a 2021.

- (1) Podrobnosti o údajích týkajících se AirBnB a metodické vysvětlení aktuálních údajů viz Evropská komise, Evropská hospodářská prognóza, podzim 2020, „Tourism in pandemic times: an analysis using real-time big data“, Special Topic 3.3. Institutional Paper 136, listopad 2020. Analýzy aktuálních údajů používají jazyk každého přehledu jako zástupný indikátor pro rozlišení noclehů domácích turistů a noclehů cizinců.
- (2) Termín „mezinárodní cestovní ruch“ se používá k označení mezinárodního obchodu s cestovními službami zaznamenaným pod položkou „cestovní ruch“ ve statistice platební bilance.
- (3) Odhady dopadu poklesu mezinárodního cestovního ruchu na obchodní bilanci vycházejí z analýzy dílčí rovnováhy, která se zaměřuje na obchod z hlediska přidané hodnoty tím, že zohledňuje dovoz vstupů používaných při výrobě zboží a služeb spotřebovaných zahraničními turisty. Tato analýza zohledňuje přímé i nepřímé dopady změny v poptávce zahraničních turistů, tj. také zpětnou vazbu na ta odvětví hospodářství, která nejsou poptávkou turistů přímo ovlivněna. Analýza předpokládá, že peníze, které nebyly vynaloženy na cestu do zahraničí, se ušetří. Více informací viz: L. Coutinho, G. Vukšić a S. Zeugner (2021), „International tourism decline and its impact on external balances in the euro area“, *Quarterly Report on the Euro Area*, GR ECFIN, Evropská komise, svazek 20, č. 2, část III.
- (4) Jako příklad může částečně posloužit Kypr, kde se v roce 2020 výrazně snížil vysoký čistý dovoz služeb mezinárodní osobní dopravy, což zmírňuje celkový dopad na obchodní bilanci. Mezinárodní osobní doprava je v platební bilanci samostatnou kategorií, ale s mezinárodním cestovním ruchem souvisí. Vzhledem k tomu, že údaje o těchto službách za rok 2020 nejsou pro mnoho zemí EU k dispozici, nejsou do analýzy zahrnuty. Pokud jde o některé jiné země, pro něž údaje k dispozici jsou, nemění jejich zahrnutí u této kategorie nijak významně výsledky. Na Maltě byla obchodní bilance poměrně silně ovlivněna také změnami v jiných položkách, než je cestovní ruch.
- (5) Při srovnání roku 2021 (projekci) s celým rokem 2020 je třeba připomenout, že téměř celé první čtvrtletí roku 2020 nebylo pandemií ovlivněno a že turistická aktivita byla oproti roku 2019 na vzestupu.

2.3. SOUKROMÝ DLUH A TRHY S BYDLENÍM

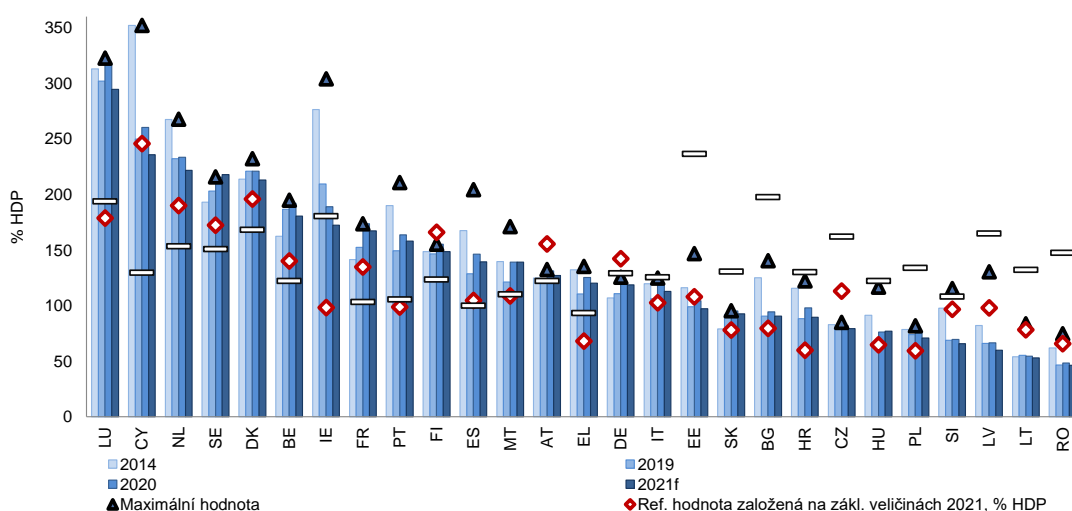
2.3.1. SOUKROMÝ DLUH

Míra zadlužení soukromého sektoru se v důsledku krize COVID-19 výrazně zvýšila, ale u většiny zemí se očekává, že se v roce 2021 vrátí ke svému klesajícímu trendu. V roce 2020 se poměr dluhu soukromého sektoru k HDP zvýšil ve všech zemích EU s výjimkou Dánska, Irska a Litvy (graf 2.3.1), čímž se přerušil proces snižování páky, který nyní probíhá v mnoha zemích. Toto zvýšení v roce 2020 bylo způsobeno především poklesem HDP, ale ve většině zemí vzrostly i půjčky, zejména v případě podniků. Záruky za úvěry a moratoria na splácení dluhu patřily k důležitým politickým opatřením pro překonání nedostatku likvidity na začátku krize COVID-19, ale rovněž přispěly ke zvýšení dluhu. Poměr dluhu soukromého sektoru k HDP překročil prahovou hodnotu srovnávacího přehledu (133 % HDP) ve 12 členských státech (Belgie, Kypr, Dánsko, Finsko, Francie, Irsko, Lucembursko, Malta, Nizozemsko, Portugalsko, Španělsko a Švédsko), přičemž před rokem se jednalo o deset zemí – Španělsko a Malta prahovou hodnotu nepřekročily (graf 2.3.1). U ostatních členských států došlo k výraznému zvýšení, které však zůstalo pod prahovou hodnotou. Celkový objem soukromého dluhu se zdá být vysoký ve srovnání s referenčními hodnotami, které představují základní ekonomické veličiny jednotlivých zemí, a s prahovými hodnotami, které vzbuzují obavy z hlediska obezřetnosti. ⁽¹⁸⁾ Tak je tomu v případě Belgie, Kypru, Dánska, Francie, Řecka, Irska, Lucemburska, Malty, Nizozemska, Portugalska, Španělska a Švédska.

Kvůli krizi COVID-19 se celkově zhoršila rizika spojená s úrovní soukromého zadlužení. Očekává se, že díky hospodářskému oživení začne poměr soukromého dluhu k HDP v roce 2021 v celé EU klesat (graf 2.3.1). Očekává se však, že ve většině zemí EU zůstane nad úrovní z roku 2019. Vzhledem k postupnému rušení vládních podpůrných opatření může být ohrožena schopnost podniků a domácností plnit své platební závazky, zejména v případě odvětví, která byla krizí COVID-19 zasažena vážněji a jejichž rozvahy byly slabší již před krizí, což vedlo ke zhoršení kvality dluhu. Rostoucí zadlužení podniků, domácností, vlád a bank navíc vedlo také k větší propojenosti mezi odvětvími, čímž se mohl urychlit přenos otřesů napříč odvětvími. Narušení globálních hodnotových řetězců a problémy způsobené nerovnoměrným hospodářským oživením v kontextu zrychlené digitální transformace představují rizika a vedou ke strukturálním změnám a nestabilní situaci ohledně podniků a pracovních míst.

⁽¹⁸⁾ Referenční hodnoty zadlužení pro jednotlivé země vypracovala Evropská komise ve spolupráci s pracovní skupinou EPC LIME (Evropská komise, „Benchmarks for the assessment of private debt“, Note for the Economic Policy Committee, ARES (2017) 4970814), a J.-C. Bricongne, L. Coutinho, A. Turrini a S. Zeugner, „Is Private Debt Excessive?“, *Open Economies Review*, 3, 471–512, 2020. Referenční hodnoty vycházející ze základních veličin umožňují posoudit soukromý dluh vzhledem k hodnotám, jež lze vysvětlit pomocí základních ekonomických veličin, přičemž jsou odvozeny z regresních modelů zachycujících hlavní faktory růstu úvěrů a zohledňujících danou původní výši dluhu. Obezřetnostní prahové hodnoty představují míru zadlužení, nad níž je pravděpodobnost bankovní krize relativně vysoká; uvedená míra je založena na maximalizaci síly signálu při předvídání bankovních krizí prostřednictvím minimalizace pravděpodobnosti nezachycení krize a falešných poplachů a pomocí zahrnutí informací o kapitalizaci bank, veřejném dluhu a úrovni hospodářského rozvoje v jednotlivých zemích.

Graf 2.3.1: Soukromý dluh



Zdroj: Eurostat, AMECO, hospodářská prognóza Evropské komise z podzimu 2021 a odhady útvarů Komise týkající se soukromého dluhu v roce 2021 (viz příloha 1). Dluh zahrnuje úvěry (F4) a dluhové cenné papíry (F3).

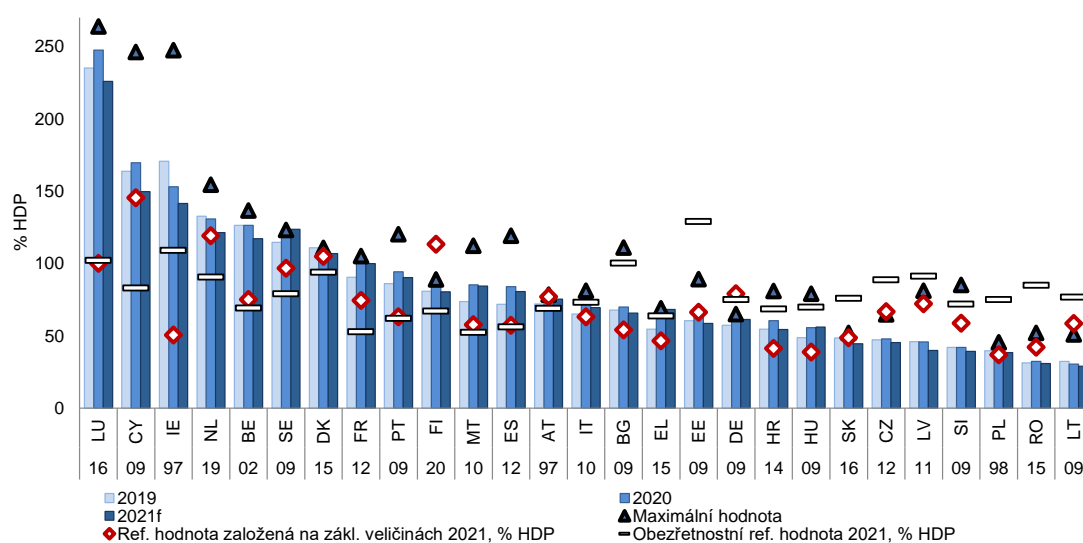
2.3.1.1. Dluh nefinančních podniků

Zadluženost podniků se v roce 2020 ve většině zemí EU zvýšila, někdy prudce. V roce 2020 se očekává, že poměr dluhu podniků k HDP v 19 zemích vzroste, převážně v důsledku prudkého poklesu HDP. K jeho zvýšení však rovněž přispěly čisté úvěrové toky podniků, a to kvůli výrazným ztrátám příjmů a vnímanému nedostatku likvidity v roce 2020, což rovněž přispělo k výraznému nárůstu držby vkladů podniků. Poměr dluhu nefinančních podniků k HDP se obzvláště výrazně zvýšil v řadě zemí, kde byla úroveň zadlužení podniků již vysoká nebo v nichž hraje významnou roli odvětví cestovního ruchu, které bylo recesí těžce zasaženo (graf 2.3.3 a). Mezi tyto země patří Kypr, Francie, Řecko, Itálie, Malta, Portugalsko a Španělsko. Velmi vysoká míra zadlužení podniků přetrvává i v Belgii, Irsku, Lucembursku a Nizozemsku, ačkoli jejich zranitelnost částečně zmírňuje značný podíl úvěrů na přímé zahraniční investice a přeshraničních vnitropodnikových půjček.

Poměr dluhu nefinančních podniků k HDP zůstává v mnoha členských státech vysoký a míra zadlužení byla v roce 2020 ve 14 zemích vyšší než úroveň vyplývající jak ze základních ekonomických veličin, tak z obezřetnostních prahových hodnot. Jedná se o Belgii, Kypr, Dánsko, Francii, Řecko, Irsko, Lucembursko, Maltu, Nizozemsko, Portugalsko, Španělsko, Švédsko a okrajově i Rakousko a Itálii (graf 2.3.2). Ve většině zemí je dluh nefinančních podniků pod jeho předchozím vrcholem, a to vzhledem k výraznému snížení páky, k němuž došlo v posledních letech, ale pandemie část tohoto pokroku zrušila. V některých zemích, jako je Rakousko, Belgie, Dánsko, Francie, Finsko, Německo, Řecko, Itálie, Lucembursko, Polsko, Slovensko a Švédsko, je dluh podniků na nejvyšší úrovni od poloviny 90. let nebo se této úrovni velmi blíží.

V důsledku vysokého růstu nominálního HDP se v roce 2021 a v dalších letech mechanicky sníží poměr dluhu k HDP, ale bude vycházet z vyšších úrovní zadlužení. Díky silnému oživení HDP se poměr dluhu podniků k HDP v roce 2021 pravděpodobně sníží – v některých případech výrazně – v případě všech zemí EU s výjimkou Řecka, Maďarska a Švédska (graf 2.3.3 b). Očekává se, že úvěrové toky překročí ve více než polovině členských států úroveň z doby před pandemií. V důsledku vysokého růstu nominálního HDP se v roce 2021 a v dalších letech mechanicky sníží poměr dluhu k HDP. Mimořádná opatření zavedená v roce 2020 budou postupně zrušena a povedou ke zvýšenému splácení dluhu. Kromě toho mohou nefinanční podniky snížit své značné rezervy v oblasti likvidity, které vytvořily v roce 2020, jelikož ustupuje nejistota, a lze je využít jako alternativu k novým výpůjčkám, což může rovněž pomoci při snižování páky.

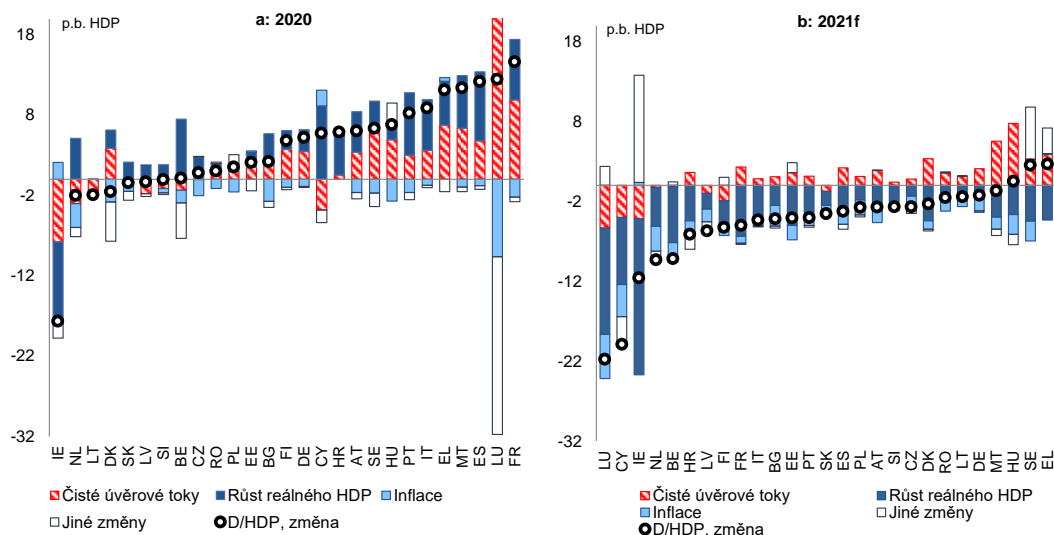
Graf 2.3.2: Dluh nefinančních podniků



Poznámky: Čísla pod zkratkami jednotlivých zemí označují rok, kdy tento poměr dluhu k HDP dosáhl vrcholu, a to na základě údajů z let 1997 až 2020. Země jsou řazeny sestupně podle poměru dluhu nefinančních podniků k HDP v roce 2020.

Zdroj: Eurostat, AMECO, hospodářská prognóza Evropské komise z podzimu 2021 a odhady útvarů Komise týkající se dluhu nefinančních podniků v roce 2021 (viz příloha 1). Dluh zahrnuje úvěry (F4) a dluhové cenné papíry (F3).

Graf 2.3.3: Rozčlenění změny v poměru dluhu nefinančních podniků k HDP v letech 2020 a 2021



Poznámky: Čisté úvěrové toky (dluhové transakce) odpovídají transakcím s úvěry (F4) a dluhovými cennými papíry (F3) z účtů odvětvových finančních transakcí Eurostatu. V roce 2020 činil příspěvek čistých úvěrových toků Lucemburska 40,1 p.b.

Zdroj: AMECO, Eurostat a odhady útvarů Komise a výpočty založené na měsíčních údajích ECB o úvěrech MFI a transakcích s dluhovými cennými papíry (tocích) se soukromým sektorem z databáze BSI, hospodářská prognóza Evropské komise z podzimu 2021.

Celkově vykazují úvěrové toky do nefinančních podniků od začátku krize COVID-19 charakteristické vzorce odrážející jednotlivé fáze pandemie (graf 2.3.3 b).⁽¹⁹⁾ Bankovní úvěry nefinančním podnikům se v roce 2020 zvýšily ve více než dvou třetinách členských států, a to i v řadě členských států s vysokým zadlužením nefinančních podniků, jako je Dánsko, Francie, Řecko, Itálie, Malta, Nizozemsko, Portugalsko, Španělsko a Švédsko. K tomu došlo v situaci, kdy vládní úvěrové záruky pomohly udržet úvěrové toky a moratoria na splácení dluhu udržovala nominální dluhy vyšší, než

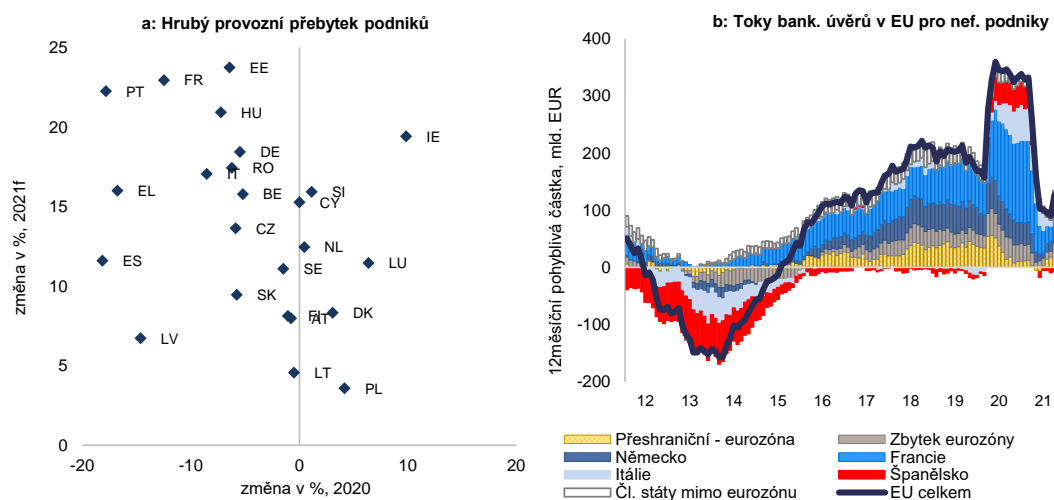
⁽¹⁹⁾ Pokud jde o bankovní úvěry nefinančním podnikům, nástup pandemie v březnu 2020 přinesl významné zrychlení růstu úvěrů v prvních měsících, což bylo zvláště patrné u velkých členů eurozóny, jako je Francie a Španělsko (graf 2.3.4 b). Tento rychlý nárůst byl mírnější v Německu, pozvolnější v Itálii a méně patrný v zemích EU mimo eurozónu. Zároveň získaly na počátku krize na významu přeshraniční úvěry v rámci eurozóny. Růst úvěrů poté prudce poklesl a do začátku roku 2021 dosáhl míry růstu pod úrovní z doby před pandemií. To představuje velmi výrazný odklon od postupně narůstajících, ale celkově stabilních úvěrů podnikům v posledních letech.

jaké by byly za jiných okolností. Růst úvěrů nefinančním podnikům však v poslední době v některých velkých členských státech zjevně ztratil dynamiku a ve většině případů dosáhl do začátku roku 2021 míry růstu nižší než v době před pandemií, na rozdíl od opačné situace v menších členských státech (graf 2.3.4 b). Jelikož se poptávka nefinančních podniků po úvěrech snižuje v důsledku toho, že společnosti používají akumulované rezervy v oblasti likvidity, mohou úvěrové toky odpovídajícím tempem narůstat. Celkové snížení úvěrů by však mohlo být také známkou utlumené poptávky po úvěrech nebo jejich nabídky, což by mohlo naznačovat nízkou investiční aktivitu v budoucnu.

Úvěrové záruky a moratoria na splácení dluhu pomohly nefinančním společnostem vypořádat se s následky pandemie, ale v budoucnu se ještě mohou objevit větší potíže se splácením dluhu. Záruky za úvěry a moratoria na splácení dluhu patřily k důležitým politickým opatřením pro překonání nedostatku likvidity na začátku krize COVID-19, ale rovněž přispěly ke zvýšení dluhu. V některých případech mohly společnosti, které nejsou životaschopné a jsou technicky insolventní, zůstat na trhu, odložit své platební závazky a zpozdít likvidaci, k níž by jinak došlo. Zpoždění při splácení dluhu nefinančními podniky, jež umožnila moratoria v celé EU, ať už jako vládní opatření, nebo jako dobrovolná iniciativa věřitelů, znamenala mechanické zvýšení objemu dluhu. Postupné ukončování moratorií na splácení v průběhu roku 2021 může odhalit potíže se splácením dluhu v některých částech podnikového sektoru. Krize COVID-19 dosud nevedla ke zvýšení případů platební neschopnosti podniků, ale ty se mohou po návratu k normálnímu stavu objevit, což může představovat riziko pro finanční sektor.

Vysoká úroveň zadlužení podniků a nízká ziskovost v některých odvětvích by mohly pošramotit vyhlídky na investice a splácení dluhu do budoucna. Ziskovost podniků se v roce 2020 ve většině členských států zhoršila (graf 2.3.4 a). Ačkoli ziskovost podniků v prvních měsících roku 2021 téměř ve všech členských státech vzrostla, přetrvávají zranitelná místa v odvětvích služeb, která byla pandemií vystavena více. Trvalá inflační dynamika by rovněž mohla vést ke stlačení ziskových rozpětí a potížím se splácením dluhu některých podniků, pokud by náklady vzrostly více než příjmy, přičemž rizikovým faktorem je nedávný vývoj cen energií. Investice do vybavení se od konce roku 2019 ve všech členských státech kromě Kypru snížily. Tento pokles byl výrazný v řadě zemí s velkými dluhy podniků, včetně Irska, Lucemburska, Nizozemska a Belgie, jakož i v některých zemích s významnými odvětvími cestovního ruchu, jako je Itálie, Malta, Portugalsko a Španělsko. Vysoká míra zadlužení podniků je rizikovým faktorem pro soukromé investice do budoucna, zejména s ohledem na dodatečné potřeby v souvislosti s podporou ekologické a digitální transformace. S postupujícím oživením se objevují známky toho, že v důsledku zvýšeného počtu případů narušení dodavatelského řetězce mohou probíhat strukturální změny. Dokladem toho je kombinace napjaté situace a stagnace na trhu práce a přetrvávajícího nesouladu mezi nabízenými a požadovanými dovednostmi.

Graf 2.3.4: **Hrubý provozní přebytek podniků a toky bankovních úvěrů pro nefinanční podniky**



1) Hrubý provozní přebytek pro finanční a nefinanční podniky, v národní měně. Hrubý provozní přebytek není k dispozici pro Bulharsko, Chorvatsko a Maltu. Toky bankovních úvěrů v EU se týkají 12měsíčních pohyblivých částek, v miliardách EUR.

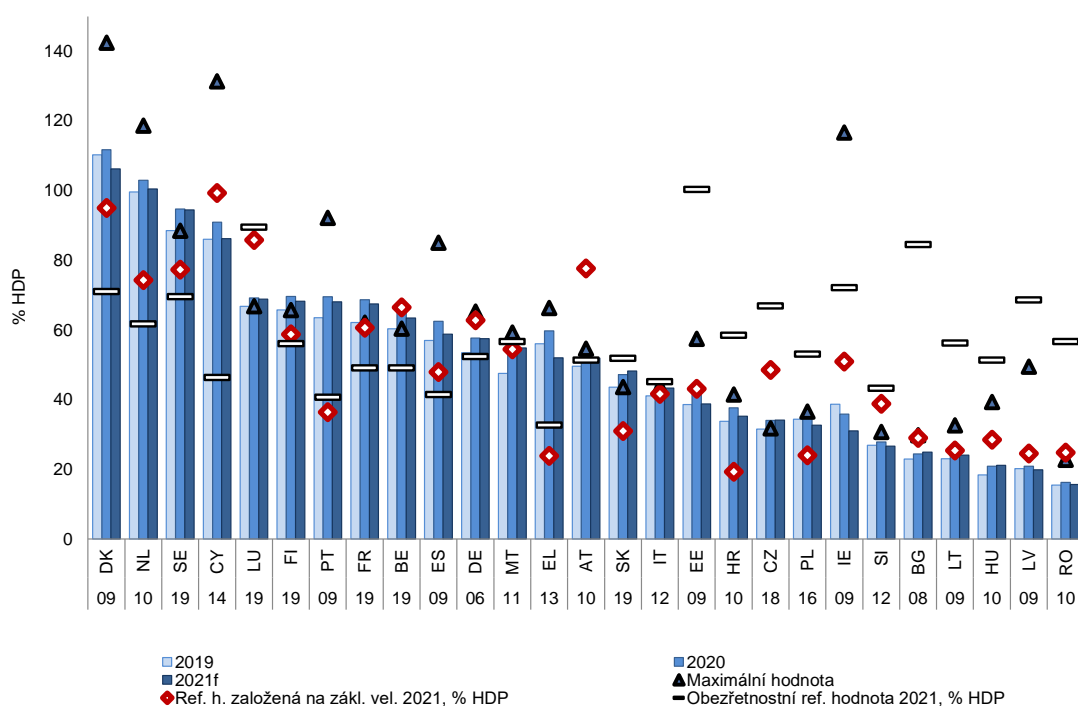
Zdroj: AMECO a ECB, databáze BSI.

2.3.1.2. Zadlužení domácností

Zadlužení domácností se kvůli pandemii zvýšilo téměř ve všech zemích EU. Domácnosti ve většině zemí EU před pandemií své zadlužení snižovaly, ale jeho úroveň byla stále vysoká (graf 2.3.5). Pandemie snižování zadlužení domácností přerušila nebo je ještě zvýšila v zemích, které již vykazovaly rostoucí dluhovou trajektorii (graf 2.3.6). Zvýšení poměru dluhu domácností k HDP v roce 2020 bylo ve většině případů způsobeno velkým poklesem HDP (graf 2.3.7). Tento dopad se v roce 2021 přinejmenším částečně zvrátí, jakmile se ekonomiky začnou zotavovat. V řadě zemí bude dynamický růst úvěrů, zejména hypotečního dluhu, pravděpodobně přispívat k trvalejšímu růstu míry zadlužení vzhledem k vysoké aktivitě na trhu s nemovitostmi a k rychlejšímu zvyšování cen bytových nemovitostí (graf 2.3.7 b). Celkově bude řada zemí, zejména země s takovým poměrem dluhu domácností k HDP, který před pandemií přesahoval referenční hodnoty pro jednotlivé země, nadále vykazovat vysoké zadlužení domácností.

V roce 2020 byly úrovně zadlužení domácností v osmi zemích vyšší, než by vyplývalo ze základních veličin i obezřetnostních prahových hodnot. Stejně jako v roce 2019 se jedná o Dánsko, Finsko, Francii, Řecko, Nizozemsko, Portugalsko, Španělsko a Švédsko (graf 2.3.5). Zadlužení domácností v Belgii a na Kypru i nadále překračuje obezřetnostní úrovně, přestože se blíží úrovni, již lze vysvětlit základními veličinami, zatímco zadlužení domácností v Chorvatsku a na Slovensku výrazně převyšuje referenční hodnoty založené na základních veličinách, přestože se stále nachází pod obezřetnostními prahovými hodnotami. V některých zemích se míra zadlužení zdá být výrazně vyšší, pokud se počítá jako podíl hrubého disponibilního příjmu domácností. Je tomu tak v Irsku, Lucembursku a na Maltě, kde se odhaduje, že zadlužení domácností překročí 100 % hrubého disponibilního příjmu domácností. ⁽²⁰⁾

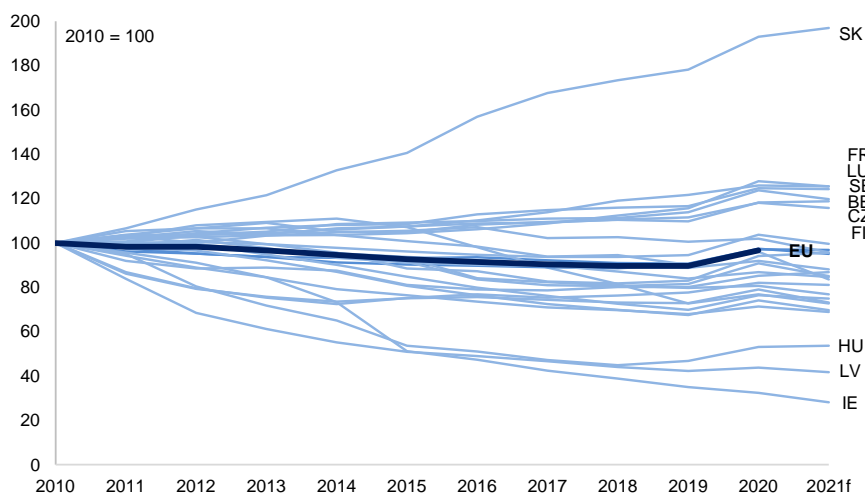
Graf 2.3.5: Zadlužení domácností



Poznámka: Čísla pod zkratkami jednotlivých zemí označují rok, kdy tento poměr dluhu k HDP dosáhl vrcholu, a to na základě údajů z let 1997 až 2020. Země jsou řazeny sestupně podle poměru dluhu domácností k HDP v roce 2020.
Zdroj: Eurostat, AMECO, hospodářská prognóza Evropské komise z podzimu 2021 a odhady útvarů Komise týkající se dluhu domácností v roce 2021 (viz příloha 1). Dluh zahrnuje úvěry (F4) a dluhové cenné papíry (F3).

⁽²⁰⁾ U Malty se jedná o přibližný údaj, jelikož údaje o hrubém disponibilním příjmu domácností z odvětvových národních účtů Eurostatu nejsou k dispozici. Odhad byl získán použitím poměru hrubého disponibilního příjmu domácností k HDP vypočteného z údajů o skutečném hrubém příjmu domácností na obyvatele, které jsou k dispozici v Eurostatu (B6G_R_HAB).

Graf 2.3.6: Vývoj poměru dluhu domácností k HDP v EU



Uvedeny jsou pouze země, u nichž se vývoj výrazně odchyloje od vývoje v EU jako celku.

Zdroj: Eurostat a odhady útvarů Komise.

Čisté úvěrové toky domácností byly pandemií postiženy méně než čisté úvěrové toky podniků. V roce 2020 pomohla dluhová moratoria a snížené splátky udržet čisté úvěrové toky do domácností, přičemž panovaly určité rozdíly mezi jednotlivými členskými státy. V Lucembursku a Švédsku, což jsou země s relativně vysokým zadlužením domácností (v Lucembursku v poměru k hrubému disponibilnímu příjmu domácností), dosáhly čisté úvěrové toky do domácností v roce 2020 přibližně 4 až 5 % HDP. V jiných zemích s relativně vysokým zadlužením domácností, mimo jiné v Belgii, Finsku a Francii, byly čisté toky mírnější a pohybovaly se mezi 2 % a 3 % HDP. Tak tomu bylo i na Slovensku, kde zadlužení domácností zůstává pod obezřetnostní referenční hodnotou, ale po řadu let rostlo nad úroveň vyplývající ze základních veličin, a na Maltě, kde se zadlužení domácností rovněž zvyšuje a blíží se obezřetnostní referenční hodnotě.

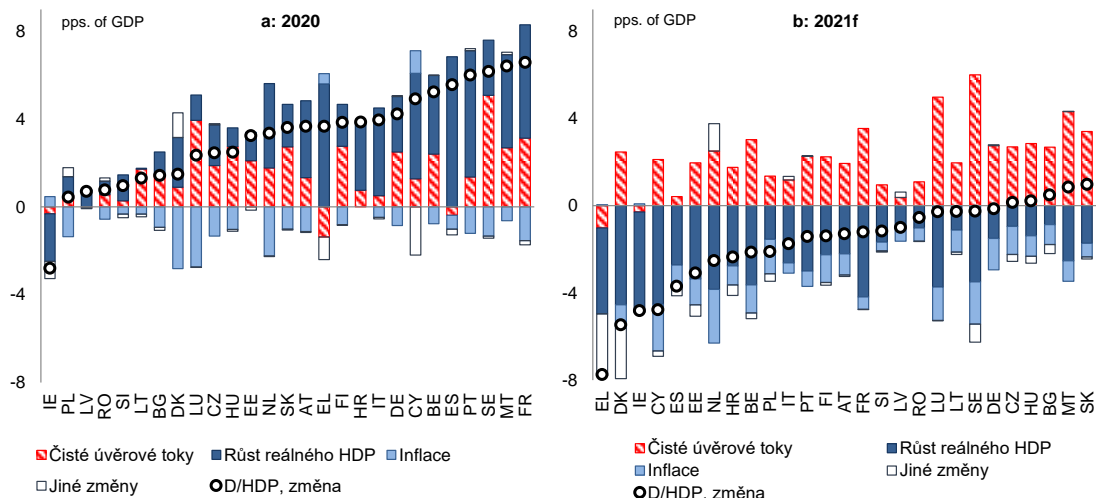
Celkově se bankovní úvěry domácnostem po intenzivních měsících v období pandemie vrátily k dřívějšímu trendu. Pandemie způsobila dočasný pokles čistého toku bankovních úvěrů (graf 2.3.8 a). Ten byl nejvýraznější ve Francii a Španělsku (pokud jde o velké země eurozóny) a celkově odpovídal poklesu čistého toku úvěrů pro spotřebu (graf 2.3.8 b). Tyto trendy mohly souviset s omezeními mobility, která omezovala možnosti spotřeby. Naproti tomu hypoteční úvěry zůstaly poměrně stabilní a na konci roku 2020 se zvýšily.

Objem půjček domácností se v roce 2021 stal dynamičtější. Očekává se, že čisté úvěrové toky do domácností budou v tomto roce v řadě zemí výraznější. Prognózy změn dluhu a čistých úvěrových toků založené na měsíčních údajích ECB o bankovních úvěrech (viz příloha 1) naznačují, že se ve většině zemí zvýšil počet transakcí. K nejvýraznějšímu nárůstu došlo v Lucembursku, na Maltě a ve Švédsku (o více než 4 % HDP), následuje Belgie, Francie a Slovensko (graf 2.3.7 b). Ve Finsku, které patří mezi země s vyšším zadlužením domácností, se očekává, že úvěrové toky do domácností zůstanou v roce 2021 na úrovni blízké 2 % HDP.

Přestože domácnosti zvýšily své úspory, rizika pro jejich kapacitu na obsluhu dluhu by se ještě mohla projevit. Míra úspor domácností se v roce 2020 zvýšila v důsledku nucených úspor kvůli omezení volného pohybu osob nebo z preventivních důvodů. V roce 2021 by celková míra úspor domácností měla být rovněž vyšší než v roce 2019. Míra úspor domácností zůstává poměrně nízká na Kypru a v Řecku. Dánsko má rovněž výrazně nižší míru úspor než jiné země s vysokým zadlužením, pokud jde o hrubý disponibilní důchod domácností (graf 2.3.9 a). V letech 2020 a 2021 nahromadily domácnosti finanční aktiva, zejména vklady, což vedlo k posílení finanční pozice. Rizika splácení dluhu v souvislosti se zvýšením nezaměstnanosti, která by negativně ovlivnila příjem domácností, zůstávají omezená (graf 2.3.9 b). Ačkoli úrokové zatížení domácností je v současné době velmi nízké, změna orientace měnové politiky

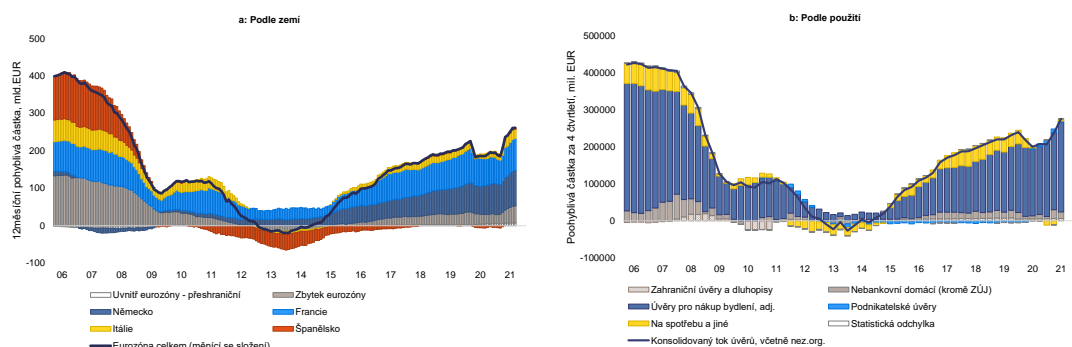
může ovlivnit jejich kapacitu na obsluhu dluhu, zejména v případech, kdy převládají smlouvy s proměnlivou sazbou. ⁽²¹⁾

Graf 2.3.7: Rozčlenění změny v poměru dluhu domácností k HDP v letech 2020 a 2021



Zdroj: Eurostat. Čisté úvěrové toky (dluhové transakce) odpovídají transakcím s úvěry (F4) a dluhovými cennými papíry (F3) z účtů odvětvových finančních transakcí Eurostatu. Dalšími zdroji jsou AMECO a odhady útvarů Komise a výpočty založené na měsíčních údajích ECB o úvěrech MFI a transakcích s dluhovými cennými papíry (tocích) se soukromým sektorem z databáze BSI.

Graf 2.3.8: Tok bankovních úvěrů v eurozóně do domácností

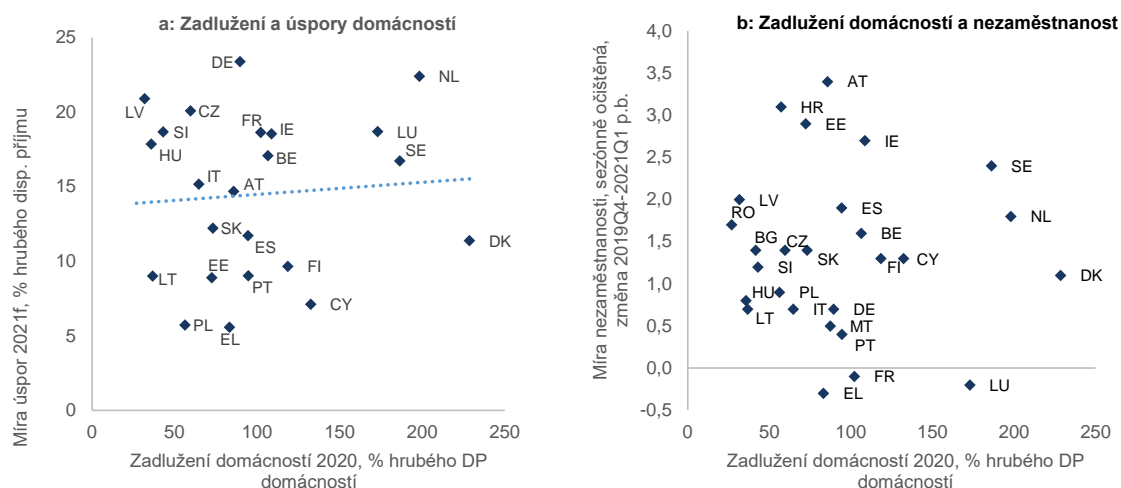


Poznámka: Graf a: 12měsíční pohyblivá částka a graf b: 4čtvrtletní pohyblivá částka.

Zdroj: ECB.

⁽²¹⁾ Podíl smluv s proměnlivou sazbou na nové úvěry na bydlení činil přinejmenším od roku 2013 více než nebo téměř 90 % v Bulharsku, na Kypru, ve Finsku a Lotyšsku.

Graf 2.3.9: **Zadlužení domácností, úspory domácností a rizika nezaměstnanosti**



Zdroj: Eurostat a AMECO. V případě Malty byl příslušný údaj získán použitím poměru hrubého disponibilního příjmu domácností k HDP vypočteného z údajů o skutečném hrubém příjmu domácností na obyvatele, které jsou k dispozici v Eurostatu (B6G_R_HAB). V případě Bulharska a Chorvatska byl výpočet hrubého disponibilního příjmu domácností rovněž proveden na základě HDP za rok 2020 a posledního dostupného poměru hrubého disponibilního příjmu domácností k HDP, jelikož příslušné údaje za rok 2020 nejsou k dispozici ani pro tyto země.

2.3.2. BYDLENÍ

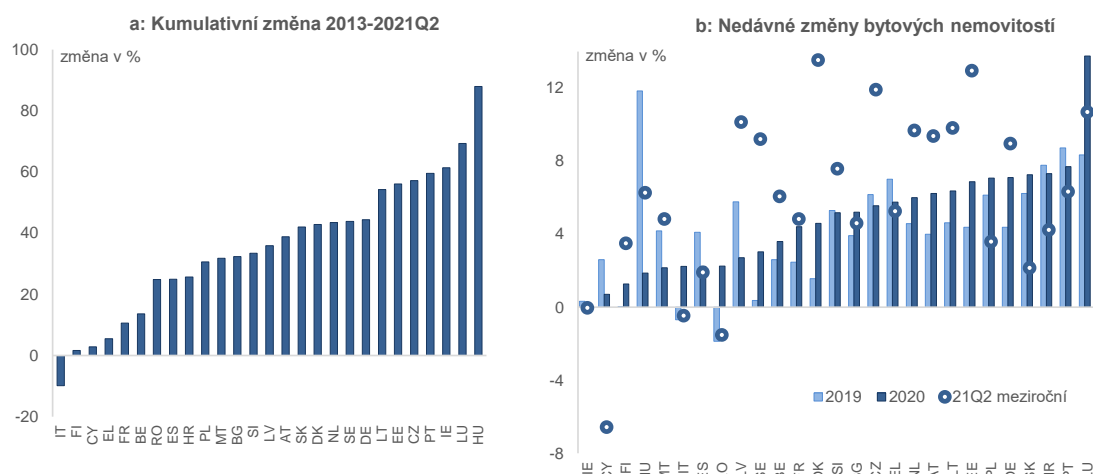
V roce 2020 došlo v deseti členských státech ke zvýšení reálných cen bytových nemovitostí nad prahovou hodnotu srovnávacího přehledu 6 %. Jedná se o Rakousko, Chorvatsko, Estonsko, Německo, Litvu, Lucembursko, Nizozemsko, Polsko, Portugalsko a Slovensko (graf 2.3.10 b), o dvě země více než o rok dříve. V případě Chorvatska, Lucemburska, Polska a Slovenska se jedná o druhý rok v řadě, kdy ceny bytových nemovitostí rostou nad tuto prahovou hodnotu, zatímco v Portugalsku rostly od roku 2016 každoročně o více než 6 %.

Ceny bytových nemovitostí ve většině členských států v roce 2021 nadále významně rostly. Růst reálných cen bytových nemovitostí se v první polovině letošního roku dále zrychlil, přičemž 14 zemí EU vykazuje meziroční růst reálných cen bytových nemovitostí nad 6 % (graf 2.3.10 b). V Česku, Dánsku, Estonsku, Lotyšsku a Lucembursku přesáhl meziroční reálný růst 10 %. Reálné ceny bytových nemovitostí na Kypru a v menší míře v Rumunsku v prvních dvou čtvrtletích roku 2021 poklesly a v případě Irska a Itálie zůstaly v podstatě konstantní.

Tento růst cen bytových nemovitostí způsobila celá řada faktorů, které stimulují poptávku a omezují nabídku. Před pandemií existovaly problémy na straně nabídky. Omezení volného pohybu osob je dočasně zhoršilo, ale lze očekávat, že přetrvají i v nadcházejících letech. Pandemie mohla vést k určitým strukturálním změnám v poptávce po bydlení, neboť přechod na práci na dálku může změnit zeměpisné preference. V některých lokalitách by to mohlo znamenat, že poptávka převyší nabídku. Podmínky financování jsou akomodativní a pravděpodobně budou obecně nadále podporovat zvýšenou poptávku po bydlení. Díky růstu příjmů domácností v důsledku oživení pravděpodobně dojde k dalšímu růstu cen bytových nemovitostí.

Aktuální růst cen bytových nemovitostí posiluje stabilní vzestupný trend cen bytových nemovitostí, který je zřetelný od roku 2013 v celé EU. Reálné ceny bytových nemovitostí vzrostly ve všech členských státech s výjimkou Itálie. Největší nárůst (řazeno sestupně) byl zaznamenán v Maďarsku, Lucembursku, Irsku, Portugalsku, Česku, Estonsku a Litvě (graf 2.3.10 a). V roce 2020 bylo jedinou zemí EU, která nezaznamenala pokračování tohoto trendu nárůstu, Irsko, které v letech 2019 a 2020 vykázalo víceméně stabilní ceny.

Graf 2.3.10: Změny reálných cen bytových nemovitostí



Poznámka: Údaje za Řecko se vztahují k prvnímu čtvrtletí roku 2021 namísto ke druhému čtvrtletí 2021.

Zdroj: Eurostat a výpočty útvarů Komise.

Zdá se, že ceny bytových nemovitostí jsou ve většině zemí EU nadhodnocené. Ze srovnání indexů cen bytových nemovitostí s referenčními hodnotami, které zohledňují dopad základních faktorů ovlivňujících ceny, jako jsou příjmy a demografie, vyplývají přesvědčivé důkazy o nadhodnocení. ⁽²²⁾ To platí zejména pro Rakousko, Belgie, Česko, Dánsko, Francii, Německo, Maďarsko, Lucembursko, Nizozemsko, Portugalsko, Slovensko a Švédsko, které vykazují značné rozdíly (graf 2.3.11 a). Z měření cenové dostupnosti – na základě počtu let průměrného příjmu potřebného ke koupi nemovitosti o rozloze 100 metrů čtverečních ⁽²³⁾ – vyplývá výrazné nadhodnocení na Maltě, v Irsku a Chorvatsku, zatímco v jedenácti dalších členských státech je k nákupu takové nemovitosti zapotřebí příjmu za více než deset let. Jedná se o Rakousko, Kypr, Estonsko, Francii, Řecko, Maďarsko, Nizozemsko, Polsko, Portugalsko, Španělsko a Švédsko (graf 2.3.11 b).

V řadě případů se náznaky možného nadhodnocení cen bytových nemovitostí kombinují s vysokým zadlužením domácností nebo zrychlujícím se nárůstem hypotečních úvěrů. V Lucembursku dochází ke kombinaci vysokých a rychle rostoucích cen bytových nemovitostí a velmi vysokého zadlužení domácností. Rakousko, Belgie, Dánsko, Francie, Německo, Nizozemsko, Portugalsko a Švédsko vykazují známky potenciálně nadhodnocených cen bytových nemovitostí spolu se značným (a v případě Dánska velmi vysokým) zadlužením domácností. V případě Slovenska se objevují náznaky potenciálně nadhodnocených cen bytových nemovitostí spolu s největším nárůstem zadlužení domácností v posledních letech, i když začínalo na nízké úrovni.

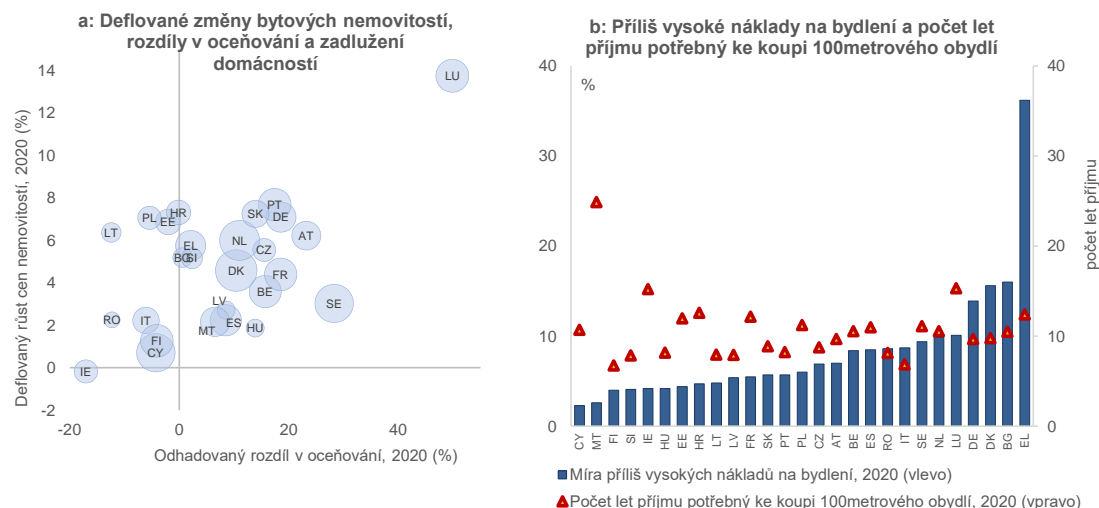
Rizika podstatné korekce cen bytových nemovitostí směrem dolů zmírňuje existence omezení na straně nabídky, avšak ekonomické obavy přetrvávají. V mnoha členských státech byla zavedena makrobezpečnostní opatření, která přispěla ke snížení rizik ohrožujících celkovou finanční stabilitu trhu s bydlením. ⁽²⁴⁾ Méně dynamická nabídka bydlení přispěla k růstu cen; nižší objem výstavby však rovněž snižuje přímý hospodářský dopad korekce cen bytových nemovitostí.

⁽²²⁾ Rozdíly v oceňování cen bytových nemovitostí se vypočítávají s ohledem na referenční hodnoty, aby bylo možné zachytit dopady v jednotlivých zemích. Syntetické odchylky ocenění jsou založeny na odchylce získané z různých referenčních hodnot: i) odchylka poměru cena-příjem od dlouhodobých průměrných hodnot; ii) odchylka poměru cena-výše nájemného od dlouhodobých průměrných hodnot; iii) odchylka od referenčních hodnot založených na regresi s ohledem na základní ekonomické veličiny týkající se nabídky a poptávky (viz N. Philipponet a A. Turrini (2017), „Assessing House Price Developments in the EU“, diskusní dokument Evropské komise 048, květen 2017). Při výpočtu referenčních hodnot založených na regresi jsou cyklické vysvětlující proměnné zpracovány pomocí Hodrick-Prešcottova filtru, aby se omezila jejich volatilita.

⁽²³⁾ Odhady úrovně cen se získávají na základě údajů z národního účtu a údajů ze sčítání lidí, domů a bytů, nebo pokud nejsou k dispozici, na základě informací zveřejněných na internetových stránkách realitních makléřů. Viz J. C. Bricongne et al. (2019), „Assessing House Prices: Insights from „Houselev“, a Dataset of Price Level Estimates“, European Economy, diskusní dokument č. 101, červenec 2019.

⁽²⁴⁾ Makrobezpečnostní opatření sleduje Evropská rada pro systémová rizika (ESRB). V září 2019 vydala ESRB varování a doporučení pro jednotlivé země ohledně zranitelných míst v odvětví bytových nemovitostí ve střednědobém horizontu určená

Graf 2.3.11: Ceny bytových nemovitostí, ukazatele oceňování, zadlužení domácností a příliš vysoké náklady na bydlení



Poznámky: Velikost bublin v levém panelu odpovídá zadlužení domácností v % HDP v roce 2020. Pro informace o rozdílech v oceňování viz poznámka pod čarou č. 22. Míra příliš vysokých nákladů na bydlení je procento obyvatelstva, jejichž celkové náklady na bydlení (bez příspěvků na bydlení) představují více než 40 % celkového disponibilního příjmu (bez příspěvků na bydlení).

Zdroj: Eurostat a výpočty útvarů Komise.

Dostupnost bydlení se zhoršila. Vzhledem k tomu, že ceny bytových nemovitostí rostou rychleji než příjmy domácností, dostupnost bydlení se zhoršila. Zvýšení cen bytových nemovitostí se obecně nepromítá do zrychlení zadluženosti domácností, ale mohlo by se projevit v budoucnu, jelikož nákupy nemovitostí se zdražují. Růst cen bytových nemovitostí v roce 2020 předčil růst příjmů ve všech zemích EU kromě Lotyšska, Kypru a Irska. V Lucembursku, Německu, Dánsku a Bulharsku utratí více než 10 % obyvatel alespoň 40 % svého disponibilního příjmu na náklady na bydlení; v Řecku se jedná o více než 36 % obyvatelstva (graf 2.3.11 b). Kromě zřejmých sociálních dopadů to může mít také významné makroekonomické důsledky, zejména v důsledku nesprávného přidělování zdrojů. Vysoké ceny bytových nemovitostí mohou vést ke snížení souhrnné soukromé spotřeby a ke zvýšení čisté bilance zahraničního obchodu, pokud mají kupující nemovitosti vyšší než průměrný sklon ke spotřebě. V kombinaci s výpůjčkami to může vést k odklonu úvěrů od investic zvyšujících produktivitu. V neposlední řadě může nedostatek cenově dostupného bydlení negativně ovlivnit mobilitu pracovních sil, a tím i konkurenceschopnost.

Trh s komerčními nemovitostmi byl významně ovlivněn pandemií COVID-19 kvůli výraznému poklesu transakcí a korekcím cen. Po propuknutí pandemie COVID-19 se vývoj v oblasti komerčních nemovitostí odchytil od vývoje v oblasti bytových nemovitostí. Transakce s komerčními nemovitostmi výrazně poklesly a jejich maloobchodní segment prošel velkou korekcí cen. I když neúplnost údajů o komerčních nemovitostech neumožňuje důkladně posoudit rizika a zranitelnost, průzkumy mezi investory naznačují, že nálada na trhu se nadále zhoršuje.⁽²⁵⁾ To může představovat riziko pro některé banky, neboť komerční nemovitosti se běžně používají jako kolaterál pro úvěry nefinančních podniků, ale zejména pro nemovitostní fondy, které jsou hlavními přímými držiteli komerčních nemovitostí.

devíti členskými státy: doporučení Belgii, Dánsku, Finsku, Lucembursku, Nizozemsku a Švédsku a varování Česku, Francii a Německu. Z bývalé skupiny zemí všechny obdržely varování ESRB již v listopadu 2016 a totéž se týkalo Rakouska. Nařízení o postupu při makroekonomické nerovnováze (nařízení (EU) č. 1176/2011) vyzývá Komisi, aby vzala v úvahu veškerá varování nebo doporučení, která ESRB adresuje členským státům, které jsou předmětem hloubkového přezkumu. Aktualizace zprávy za rok 2019 se očekává začátkem roku 2022.

⁽²⁵⁾ ECB (2021): Zpráva o finanční stabilitě, květen 2021, na základě globálního monitoru komerčních nemovitostí RICS.

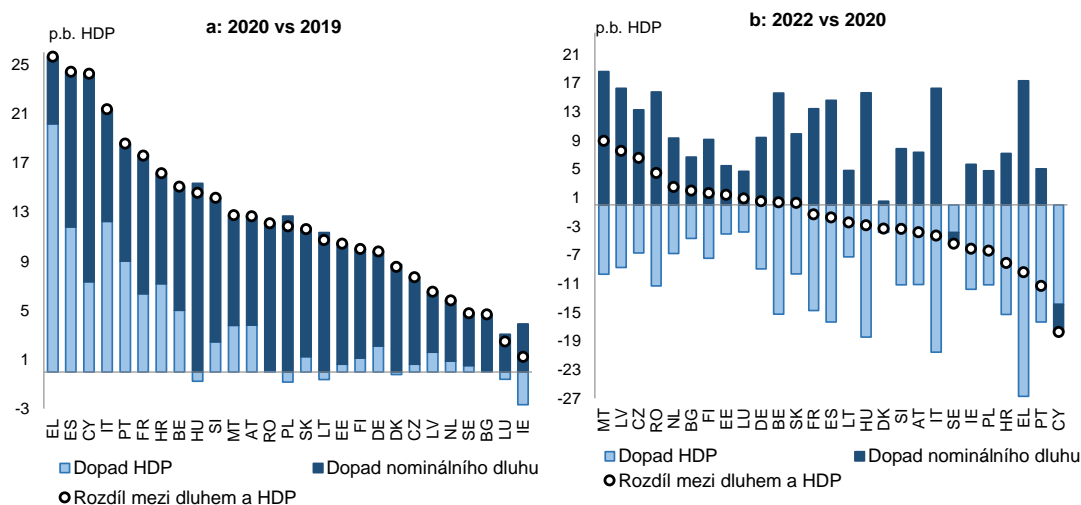
2.4. SEKTOR VLÁDNÍCH INSTITUCÍ

Krise COVID-19 a opatření, která vlády přijaly k jejímu zmírnění, měly významný dopad na veřejné zadlužení, které se ve všech členských státech v roce 2020 zvýšilo. V roce 2020 překročil veřejný dluh prahovou hodnotu srovnávacího přehledu (60 % HDP) u 13 členských států (Rakousko, Belgie, Chorvatsko, Kypr, Finsko, Francie, Německo, Řecko, Maďarsko, Itálie, Portugalsko, Slovinsko a Španělsko), což je o dva členské státy více než v roce 2019, kdy se Finsko a Německo nacházely pod touto prahovou hodnotou. Zatímco (převážně dočasná) opatření zavedená v roce 2020 měla okamžitý dopad na růst dluh tím, že zvýšila jeho nominální hodnotu, zároveň omezila účinky recese vyvolané pandemií na jiná odvětví hospodářství.

Nárůst veřejného dluhu v roce 2020 byl nejvýraznější v zemích, které byly pandemií COVID-19 těžce zasaženy. Nárůst v roce 2020 činil více než 20 procentních bodů HDP v případě Kypru, Řecka, Itálie a Španělska. Do roku 2022 se očekává největší nárůst HDP ve srovnání s úrovní roku 2019 v Belgii, Řecku, Španělsku, Francii, Itálii a na Maltě. Belgie, Francie, Řecko, Itálie a Španělsko měly již při propuknutí pandemie vysoké úrovně zadlužení, u nichž se předpokládá, že se do roku 2022 stabilizují.

Zvýšení poměru dluhu k HDP mezi lety 2019 a 2020 bylo důsledkem zvýšení nominálního dluhu a náhlého poklesu HDP. Ve většině zemí byl největší příspěvek způsoben zvýšením nominálního dluhu, což zahrnuje dopad politických opatření zavedených na podporu jiných odvětví hospodářství. V případě Řecka a Itálie však více než polovina zvýšení míry zadlužení pocházela z účinku jmenovatele, což je výraznější u vyšších počátečních úrovní dluhu a tam, kde byla recese silnější (graf 2.4.1).

Graf 2.4.1: Rozčlenění změn v poměrech veřejného dluhu k HDP



Zdroj: AMECO, hospodářská prognóza Evropské komise z podzimu 2021.

Výhled na roky 2021 a 2022 předpokládá celkovou stabilizaci veřejného dluhu, i když v některých případech se očekává jeho další růst. Do konce roku 2022 by měla mít přibližně polovina členských států poměr veřejného dluhu k HDP nad úrovní roku 2020 (graf 2.4.1 b). U několika zemí se předpokládá, že veřejný dluh v roce 2021 dále vzroste, a to v důsledku stále značných schodků veřejných financí (grafy 2.4.2 a 2.4.3 b), přičemž Malta a Slovensko by měly překročit 60 % HDP. V roce 2022 by poměr dluhu k HDP měl ve většině zemí klesat, i když se předpokládá, že v případě scénáře nezměněné politiky se zvýší v Belgii, Česku, Estonsku, Lotyšsku, na Maltě a v Rumunsku.

Podmínky vládního financování byly příznivé. Výnosy státních dluhopisů zůstaly stabilní, nebo dokonce vykazovaly v roce 2020 mírně klesající tendenci, a to hned po mírném nárůstu po propuknutí pandemie. V roce 2021 mírně vzrostly a zároveň vykazovaly trend směrem ke konvergenci, zejména mezi zeměmi eurozóny. Výnosy státních dluhopisů v Polsku, Česku a Maďarsku vzrostly mírně, zatímco v případě Rumunska byl nárůst výraznější. Snížená volatilita byla důsledkem politických opatření, která

podpořila vládní financování. Měnová politika, kterou v tomto ohledu prováděla ECB a další centrální banky v EU, měla v tomto ohledu zásadní význam a příznivá orientace fiskální politiky a opatření měnové politiky se vzájemně posilovaly při udržování důvěry a stability.

Hrubé potřeby financování se v roce 2020 výrazně zvýšily, ale očekává se, že v nadcházejících letech budou trvale klesat. Pandemie měla za následek znatelný nárůst hrubých potřeb financování ve všech členských státech, v mnoha případech o více než 10 % HDP (Rakousko, Kypr, Finsko, Francie, Itálie, Malta, Polsko, Slovensko, Slovinsko a Španělsko). Nejvyšší hrubé potřeby financování v roce 2020, ve výši přibližně 30 % HDP, byly hlášeny v Itálii a Španělsku (graf 2.4.3 a). Předpokládá se, že potřeby financování začnou u většiny členských států v roce 2021 nebo 2022 klesat, což bude souviset se snižováním schodku v příštích letech (graf 2.4.3 b). Nicméně pro rok 2022 se předpokládá, že hrubé potřeby financování překročí 20 % HDP ve Francii, Itálii a Španělsku.

Struktura veřejného dluhu by mohla v některých případech znásobit rizika, mimo jiné u Bulharska⁽²⁶⁾, Chorvatska, Maďarska a Rumunska, u nichž je podíl dluhu denominovaného v cizích měnách nejvyšší.⁽²⁷⁾ V tomto ohledu je patrný zejména význam dluhu v cizí měně pro země mimo eurozónu a vyšší potřeby refinancování spojené se strukturami využívanými ke snížení průměrné splatnosti. V některých případech mohou finanční rizika zvýšit i méně rozvinuté a likvidní trhy doma.

Existují rovněž některé zmírňující faktory pro vyšší rizika fiskální udržitelnosti ve srovnání s obdobím před pandemií. Předpokládá se, že v příštím desetiletí zůstane dluh asi v jedné třetině členských států nad úroveň před pandemií.⁽²⁸⁾ Očekává se však, že příznivé rozdíly mezi úrokovou sazbou a růstem HDP v nadcházejících letech pomohou míru zadlužení stabilizovat nebo snížit. Fiskální rizika by mohla být rovněž zmírněna díky delší době splatnosti dluhu, poměrně stabilním zdrojům financování a historicky nízkým nákladům na výpůjčky. Také účinné provádění reforem a investic v rámci Nástroje pro oživení a odolnost by mělo podpořit potenciální růst a zlepšit udržitelnost dluhu.

Potenciální rizika vyplývají ze zvýšení úrokových sazeb nebo realizace záruk souvisejících s onemocněním COVID-19. Zvýšení úrokových sazeb by mohlo vést ke zvýšení plateb úroků, zejména v zemích s vysokými finančními potřebami v budoucnosti. Objem záruk by rovněž mohl přinést dodatečné fiskální náklady: mezi lety 2019 a 2020 vzrostl v eurozóně o 14 procentních bodů HDP. Vlády s menším fiskálním prostorem (včetně Belgie, Francie, Itálie, Portugalska a Španělska) zavedly velkorysejší systémy záruk. I když se tím umožnilo poskytnutí podpory, aniž by byla přímo ovlivněna fiskální salda, zvýší se tím veřejný dluh, budou-li tyto systémy využity.⁽²⁹⁾

Do budoucna bude mít pro oživení význam řízení vhodné cesty k obnovení fiskální udržitelnosti. Očekává se, že obecná úniková doložka Paktu o stabilitě a růstu, která členským státům umožnila během krize COVID-19 podpořit své ekonomiky, bude od roku 2023 deaktivována. Pokud to ekonomické podmínky dovolí, bude mít zásadní význam dosažení obezřetných střednědobých fiskálních pozic a zajištění fiskální udržitelnosti ve střednědobém horizontu. Rizika spojená s velkým veřejným dluhem by měla být vyvážena riziky vyplývajících z předčasného zrušení fiskálních opatření v souvislosti s pandemií COVID-19, jelikož se tím může zpomalit oživení⁽³⁰⁾ a může to mít v průběhu času negativní dopad na růst. Pro země jako Belgie, Kypr, Francie, Portugalsko a Španělsko, jejichž míra veřejného i soukromého zadlužení je vysoká, mohou být důsledky pro vývoj růstu ještě výraznější.

⁽²⁶⁾ V Bulharsku je riziko vyplývající z měnové struktury vnějšího dluhu zmírněno v důsledku režimu měnového výboru. Navíc v případě Bulharska a Chorvatska může rizika udržitelnosti dluhu zmírnit i přistoupení k ERM II, a to díky nižším rizikovým přírůstkům.

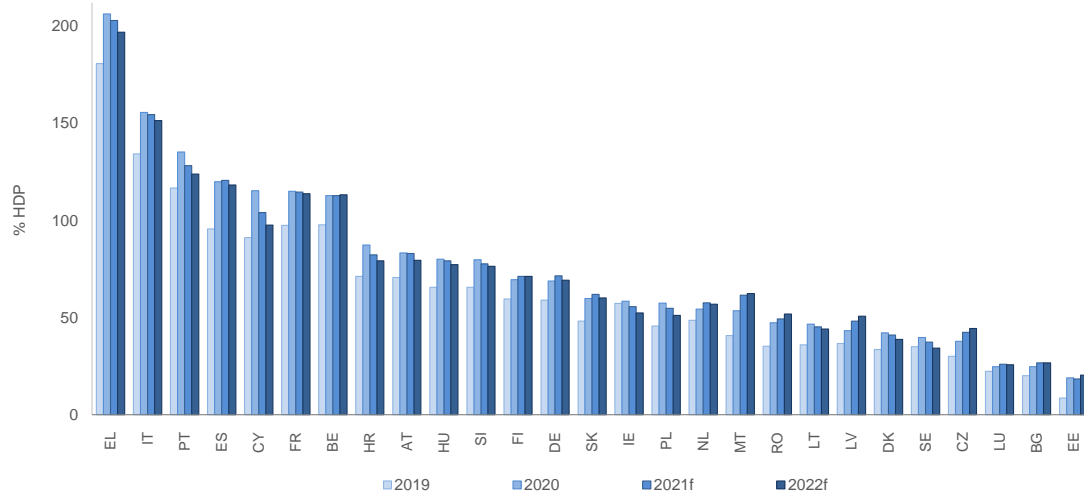
⁽²⁷⁾ V červenci 2021 byl podíl veřejného dluhu denominovaného v cizí měně tento: Bulharsko 82 %, Chorvatsko 72,1 %, Rumunsko 51,1 %, Polsko 22,9 %, Maďarsko 21,7 %, Švédsko 20 %, Dánsko 10,1 %, Česko 8 %.

⁽²⁸⁾ Evropská komise (2021), [Programy stability a konvergenční programy z roku 2021: přehled s posouzením orientace fiskální politiky eurozóny](#).

⁽²⁹⁾ ECB (2021), Zpráva o finanční stabilitě.

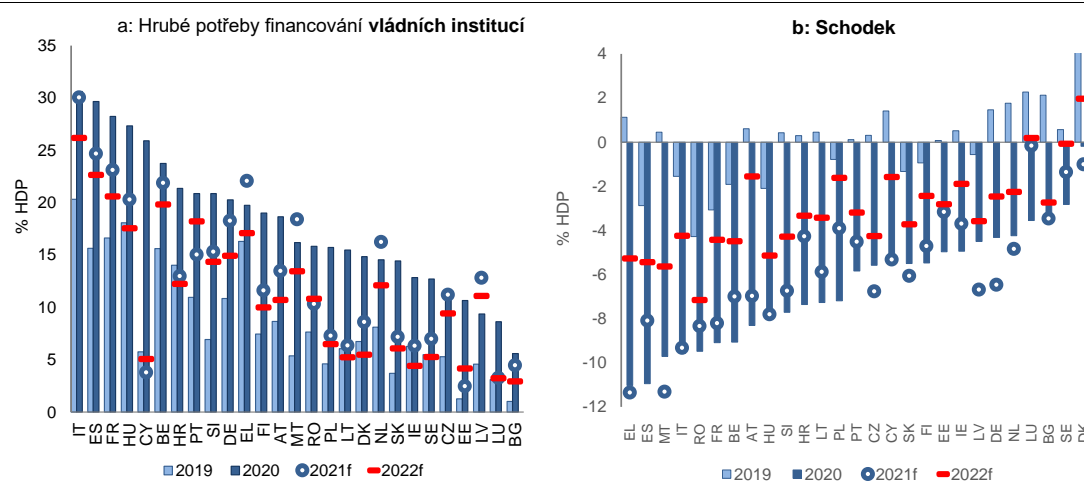
⁽³⁰⁾ MMF (2021), Fiscal Monitor, duben 2021.

Graf 2.4.2: **Veřejný dluh**



Zdroj: AMECO a hospodářská prognóza Evropské komise z podzimu 2021.

Graf 2.4.3: **Hrubé potřeby financování a schodek veřejných financí**



Zdroj: AMECO, hospodářská prognóza Evropské komise z podzimu 2021 a výpočty útvarů Komise.

2.5. FINANČNÍ SEKTOR

Bankovní sektor EU dosud prokazoval odolnost vůči pandemii, i když zůstává poznamenán již existujícími problémy, jako je nízká ziskovost. Bankovní sektor EU byl na začátku pandemie dobře kapitalizovaný, jelikož po silných propadech v důsledku celosvětové finanční krize a krize státního dluhu během několika let posiloval. Odolnost tohoto sektoru se však v jednotlivých zemích lišila, přičemž některé z nich se stále ještě vyznačují značným objemem úvěrů se selháním, a obecným problémem je nízká ziskovost.

- **Bankovní sektor EU zůstal odolný, a to jak díky své silné výchozí pozici, tak i díky politickým opatřením zavedeným během pandemie.** Obecně byly v letech před pandemií vytvořeny silné kapitálové rezervy a v roce 2020 se dále zvýšil kmenový kapitál tier 1 (CET1) a solventnostní poměr, a to díky regulačním limitům pro dividendy. Objem úvěrů se selháním se nadále snižoval v důsledku odstranění znehodnocených aktiv z dřívější doby a nové úvěry se selháním byly utlumeny díky moratoriím na splácení úvěrů, která byla zavedena po propuknutí pandemie. Nové úvěry byly následně podpořeny vládními zárukami za podnikové úvěry a dočasné makrobezpečnostní uvolňování a podmínky financování zůstaly v roce 2021 příznivé. Růst závazků finančního sektoru zůstal v roce 2020 omezený – prahovou hodnotu srovnávacího přehledu překročilo pouze Estonsko, Řecko, Maďarsko a Litva. Nedávné zátěžové testy provedené Evropským orgánem pro bankovníctví (EBA) ukazují, že bankovní sektor EU je celkově odolný, ale mezi bankami existují velké rozdíly a banky zaměřené na domácí úvěry nebo banky s nižšími čistými úrokovými výnosy budou čelit vyššímu úbytku kapitálu. ⁽³¹⁾
- **Hlavním problémem pro bankovní sektor EU zůstává jeho nízká ziskovost** (graf 2.5.1 a). Návratnost vlastního kapitálu, která je ve většině členských států trvale nízká, se v roce 2020 vzhledem k vyšším opravným položkám na úvěrové ztráty a nižším příjmům ještě více snížila. Ziskovost se dostala do záporných hodnot na Kypru, v Řecku, Irsku, Portugalsku a Španělsku. V roce 2021 se objevují náznaky obnovení ziskovosti. ⁽³²⁾ Tento mírně pozitivní vývoj se odráží i v tržním ocenění bank v EU. Ty se od loňského podzimu postupně zotavovaly až na úroveň z doby před pandemií, ale zůstávají o něco níže než celkové akciové trhy.
- **Bankovní sektor v některých zemích EU je nadále ohrožen kombinací velmi nízké ziskovosti, podprůměrných kapitálových poměrů nebo vyšším počtem úvěrů se selháním** (graf 2.5.1). ⁽³³⁾ V Řecku se poměr úvěrů se selháním významně snížil, ale stále je vysoký ⁽³⁴⁾, zatímco ziskovost se v roce 2020 dostala do záporných hodnot a kapitálové poměry patří k nejnižším v EU. Kyperské banky rovněž zaznamenaly značné snížení jejich velmi vysokého podílu úvěrů se selháním, zatímco ziskovost se v roce 2020 rovněž dostala do záporných hodnot. V několika dalších zemích se poměr

⁽³¹⁾ V červenci 2021 zveřejnil Evropský orgán pro bankovníctví (EBA) výsledky celounijního zátěžového testu, do něhož se zapojilo 50 bank z 15 zemí EU a EHP, které pokrývají 70 % aktiv bankovního sektoru EU. Tento test se zaměřil zejména na úvěry, na něž se vztahují moratoria a veřejné záruky. Letošní zátěžový test zohlednil scénář pokračování pandemie COVID-19 za situace „nižší úrokové sazby po delší dobu“, který předpokládal pokles HDP EU o 3,6 % během tří let. Z výsledků vyplývá, že bankovní sektor EU by zůstal nad podílem CET1 ve výši 10 % s úbytkem kapitálu ve výši 265 miliard EUR oproti počátečnímu podílu CET1 ve výši 15 %. Největší část úbytku kapitálu lze vysvětlit úvěrovými ztrátami. Tento scénář by rovněž vedl k významnému snížení podílu zisků z pokračujících činností, zejména z čistých úrokových výnosů.

⁽³²⁾ Medián návratnosti vlastního kapitálu bank v EU klesl z 5,8 % v roce 2019 na 2,7 % v roce 2020. Ve druhém čtvrtletí roku 2021 se však zvýšil na 7,1 %.

⁽³³⁾ Úvěry se selháním jsou v souboru pomocných ukazatelů srovnávacího přehledu definovány jako procentní podíl celkových hrubých úvěrů se selháním a záloh na celkových hrubých úvěrech a zálohách (hrubá účetní hodnota) pro sektor vykazování „domácí bankovní skupiny a samostatné banky, dceřiné společnosti nebo pobočky pod zahraniční kontrolou, veškeré instituce“. Harmonizované údaje o podílech úvěrů se selháním jsou k dispozici pouze od roku 2014. Pro údaje týkající se „maximální hodnoty“ proto graf 2.5.1 b znázorňuje podíl hrubých dluhových nástrojů se selháním (NPD) na celkových hrubých dluhových nástrojích, protože tyto údaje jsou dostupné za delší období a kromě úvěrů se týkají rovněž ostatních dluhových nástrojů v držbě bankovního sektoru. Podíl dluhových nástrojů se selháním je obvykle o něco nižší než podíl úvěrů se selháním, zejména protože jmenovatel je větší, tj. hodnota celkových hrubých dluhových nástrojů je větší než celkové úvěry. Rozdíl mezi těmito dvěma podíly v současnosti činí 5 procentních bodů v případě Řecka a 2 procentní body v případě Kypru, zatímco u většiny zemí je nižší než 1 procentní bod.

⁽³⁴⁾ Graf 2.5.1 b vychází z údajů za první čtvrtletí 2021, kdy poměr úvěrů se selháním v Řecku činil 26 %. Údaje za druhé čtvrtletí 2021 zveřejněné po uzavěření zprávy mechanismu varování (22. října 2021) ukazují na velmi podstatné snížení poměru úvěrů se selháním na 16 % (předběžná hodnota).

úvěrů se selháním v posledních letech výrazně snížil, ale v Bulharsku, Chorvatsku a Polsku se blíží 5 %. Kapitálový poměr ve Španělsku a Portugalsku je výrazně podprůměrný a v roce 2020 se ziskovost rovněž dostala do mírně záporné hodnoty.

Rizika pro bankovní sektor přetrvávají a plný dopad krize na kvalitu aktiv, ziskovost a kapitálové rezervy bude patrný až po úplném zrušení podpůrných opatření. Dopad otřesu způsobeného pandemií COVID-19 na bankovní sektor byl omezen rozsáhlými podpůrnými politickými opatřeními zaměřenými především na podnikový sektor. Tato opatření se postupně ruší a většina opatření by měla skončit do konce roku 2021. V důsledku jejich zrušení se objeví související problémy se solventností nebo likviditou. To představuje pro bankovní sektor riziko, jelikož dlužníci budou muset splnit závazky týkající se splácení, které prozatím plnit nemuseli.

- **Potíže se solventností podniků a domácností se mohou ještě projevit v momentě, kdy se obnoví normální stav.** Soukromý dluh byl v několika členských státech vysoký již před pandemií a v roce 2020 se ještě zvýšil. Problémy solventnosti podniků představují velké riziko, zejména v některých odvětvích, která byla krizí zasažena více. Platební neschopnost podniků byla dosud nízká. Rizika spojená s hypotečním zadlužením domácností byla dosud limitována režimem podpory příjmu z veřejných zdrojů a vyššími úsporami domácností. Dlouhodobé problémy s nabídkou na trzích s bydlením snižují riziko podstatného snížení cen bytových nemovitostí. Budoucí problémy solventnosti v podnikovém sektoru by však mohly vést k druhotnému dopadu na zaměstnanost a ovlivnit také solventnost domácností.
- **Očekává se, že počet úvěrů se selháním se bude zvyšovat, zejména v některých odvětvích a zemích.** Potíže se splácením dluhu ze strany nefinančních podniků, jejichž ziskovost byla nejvíce ovlivněna, by mohly vést k nárůstu počtu úvěrů se selháním. Již došlo k výraznému nárůstu úvěrů 2. fáze, které představují úvěry s výrazně zvýšeným úvěrovým rizikem.⁽³⁵⁾ Podíl úvěrů 2. fáze v eurozóně v roce 2020 činil 13 % a očekává se, že v roce 2021 vzroste na 17 %.⁽³⁶⁾ Regionální rozložení ekonomických činností znamená, že nárůst úvěrů se selháním může být rozložen nerovnoměrně mezi regiony, a tudíž mít nepřiměřený dopad na bankovní sektor některých zemí.⁽³⁷⁾ Zvýšení úrokových sazeb může představovat další problém pro podniky s vysokým pákovým efektem a nízkými rezervami likvidity.
- **Měla by se pečlivě sledovat zpětná vazba mezi bankami, státy a nefinančními podniky.** V eurozóně podpořil program ECB pro mimořádnou podporu v souvislosti s pandemií příznivou náladu na finančních trzích a přispěl ke stabilitě bankovního sektoru během pandemie. Banky v některých zemích však absorbovaly velkou část nově emitovaného veřejného dluhu, což bylo částečně způsobeno podpůrnými opatřeními vůči podnikovým sektorům. To představuje riziko s ohledem na propojenost mezi rozvahami bank, podnikovým sektorem a výší veřejného dluhu, v neposlední řadě v situaci možného zvýšení dlouhodobých úrokových sazeb v celosvětovém měřítku.

Strukturální problémy bankovního sektoru, které existovaly již před pandemií, nadále přetrvávají a jejich řešení může být obtížnější. Dlouhodobým problémem pro bankovní sektor EU je nadbytečná kapacita, která vede k nízké nákladové efektivnosti a nízké ziskovosti. Probíhající proces digitalizace a ekologické transformace přináší nové problémy pro bankovní sektor, který bude muset přeměňovat financování napříč odvětvími v době, kdy jeho trvale nízká ziskovost omezuje jeho vlastní investice, a tyto problémy by se mohly ještě zhoršit, kdyby se zhoršila kvalita jeho aktiv.

Nebankovní finanční sektor, který byl ovlivněn přetrvávajícími nízkými úrokovými sazbami, čelí novým výzvám. Přetrvávající nízké výnosy narušily ziskovost a rozvalu nebankovních finančních

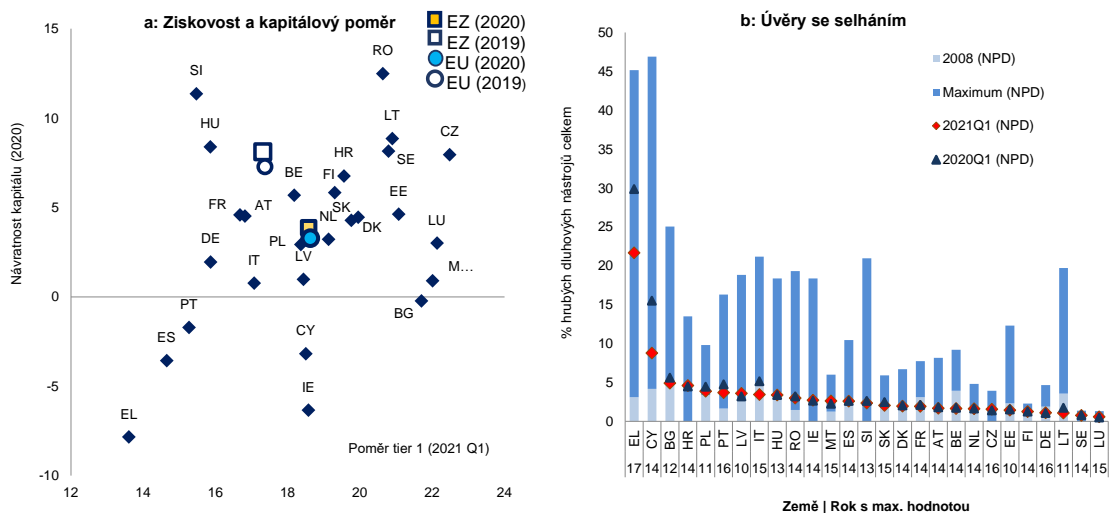
⁽³⁵⁾ Úvěry 2. stupně jsou úvěry, jejichž úvěrové riziko se od prvotního zaúčtování významně zvýšilo, ale na rozdíl od úvěrů 3. fáze se dosud nepovažují za úvěrově znehodnocené nebo se selháním.

⁽³⁶⁾ ECB (2021), Zpráva o finanční stabilitě, květen 2021.

⁽³⁷⁾ Údaje o eurozóně potvrzují, že nárůst úvěrů 2. fáze byl výraznější u odvětví, jež byla pandemií a omezením mobility více postížena, např. u ubytovacích služeb vzrostly ze 7 % v roce 2019 na 25 % v roce 2020 a v odvětví umění a zábavy z 6 % na 23 %. ECB (2021): Zpráva o finanční stabilitě, květen 2021. Podobné trendy jsou patrné i v nedávných údajích o úvěrech se selháním. Přehled ukazatelů rizik EBA za druhé čtvrtletí 2021 ukazuje, že rozdíly v kvalitě aktiv mezi odvětvími se zvětšují. Například u ubytovacích a stravovacích služeb se podíl úvěrů se selháním dále zvýšil z 9 % v prvním čtvrtletí 2021 na 9,6 % ve druhém čtvrtletí 2021 a u umění, zábavy a rekreace ze 7,9 % na 8,2 %.

institucí, jejichž portfolia aktiv byla z velké části investována do nízkorizikových aktiv, jako jsou pojistitelé, a byly nuceny zvýšit svůj pákový efekt a vystavit se rizikovějším aktivům. ⁽³⁸⁾ Prognóza náhlého zvýšení úrokových sazeb by mohla vést k celosvětovému přehodnocení rizik, které by znamenalo ztráty z ocenění aktiv v nebankovním sektoru EU. Zdá se, že poskytovatelé životního pojištění byli dosud postiženi otřesem způsobeným pandemií COVID-19 nejvíce, protože jejich pojistné v roce 2020 pokleslo, zatímco u neživotního pojištění se zvýšilo. ⁽³⁹⁾ Kromě toho pandemie vedla k určitým korekcím cen komerčních nemovitostí, které měly vliv na výkonnost nemovitostních fondů (viz oddíl o bydlení výše).

Graf 2.5.1: Ziskovost a kapitál bankovního sektoru a úvěry se selháním



Poznámky: Průměrné hodnoty EU a eurozóny nejsou vážené podle velikosti hospodářství. Údaje týkající se „maximální hodnoty“ odkazují na podíl hrubých dluhových nástrojů se selháním (NPD) na celkových hrubých dluhových nástrojích; podíly úvěrů se selháním (NPL) jsou vykázané za první čtvrtletí 2020 a první čtvrtletí 2021; číslo uvedené pod kódem země znamená rok, ve kterém podíl NPD dosáhl maximální hodnoty.

Zdroj: ECB, výpočty útvarů Komise.

⁽³⁸⁾ ECB (2021), Zpráva o finanční stabilitě, květen 2021.

⁽³⁹⁾ EIOPA (2021), Zpráva o finanční stabilitě, červenec 2021.

Trh práce zůstal během pandemie odolný, zejména díky bezprecedentním podpůrným opatřením na vnitrostátní úrovni i na úrovni EU. Rozsáhlé využívání programů pro udržení pracovních míst podporovaných nástrojem EU pro dočasnou podporu na zmírnění rizik nezaměstnanosti v mimořádné situaci (SURE) a dalšími typy intervencí, včetně rozsáhlé fiskální a měnové podpory, zmírnilo dopad otřesu způsobeného pandemií COVID-19 na pracovní místa a příjmy a zabránilo tomu, aby se zdravotní krize stala krizí v oblasti zaměstnanosti. Dopad recese COVID-19 na trhy práce byl obecně ve tvaru V: ve většině zemí byly trhy práce výrazně zasaženy na samém počátku krize, ale záhy následovalo částečné oživení, a to především v důsledku rychlého oživení ekonomické aktivity. ⁽¹⁾

Nezaměstnanost se v roce 2020 v porovnání s rozsahem otřesu zvýšila jen mírně a očekává se, že se v roce 2022 vrátí na úroveň před pandemií. Míra nezaměstnanosti v EU (u osob ve věku 15–74 let) vzrostla v roce 2020 na 7 % (po první vlně pandemie dosáhla vrcholu 7,7 %), což je pouze o 0,3 procentního bodu nad její průměrnou mírou z roku 2019. Tento nárůst byl nízký ve srovnání s poklesem HDP o přibližně 6 % v EU jako celku. ⁽²⁾ Nejvyšší nárůst byl zaznamenán v Pobaltí (2,4 p. b. v Estonsku, 2,2 p. b. v Litvě a 1,8 p. b. v Lotyšsku), Švédsku (1,5 p. b.) a Španělsku (1,4 p. b.). V 17 zemích EU se míra nezaměstnanosti zvýšila o méně než jeden procentní bod. Míra nezaměstnanosti se v roce 2020 dokonce snížila v Polsku, Francii, Itálii a Řecku. V první polovině roku 2021 se nezaměstnanost ve většině členských států snížila. Míra nezaměstnanosti mladých lidí (15–24 let) v EU vykazovala do poloviny roku 2021 první známky oživení, ve druhém čtvrtletí roku 2021 však stále dosahovala 17,4 %, což je téměř trojnásobek míry nezaměstnanosti osob ve věku 25–74 let. Podle hospodářské prognózy Komise z podzimu 2021 se stále očekává, že se míra nezaměstnanosti v EU v roce 2021 stabilizuje, ale poté se v roce 2022 vrátí na úroveň před pandemií.

Nižší než očekávaný nárůst míry nezaměstnanosti však částečně odráží odchod z trhu práce, a tím i nižší míru ekonomické aktivity. Míra ekonomické aktivity (osob ve věku 15–64 let) klesla o 1,7 procentního bodu – ze 73,6 % ve čtvrtém čtvrtletí 2019 na 71,9 % ve druhém čtvrtletí roku 2020, ale ve druhém čtvrtletí roku 2021 se vrátila na úroveň před pandemií. Míra ekonomické aktivity ve většině členských států v roce 2020 poklesla, přičemž nejvyšší pokles (mezi 1 a 2 procentními body) zaznamenaly Itálie, Španělsko, Irsko, Portugalsko, Bulharsko a Řecko. V roce 2021 zůstala ve značném počtu případů pod úrovní z doby před pandemií.

Míra zaměstnanosti sice v roce 2020 téměř ve všech členských státech klesala, ale v roce 2021 se postupně zvyšuje, ne však ve všech odvětvích. Míra zaměstnanosti v EU (osob ve věku 20–64 let) klesla ze 73,1 % v roce 2019 na 72,4 % v roce 2020. Největší pokles byl zaznamenán ve Španělsku (–2,3 p. b.), Irsku (–1,7 p. b.) a Bulharsku (–1,6 p. b.), zatímco Polsko (+0,6 p. b.), Malta (+0,5 p. b.) a Chorvatsko (+0,2 p. b.) byly jedinými zeměmi, v nichž se míra zaměstnanosti zvýšila. V prvním čtvrtletí roku 2021 míra zaměstnanosti ve většině členských států stále klesala, ale ve druhém čtvrtletí roku 2021 opět vzrostla a postupně se vrátila na úroveň před pandemií, s výjimkou odvětví, která byla nejvíce postižena potřebou omezení fyzického kontaktu.

Opatření státní podpory zmírnila dopad poklesu tržních příjmů na disponibilní příjmy. Kromě využívání programů pro udržení pracovních míst zavedly vlády řadu opatření ke zvýšení čistých převodů, včetně rozšířených dávek v nezaměstnanosti nebo odkladů některých plateb, jako jsou daně nebo účty za veřejné služby, nad rámec moratorií na splácení dluhů. Reálný hrubý disponibilní příjem domácností na obyvatele ve druhém čtvrtletí 2020 klesl o 2,7 % (meziročně), ale do konce roku se opět zvýšil a mezi lety 2019 a 2020 zůstal z velké části beze změny. Zvýšení míry ohrožení chudobou nebo sociálním vyloučením se v roce 2020 ve srovnání s rokem 2019 zastavilo nebo zpomalilo alespoň v polovině členských států. V některých členských státech však podle odhadů ke zvýšení dojde. ⁽³⁾

Důležité úkoly však jsou ještě před námi.

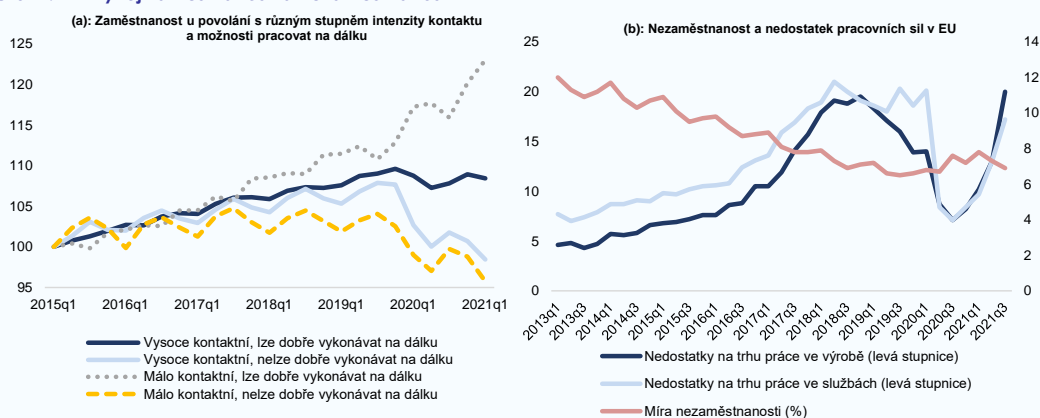
Pandemie urychlila strukturální trendy na trhu práce a vyvolala u dotčených osob obavy. Dlouhodobý trend klesající poptávky po pracovní síle u povolání s rutinními úkoly se zrychlil (graf 1a). Povolání, která nelze v dostatečně míře vykonávat na dálku, mohou být stále více

ovlivněna automatizací. Kromě toho by postupné ukončování podpůrných opatření mohlo vést k významnému zániku pracovních míst v nejvíce podporovaných odvětvích v závislosti na tom, do jaké míry se zotaví poptávka po souvisejícím zboží a službách. Rychlost a účinnost přerozdělení pracovních sil bude záviset na tom, zda jsou dovednosti propuštěných pracovníků specifické pro dané odvětví, nebo zda je lze přizpůsobit jiným odvětvím, a na účinnosti rekvalifikace a zvyšování kvalifikace. Toto přerozdělení by sice mohlo doprovázet souběžnou transformaci a mohlo by vést ke zvýšení produktivity a konkurenceschopnosti, avšak doba trvání nezaměstnanosti se může v případě neexistence cílených a účinných politických zásahů prodloužit. Většina členských států plánuje ve svých národních plánech pro oživení a odolnost opatření na podporu obnovy pracovních míst, ale klíčem k úspěšným přechodům na trhu práce bude posílená koordinace opatření. ⁽⁴⁾

Znovu nastává nedostatek pracovních sil a zvyšuje se potřeba rekvalifikace a zvyšování kvalifikace (graf 1b). Již před pandemií byl nedostatek pracovních sil v celé EU na historickém vrcholu. Opatření proti šíření viru během pandemie a následné narušení hospodářství vedly ke snížení nedostatku pracovních sil, jelikož mnoho podniků během omezení volného pohybu osob zrušilo své nabídky nových pracovních příležitostí. Nedostatek pracovních sil však opět narůstá ve většině zemí, přičemž počet volných pracovních míst výrazně vzrostl v Rakousku, Belgii, Chorvatsku, Německu, Litvě, Portugalsku, na Slovensku a ve Slovinsku. Tento nedostatek má v současné době dopad zejména na odvětví informačních a komunikačních technologií a stavebnictví. Rostoucí nedostatek pracovních sil může být nejen důsledkem rychlého zotavení z hluboké recese a snížení počtu přeshraničních pracovníků, ale také signálem toho, že nesoulad mezi nabízenými a požadovanými dovednostmi, který existoval již před krizí, může s pokračující souběžnou transformací dále narůstat. ⁽⁵⁾

Hrozí, že pandemie a její následky v různých podobách zhorší nerovnost. V roce 2021 se ve většině členských států zvýšila dlouhodobá nezaměstnanost, jelikož od začátku pandemie je nyní více nezaměstnaných. Velké přerušování náborem pracovníků omezilo příležitosti pro nezaměstnané a osoby vstupující na trh práce, včetně mnoha mladých lidí nebo migrantů. ⁽⁶⁾ Nezaměstnanost mladých lidí během pandemie výrazně vzrostla ve většině členských států a ve druhém čtvrtletí roku 2021 přesahovala 30 % v Řecku (38,5 %), Španělsku (38,2 %) a Itálii (32,2 %). Omezení volného pohybu osob rovněž prohloubila nerovnosti v přístupu ke vzdělání a ke zdravotnickým a sociálním službám, což mohlo mít střednědobý a dlouhodobý dopad na trh práce, zatímco dopad na pracovní dobu byl výraznější u pracovníků s nižším vzděláním. Kromě toho, s výjimkou Nizozemska, byly ztrátami pracovních míst v roce 2020 obzvláště postiženi pracovníci se smlouvou na dobu určitou. I když opatření na podporu příjmu výrazně zmírnila regresivní dopad krize na příjmy na trhu práce ⁽⁷⁾, přetrvávají velké obavy ohledně vyhlídek těchto pracovníků na trhu práce, a to i vzhledem ke klesající relativní poptávce po povoláních, která nejsou vhodná pro práci na dálku, a rutinních povoláních.

Graf 1: Vývoj zaměstnanosti a nezaměstnanosti



Poznámky: a) Tento graf používá index technické možnosti práce na dálku a fyzické blízkosti. Opírá se o průzkum O*NET, který měří pracovní náplň konkrétních povolání. Tyto informace jsou porovnány se šetřením pracovních sil v EU; b) evropský průzkum u podniků a spotřebitelů (EU-BCS) shromažďuje od zaměstnavatelů čtvrtletní údaje o potížích při obsazování volných pracovních míst. Respondenti mohou uvést jako omezující faktor „nedostatek pracovní síly“.

Zdroj: a) Evropská komise, *2021 Labour market and wage developments in Europe report* (připravuje se).
b) Eurostat, šetření pracovních sil a Evropská komise, EU-BCS.

- (¹) Podrobnější diskuse o nejnovějším vývoji na trhu práce viz zpráva Evropské komise o vývoji trhu práce a vývoji mezd v Evropě v roce 2021 (připravuje se).
- (²) Díky rozsáhlému využívání programů pro udržení pracovních míst se hospodářský pokles v roce 2020 projevil spíše v poklesu odpracovaných hodin (-5,5 %) než ve zvýšení nezaměstnanosti. Pokles HDP byl v roce 2020 výraznější než v roce 2009 (-4,3 %), avšak nárůst nezaměstnanosti byl výrazně nižší (měsíční míra nezaměstnanosti se v EU mezi lety 2008 a 2009 zvýšila až o 2,6 procentního bodu).
- (³) V březnu 2021 stanovila Evropská komise nový cíl na úrovni EU, a sice snížit do roku 2030 počet osob ohrožených chudobou nebo sociálním vyloučením nejméně o 15 milionů. Jedná se o jeden ze tří hlavních cílů v oblasti zaměstnanosti, dovedností a sociálního začleňování, jichž má být dosaženo do roku 2030 v rámci akčního plánu evropského pilíře sociálních práv.
- (⁴) V březnu 2021 přijala Komise doporučení o účinné aktivní podpoře zaměstnanosti (EASE), v němž členské státy vyzvala, aby prováděly soudržné balíčky posílených aktivních politik na trhu práce s cílem podpořit během oživení přechody mezi zaměstnáními. V souladu s doporučením EASE jsou aktivní politiky na trhu práce a veřejné služby zaměstnanosti nedílnou součástí plánů pro oživení a odolnost 20 členských států, zatímco všechny členské státy zahrnují do svých plánů politiky zvyšování kvalifikace a rekvalifikace.
- (⁵) Podrobnější diskuse o dovednostech viz Evropská komise (2021), návrh společné zprávy Komise a Rady o zaměstnanosti 2022.
- (⁶) Viz: Croitorov O. et al. (2021), „The macroeconomic impact of the COVID-19 pandemic in the euro area“ *Quarterly Report on the Euro Area*, GR ECFIN, Evropská komise, svazek 20, č. 2, část I. Viz rovněž [the 2021 report of the Employment and Social Developments in Europe \(ESDE\)](#) a Fasani, F., Mazza, J. (2020) [A vulnerable workforce: migrant workers in the Covid-19 pandemic. Technická zpráva JRC](#)
- (⁷) Employment and Social Developments in Europe (ESDE) Annual Review 2021.

3. SHRNUÍ HLAVNÍCH PROBLÉMŮ A DŮSLEDKY DOHLEDU

Krise COVID-19 přerušila nápravu makroekonomické nerovnováhy související s vysokým veřejným, soukromým a vnějším dluhem a došlo k ní v době, kdy se po několika letech silného růstu v některých zemích objevila rizika přehřívání. Recese způsobená pandemií zastavila rozsáhlý proces snižování vysoké zadluženosti veřejného a soukromého sektoru, který probíhal v řadě členských států po většinu uplynulého desetiletí, zejména ve druhé polovině tohoto období, kdy hospodářský růst posílil a pomohl snížit míru zadlužení. Rovněž byly napraveny velké schodky běžného účtu nebo nadměrný růst úvěrů, což vedlo k postupnému snižování vnějších závazků a posílení bankovních systémů. V posledních letech došlo k nárůstu problémů a rizik spojených s náznaky přehřívání v některých odvětvích a v některých zemích, zejména na úrovni cen bytových nemovitostí a nákladové konkurenceschopnosti, a to převážně tam, kde byl hospodářský růst stabilnější, a po relativně dlouhém hospodářském růstu. Pokračoval trend u růstu cen bytových nemovitostí, k němuž docházelo již před krizí COVID-19, a v některých případech se během pandemie dokonce zrychlil. Nákladová konkurenceschopnost se v některých zemích s rychlejším růstem před pandemií zhoršila a nejnovější vývoj je stále obtížné posoudit, jelikož dostupné údaje jsou stále zkresleny neobvyklým poklesem produktivity v roce 2020 a současným účinkem rozsáhlých opatření na podporu trhu práce.

Krise COVID-19 nerovnováhu v mnoha případech zhoršila a mohou se objevit nová rizika. Poměr veřejného a soukromého dluhu k HDP v roce 2020 prudce vzrostl v důsledku recese a vyšších půjček ke zmírnění dopadů krize. Avšak díky výraznému hospodářskému oživení se nyní míra zadlužení stabilizuje nebo již začala klesat. Krize však zanechává dědictví vyššího zadlužení, neboť vlády vystupují z krize s jasně vyšším poměrem dluhu k HDP. Soukromý sektor, většinou v zemích, kde byl soukromý dluh vysoký již před krizí, je rovněž zatížen vyšším zadlužením. Snižování zadluženosti veřejného i soukromého sektoru může podpořit úspěšné provádění plánů pro oživení a odolnost, které pomohou posílit dlouhodobý růst. Zhoršení kvality státních a soukromých aktiv však může v krátkodobém horizontu ovlivnit rozvahy finančních institucí, jejichž nízká ziskovost během pandemie ještě více poklesla, a narušit poskytování úvěrů pro oživení. Účty nerezidentů byly ovlivněny méně, ale zhoršily se v zemích, kde významnější roli hraje přeshraniční cestovní ruch, včetně zemí s velkou zápornou čistou investiční pozicí vůči zahraničí. Trhy s bydlením zároveň získaly v důsledku této krize další dynamiku a růst cen bytových nemovitostí je v několika členských státech nejvyšší za více než deset let. Narůstá riziko nadhodnocení cen bytových nemovitostí, což vzbuzuje obavy zejména tam, kde je zadlužení domácností vysoké. Tlak na nákladovou konkurenceschopnost se může s oživením výrazně zvýšit, zejména v zemích, které byly krizí zasaženy méně.

V řadě členských států celkově existují problémy. Hlavní problémy souvisejí s těmito jevy:

- Mnoho členských států postihuje *řada vzájemně propojených zranitelných míst spojených se stavovými ukazateli*. Je to obvykle případ těch zemí, které byly zasaženy konjunkturálními úvěrovými cykly spojenými se zhoršením salda běžného účtu po celosvětové finanční krizi, které měly rovněž dopad na bankovní sektor a veřejný dluh. Téměř všechny tyto členské státy byly krizí COVID-19 těžce zasaženy, což rovněž odráží velký význam přeshraničního cestovního ruchu v jejich ekonomikách:
 - V případě Kypru a Řecka jsou vysoké objemy zadlužení a vysoce záporné čisté investiční pozice vůči zahraničí spojené s přetrvávajícími problémy pro finanční sektor. Běžné účty těchto členských států se v roce 2020 zhoršily v důsledku klesajících příjmů z cestování a cestovního ruchu. Ačkoli byl v roce 2020 zaznamenán další pokrok při snižování objemu úvěrů se selháním, zůstává v obou zemích vysoký. V případě Řecka je růst potenciálního produktu v kontextu vysoké nezaměstnanosti pomalý.
 - V Chorvatsku, Irsku, Portugalsku a Španělsku ustupovala nerovnováha související s vysokým zadlužením až do vypuknutí krize COVID-19. V Chorvatsku, Portugalsku a Španělsku však byly tyto trendy přerušeny recesí způsobenou pandemií a viditelně se zvýšil poměr dluhu k HDP. Irsko v roce

2020 vytrvalo díky tomu, že se vyhnulo recesi HDP, zatímco sektorová skladba jeho hospodářství měla příznivý dopad na jeho účty nerezidentů.

- V Rumunsku a Maďarsku se zranitelná místa týkají především *vzájemného působení veřejného dluhu a vnějšího financování* v souvislosti s riziky přehřívání a vysokými rozpočtovými schodky. V Rumunsku je schodek běžného účtu značný, přetrvává již řadu let a v blízké budoucnosti se neočekává žádné zlepšení. Veřejný dluh od doby před krizí COVID-19 rychle roste, což odráží velké rozpočtové schodky, bude se zvyšovat i nadále a bude přispívat k potřebám vnějšího financování. V Maďarsku byly potřeby financování veřejných institucí v posledních letech vysoké a s ohledem na krátké splatnosti dluhů a vysoké fiskální schodky takové zůstanou a zdroje tohoto financování jsou částečně vnější. V obou zemích je nezanedbatelný podíl dluhu denominován v cizí měně, což spojuje vazby mezi vnějším sektorem a fiskální situací. V případě Maďarska se ceny bytových nemovitostí prudce zvyšují a inflační tlaky a tlaky na nákladovou konkurenceschopnost jsou patrné v kontextu silného oživení a trvalé politické podpory.
- V několika členských státech je příčinou zranitelnosti zejména *vysoký poměr veřejného dluhu k HDP, který se ještě zvýšil v důsledku krize*, a přetrvávající obavy související s *růstem potenciálního produktu a konkurenceschopností*. To je zejména případ Itálie, kde zranitelnost rovněž souvisí s bankovním sektorem a velkým objemem úvěrů se selháním (i když v roce 2020 se ještě snížil), a to v kontextu přetrvávající slabé výkonnosti trhu práce. Belgie a Francie se potýkají zejména s problémy spojenými s vysokým veřejným dluhem, který se v souvislosti s touto poslední krizí výrazně zvýšil, a s potenciálními problémy růstu v souvislosti se slabou konkurenceschopností. Ve Francii nadále rostl soukromý dluh z již tak relativně vysoké úrovně, zejména zadlužení podniků. V Belgii v roce 2020 také rostl již vysoký soukromý dluh. Jak v Belgii, tak ve Francii mohou být ceny bytových nemovitostí nadhodnoceny a v poslední době se staly dynamičtější.
- Pro některé členské státy jsou charakteristické *velké přebytky běžného účtu*, které zůstávají nad úrovní, kterou by odůvodňovaly základní ekonomické veličiny. To je případ Německa a Nizozemska. Očekává se, že přebytek eurozóny letos po dočasném poklesu v loňském roce vzroste. Velké přebytky mohou odrážet uniklé příležitosti pro růst a domácí investice. To může mít důsledky pro fungování eurozóny v kontextu oživení, které je třeba udržet i v situaci, která je stále poznamenána značnou nejistotou. V obou případech dynamika cen bytových nemovitostí poukazuje na riziko nadhodnocení, které v případě Nizozemska existuje již několik let a je doprovázeno vysokým zadlužením domácností.
- V Česku a na Slovensku se *ztráty konkurenceschopnosti z hlediska nákladů po několik let kombinovaly se silným růstem cen bytových nemovitostí*. Ztráta nákladové konkurenceschopnosti byla zaznamenána již před krizí a pokračující výrazný růst odměn zaměstnanců poukazuje na rizika přehřívání v souvislosti s pokračujícími velkými rozpočtovými schodky, přičemž veřejný dluh byl vyšší na Slovensku. Zdá se, že výkonnost vnějšího sektoru těchto zemí nebyla ovlivněna, avšak významná koncentrace vývozu v několika konkrétních odvětvích představuje zranitelné místo. Tyto problémy jsou ještě umocněny rychlým růstem cen bytových nemovitostí a zvyšujícím se rizikem nadhodnocení cen těchto nemovitostí. V případě Slovenska jsou tyto problémy doprovázeny relativně vysokým zadlužením domácností po letech růstu.
- V některých členských státech přispívá vývoj na trhu s bydlením k *rizikům spojeným s oceněním cen bytových nemovitostí* v souvislosti s vysokým zadlužením domácností. Tak je tomu v případě Švédska a také Dánska a Lucemburska. Nedávné údaje o cenách bytových nemovitostí naznačují, že po určité krátkodobě klesající korekci růst cen bytových nemovitostí ve Švédsku v roce 2020 opět zrychlil, což posiluje obavy z nadhodnocení. V Lucembursku se nadměrný růst cen bytových nemovitostí během krize stal ještě dynamičtější, čímž se zvýšilo riziko nadhodnocení, které je kombinováno s vysokým zadlužením domácností v poměru k hrubému disponibilnímu příjmu domácností. V Dánsku došlo k nedávnému zrychlení růstu cen bytových nemovitostí spolu s vysokým zadlužením domácností.
- Na Maltě představuje obzvláště zranitelná místa vysoký a stále rostoucí soukromý dluh a nedostatky insolvenčního rámce.

Tato zpráva mechanismu varování dospěla k závěru, že hloubkové přezkumy jsou opodstatněné u 12 členských států: Chorvatska, Kypru, Francie, Německa, Řecka, Irska, Itálie, Nizozemska, Portugalska, Rumunska, Španělska a Švédska. Tyto členské státy byly předmětem hloubkového přezkumu v předchozím ročním cyklu provádění postupu při makroekonomické nerovnováze a mělo se za to, že se potýkají s nerovnováhou (Chorvatsko, Francie, Německo, Irsko, Nizozemsko, Portugalsko, Rumunsko, Španělsko a Švédsko) nebo nadměrnou nerovnováhou (Kypr, Řecko a Itálie). Nové hloubkové přezkumy posoudí, zda se tato nerovnováha prohlubuje, napravuje, nebo byla napravena, aby bylo možné aktualizovat stávající posouzení a vyhodnotit případné další politické potřeby.

Kromě toho řada členských států, které v předchozím kole předmětem hloubkového přezkumu nebyly, vykazuje vývoj, který si zasluhuje zvláštní pozornost. Na Slovensku dochází k silnému růstu cen bytových nemovitostí a k trvalému, i když zpomalujícímu nárůstu objemu půjček domácností. Vývoz je výrazně koncentrován v několika konkrétních odvětvích a došlo ke ztrátě nákladové konkurenceschopnosti, avšak podíly na vývozních trzích dosud nebyly nepříznivě ovlivněny. V případě **Maďarska** je třeba věnovat pozornost interakci mezi vládními půjčkami a vnějším financováním v souvislosti s významnou expozicí dluhu v cizí měně. Růst cen bytových nemovitostí byl značný. Tlaky na nákladovou konkurenceschopnost se zvyšují, ale podíly na vývozních trzích dosud nebyly nepříznivě ovlivněny.

Je rovněž třeba sledovat vývoj rizik v jiných členských státech, která v mnoha případech souvisejí s trhy s bydlením. V případě Dánska a Lucemburska se vývoj na trhu s bydlením vyznačuje nahromaděním rizik. Ačkoli změna preferencí, příznivé finanční podmínky a omezení nabídky mohou růst cen bytových nemovitostí zadržet, nelze vyloučit riziko korekce směrem dolů s možnými důsledky pro širší ekonomiku. Česko se vyznačuje silným růstem cen bytových nemovitostí a přetrvávajícími ztrátami nákladové konkurenceschopnosti, které byly již několik posledních let významné. Na Maltě představuje obzvláště zranitelná místa rostoucí soukromý dluh spolu s nedostatky insolvenčního rámce. Sledování a dohled by se měly důkladně zaměřit na vývoj v těchto šesti členských státech a zjistit, zda je tento vývoj v souladu s makroekonomickou stabilitou a zda k ní přispívá. Rovnováha rizik v současné době nevyvolává potřebu hloubkového přezkumu. Oddíl 4 obsahuje další informace o vývoji v jednotlivých zemích.

4. KOMENTÁŘE K JEDNOTLIVÝM ČLENSKÝM STÁTŮM

4.1. BELGIE

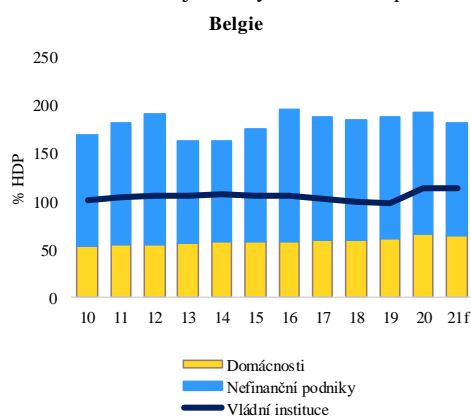
V červnu 2021 nebyla v Belgii zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2020 překračují ukazatele konsolidovaného zadlužení soukromého sektoru a hrubého veřejného dluhu orientační prahové hodnoty.

Po poklesu o 5,7 % v roce 2020 se očekává, že reálný HDP vzroste v roce 2021 o 6 % a v roce 2022 o 2,6 %. Očekává se, že úroveň nominálního HDP bude v roce 2022 o 8,4 % vyšší než v roce 2019.

Relevantní vývoj během doby, která uplynula od předchozí zprávy, lze shrnout takto:

- **Vnější zranitelnost** zůstává omezená. Běžný účet zaznamenal v roce 2020 mírný přebytek. Čistá investiční pozice vůči zahraničí je jednoznačně kladná a předpokládá se, že v letech 2021 a 2022 zůstane na zhruba stejné úrovni. Výrazný nárůst jednotkových nákladů práce v roce 2020 odráží velký pokles produktivity během krize COVID-19, částečně v důsledku hromadění pracovních sil. Očekává se, že v letech 2021 a 2022 bude dynamika mezd z velké části kompenzovat znovudosažení produktivity.
- Poměr **dluhu soukromého sektoru** k HDP se v roce 2020 dále zvýšil nad prahovou hodnotu. Byl negativně ovlivněn prudkým poklesem HDP v roce 2020. Dluh belgických nefinančních podniků je vysoký a vzrostl na téměř 126 % HDP, avšak vysoký podíl přeshraničních úvěrů v rámci skupiny, který toto číslo zvyšuje, snižuje rizika. Zadlužení domácností, které odráží především hypoteční dluh, se v roce 2020 nadále zvyšovalo, ale zvýšení poměru dluhu domácností k HDP je způsobeno především poklesem HDP, jelikož čisté úvěrové toky do domácností byly omezeny. Opatření na podporu příjmů domácností a podniků přispěla v roce 2020 ke stabilizaci podílu úvěrů se selháním. Růst cen bytových nemovitostí se v roce 2020 zrychlil a ceny těchto nemovitostí vykazují známky možného nadhodnocení.
- Poměr **veřejného dluhu** k HDP se v roce 2020 dále zvýšil na 112,8 % HDP, což je důsledkem prudkého poklesu HDP a významných podpůrných opatření vlády ke zmírnění dopadu krize COVID-19. Rizika spojená se zpětnou vazbou finančního a veřejného sektoru zůstávají omezená. Finanční sektor je i nadále zdravý.
- Růst **míry nezaměstnanosti** byl v roce 2020 omezený a míra nezaměstnanosti se zvýšila pouze mírně na 5,6 % díky vládním podpůrným opatřením, která byla prodloužena do konce roku 2021. Předpokládá se, že v letech 2021 i 2022 mírně vzroste. Nezaměstnanost mladých lidí se v roce 2020 zvýšila a předpokládá se, že v roce 2021 vzroste na 20,5 %.

Graf A1: Zadlužení jednotlivých odvětví hospodářství



Zdroj: Eurostat a útvary Komise

Belgie vstoupila do krize COVID-19 bez identifikované makroekonomické nerovnováhy, přestože dluh soukromého sektoru a hrubý veřejný dluh byly vysoké, což obnáší určitá rizika. V souvislosti s krizí COVID-19 se dluh, a to jak soukromého, tak veřejného sektoru dále zvýšil a vyžaduje sledování. Komise v této fázi nepovažuje v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze za nutné provádět další hloubkovou analýzu.

4.2. BULHARSKO

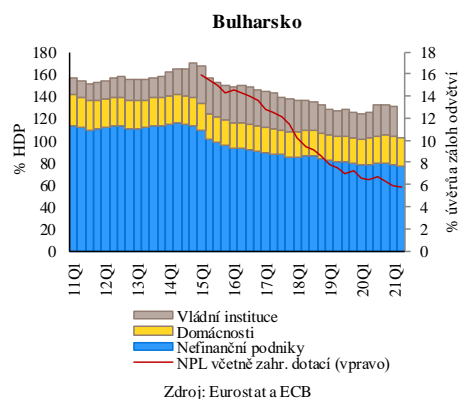
V červnu 2021 nebyla v Bulharsku zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2020 překračuje ukazatel jednotkových nákladů práce orientační prahovou hodnotu.

Po poklesu o 4,4 % v roce 2020 se očekává, že reálný HDP vzroste v roce 2021 o 3,8 % a v roce 2022 o 4,1 %. Očekává se, že během návratu k hospodářskému růstu bude úroveň nominálního HDP v roce 2022 o 17 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Saldo běžného účtu** zaznamenalo v roce 2020 mírný schodek ve výši 0,3 % HDP, poprvé od roku 2012. Jeho snížení bylo způsobeno zejména poklesem vývozu služeb cestovního ruchu v důsledku pandemie COVID-19. Oživení příjmů z cestovního ruchu začalo v roce 2021 a očekává se, že bude pokračovat i v roce 2022. Záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí, která z velké části sestává z přímých zahraničních investic, se nadále zlepšovala v důsledku další akumulace rezervních aktiv.
- **Nominální jednotkové náklady práce** se v roce 2020 dále zvýšily v důsledku poněkud nižší celkové produktivity v souvislosti s hromaděním pracovních sil. Do budoucna se očekává, že jednotkové náklady práce se budou i nadále výrazně zvyšovat, i když méně než v roce 2020, a to navzdory návratu růstu produktivity, jelikož odměny na zaměstnance se podle všeho budou výrazně zvyšovat.
- **Zadluženost podniků** se v roce 2020 **zvýšila**, očekává se však, že se s hospodářským oživením znovu začne snižovat. Ačkoli se růst úvěrů zmínil, prudký pokles HDP v roce 2020 dočasně zvrátil proces snižování zadluženosti, který byl založen na silném růstu nominálního HDP. S návratem hospodářského růstu by se poměr dluhu podniků k HDP měl vrátit k sestupnému trendu. Reálné tempo růstu **cen bytových nemovitostí** se v roce 2020 zvýšilo na 5,2 %. V roce 2021 by se mělo poněkud zmírnit, ale je podporováno nadměrným růstem hypotečních úvěrů.
- **Veřejný dluh** byl v roce 2020 nižší než 25 % HDP a navzdory plánovanému zvýšení veřejných výdajů by měl v roce 2021 zůstat pod 30 % HDP.
- **Finanční sektor** si během krize COVID-19 zachoval dostatečnou likviditu a kapitálovou přiměřenost, čemuž napomohla opatření, která zavedla Bulharská národní banka v březnu 2020, a vstup Bulharska do bankovní unie v červenci 2020. Podíl úvěrů se selháním zůstává vysoký, i když v roce 2020 dále klesl na 5,9 %. V budoucnu bude důležité pozorně sledovat účinek postupného rušení opatření veřejné podpory, jako jsou moratoria na půjčky a systémy záruk.
- Recese v roce 2020 nijak výrazně neovlivnila **podmínky na trhu práce**, a to především díky využívání režimů zkrácené pracovní doby. Míra nezaměstnanosti vzrostla v roce 2020 z historicky nízké úrovně v roce 2019 na 5,1 %, ale očekává se, že od roku 2022 začne klesat.

Graf A2: Rozčlenění dluhu podle odvětví



Bulharsko vstoupilo do krize COVID-19 bez identifikované makroekonomické nerovnováhy, avšak úvěry se selháním a zadluženost podniků byly poměrně vysoké, přestože se snižovaly. V souvislosti s krizí COVID-19 se poměr dluhu soukromého sektoru k HDP v roce 2020 dočasně zvýšil, ale poté by měl klesat. Očekává se, že mzdová kompenzace bude pokračovat ve svém růstu z doby před pandemií. Komise v této fázi nepovažuje v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze za nutné provádět další hloubkovou analýzu.

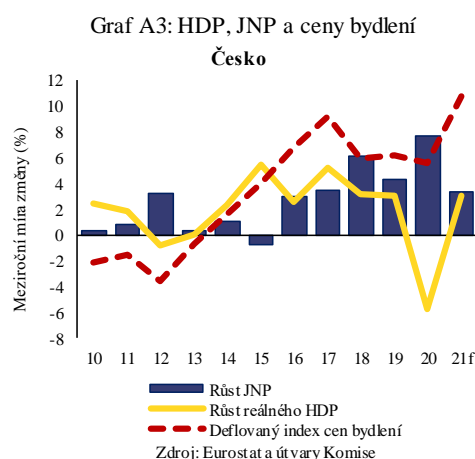
4.3. ČESKO

V červnu 2021 nebyla v Česku zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2020 překračuje ukazatel jednotkových nákladů práce orientační prahovou hodnotu.

Po poklesu HDP o 5,8 % v roce 2020 se očekává, že reálný HDP vzroste v roce 2021 o 3 % a v roce 2022 o 4,4 %. Očekává se, že během návratu k hospodářskému růstu bude úroveň nominálního HDP v roce 2022 o 13,2 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Vnější zranitelnost** zůstává omezená. Zatímco v roce 2020 byl zaznamenán přebytek běžného účtu ve výši 3,6 % HDP, očekává se, že v roce 2021 se vrátí na víceméně vyrovnanou pozici. Čistá investiční pozice vůči zahraničí se nadále zlepšovala, ale zůstala mírně záporná, a to na úrovni -12,5 % HDP v roce 2020. Čistá investiční pozice vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání (NENDI) již byla kladná a ještě se zlepšila.
- Růst **jednotkových nákladů práce** byl výrazný již před pandemií. V roce 2020 ještě zrychlil v důsledku hromadění pracovních sil v souvislosti s krizí COVID-19. S oživením produktivity se očekává, že růst jednotkových nákladů práce se zmírní, a to navzdory silnému růstu odměn na zaměstnance v letech 2021 a 2022.
- **Soukromá zadluženost** zůstala nízká. Ačkoli se v roce 2020 mírně zvýšila, soukromý dluh zůstává v souladu s obezřetnostními a základními referenčními hodnotami. Úvěrové toky byly pozitivní, ale omezené, a to jak u domácností, tak u podniků. **Bankovní sektor** je dobře kapitalizován a jeho ziskovost je vysoká. Podíl úvěrů se selháním zůstává nízký.
- **Veřejný dluh** se v roce 2020 zvýšil na 37,7 % HDP a předpokládá se, že vzroste na 42,4 % HDP v roce 2021 a 44,3 % HDP v roce 2022. I když je úroveň veřejného dluhu stále poměrně nízká, v důsledku vysokých rozpočtových schodků rychlým tempem roste.
- **Ceny bytových nemovitostí** rychle rostou již po delší dobu a objevuje se čím dál více náznaků možného nadhodnocení. Růst reálných cen bytových nemovitostí zůstal v roce 2020 vysoký a činil 5,5 %, i když klesl pod prahovou hodnotu srovnávacího přehledu. Jelikož se očekává, že disponibilní příjem domácností bude v letech 2021–2022 nadále výrazně růst, další zrychlení růstu cen bytových nemovitostí je pravděpodobné, jak rovněž naznačují dostupné údaje za rok 2021. Tlaky na růst cen by mohly být zmírněny očekávaným oživením bytové výstavby v letech 2021 a 2022, rostoucími hypotečními úrokovými sazbami a rovněž pokračujícím zpřísněním měnové politiky.



Česko vstoupilo do krize COVID-19 bez identifikované makroekonomické nerovnováhy, přestože konkurenceschopnost a tlak na trhu s bydlením s sebou nesly určitá rizika. V důsledku krize COVID-19 se některá rizika zhoršila. Komise v této fázi nepovažuje v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze za nutné provádět další hloubkovou analýzu.

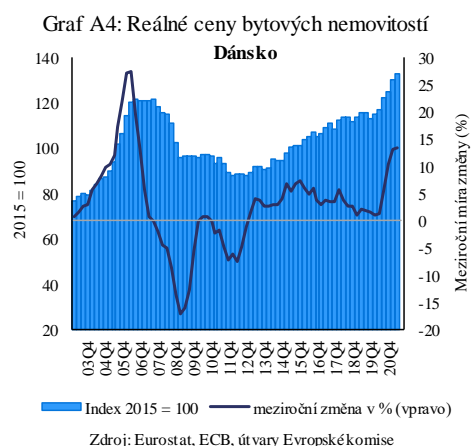
4.4. DÁNSKO

V červnu 2021 nebyla v Dánsku zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2020 překračují ukazatele přebytku běžného účtu a zadlužení soukromého sektoru orientační prahovou hodnotu.

Po poklesu o 2,1 % v roce 2020 se očekává, že reálný HDP vzroste v roce 2021 o 4,3 % a v roce 2022 o 2,7 %. Předpokládá se, že úroveň nominálního HDP překročí v roce 2021 úroveň z roku 2019 přibližně o 10,4 %.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Pokud jde o vnější udržitelnost**, saldo běžného účtu nadále vykazuje vysoký přebytek, který v roce 2020 činil 8,1 % HDP. I když se očekává, že v nadcházejících letech bude trvale klesat, předpokládá se, že zůstane jasně nad horní prahovou hodnotou postupu při makroekonomické nerovnováze. Vysoký přebytek odráží především vysoké podnikové a penzijní úspory. Kumulované přebytky běžného účtu vedly k vysoké čisté investiční pozici vůči zahraničí (NIIP), která v roce 2020 dosáhla téměř 69 % HDP, což je méně než 77 % HDP v roce 2019, a to v důsledku změn v ocenění. Rozsáhlá čistá investiční pozice vůči zahraničí vytváří kladný čistý primární příjem, což zase posiluje kladné saldo běžného účtu.
- Zadluženost **soukromého sektoru** zůstává vysoká, ale snižuje se. Dánské domácnosti v posledních letech své zadlužení snížily, ačkoli míra **zadlužení domácností** se v roce 2020 mírně zvýšila na 111,7 % HDP, což bylo ovlivněno poklesem reálného HDP. Poměr dluhu domácností k HDP je nejvyšší v EU, ale předpokládá se, že v roce 2021 bude nadále klesat jako podíl na HDP. Navzdory zrychlujícímu se růstu cen bytových nemovitostí zůstal nárůst hypotečních úvěrů mírný. Úrokové zatížení se dále snížilo, zatímco podíl úvěrů s variabilními úroky zůstává relativně vysoký, i když mnohem nižší než před deseti lety. Vysoká míra hrubého zadlužení domácností je doprovázena výrazně vyššími, i když méně likvidními finančními aktivy, zejména nemovitostmi a penzijním spořením.
- Růst **reálných cen bytových nemovitostí** v roce 2020 činil 4,6 %, což je pod prahovou hodnotou srovnávacího přehledu. Růst reálných cen bytových nemovitostí v první polovině roku 2021 zrychlil a ve druhém čtvrtletí 2021 dosáhl meziročního maxima 13,5 %, ale předpokládá se, že v blízké budoucnosti zpomalí. Odhady rozdílů v ocenění naznačují možné nadhodnocení. Průměrný rozdíl v cenách bytových nemovitostí se nadále zvyšuje a rozdíl mezi cenou a příjmy je poměrně vysoký.
- **Bankovní sektor** zůstal stabilní, banky zůstávají ziskové, likvidní a dobře kapitalizované a rovněž podíl úvěrů se selháním je nízký. Navzdory prudkému nárůstu v roce 2020 v důsledku provádění opatření souvisejících s pandemií COVID-19 je **veřejný dluh** relativně nízký a činí přibližně 42 % HDP. Rozpočtový schodek činil v roce 2020 pouze 0,2 % HDP, částečně díky jednorázovým účinkům.
- **Trh práce** zůstal silný. Míra nezaměstnanosti se v roce 2020 mírně zvýšila na 5,6 %. V důsledku silného oživení dánské ekonomiky zaměstnanost překročila úroveň z doby před pandemií a počet nezaměstnaných se do druhého čtvrtletí 2021 snížil pod úroveň před pandemií.



Dánsko vstoupilo do krize COVID-19 bez identifikované makroekonomické nerovnováhy, přestože zadlužení soukromého sektoru a přebytek běžného účtu byly vysoké, což obnáší určitá rizika. Během krize COVID-19 se zadlužení soukromého sektoru mírně zvýšilo, zatímco ceny bytových nemovitostí výrazně

vzrostly a i přebytek běžného účtu zůstal vysoký. Komise v této fázi nepovažuje v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze za nutné provádět další hloubkovou analýzu.

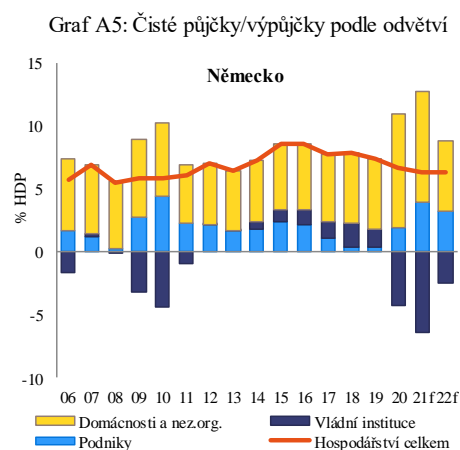
4.5. NĚMECKO

V červnu 2021 dospěla Komise k závěru, že Německo se potýká s makroekonomickou nerovnováhou odrážející nízkou úroveň investic v poměru k úsporám, které mají přeshraniční význam. V aktualizovaném srovnávacím přehledu, který obsahuje údaje do roku 2020, překračují ukazatele salda běžného účtu, růstu jednotkových nákladů práce, cen bytových nemovitostí a veřejného dluhu orientační prahovou hodnotu.

Po poklesu o 4,6 % v roce 2020 se očekává, že reálný HDP vzroste v roce 2021 o 2,7 % a v roce 2022 o 4,6 %. Očekává se, že úroveň nominálního HDP bude v roce 2022 o 9,4 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Přebytek běžného účtu**, který v roce 2020 činil 6,9 % HDP, zůstává vysoký. Od roku 2015 se postupně snižoval, ale předpokládá se, že zůstane nad 6 %. To souvisí s nízkými soukromými a veřejnými investicemi, které jsou mimo jiné omezeny překážkami pro investice, jako je infrastruktura a bydlení. Přestože soukromé a veřejné investice v posledních letech postupně rostly, zůstávají pod průměrem eurozóny.
- **Jednotkové náklady práce** v roce 2020 prudce vzrostly v důsledku silného poklesu produkce v kombinaci s relativně stabilní zaměstnaností a stabilními odměnami. Očekává se, že vztah mezi náklady práce a produkcí se s oživením HDP normalizuje.
- **Veřejný dluh** překročil orientační prahovou hodnotu srovnávacího přehledu (60 % HDP), jelikož v roce 2020 vzrostl na 68,7 % HDP, a očekává se, že v roce 2021 dosáhne vrcholu na úrovni 71,4 %, což odráží politická podpůrná opatření během pandemie COVID-19. **Bankovní systém** zůstává dostatečně kapitalizován s velmi malým objemem úvěrů se selháním, i když jeho ziskovost je po dalším poklesu v roce 2020 nízká.
- **Reálné ceny bytových nemovitostí** v roce 2020 vzrostly o 7,1 % a v první polovině roku 2021 nadále rychle rostly, a to v důsledku přetrvávajícího nedostatku nabídky bydlení. Vývoj cen bytových nemovitostí vykazuje známky možného nadhodnocení.



Zdroj: Ameco

Německo vstoupilo do krize COVID-19 s velkým přebytkem domácích úspor, a to primárně díky čistým úsporám domácností a vlády. Přebytek běžného účtu zůstává na vysoké úrovni, jelikož soukromé investice jsou navzdory politické podpoře v souvislosti s COVID-19 nadále nízké a veřejné investice dosud nezaplňují dlouhodobé investiční mezery. Ceny bytových nemovitostí výrazně rostly. Komise má celkově i s ohledem na červnové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

4.6. ESTONSKO

V červnu 2021 nebyla v Estonsku zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu, který obsahuje údaje do roku 2020, překračují ukazatele reálného efektivního směnného kurzu, růstu jednotkových nákladů práce, růstu cen bytových nemovitostí, závazků finančního sektoru a míry nezaměstnanosti mladých lidí orientační prahovou hodnotu.

Po poklesu o 3 % v roce 2020 se očekává, že reálný HDP vzroste v roce 2021 o 9 % a v roce 2022 o 3,7 %. Očekává se, že úroveň nominálního HDP bude v roce 2022 o 16 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Vnější zranitelnost** zůstává omezená, přičemž čistá investiční pozice vůči zahraničí by se po deseti letech stabilního zlepšování měla v roce 2021 stabilizovat přibližně na -22 % HDP. Většinu závazků představuje akumulovaný objem přímých zahraničních investic. Běžný účet zaznamenal v roce 2020 mírný schodek, který se v roce 2021 pravděpodobně mírně zvýší.
- Po několika letech pokračujícího silného růstu se **růst jednotkových nákladů práce** v roce 2020 ještě více zrychlil. Předpokládá se, že jednotkové náklady práce v roce 2021 klesnou, a to díky vyšší produktivitě v dobách silného růstu produkce a opožděné reakci v oblasti zaměstnanosti, a poté se opět začnou zvyšovat. Podíl na vývozních trzích se do roku 2020 zvyšoval díky vývozu zboží a očekává se, že i nadále poroste, i když pomalejším tempem. Reálný efektivní směnný kurz založený na HISC v loňském roce mírně posílil, i když méně než v některých letech před pandemií.
- Růst **cen bytových nemovitostí** se v roce 2020 zrychlil na 6,9 % a očekává se, že v roce 2021 zrychlí ještě více, a to v důsledku předčasného stažení penzijních aktiv v roce 2021, rostoucích cen stavebních materiálů a problémů na straně nabídky, zatímco zmírňujícím faktorem by mohlo být omezení možností výpůjček pro domácnosti. Měření cen bytových nemovitostí nenaznačuje potenciální rizika nadhodnocení. **Bankovní sektor** je i nadále odolný, má vysoký kapitálový poměr a nízký podíl úvěrů se selháním.
- Poměr **veřejného dluhu** k HDP zůstává nízký, ale v roce 2020 vzrostl o 10 procentních bodů v důsledku vyššího schodku veřejných financí, nižšího nominálního HDP a preventivního financování ze strany vlády. Předpokládá se, že v roce 2022 dosáhne 20,4 % HDP.
- Podmínky na **trhu práce** se v důsledku krize COVID-19 zhoršily. Po trvalém poklesu v posledním desetiletí vzrostla míra nezaměstnanosti v roce 2020 na 6,8 %. Očekává se, že se v roce 2022 začne snižovat. Míra nezaměstnanosti mladých lidí se v roce 2020 výrazně zvýšila a očekává se, že v roce 2021 dále poroste.

Graf A6: Index reálných cen bytových nemovitostí



Estonsko vstoupilo do krize COVID-19 bez identifikované makroekonomické nerovnováhy, přestože záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí s sebou nesla určitá rizika. V souvislosti s krizí COVID-19 se růst cen bytových nemovitostí zrychlil, ale zdá se, že ceny těchto nemovitostí nejsou nadhodnocené. Komise v této fázi nepovažuje v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze za nutné provádět další hloubkovou analýzu.

4.7. IRSKO

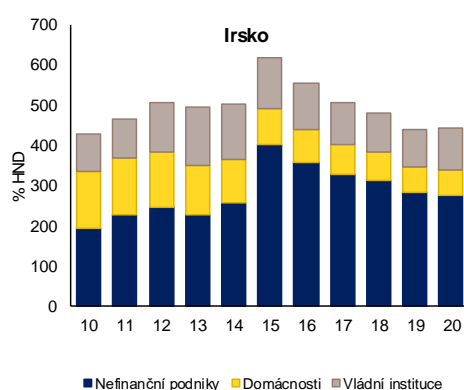
V červnu 2021 dospěla Komise k závěru, že Irsko je vystaveno makroekonomické nerovnováze spojené zejména se zranitelnými místy v souvislosti s vysokým soukromým, veřejným a vnějším dluhem. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2020 překračují ukazatele salda běžného účtu, čisté investiční pozice vůči zahraničí, zadlužení soukromého sektoru a míry ekonomické aktivity orientační prahovou hodnotu ⁽⁴⁰⁾.

Po nárůstu o 5,9 % v roce 2020 se očekává, že hospodářský růst Irska zrychlí v roce 2021 na hodnotu 14,6 % a v roce 2022 na 5,1 %. Očekává se, že úroveň nominálního HDP bude v roce 2022 o 28,1 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- Problémem zůstává **vnější udržitelnost**. Čistá investiční pozice vůči zahraničí je silně záporná, i když je výrazně nadhodnocena činnostmi nadnárodních společností. V roce 2020 se zlepšila na -174 % HDP a očekává se, že se bude zlepšovat i nadále. Běžný účet se v roce 2020 zvýšil z obrovského schodku v roce 2019 a předpokládá se, že v letech 2021 a 2022 dosáhne velkého přebytku, což přispěje ke zlepšení vnější pozice.
- **Soukromý dluh** je velmi vysoký, ale nadále klesá. V roce 2020 dosáhl téměř 189 % HDP. Dluh podniků představuje většinu soukromého dluhu (153 % HDP a 274 % modifikovaného hrubého národního důchodu (HND*)) a zůstává nad základními a obezřetnostními prahovými hodnotami. Vysoký podíl přeshraničních úvěrů uvnitř skupiny na podnikovém dluhu snižuje rizika. V roce 2020 dosáhl dluh domácností přibližně 36 % HDP a 64 % HND*. I když se nachází pod obezřetnostním prahem a klesá, je stále vysoký v poměru k disponibilnímu příjmu domácností (109 %).
- **Veřejný dluh** se mírně zvýšil na 58,4 % HDP v roce 2020. Očekává se, že v roce 2021 obnoví svůj klesající trend. Naopak veřejný dluh v poměru k HND* zůstává vysoký.
- **Bankovní sektor** je v lepší kondici než před finanční krizí v roce 2010. Banky jsou dobře kapitalizovány, ale potýkají se s dlouhodobými problémy souvisejícími se ziskovostí, která se v roce 2020 dostala do záporných hodnot. Úvěry se selháním se v posledních letech podstatně snížily a poměr úvěrů se selháním zůstal nízký, v červnu 2021 činil 2,6 %.
- **Ceny bytových nemovitostí** v reálných hodnotách v roce 2020 stagnovaly, ale očekává se, že v roce 2021 mírně porostou v důsledku výpadků nabídky. Měření rozdílů v ocenění nenaznačuje potenciální nadhodnocení, avšak cenová dostupnost bydlení zůstává problémem, jelikož průměrný počet let příjmu potřebný ke koupi nemovitosti patří k nejvyšším v EU.
- **Míra nezaměstnanosti** se v roce 2020 zvýšila na 5,7 % a očekává se, že v roce 2021 v důsledku krize COVID-19 vzroste na 7,5 %, ale poté pravděpodobně začne opět klesat. Tříletá změna míry ekonomické aktivity se v roce 2020 dostala do záporných hodnot, ale předpokládá se, že v letech 2021 a 2022 bude opět kladná.

Graf A7: Dluh jednotlivých odvětví hospodářství



Zdroj: Eurostat a organizace občanské společnosti
Poznámka: Modifikovaný hrubý národní důchod (HND*) zachycuje příslušnou ekonomickou aktivitu přesněji, jelikož částečně eliminuje dopad na dnárodních společností

Irsko vstoupilo do krize COVID-19 se zranitelností související s vnějším zadlužením, veřejným zadlužením a zadlužením soukromého sektoru. Jelikož irské hospodářství navzdory krizi rostlo, zranitelná místa

⁴⁰ Zpráva o dohledu po ukončení programu týkající se Irska z podzimu 2021 rovněž pojednává o některých zranitelných místech, jež byla zdůrazněna ve zprávě mechanismu varování.

spojená s vnějším a soukromým zadlužením se poněkud zmírnila, ale veřejný dluh se zvýšil. Komise má celkově i s ohledem na červnové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

4.8. ŘECKO

V červnu 2021 dospěla Komise k závěru, že Řecko je vystaveno nadměrné makroekonomické nerovnováze, jež souvisí zejména s vysokým veřejným zadlužením, nedokončeným obnovením vnější rovnováhy a vysokým podílem úvěrů se selháním v kontextu vysoké nezaměstnanosti a nízkého potenciálního růstu. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2020 přesahuje řada ukazatelů orientační prahové hodnoty, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí, veřejný dluh, podíl na vývozních trzích, závazky finančního sektoru, míra nezaměstnanosti a míra ekonomické aktivity. ⁽⁴¹⁾

Po prudkém poklesu o -9% v roce 2020 se počítá s oživením reálného HDP, přičemž se očekává, že růst dosáhne $7,1\%$ v roce 2021 a $5,2\%$ v roce 2022. Očekává se, že úroveň nominálního HDP bude v roce 2022 o $2,4\%$ vyšší než v roce 2019.

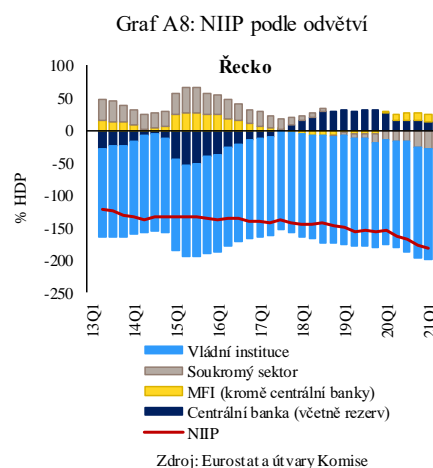
Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Vnější udržitelnost** se v roce 2020 zhoršila, neboť záporný poměr čisté investiční pozice vůči zahraničí dále poklesl v důsledku poklesu HDP a výrazného zhoršení schodku běžného účtu na $-6,6\%$ HDP. Očekává se, že s obnovením cestovního ruchu se schodek běžného účtu v letech 2021 a 2022 sníží. Velký podíl čisté investiční pozice vůči zahraničí je způsoben prodlouženým veřejným zadlužením za výhodných podmínek a dlouhou dobou splatnosti.
- **Poměr veřejného dluhu k HDP** se v roce 2020 zvýšil o 26 procentních bodů na $206,3\%$ HDP, což odráží hloubku recese a dopad opatření ke zmírnění ekonomických a sociálních nákladů spojených s krizí COVID-19. Více než polovina tohoto zvýšení byla způsobena efektem jmenovatele. Očekává se, že míra veřejného zadlužení se od roku 2021 začne snižovat. Dlouhodobé hrubé potřeby financování se od začátku pandemie významně nezměnily, zejména v důsledku snížení sazeb pro refinanční operace.
- **Ziskovost bankovního sektoru** se v roce 2020 dostala do záporných hodnot a poměr kmenového kapitálu tier 1 je jeden z nejnižších v EU, částečně v důsledku probíhající čistění bankovních rozvah. Podíl úvěrů se selháním⁽⁴²⁾, který v březnu 2021 činil $26,1\%$, je sice stále vysoký, v roce 2020 se však výrazně snížil a očekává se, že v roce 2021 bude nadále pomalu klesat. Po skončení platnosti moratorií ukazuje počáteční posouzení mírný nepříznivý dopad na kvalitu aktiv, ale rizika nepříznivého vývoje přetrvávají.
- **Míra nezaměstnanosti** i během pandemie nadále klesala, zejména díky vládním podpůrným opatřením, ale v roce 2020 zůstala vysoká a činila $16,3\%$. Předpokládá se, že v horizontu prognózy bude dále klesat.

Řecko vstoupilo do krize COVID-19 se zranitelností související s veřejným zadlužením, nedokončeným obnovením vnější rovnováhy, staršími úvěry se selháním, nezaměstnaností a nízkým potenciálním růstem. S krizí COVID-19 se zvýšil veřejný dluh a vnější nerovnováha. Komise celkově považuje za užitečné, a to i s ohledem na červnové zjištění nadměrné nerovnováhy, aby se dále zkoumalo přetrvávání makroekonomických rizik a sledoval pokrok při snižování nadměrné nerovnováhy.

⁽⁴¹⁾ 12. zpráva o posíleném dohledu týkající se Řecka pojednává o některých zranitelných místech, jež byla zdůrazněna v této zprávě mechanismu varování.

⁽⁴²⁾ Podle Evropské centrální banky úvěry se selháním jako podíl celkových hrubých úvěrů a záloh na konsolidovaném základě (tj. včetně pokladni hotovosti v centrálních bankách a ostatních vkladů na požádání ve jmenovateli). Tento údaj se liší od údaje vykázaného v rámci posíleného dohledu, který zachycuje úvěry se selháním jako podíl na celkových hrubých zákaznických úvěrech na individuálním základě, jak uvádí Řecká centrální banka.



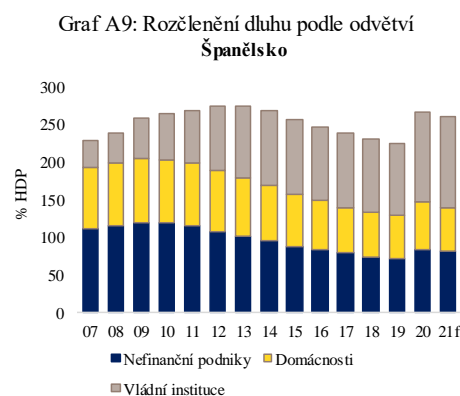
4.9. ŠPANĚLSKO

V červnu 2021 dospěla Komise k závěru, že Španělsko je vystaveno makroekonomické nerovnováze související zejména s vysokým vnějším zadlužením soukromého i veřejného sektoru, které má přeshraniční význam, a to v situaci, kdy panuje vysoká nezaměstnanost. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2020 přesahuje řada ukazatelů orientační prahové hodnoty, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí, růst jednotkových nákladů práce, podíl na vývozních trzích, veřejný dluh a dluh soukromého sektoru, míra nezaměstnanosti a míra ekonomické aktivity.

Po poklesu o 10,8 % v roce 2020 se očekává, že reálný HDP vzroste v roce 2021 o 4,6 % a v roce 2022 o 5,5 %. Očekává se, že úroveň nominálního HDP bude v roce 2023 o 2,6 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Vnější udržitelnost** se v roce 2020 zhoršila, jelikož se zhoršil záporný poměr čisté investiční pozice vůči zahraničí k HDP, zejména v důsledku poklesu HDP, ale také některých negativních změn v ocenění. Poměr čisté investiční pozice vůči zahraničí dosáhl v roce 2020 výše $-85,5\%$, ale předpokládá se, že se v letech 2021 a 2022 zlepší. Čistá investiční pozice vůči zahraničí bez nástrojů bez rizika selhání zůstává značná. Přebytek běžného účtu se v roce 2020 snížil na $0,8\%$ HDP a zároveň se zhoršil podíl na vývozních trzích, částečně v důsledku slabého mezinárodního cestovního ruchu. Předpokládá se, že běžný účet bude v letech 2021 a 2022 mírně přebytkový.
- **Zadluženost podniků a domácností** se až do roku 2019 snižovala. V souvislosti s krizí COVID-19 se poměr soukromého dluhu k HDP v roce 2020 zvýšil mírně nad 146% HDP, což odráželo jak čisté úvěrové toky do podnikového sektoru, tak ve větší míře značný pokles HDP, čímž byla překročena prahová hodnota postupu při makroekonomické nerovnováze ve výši 133% . Zvýšení poměru soukromého dluhu k HDP se pravděpodobně v roce 2021 částečně zvrátí v důsledku očekávaného hospodářského oživení.
- Již tak vysoký poměr **veřejného dluhu k HDP** se v roce 2020 zvýšil o 25 procentních bodů a dosáhl 120% HDP, což odráží hloubku recese a dopad vládních podpůrných opatření přijatých v reakci na krizi COVID-19. Předpokládá se, že do roku 2022 mírně poklesne a dosáhne 116% . Rizika spojená s negativní zpětnou vazbou ve finančním a veřejném sektoru přetrvávají a mohou být zesílena rostoucím počtem zranitelných míst v podnikovém sektoru v souvislosti s pandemií.
- **Bankovní sektor** během posledního desetiletí posílil svou odolnost. V důsledku krize COVID-19 se kapitalizace bankovního sektoru nepatrně zlepšila, i když je stále nízká. Likviditní pozice bank zůstává uklidňující. Ziskovost byla trvale nízká a v roce 2020 se dostala do záporných hodnot. Podíl úvěrů se selháním se v roce 2020 snížil na $2,8\%$. V budoucnu se však může zvýšit, jakmile se plně projeví účinek postupného rušení opatření veřejné podpory, jako jsou moratoria na půjčky a systémy záruk.
- Po několika letech poklesu se míra **nezaměstnanosti** v roce 2020 v souvislosti s krizí COVID-19 opět zvýšila na $15,5\%$ a zůstává nad orientační prahovou hodnotou. Předpokládá se, že míra nezaměstnanosti se v letech 2021 a 2022 sníží. Míra ekonomické aktivity klesla a zůstává pod orientační prahovou hodnotou. Kromě toho zůstává problémem segmentace trhu práce.



Zdroj: Eurostat a útvary Komise

Španělsko vstoupilo do krize COVID-19 se zranitelností související s vnějším zadlužením, veřejným zadlužením a zadlužením soukromého sektoru a vysokou nezaměstnaností. V důsledku krize COVID-19 se zvýšila míra zadlužení a nezaměstnanost. Komise má celkově i s ohledem na červnové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

4.10. FRANCIE

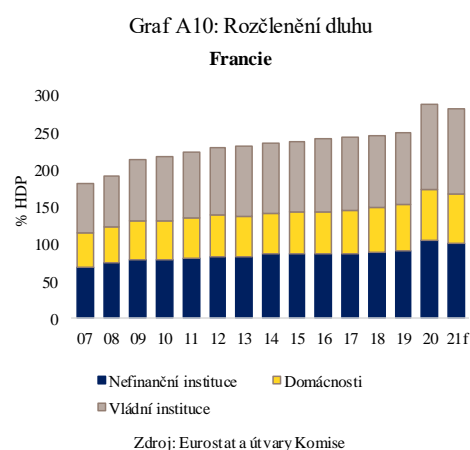
V červnu 2021 dospěla Komise k závěru, že Francie je vystavena makroekonomické nerovnováze v souvislosti s vysokým veřejným dluhem a slabou konkurenceschopností v kontextu nízkého růstu produktivity, což má přeshraniční význam. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2020 přesahuje řada ukazatelů orientační prahové hodnoty, konkrétně veřejný dluh a dluh soukromého sektoru, podíl na vývozních trzích a míra ekonomické aktivity.

Po poklesu o 7,9 % v roce 2020 se očekává, že reálný HDP vzroste v roce 2021 o 6,5 % a v roce 2022 o 3,8 %. Očekává se, že úroveň nominálního HDP bude v roce 2022 o 6,7 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Vnější pozice** se v roce 2020 zhoršila, přičemž záporný poměr čisté investiční pozice vůči zahraničí k HDP klesl na přibližně -30 % v důsledku zvýšeného schodku běžného účtu a poklesu HDP. Běžný účet se má v nadcházejících letech poněkud zlepšit, jelikož se očekává oživení vývozu. Čistá investiční pozice vůči zahraničí by se podle projekcí měla stabilizovat kolem současných úrovní.
- Poměr **soukromého dluhu** k HDP se v roce 2020 nadále zvyšoval, a sice o 21 procentních bodů až na téměř 174 %, což podpořily silné úvěrové toky. Tento nárůst by se měl v roce 2021 mírně zvrátit. Rostoucí zadluženost podniků je však doprovázena souběžným nárůstem rezerv likvidity podniků, zatímco rostoucí zadlužení domácností bylo doprovázeno také nárůstem vkladů. Reálné **ceny bytových nemovitostí** rostly v roce 2020 o něco rychleji než v roce 2019 a vykazují známky možného nadhodnocení.
- Již tak vysoký poměr **veřejného dluhu** k HDP se v roce 2020 zvýšil o 18 procentních bodů na 115 % HDP, což odráží vládní podpůrná opatření v reakci na krizi COVID-19 a hloubku recese. Očekává se, že se v roce 2021 začne snižovat.
- Parametry **konkurenceschopnosti** byly po několika letech zlepšování negativně ovlivněny krizí COVID-19. Růst jednotkových nákladů práce se v roce 2020 dočasně zrychlil, a to navzdory poklesu odměn na zaměstnance. Očekává se, že se tato situace v nadcházejících letech zvrátí pouze částečně. Výrazná ztráta podílů na vývozních trzích v roce 2020 by měla být v nadcházejících letech obnovena.
- **Bankovní sektor** vykazuje zdravou a rostoucí úroveň vlastního kapitálu, zatímco již tak nízký podíl úvěrů se selháním v roce 2020 nadále klesal, a to až na 2,2 %. Toto číslo by se však mohlo zvýšit postupným rušením vládních podpůrných opatření.
- Situace na **trhu práce** se v roce 2020 v důsledku krize COVID-19 zhoršila, přičemž došlo ke snížení celkové zaměstnanosti a míry ekonomické aktivity. Očekává se, že míra zaměstnanosti i míra ekonomické aktivity se od roku 2021lepší.

Francie vstoupila do krize COVID-19 se zranitelností související s veřejným dluhem a konkurenceschopností v situaci nízké produktivity. S krizí COVID-19 se zvýšil objem veřejného, vnějšího a soukromého dluhu. Komise má celkově i s ohledem na červnové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.



4.11. CHORVATSKO

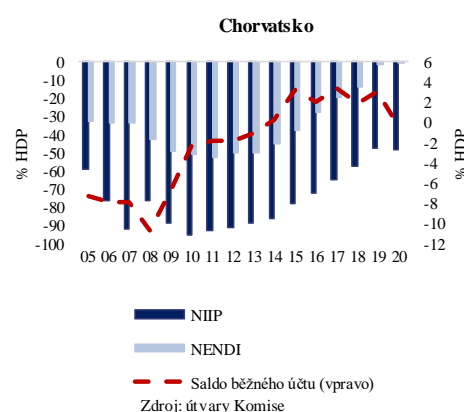
V červnu 2021 dospěla Komise k závěru, že Chorvatsko je vystaveno makroekonomické nerovnováze spojené s vysokými úrovněmi vnějšího, soukromého a veřejného dluhu v podmínkách nízkého potenciálního růstu. V aktualizovaném srovnávacím přehledu, který obsahuje údaje do roku 2020, překračují ukazatele čisté investiční pozice vůči zahraničí, růstu jednotkových nákladů práce, růstu cen bytových nemovitostí a hrubého veřejného dluhu orientační prahovou hodnotu.

Po poklesu o 8,1 % v roce 2020 se očekává, že reálný HDP vzroste v roce 2021 o 8,1 % a v roce 2022 o 5,6 %. Očekává se, že úroveň nominálního HDP bude v roce 2022 o 9,5 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Vnější udržitelnost** se v roce 2020 zhoršila. Běžný účet vykázal v roce 2020 schodek ve výši 0,1 % HDP, zejména v důsledku poklesu vývozu souvisejícího s cestovním ruchem vyvolaného pandemií. Průměrný přebytek za tři roky klesl na 1,6 %. Čistá investiční pozice vůči zahraničí se v roce 2020 mírně zhoršila na -47,8 % HDP, ale očekává se, že od roku 2021 se opět zlepší. Naopak čistá investiční pozice vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání se dále zlepšovala a v roce 2020 dosáhla vyrovnaného stavu.
- Růst **nominálních jednotkových nákladů práce** se v roce 2020 zrychlil v důsledku poklesu produktivity, což vedlo ke změně za 3 roky ve výši 13,7 %. Předpokládá se, že růst jednotkových nákladů práce se v roce 2021 dostane do záporných hodnot.
- **Index cen bytových nemovitostí** v roce 2020 opět překročil prahovou hodnotu s reálným růstem o 7,3 %, což zvýšilo problém cenové dostupnosti bydlení. Rok 2021 by měl vést ke zpomalení růstu cen bytových nemovitostí. Ceny těchto nemovitostí vyžadují další sledování, a to i s ohledem na vývoj cen ve stavebnictví.
- Poměr **soukromého dluhu** k HDP se zvýšil z přibližně 88 % HDP na 98 % v roce 2020, a to v důsledku poklesu HDP a kladných, i když nízkých úvěrových toků. Zvýšení míry zadlužení podniků i domácností se pravděpodobně v roce 2021 zvrátí v důsledku účinku jmenovatele (růst HDP). **Bankovní sektor** je sice dobře kapitalizován a jeho ziskovost je vysoká, ale vyznačuje se také poměrně vysokým podílem úvěrů se selháním, který přesahuje 5 %. Bude důležité dále pečlivě sledovat účinek postupného ukončování opatření veřejné podpory, jako jsou moratoria na půjčky a systémy záruk.
- Poté, co poměr **veřejného dluhu** k HDP během pěti po sobě jdoucích let klesal, v roce 2020 se zvýšil o 16 procentních bodů na 87,3 % HDP, což odráží vládní podpůrná opatření v reakci na krizi COVID-19 a hloubku recese. S očekávaným hospodářským oživením a zrušením fiskální podpory se očekává, že v roce 2021 dojde k obnovení poklesu veřejného dluhu.

Graf A11: NIIP, soukromý dluh a veřejný dluh



Chorvatsko vstoupilo do krize COVID-19 se zranitelností související s veřejným zadlužením, zadlužením soukromého sektoru a vnějším zadlužením v situaci, kdy je potenciál růstu nízký. V důsledku krize COVID-19 se zvýšila míra zadlužení. Komise má celkově i s ohledem na červnové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

4.12. ITÁLIE

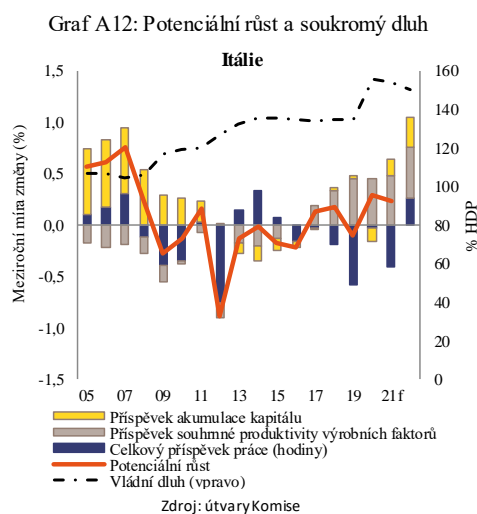
V červnu 2021 dospěla Komise k závěru, že Itálie je vystavena nadměrné makroekonomické nerovnováze, jež souvisí s vysokým veřejným dluhem a dlouhodobě slabou dynamikou produktivity, což má přeshraniční význam, a to v kontextu nestability trhu práce a bankovního sektoru. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2020 překračují ukazatele zadlužení veřejného sektoru a míry ekonomické aktivity orientační prahové hodnoty.

Po prudkém poklesu reálné produkce v roce 2020 o 8,9 % v důsledku krize COVID-19 se očekává, že růst reálného HDP vzroste o 6,2 % v roce 2021 a o 4,3 % v roce 2022. Předpokládá se, že úroveň nominálního HDP překročí v roce 2022 úroveň z roku 2019 přibližně o 4,6 %.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Vnější pozice** je stabilní s vyrovnanou čistou investiční pozicí vůči zahraničí. Očekává se, že přebytek běžného účtu ve výši 3,8 % HDP z roku 2020 v roce 2021 mírně klesne, a to především v důsledku rostoucích cen ropy a silnější poptávky po dovozu.
- **Soukromý dluh** se v roce 2020 zvýšil, přičemž zadlužení domácností i podniků se blíží obezřetnostním a základním referenčním hodnotám. Od roku 2021 budou obě složky soukromého dluhu s obnovením růstu klesat.
- **Produktivita** práce v roce 2020 prudce poklesla, jelikož režimy zkrácené pracovní doby podpořily zaměstnanost, zatímco hospodářská produkce prudce poklesla. Produktivita se má ve střednědobém horizontu zlepšovat, jakmile se zotaví růst HDP. **Růst jednotkových nákladů práce** v roce 2020 zrychlil, ale očekává se, že se vzhledem k mírnému růstu mezd v budoucnu opět zpomalí.
- **Poměr veřejného dluhu k HDP** se v roce 2020 zvýšil o 21 procentních bodů a dosáhl 155,6 %. Více než polovina tohoto zvýšení míry zadlužení byla způsobena efektem jmenovatele. Očekává se, že míra veřejného zadlužení začne v roce 2021 klesat, a to navzdory pokračující politické podpoře, a v následujících letech bude pokračovat v sestupném trendu. Rizika pro veřejné finance spojená se zpětnou vazbou ve finančním a podnikovém sektoru přetrvávají kvůli značnému podílu veřejně zaručených úvěrů a riziku rostoucí platební neschopnosti podniků, i když jejich úrovně jsou v současnosti nízké.
- V **bankovním sektoru** došlo k dalšímu zlepšování, ale zranitelná místa se stále vyskytují. Pokračovalo snižování podílu úvěrů se selháním, ale s hodnotou 4,5 % v prvním čtvrtletí 2021 zůstává nad průměrem eurozóny, který činí 2,4 %. Opatření v oblasti likvidity v reakci na pandemii podpořila objem bankovních úvěrů. Ziskovost bank se však v roce 2020 znovu snížila. V budoucnu bude důležité pozorně sledovat účinek postupného rušení opatření veřejné podpory, jako jsou moratoria na půjčky a systémy záruk.
- **Míra nezaměstnanosti** v roce 2020 nadále klesala na 9,2 %, na rozdíl od většiny ostatních zemí EU, ale očekává se, že v roce 2021 vzroste. Míra nezaměstnanosti mladých lidí se v roce 2020 dále zvýšila a je velmi vysoká. Objem pracovní síly je stále menší než před krizí COVID-19. Přetrvávající nesoulad mezi nabízenými a požadovanými dovednostmi by mohl v nadcházejících letech zabránit rychlému snižování míry nezaměstnanosti.

Itálie vstoupila do krize COVID-19 se zranitelností související s vysokou úrovní veřejného zadlužení a slabým růstem produktivity v situaci, kdy je nezaměstnanost stále poměrně vysoká. V souvislosti s krizí COVID-19 se zvýšila míra zadlužení a zároveň přetrvávají zranitelná místa finančního sektoru a určitá



slabá místa na trhu práce. Komise celkově považuje za užitečné, a to i s ohledem na červnové zjištění nadměrné nerovnováhy, aby se dále zkoumalo přetrvávání makroekonomických rizik a sledoval pokrok při snižování nadměrné nerovnováhy.

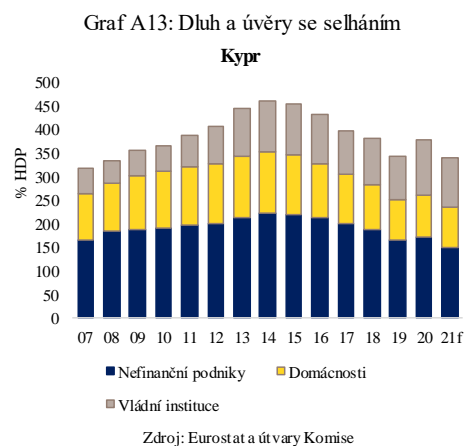
4.13. KYPR

V červnu 2021 dospěla Komise k závěru, že Kypr je vystaven nadměrné makroekonomické nerovnováze. Zranitelná místa souvisejí s vysokým objemem vnějšího, veřejného a soukromého dluhu a se stále vysokým objemem úvěrů se selháním spolu se značným schodkem běžného účtu. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2020 přesahuje řada ukazatelů orientační prahové hodnoty, konkrétně běžný účet, čistá investiční pozice vůči zahraničí, veřejný dluh a dluh soukromého sektoru. ⁽⁴³⁾

Po poklesu o 5,2 % v roce 2020 se očekává, že reálný HDP vzroste v roce 2021 o 5,4 % a v roce 2022 o 4,2 %. Očekává se, že úroveň nominálního HDP bude v roce 2022 o 7 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- Problémem zůstává **vnější zranitelnost** vzhledem k tomu, že čistá investiční pozice vůči zahraničí zůstala v roce 2020 výrazně záporná, i když převážně odráží činnosti zvláštních účelových jednotek. Běžný účet vykázal v roce 2020 vysoký schodek ve výši 10,1 % HDP, který se zhoršil oproti 5,7 % v roce 2019, jelikož vývoz cestovního ruchu byl velmi negativně ovlivněn pandemií. V letech 2021 a 2022 se očekává mírné zlepšení.
- Poměr **veřejného dluhu** k HDP se v roce 2020 zvýšil o 24 p. b. na 115,3 %, jelikož vláda vybuodovala významnou hotovostní rezervu k zajištění potřebné kapacity pro boj proti pandemii, podporu hospodářství a řízení rizik likvidity. Očekává se, že míra veřejného zadlužení se od roku 2021 začne opět snižovat.
- Po letech stabilního poklesu se míra **soukromého zadlužení** v roce 2020 zvýšila v důsledku poklesu nominálního HDP vyvolaného pandemií. Míra zadlužení domácností dosáhla 91 % HDP, zatímco míra zadlužení nefinančních podniků vzrostla na téměř 170 % HDP. V roce 2021 se očekává, že v návaznosti na očekávané hospodářské oživení se soukromé zadlužení vrátí k sestupnému trendu, i když zůstane nad obezřetnostními a základními prahovými hodnotami.
- Ziskovost **bankovního sektoru** se v roce 2020 dostala do záporných hodnot. Objem úvěrů se selháním zůstává vysoký, ale v roce 2020 výrazně poklesl. Poměr úvěrů se selháním zůstal v první polovině roku 2021 stabilní na úrovni přibližně 10 %. Kromě toho byly naplánovány další prodeje portfolií. Zrušení moratoria na půjčky v lednu 2021 dosud nemělo významný nepříznivý dopad na kvalitu aktiv, ale bude důležité dále pečlivě sledovat dopad postupného rušení opatření veřejné podpory.



Kypr vstoupil do krize COVID-19 se zranitelností související s vnějším zadlužením, veřejným zadlužením a zadlužením soukromého sektoru. V souvislosti s krizí COVID-19 se zhoršil schodek běžného účtu a zvýšila se míra zadlužení. Komise celkově považuje za užitečné, a to i s ohledem na červnové zjištění nadměrné nerovnováhy, aby se dále zkoumalo přetrvávání makroekonomických rizik a sledoval pokrok při snižování nadměrné nerovnováhy.

⁽⁴³⁾ Zpráva o dohledu po ukončení programu týkající se Kypru z podzimu 2021 rovněž pojednává o některých zranitelných místech, jež byla zdůrazněna ve zprávě mechanismu varování.

4.14. LOTYŠSKO

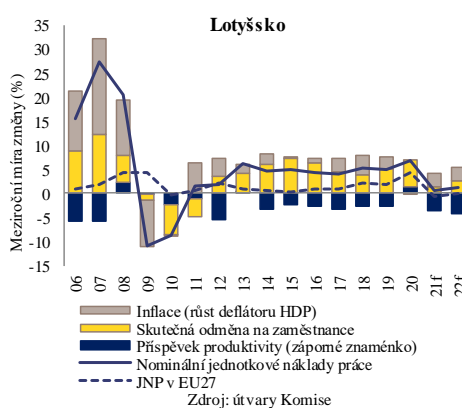
V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Lotyšsku zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu přesahuje několik ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně změny reálného směnného kurzu a růst nominálních jednotkových nákladů práce.

Po poklesu o 3,6 % v roce 2020 se očekává, že reálný HDP vzroste v roce 2021 o 4,7 % a v roce 2022 o 5 %. Očekává se, že úroveň nominálního HDP bude v roce 2022 o 12,9 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Běžný účet** dosáhl v roce 2020 přebytku ve výši 2,9 % HDP, což výrazně zlepšilo čistou investiční pozici vůči zahraničí, která nyní činí -34,7 % HDP, což je těsně pod prahovou hodnotou postupu při makroekonomické nerovnováze. Záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí v Lotyšsku sestává především z veřejného dluhu a přímých zahraničních investic, které představují nízké riziko náhlého úniku nebo zhodnocení nákladů na obsluhu. Předpokládá se, že saldo běžného účtu bude v roce 2022 opět mírně záporné, ale čistá investiční pozice vůči zahraničí by se měla nadále zlepšovat.
- Podle **ukazatelů nákladové konkurenceschopnosti** docházelo v roce 2020 k trvalému oslabování. Růst jednotkových nákladů práce byl rychlý již před pandemií, ale v roce 2020 se ještě zrychlil v důsledku klesající produktivity a pokračujícího růstu mezd. Růst mezd zůstal výrazný v důsledku přetrvávajícího nedostatku kvalifikovaných pracovních sil a vzhledem k tomu, že ke ztrátám pracovních míst v souvislosti s pandemií COVID-19 došlo převážně v odvětvích s nízkými mzdami. Očekává se, že účinky produktivity související s pandemií COVID-19 budou přechodné, avšak mzdové tlaky vyplývající z klesající nabídky pracovních sil zůstanou pravděpodobně významným faktorem, jelikož demografický pokles bude podle předpokladů pokračovat. Podíl Lotyšska na vývozních trzích se v roce 2020 výrazně zvýšil. Reálný efektivní směnný kurz založený na HISC posílil, jelikož byl značně ovlivněn depreciací ruského rublu, který v roce 2020 oslabil přibližně o 20 %.
- **Růst reálných cen bytových nemovitostí** se v roce 2020 po několika letech dynamického růstu cen výrazně zpomalil. Úroveň zadlužení soukromého sektoru zůstala stabilní a úvěry v podnikovém sektoru byly utlumené. **Finanční sektor** je zdravý a dobře kapitalizovaný, avšak ziskovost se v roce 2020 výrazně zhoršila.
- **Míra nezaměstnanosti** se v roce 2020 v souvislosti s krizí COVID-19 zvýšila na 8,1 %. Očekává se, že se v roce 2021 začne snižovat. I nezaměstnanost mladých lidí se v roce 2020 zvýšila a předpokládá se, že v roce 2021 se bude nadále zvyšovat. Očekává se, že zhoršení podmínek na trhu práce v důsledku krize COVID-19 bude dočasné a míra nezaměstnanosti se do roku 2023 přiblíží úrovni před krizí.

Graf A14: Rozčlenění jednotkových nákladů práce



Lotyšsko vstoupilo do krize COVID-19 bez identifikované makroekonomické nerovnováhy, přestože mělo zápornou čistou investiční pozici vůči zahraničí a rychlý růst jednotkových nákladů práce. Očekává se, že problémy týkající se tlaků na straně nabídky práce a nákladové konkurenceschopnosti budou přetrvávat i po krizi COVID-19, rizika se však jeví jako omezená. Komise v této fázi nepovažuje v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze za nutné provádět další hloubkovou analýzu.

4.15. LITVA

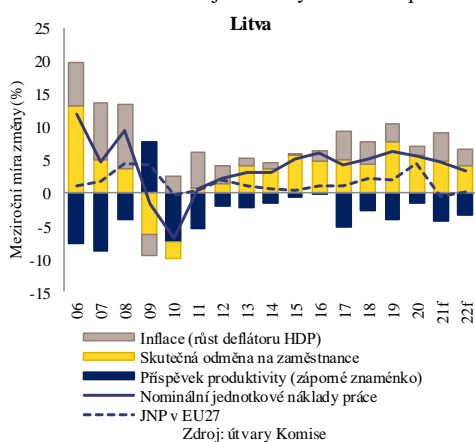
V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Litvě zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu, který obsahuje údaje do roku 2020, překračuje orientační prahovou hodnotu pět ukazatelů, a sice reálný efektivní směnný kurz, růst jednotkových nákladů práce, růst cen bytových nemovitostí, závazky finančního sektoru a míra nezaměstnanosti mladých lidí.

Po poklesu o 0,1 % v roce 2020 se očekává, že reálný HDP vzroste v roce 2021 o 5 % a v roce 2022 o 3,6 %. Očekává se, že úroveň nominálního HDP bude v roce 2022 o 18 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Vnější zranitelnost** zůstává omezená, jelikož běžný účet zaznamenal v roce 2020 přebytek ve výši 7,3 % HDP. Tento viditelně vyšší přebytek byl podpořen příznivým vývojem vývozu zboží a služeb a předpokládá se, že v budoucnu zůstane značný, i když o něco nižší. Čistá investiční pozice vůči zahraničí, byť záporná, se rychle zlepšuje. Většinou se skládá z akumulovaného objemu přímých zahraničních investic a značná část přílivu těchto přímých zahraničních investic pochází z reinvestovaných zisků, čímž se snižují související rizika.
- **Jednotkové náklady práce** nadále rychle rostou. Tlaky na trhu práce a zvyšování mezd ve veřejném sektoru, které částečně odráží potřeby řízení pandemie, ovlivňují dynamiku odměn za práci. V roce 2020 a v první polovině roku 2021 zůstal růst mezd vysoký a přesáhl 10 %. Podíl práce je v porovnání s minulostí již nyní poměrně vysoký a růst odměn za práci ve veřejném sektoru by se po prudkém nárůstu během pandemie měl zpomalit, a proto se neočekává, že by se stávající tempo růstu mezd udrželo. Předpokládá se, že jednotkové náklady práce viditelně porostou, ale o něco méně než v posledních letech.
- Na trhu s nemovitostmi se zrychluje růst **cen bytových nemovitostí**. Měření rozdílů v ocenění však nenaznačuje možné nadhodnocení. Růst cen bytových nemovitostí dosáhl v roce 2020 úrovně 6,4 % a v první polovině roku 2021 se zrychlil. To je částečně způsobeno naakumulovanými problémy na straně nabídky, které se začaly pomalu řešit. Očekává se, že ceny bytových nemovitostí v nadcházejících letech ztratí dynamiku, částečně v důsledku předpokládaného zpomalení růstu příjmů z práce. Zatímco hypoteční úvěry dynamicky rostou, zadluženost domácností je stále poměrně nízká. **Bankovní sektor** je dobře kapitalizovaný, ziskový a objem úvěrů v selhání je velmi nízký.
- Znovu se začínají objevovat tlaky na **trhu práce**. Míra nezaměstnanosti se v roce 2020 zvýšila na 8,5 %, ale očekává se, že se bude postupně snižovat. Nezaměstnanost mladých lidí se v roce 2020 zvýšila, ale předpokládá se, že v roce 2021 se začne snižovat. V mnoha hospodářských odvětvích vyvíjí nedostatek pracovních sil, který se prohloubil před pandemií, tlak na růst nákladů práce.

Graf A15: Rozčlenění jednotkových nákladů práce



Litva vstoupila do krize COVID-19 bez identifikované makroekonomické nerovnováhy, avšak s naakumulovanými tlaky na trhu práce. Nedávno se začal znovu objevovat nedostatek na trhu práce, čímž vznikl tlak na růst nákladů práce, i když se předpokládá, že růst jednotkových nákladů práce poněkud poklesne. Komise v této fázi nepovažuje v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze za nutné provádět další hloubkovou analýzu.

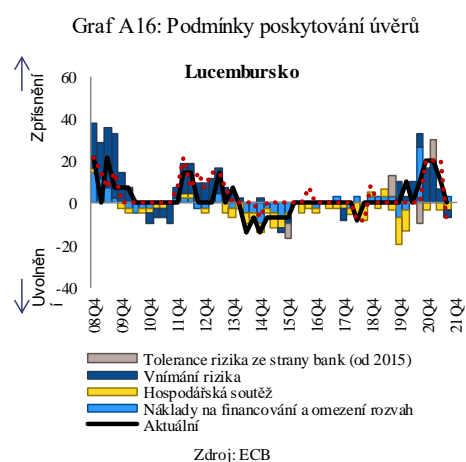
4.16. LUCEMBURSKO

V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Lucembursku zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2020 překračují indikátory růstu jednotkových nákladů práce, růstu cen bytových nemovitostí, úrovně zadlužení soukromého sektoru a růstu úvěrů, jakož i nezaměstnanosti mladých lidí orientační prahovou hodnotu.

Reálný HDP se v roce 2020 v důsledku krize COVID-19 mírně snížil o 1,8 % a v prvním čtvrtletí roku 2021 opět dosáhl úrovně před krizí. V roce 2021 se očekává reálný růst ve výši 5,8 % a v roce 2022 ve výši 3,7 %, přičemž nominální úroveň HDP bude v roce 2022 o 17,6 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- Rizika pro **vnější udržitelnost** zůstávají omezená. Běžný účet a čistá investiční pozice vůči zahraničí jsou na výrazně pozitivní úrovni.
- **Jednotkové náklady práce** se v roce 2020 výrazně zvýšily, částečně v důsledku dočasného hromadění pracovních sil během krize COVID-19. Míra nezaměstnanosti a nezaměstnanosti mladých lidí se v roce 2020 v důsledku krize zvýšily.
- Poměr **dělu soukromého sektoru** k HDP je velmi vysoký a v roce 2020 činil přibližně 317 %, a to navzdory nedávnému poklesu počínaje druhou polovinou roku 2020, a je způsoben zejména **dělu podniků**. Přeshraniční úvěrové činnosti společností v rámci skupiny, které působí v globálním finančním centru Lucemburska, představují 80 % dluhů podniků, čímž se rizika snižují.
- **Zadlužení domácností** se v roce 2020 dále zvýšilo na přibližně 69 % HDP, což je pod referenčními hodnotami, ačkoli ve srovnání s disponibilním příjmem (170 %) je podstatně vyšší. Hypoteční úvěry se dále zvyšovaly v kontextu velmi rychlého růstu cen bytových nemovitostí. To vedlo národní radu pro systémová rizika k aktivaci makrobezpečnostních limitů (pokud jde o poměr úvěru k hodnotě nemovitosti) a ke zvýšení proticyklické kapitálové rezervy od ledna 2021.
- **Ceny bytových nemovitostí** se od vypuknutí pandemie zvyšovaly dvojciferným tempem, což jasně naznačuje možné nadhodnocení. Očekává se však, že růst cen se v důsledku provádění přijatých opatření zmírní. Tato opatření zahrnují reformy v oblasti zdanění využívání půdy a nemovitostí, které mají pomoci řešit nedostatečnou strukturální nabídku bydlení. Rovněž se zvyšují investice do bytové výstavby, jejichž cílem je zlepšit nabídku cenově dostupného bydlení pro veřejnost.
- **Bankovní sektor** je dobře kapitalizován a je likvidní, ačkoli jeho ziskovost v roce 2020 poklesla. Podíl úvěrů se selháním zůstal velmi nízký, a to i díky včasným a vhodným politickým reakcím, včetně moratorií a režimů krátkodobého zaměstnání. Přetrvávání dynamického růstu hypoték v důsledku již tak vysoké zadluženosti domácností představuje riziko pro bankovní sektor.



Lucembursko vstoupilo do krize COVID-19 bez identifikované makroekonomické nerovnováhy, avšak s určitými riziky spojenými s rostoucími cenami bytových nemovitostí a zadlužením domácností. Tato rizika se ještě prohloubila. Komise v této fázi nepovažuje za souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze za nutné provádět další hloubkovou analýzu.

4.17. MAĎARSKO

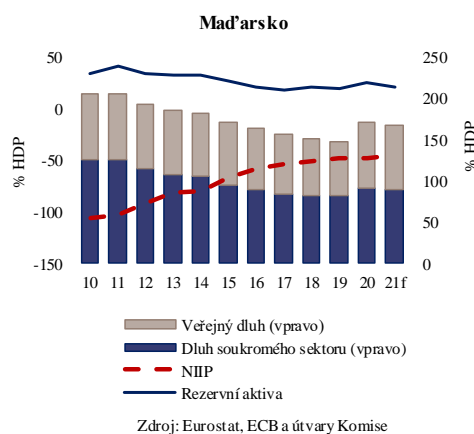
V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Maďarsku zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu, který obsahuje údaje do roku 2020, překračují ukazatele čisté investiční pozice vůči zahraničí, růstu jednotkových nákladů práce, veřejného dluhu, závazků finančního sektoru a nezaměstnanosti mladých lidí orientační prahovou hodnotu.

Po poklesu o 4,7 % v roce 2020 se očekává, že reálný HDP vzroste v roce 2021 o 7,4 % a v roce 2022 o 5,4 %. Očekává se, že úroveň nominálního HDP bude v roce 2022 o 25,1 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **V oblasti vnějšího rozměru** přetrvávají slabá místa, ačkoli velká záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí sestává především z objemu přímých zahraničních investic. Čistá investiční pozice vůči zahraničí se až do roku 2020 postupně zlepšovala a očekává se, že se bude zvyšovat i nadále. Běžný účet se v roce 2020 zhoršil na téměř -1,5 % HDP a předpokládá se, že v letech 2021 a 2022 zůstane obecně stabilní.
- **Výrazný nárůst nominálních jednotkových nákladů práce** byl dosud částečně kompenzován depreciačí měny. Mzdy by se měly v letech 2021 a 2022 zvyšovat, rovněž v důsledku zvyšování minimální mzdy a mezd ve veřejném sektoru, a tím se vrátí k trendu silného růstu před pandemií; navzdory oživení produktivity se předpokládá, že jednotkové náklady práce výrazně porostou. Stejně jako ostatní země v regionu i Maďarsko nadále zvyšovalo podíly na vývozních trzích, a sice díky nedávným projektům přímých zahraničních investic. Oficiální rezervy se od začátku roku 2020 poněkud zotavily.
- **Zadluženost soukromého sektoru** se v roce 2020 zvýšila díky režimům zvýhodněných úvěrů a dluhovému moratoriu, jež byly zavedeny během pandemie COVID-19. Poměr dluhu domácností k HDP zůstává mezi nejnižšími v EU. Téměř dvě pětiny domácích úvěrů nefinančních podniků jsou v cizí měně. Krize způsobila dočasné zhoršení na **trhu práce**. Míra nezaměstnanosti činila 4,3 % v roce 2020, ale předpokládá se, že se v roce 2021 začne snižovat.
- Růst reálných **cen bytových nemovitostí** se po výrazné dynamice v posledním desetiletí zpomalil na 1,9 % v roce 2020 (5 % v nominálním vyjádření). Růst nominálních cen bytových nemovitostí v první polovině roku 2021 viditelně zrychlil na 11,9 % ve druhém čtvrtletí. Ceny bytových nemovitostí vykazují v některých oblastech známky možného nadhodnocení, což představuje určité problémy pro cenovou dostupnost. Bytová výstavba se na základě různých politických iniciativ rozmáhá.
- **Veřejný dluh** se v roce 2020 zvýšil o 15 procentních bodů na 80,1 % HDP, zejména v důsledku dodatečných půjček v důsledku krize COVID-19 a přecenění dluhu denominovaného v cizí měně. Předpokládá se, že do roku 2022 poklesne dluh na hodnotu mírně nad 77 % HDP, i když diskreční výdaje zůstanou v důsledku neočekávaných příjmů významné. Hrubé potřeby financování jsou vysoké, ale předpokládá se, že v důsledku prodlužující se průměrné splatnosti klesnou. Centrální banka zachovává štedrý program nákupu aktiv, který absorbuje přibližně dvě třetiny emitovaných státních dluhopisů. **Bankovní sektor** zůstává obecně zdravý, ale důležitou roli hraje zpětná vazba veřejného sektoru, jelikož držba státních dluhopisů představuje téměř pětinu bankovních aktiv. Rostoucí závazky finančního sektoru lze částečně vysvětlit opatřeními měnové politiky podporujícími likviditu na pomoc ekonomice v roce 2020. Zrušení režimů dluhových moratorií může

Graf A17: NIIP, soukromý dluh a veřejný dluh



Zdroj: Eurostat, ECB a útvary Komise

představovat problém pro bankovní sektor, jehož poměr kmenového kapitálu tier 1 je nižší než průměr EU.

Maďarsko vstoupilo do krize COVID-19 bez identifikované makroekonomické nerovnováhy, i když s riziky souvisejícími s tlaky na náklady, strukturou veřejného dluhu a trhem s bydlením. V důsledku krize COVID-19 rizika přetrvávají. Komise v této fázi nepovažuje v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze za nutné provádět další hloubkovou analýzu.

4.18. MALTA

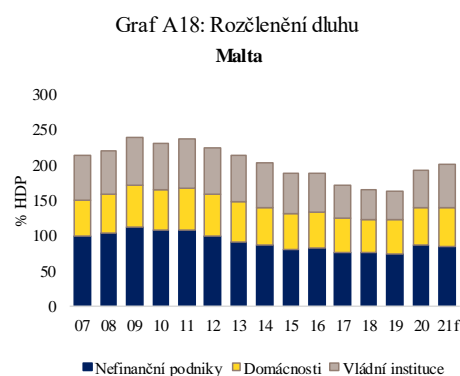
V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla na Maltě zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2020 přesahují dva ukazatele orientační prahovou hodnotu, konkrétně soukromé zadlužení a růst nominálních jednotkových nákladů práce.

Po poklesu o 8,3 % v roce 2020 se očekává, že reálný HDP vzroste v roce 2021 o 5 % a v roce 2022 o 6,2 %, a to v důsledku významného zotavení z krize COVID-19, přičemž nominální HDP zůstane v roce 2022 o 7,3 % nad úrovní z roku 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Čistá investiční pozice vůči zahraničí** je velmi kladná, což odráží postavení Malty jako mezinárodního finančního centra. Po dobu tří let až do roku 2019 vykazoval běžný účet Malty silný kladný přebytek, který se v roce 2020 změnil na schodek ve výši -2,9 %, zejména v důsledku poklesu cestovního ruchu. Očekává se, že v horizontu prognózy zůstane tento schodek mírný. Jednotkové náklady práce v roce 2020 výrazně vzrostly v důsledku prudkého poklesu produktivity, jelikož politická opatření podpořila zaměstnanost, ale v roce 2021 by měly zůstat víceméně beze změny a v roce 2022 mírně klesat.
- Poměr **soukromého dluhu** k HDP se v roce 2020 zvýšil na přibližně 139 %, a tudíž mírně překročil prahovou hodnotu srovnávacího přehledu. Předpokládá se, že tento poměr zůstane v roce 2021 zhruba na stejné úrovni. Dluh podniků se v roce 2020 zvýšil z již tak vysoké úrovně, ale předpokládá se, že v roce 2021 začne mírně klesat. Ačkoli byly podniknuty kroky k řešení některých problémů týkajících se rámce pro boj proti praní peněz, Malta byla přidána na seznam jurisdikcí, které jsou předmětem zvýšeného sledování ze strany Finančního akčního výboru (mezivládního orgánu pro boj proti praní peněz). Očekává se však, že důsledky tohoto rozhodnutí zůstanou omezené, pokud se zjištěné nedostatky budou rychle řešit, k čemuž se Malta zavázala. Zadlužení domácností se v roce 2020 velmi zvýšilo a očekává se, že v roce 2021 zůstane víceméně nezměněné, na úrovni těsně nad 100 % hrubého disponibilního příjmu domácností. Zadlužení domácností tvoří především hypotéky. **Ceny bytových nemovitostí** v posledních letech trvale rostly, s určitými náznaky možného nadhodnocení, i když jejich růst byl v roce 2020 nižší. Údaje za první pololetí roku 2021 naznačují, že tento růst opět zrychluje.
- **Veřejný dluh** se v roce 2020 zvýšil o 13 procentních bodů na 53,4 % HDP v důsledku krize COVID-19, což odráží hloubku recese a zejména vládní podpůrná opatření. Očekává se, že v letech 2021 a 2022 bude i nadále růst a do roku 2031 poklesne na úroveň těsně nad 60 %.
- **Bankovní sektor** je dobře kapitalizován se silnou likvidní pozicí. Úrovně tvorby rezerv se zvýšily a poměr pokrytí se zlepšil, ale ziskovost v roce 2020 prudce poklesla. Podíl úvěrů se selháním zůstal v roce 2020 mírný, na úrovni 3,6 %. V budoucnu bude důležité pozorně sledovat účinek postupného rušení opatření veřejné podpory, jako jsou moratoria na půjčky a systémy záruk. Probíhá přezkum insolvenčního rámce. Expozice bank vůči odvětví nemovitostí je značná.
- **Míra nezaměstnanosti** zůstává nízká. V roce 2020 se mírně zvýšila na 4,4 %, což odráží dopady krize COVID-19. Jelikož však oživení pokračuje, očekává se, že v roce 2021 začne klesat a v roce 2022 klesne téměř na úroveň z doby před krizí.

Malta vstoupila do krize COVID-19 bez identifikované makroekonomické nerovnováhy, ačkoli relativně dynamický růst cen bytových nemovitostí s sebou nese omezená rizika, a to i v souvislosti s expozicí bank vůči nemovitostem. V souvislosti s krizí COVID-19 se tlaky na ceny bytových nemovitostí poněkud



Zdroj: Eurostat a útvary Komise

zmírnily, ale stále vyžadují sledování. Soukromý a veřejný dluh se zvýšil. Komise v této fázi nepovažuje v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze za nutné provádět další hloubkovou analýzu.

4.19. NIZOZEMSKO

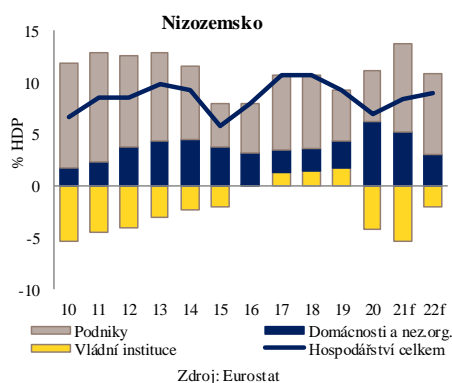
V červnu 2021 dospěla Komise k závěru, že Nizozemsko je vystaveno makroekonomické nerovnováze zahrnující zejména vysoký objem soukromého zadlužení a vysoký přebytek běžného účtu, což má přeshraniční význam. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2020 přesahuje řada ukazatelů orientační prahovou hodnotu, konkrétně tříletý průměr salda běžného účtu, nominální jednotkové náklady práce, dluh soukromého sektoru a růst cen bytových nemovitostí.

Po poklesu o 3,8 % v roce 2020 se očekává, že reálný HDP vzroste v roce 2021 o 4 % a v roce 2022 o 3,3 %. Očekává se, že úroveň nominálního HDP bude v roce 2022 o 10,2 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Přebytek běžného účtu** se v roce 2020 snížil na 7 % HDP, ale tříletý průměr ve výši 9,1 % zůstává výrazně nad prahovou hodnotou srovnávacího přehledu. Pokles v roce 2020 byl důsledkem poklesu salda na účtech důchodů, zejména u příjmů z investic. Obchodní bilance zůstala v roce 2020 stabilní, i když s nižším objemem obchodování. Z hlediska úspor se přebytek v sektoru domácností a podniků zvýšil, ale tento přebytek byl více než vyrovnán vládním sektorem, který se v důsledku provádění opatření fiskální podpory souvisejících s krizí přesunul výrazně k čistým výpůjčkám. Celková míra úspor v Nizozemsku zůstává ve srovnání se základními hodnotami a ostatními zeměmi EU vysoká. Očekává se, že v letech 2021 a 2022 se přebytek úspor mírně zvýší, přičemž schodek veřejných financí se podle prognózy sníží.
- **Soukromá zadluženost** se v roce 2020 nadále zvyšovala na téměř 234 % HDP a zůstává výrazně nad prahovou hodnotou srovnávacího přehledu. Vysoký objem **dluhu podniků**, který je způsoben především zadlužením nadnárodních společností v rámci skupiny, zůstal v roce 2020 zhruba stabilní. **Míra zadlužení domácností** vzrostla na více než 100 % HDP, zejména v důsledku poklesu HDP, ale očekává se, že v roce 2021 klesne, jakmile se ekonomická aktivita zotaví z krize COVID-19.
- **Reálné ceny obytných nemovitostí** v roce 2020 vzrostly o 6 % a existují určité náznaky možného nadhodnocení. Vysoké ceny bytových nemovitostí jsou způsobeny řadou dlouhodobých faktorů jak na straně poptávky (nízké úrokové sazby v kombinaci s odpočitatelností hypotečních úroků, nedostatečně rozvinutý soukromý trh s nájemním bydlením), tak na straně nabídky (bytová výstavba neodpovídá demografickým požadavkům). Očekává se, že růst cen bytových nemovitostí bude pokračovat a v roce 2021 zůstane nad prahovou hodnotou.

Graf A19: Čisté půjčky/výpůjčky podle odvětví



Zdroj: Eurostat

Nizozemsko vstoupilo do krize COVID-19 s dlouhodobým velkým přebytkem domácích úspor doprovázeným vysokou úrovní soukromého zadlužení. Vzhledem k tomu, že během krize COVID-19 došlo k určitému poklesu, očekává se, že přebytek úspor opět vzroste. Dluh soukromého sektoru zůstal velmi vysoký. Komise má celkově i s ohledem na červnové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

4.20. RAKOUSKO

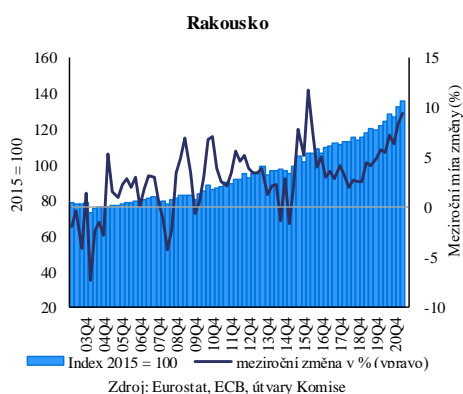
V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Rakousku zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu, který zahrnuje i údaje do roku 2020, překračují ukazatele veřejného dluhu, růstu cen bytových nemovitostí a růstu jednotkových nákladů práce orientační prahovou hodnotu.

Po prudkém poklesu ekonomické aktivity v roce 2020 na $-6,7\%$ se očekává, že reálný HDP se v roce 2021 zvýší o $4,4\%$. S probíhajícím hospodářským oživením se očekává, že reálný HDP vzroste v roce 2022 o $4,9\%$, přičemž nominální HDP bude o $8,8\%$ nad úroveň z roku 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- Obavy související s **vnější zranitelností a konkurenceschopností** jsou i nadále omezené. Přebytek běžného účtu se v roce 2020 snížil na $1,9\%$ HDP a očekává se, že běžný účet bude v budoucnu víceméně vyrovnaný. Čistá investiční pozice vůči zahraničí zůstává na mírné úrovni kladná. Dočasné zvýšení růstu jednotkových nákladů práce v roce 2020 odráží dočasně nižší produktivitu v důsledku hromadění pracovních sil v souvislosti s krizí COVID-19.
- **Soukromá zadluženost** vzrostla v roce 2020 přibližně na 131% HDP, a to zejména v důsledku poklesu HDP vyvolaného pandemií COVID-19 a některých čistých úvěrových toků, zejména pro podniky. Předpokládá se však, že tento trend se v roce 2021 částečně zvrátí, což odráží hospodářské oživení.
- **Veřejný dluh** se odchýlil od klesající trajektorie a v roce 2020 se zvýšil o 13 procentních bodů na $83,2\%$ HDP, což je přímým důsledkem automatických stabilizátorů a významné fiskální reakce. Očekává se, že podíl veřejného dluhu k HDP se od roku 2021 začne snižovat.
- Rizika spojená s **bankovním sektorem** se zdají být omezená. Banky mají omezenou čistou expozici vůči sousedním zemím, lepší kapitalizaci a menší pákový efekt. Podíl úvěrů se selháním se od roku 2014 soustavně snižoval až na $2,0\%$ v roce 2020.
- **Reálné ceny bytových nemovitostí** se v roce 2020 zvýšily o $6,2\%$, což naznačuje možné nadhodnocení. Růst cen bytových nemovitostí se v prvních dvou čtvrtletích roku 2021 dále zrychloval. Současně se v roce 2021 zrychlil růst úvěrů a úroveň zadlužení domácností je víceméně v souladu s jeho dlouhodobou úrovní.
- Na **trhu práce** pomohly režimy zkrácené pracovní doby zmírnit dopad hospodářského útlumu na nezaměstnanost, což naopak vedlo k výraznému poklesu odpracovaných hodin. Míra nezaměstnanosti se v roce 2020 mírně zvýšila na $5,4\%$, ale očekává se, že se bude od roku 2021 snižovat.

Graf A20: Index reálných cen bytových nemovitostí



Rakousko překonalo krizi COVID-19 bez identifikované makroekonomické nerovnováhy. V souvislosti s krizí COVID-19 se zvýšil veřejný a soukromý dluh a ceny bytových nemovitostí rostou, i když se očekává, že tento vývoj se v budoucnu částečně zvrátí. Komise v této fázi nepovažuje v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze za nutné provádět další hloubkovou analýzu.

4.21. POLSKO

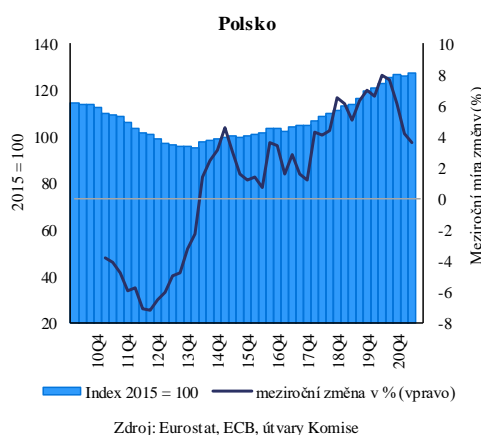
V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla v Polsku zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2020 překračují ukazatele čisté investiční pozice vůči zahraničí, růstu jednotkových nákladů práce a růstu cen obytných nemovitostí orientační prahovou hodnotu.

Po poklesu o 2,5 % v roce 2020 se očekává, že reálný HDP vzroste v roce 2021 o 4,9 % a v roce 2022 o 5,2 %. Očekává se, že úroveň nominálního HDP bude v roce 2022 o 23,6 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Vnější zranitelnost** zůstává omezená, neboť čistá investiční pozice vůči zahraničí, přestože je záporná, se do roku 2020 postupně zlepšovala. Kromě toho se skládá hlavně z akumulovaného objemu přímých zahraničních investic a značná část přílivu přímých zahraničních investic pochází z reinvestovaných zisků. Předpokládá se, že se čistá investiční pozice vůči zahraničí v letech 2021 a 2022 dálelepší. Běžný účet se v roce 2020 dostal do kladnějších hodnot a v roce 2021 se pravděpodobně mírně sníží.
- **Zadluženost soukromého sektoru** zůstává nízká, jelikož domácnosti a nefinanční společnosti v Polsku stále patří mezi nejméně zadlužené v EU. Poměr dluhu soukromého sektoru k HDP se v roce 2020 zvýšil, ale v roce 2021 by se měl snížit.
- Růst **cen bytových nemovitostí** dosáhl v roce 2020 úroveň 7,1 %, jelikož nízké úrokové sazby a nárůst úspor z doby pandemie vedly ke zvýšení poptávky po bydlení. Růst hypoték je však dosud omezený. Jelikož se zotavuje stavebnictví a zvyšuje se nabídka bydlení, očekává se, že růst cen bytových nemovitostí se v roce 2021 zpomalí.
- **Bankovní sektor** zůstal navzdory pandemii celkově dobře kapitalizován a v dobrém stavu. Podíl úvěrů se selháním se v roce 2020 snížil, je však poměrně vysoký a může se v důsledku krize COVID-19 dále zvyšovat. **Veřejný dluh** se v roce 2020 zvýšil na 57,4 % HDP oproti 45,6 % v roce 2019, a to zejména kvůli dodatečným výpůjčkám v souvislosti s krizí COVID-19. Očekává se, že se v roce 2021 začne snižovat.
- I přes krizi způsobenou pandemií COVID-19 se nadále zlepšovaly podmínky na **trhu práce**. Míra nezaměstnanosti se v roce 2020 mírně snížila, ale očekává se, že v roce 2021 mírně vzroste na 3,3 % v důsledku postupného rušení vládních podpůrných opatření. Vznikající nedostatek pracovních sil vyvíjí tlak na růst **jednotkových nákladů práce**, které se v roce 2020 zvýšily o 6,3 %. Očekává se, že tento nedostatek se zmírní s tím, jak se budou vracet migranti a poptávka se bude postupně snižovat. Očekává se však, že růst odměn bude silný, ačkoli výrazné zvýšení produktivity růst jednotkových nákladů práce pravděpodobně zmírní.

Graf A21: Index reálných cen bytových nemovitostí



Polsko vstoupilo do krize COVID-19 bez identifikované makroekonomické nerovnováhy, přestože záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí s sebou nesla určitá rizika. V souvislosti s krizí COVID-19 se zvýšil veřejný dluh a růst cen bytových nemovitostí se zrychlil, ale související rizika se jeví jako omezená. Komise v této fázi nepovažuje v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze za nutné provádět další hloubkovou analýzu.

4.22. PORTUGALSKO

V červnu 2021 dospěla Komise k závěru, že Portugalsko je vystaveno makroekonomické nerovnováze, zejména v souvislosti s velkým objemem čistých vnějších závazků, soukromým a veřejným zadlužením a zároveň nadále velkým podílem úvěrů se selháním v souvislosti s nízkým růstem produktivity. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2020 přesahuje řada ukazatelů orientační prahové hodnoty, konkrétně čistá investiční pozice vůči zahraničí, soukromý a veřejný dluh, růst cen bytových nemovitostí, růst jednotkových nákladů práce a míra ekonomické aktivity. ⁽⁴⁴⁾

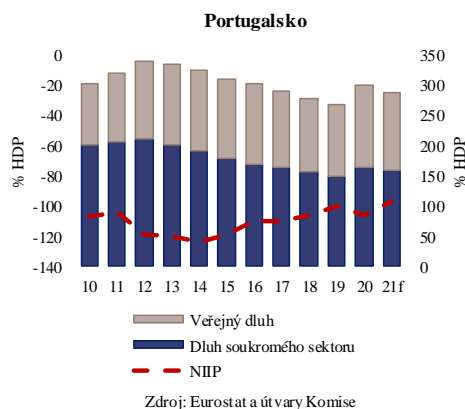
Po poklesu v roce 2020 o 8,4 % v důsledku pandemie COVID-19 se očekává, že reálný HDP vzroste o 4,5 % v roce 2021 a o 5,3 % v roce 2022. Očekává se, že úroveň nominálního HDP bude v roce 2022 asi o 5,7 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Vnější udržitelnost** zůstává problémem kvůli velkému objemu čistých vnějších závazků v souvislosti s určitým zhoršením salda běžného účtu během krize COVID-19. Navzdory velké závislosti této země na přeshraničním cestovním ruchu se však poměr čisté investiční pozice vůči zahraničí k HDP od poloviny roku 2021 vrátil na úroveň z doby před pandemií. Během období, na něž se prognóza vztahuje, se má postupně zlepšovat. Po letech mírného růstu se nominální **jednotkové náklady práce** v roce 2020 výrazně zvýšily a překročily orientační prahovou hodnotu, očekává se však, že se v budoucnu poněkud sníží.
- **Zadlužení soukromého sektoru** přerušilo svou sestupnou tendenci během otřesu způsobeného pandemií COVID-19 v roce 2020, a to zejména v důsledku hospodářského poklesu, což zvýšilo poměr soukromého dluhu o 14 procentních bodů na téměř 164 % HDP. V budoucnu by se zadlužení soukromého sektoru mělo k sestupnému trendu vrátit. Za pomoci dluhových moratorií se podíl úvěrů se selháním během pandemie nadále snižoval, a to až na 4,9 % v roce 2020. V budoucnu bude důležité pozorně sledovat účinek postupného rušení opatření veřejné podpory, jako jsou moratoria na půjčky a systémy záruk. Navíc jsou kapitálový poměr **bankovního sektoru** a jeho ziskovost nízké.
- **Veřejný dluh** se v roce 2020 zvýšil o 19 procentních bodů na historicky nejvyšší hodnotu 135,2 % HDP v důsledku náhlého primárního schodku a nepříznivého „efektu sněhové koule“ v souvislosti s krizí COVID-19. Očekává se, že poměr veřejného dluhu k HDP se od roku 2021 začne opět snižovat. Svou roli sice hrají zmírňující faktory související s jeho profilem a složením, jakož i s výraznou hotovostní rezervou, ale očekává se, že poměr veřejného dluhu k HDP zůstane po několik let nad úrovní před pandemií. Rizika spojená se zpětnou vazbou ve finančním a veřejném sektoru přetrvávají a mohou být zesílena rostoucím počtem zranitelných míst v podnikovém sektoru v souvislosti s pandemií.
- **Reálný růst cen bytových nemovitostí** překročil po období čtyř let po sobě až do roku 2020 orientační prahovou hodnotu. Ceny bytových nemovitostí vykazují známky možného nadhodnocení. Růst cen bytových nemovitostí se však v roce 2021 zpomalil, čemuž napomohlo zvýšení objemu výstavby a zmírnění poptávky v některých segmentech trhu.
- **Míra ekonomické aktivity** se v roce 2020 snížila. To se časově shoduje s mírným nárůstem míry nezaměstnanosti. Očekává se, že míra ekonomické aktivity i míra nezaměstnanosti se letos opětlepší.

Portugalsko vstoupilo do krize COVID-19 se zranitelností související s velkým objemem vnějšího, soukromého a veřejného dluhu v situaci nízkého růstu produktivity. V důsledku krize COVID-19 se dále

Graf A22: NIIP, soukromý dluh a veřejný dluh



⁽⁴⁴⁾ Zpráva o dohledu po ukončení programu týkající se Portugalska z podzimu 2021 rovněž pojednává o některých zranitelných místech, jež byla zdůrazněna ve zprávě mechanismu varování.

zvýšila míra zadlužení. Komise má celkově i s ohledem na červnové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

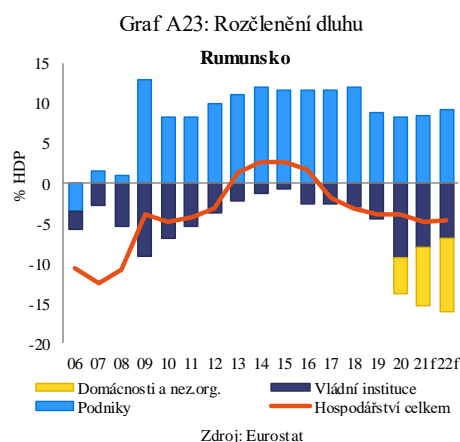
4.23. RUMUNSKO

V červnu 2021 dospěla Komise k závěru, že Rumunsko je vystaveno makroekonomické nerovnováze, zejména v souvislosti se setrvalým značným schodkem běžného účtu v kombinaci s velkými schodky veřejných financí, zatímco předchozí rizika přehřívání ustupují. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2020 přesahuje řada ukazatelů orientační prahové hodnoty, konkrétně saldo běžného účtu, čistá investiční pozice vůči zahraničí a růst jednotkových nákladů práce.

Po poklesu o 3,9 % v roce 2020 v důsledku krize COVID-19 se očekává, že reálný HDP se v roce 2021 začne opět zvyšovat, v roce 2021 vzroste o 7 % a v roce 2022 o 5,1 %. Předpokládá se, že nominální HDP překročí v roce 2022 úroveň z roku 2019 přibližně o 21,4 %.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- Pokud jde o **vnější udržitelnost**, předpokládá se, že schodek běžného účtu ve výši 5 % HDP v roce 2020 se v roce 2021 zvýší na přibližně 6 % HDP, a to z velké části v důsledku výrazně záporné obchodní bilance. Čistá investiční pozice vůči zahraničí má v letech 2021 a 2022 zůstat stabilní na úrovni přibližně -48 % HDP. Čistá investiční pozice vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání je mírně záporná.
- **Konkurenceschopnost** byla dále negativně ovlivněna výrazným nárůstem nominálních jednotkových nákladů práce v roce 2020, částečně v důsledku prudkého poklesu produkce a následného poklesu produktivity kvůli hromadění pracovních sil během krize COVID-19. V letech 2021 a 2022 se však očekává, že výrazné oživení produktivity růst jednotkových nákladů práce omezí, a to navzdory poměrně silnému růstu odměn na zaměstnance.
- **Ceny bytových nemovitostí** se v roce 2020 mírně zvýšily, ale tento růst cen by měl v roce 2021 zrychlit.
- **Veřejný dluh** sice stále jednoznačně nedosahuje prahové hodnoty 60 % HDP, ale v roce 2020 vzrostl o 12 procentních bodů v důsledku opatření v souvislosti s krizí COVID-19 a pokračujících fiskálních schodků. Odhaduje se, že poměr veřejného dluhu k HDP vzroste v roce 2021 na 49,3 % HDP a že v roce 2022 dále poroste.
- Podíl úvěrů se selháním v **bankovním sektoru** byl v roce 2020 a na začátku roku 2021 víceméně stabilní a činil přibližně 4 % celkových úvěrů. Dluh soukromého sektoru je velmi nízký.
- **Míra nezaměstnanosti** se v roce 2020 zvýšila na 5 %. Předpokládá se, že v roce 2021 zůstane na stejné úrovni, ale poté začne klesat. I míra nezaměstnanosti mladých lidí se v roce 2020 zvýšila a předpokládá se, že v roce 2021 se bude nadále zvyšovat.



Rumunsko vstoupilo do krize COVID-19 se zranitelností související s rostoucím schodkem běžného účtu, zhoršující se vnější pozicí a výraznými ztrátami nákladové konkurenceschopnosti. V souvislosti s krizí COVID-19 se veřejný dluh zvýšil, i když z nízké úrovně. Komise má celkově i s ohledem na červnové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

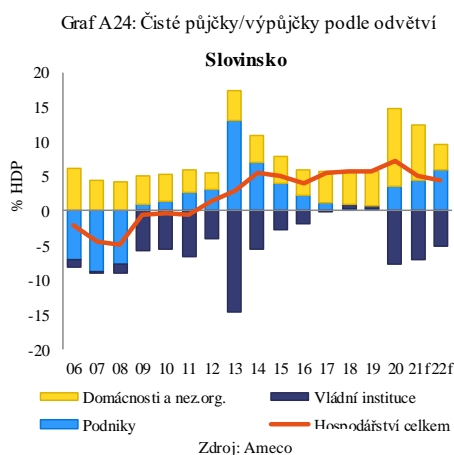
4.24. SLOVINSKO

V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla ve Slovinsku zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu, který obsahuje údaje do roku 2020, překračují ukazatele přebytku běžného účtu, růstu jednotkových nákladů práce, hrubého veřejného dluhu a růstu míry nezaměstnanosti mladých lidí orientační prahovou hodnotu.

Po poklesu o 4,2 % v roce 2020 se očekává, že reálný HDP vzroste v roce 2021 o 6,4 % a v roce 2022 o 4,2 %. Očekává se, že úroveň nominálního HDP bude v roce 2022 o 11,1 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Vysoký přebytek běžného účtu se v roce 2020 dále zvýšil** z 6 % na 7,4 % HDP, a proto tříletý průměr překročil horní orientační prahovou hodnotu. Předpokládá se, že přebytek běžného účtu v letech 2021 a 2022 mírně klesne. Záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí se od roku 2012 postupně, ale neustále zlepšuje, v roce 2020 dosáhla -15,2 % HDP a očekává se, že se do roku 2022 přiblíží rovnováze. Podíl Slovinska na vývozních trzích v posledních letech viditelně vzrostl.
- **Zadluženost soukromého sektoru** se v roce 2020 zvýšila pouze mírně na 69,7 % HDP a zůstává pod omezitelnými a základními referenčními hodnotami. Tento nárůst odráží především pokles HDP, jelikož tok úvěrů byl v roce 2020 záporný. **Ceny bytových nemovitostí** vzrostly v souladu s nedávnými trendy o 5,2 %.
- **Bankovní sektor** zůstává dobře kapitalizován, jeho ziskovost se snížila jen mírně a podíl úvěrů se selháním se v roce 2020 nadále snižoval.
- **Veřejný dluh** se v roce 2020 zvýšil na 79,8 % HDP oproti 65,6 % v roce 2019, a to v menší míře zejména kvůli dodatečným výpůjčkám v souvislosti s prudkým poklesem HDP v roce 2020 kvůli krizi COVID-19. Předpokládá se, že veřejný dluh se v letech 2021 a 2022 sníží.
- Podmínky na **trhu práce** se v důsledku pandemie COVID-19 mírně zhoršily. Míra nezaměstnanosti se v roce 2020 mírně zvýšila na 5 % ve srovnání s 4,5 % v roce 2019. Míra nezaměstnanosti mladých lidí, která v předchozích letech výrazně poklesla, se velmi výrazně zvýšila, a sice z 8,1 % v roce 2019 na 14,2 % v roce 2020. Údaje za rok 2021 však ukazují na zlepšení podmínek na trhu práce a pokles míry nezaměstnanosti. **Jednotkové náklady práce** v roce 2020 vzrostly o 7,4 % v důsledku hromadění pracovních sil v souvislosti s krizí COVID-19. Předpokládá se, že vyšší produktivita během oživení povede v letech 2021 a 2022 ke snížení jednotkových nákladů práce.



Slovinsko vstoupilo do krize COVID-19 bez identifikované makroekonomické nerovnováhy, přestože veřejný dluh byl vysoký, což obnáší určitá rizika. V souvislosti s krizí COVID-19 se zvýšil veřejný dluh a dále vzrostl vysoký přebytek běžného účtu. Komise v této fázi nepovažuje v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze za nutné provádět další hloubkovou analýzu.

4.25. SLOVENSKO

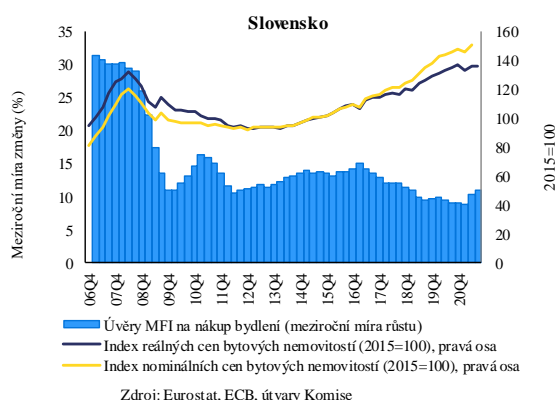
V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla na Slovensku zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2020 překračují ukazatele čisté investiční pozice vůči zahraničí, reálného efektivního směnného kurzu, růstu jednotkových nákladů práce a růstu cen obytných nemovitostí orientační prahovou hodnotu.

Po poklesu o 4,4 % v roce 2020 se očekává, že reálný HDP vzroste v roce 2021 o 3,8 % a v roce 2022 o 5,3 %, čímž se nominální HDP dostane v roce 2022 na úroveň o 13,6 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Vnější zranitelnost** přetrvává. Čistá investiční pozice vůči zahraničí činila přibližně -66 % HDP a v roce 2020 byla stále výrazně nad prahovou hodnotou. Je to zejména díky závazkům bez rizika selhání souvisejícími s investičními toky v minulosti, které mohou být stabilnější, a tudíž méně rizikové. Předpokládá se, že čistá investiční pozice vůči zahraničí se bude v letech 2021 a 2022 postupně zlepšovat díky kladným čistým úvěrovým tokům.
- Růst **jednotkových nákladů práce** byl významný již před pandemií a v roce 2020 dále zrychlil. Nedávný vývoj však většinou odráží hromadění pracovních sil v souvislosti s krizí COVID-19. Očekává se, že růst jednotkových nákladů práce výrazně zpomalí v důsledku zvrácení účinku hromadění pracovních sil na produktivitu, zatímco vysoký růst odměn na zaměstnance jej bude ovlivňovat i nadále. Reálný efektivní směnný kurz založený na HISC byl v roce 2020 mírně nad prahovou hodnotou, ale podíly na vývozních trzích nebyly nepříznivě ovlivněny. Vysoká koncentrace vývozu v několika odvětvích a integrace do globálních hodnotových řetězců však zůstávají rizikovými faktory.
- **Zadlužení soukromého sektoru** a zejména hypoteční dluh domácností se již několik let zvyšují, avšak tempo tohoto růstu se zpomaluje. Zadlužení domácností se mírně zvýšilo na přibližně 47 % HDP v roce 2020. Zůstává mírně pod úrovní obezřetnostního dohledu, ale přesahuje úroveň vyplývající ze základních veličin.
- Reálné **ceny bytových nemovitostí** se v roce 2020 zvýšily o 7,2 %, což by mohlo přispět k zadluženosti domácností. Ceny bytových nemovitostí vykazují známky možného nadhodnocení. Očekává se, že růst cen bytových nemovitostí v roce 2021 zpomalí.
- V důsledku podpůrné fiskální politiky se **veřejný dluh** v roce 2020 zvýšil o 12 procentních bodů na 59,7 % HDP. Očekává se, že v roce 2021 mírně vzroste, ale poté se vrátí na přibližně 60 % HDP, což bude podpořeno silným růstem, nízkými úrokovými sazbami a klesajícími primárními rozpočtovými schodky.
- **Bankovní sektor** je zdravý se silnými kapitálovými rezervami. Podíl úvěrů se selháním se v roce 2020 nadále snižoval a je pod průměrem EU, ale mohl by se zvýšit, jakmile budou zrušena krizová opatření. Expozice bankovních rozvah trhu s bydlením vzrostla.

Graf A25: Ceny bytových nemovitostí a růst hypoték



Slovesko vstoupilo do krize COVID-19 bez identifikované makroekonomické nerovnováhy, přestože vnější udržitelnost, domácí cenové tlaky a závislost na automobilovém průmyslu s sebou nesly určitá rizika. V důsledku krize COVID-19 se některá rizika zhoršila. Komise v této fázi nepovažuje v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze za nutné provádět další hloubkovou analýzu.

4.26. FINSKO

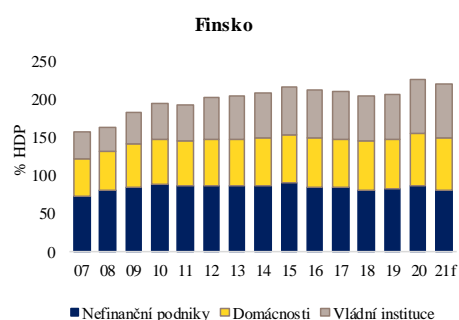
V předchozím kole postupu při makroekonomické nerovnováze nebyla ve Finsku zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2020 překračují orientační prahové hodnoty dva ukazatele, konkrétně dluh soukromého sektoru a hrubý veřejný dluh.

Po poklesu o 2,9 % v roce 2020 se očekává, že reálný HDP vzroste v roce 2021 o 3,4 % a v roce 2022 o 2,8 %. Očekává se, že úroveň nominálního HDP bude v roce 2022 o 8,7 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Na vnější straně** se saldo běžného účtu dostalo do kladných hodnot a obchodní přebytek se v roce 2020 mírně zvýšil, jelikož se zvýšil podíl na vývozních trzích. Očekává se, že v budoucnu zaznamená běžný účet mírný přebytek. Čistá investiční pozice vůči zahraničí se v roce 2020 snížila na -5,3 % HDP. Jednotkové náklady práce mírně vzrostly v důsledku poklesu produktivity vyvolaného krizí.
- **Zadluženost soukromého sektoru** se nadále zvyšovala, přičemž poměr soukromého dluhu k HDP se zvýšil, částečně v důsledku poklesu HDP. Předpokládá se však, že tento trend se v roce 2021 částečně zvrátí, jakmile se hospodářské oživení upevní. Očekává se však, že příznivé úvěrové podmínky včetně nízkých úrokových sazeb a rychlého růstu bytové výstavby udrží růst poměru soukromého dluhu k HDP i po doznění dopadů recese COVID-19.
- **Veřejný dluh** se v roce 2020 zvýšil na 69,5 % HDP oproti 59,5 % v roce 2019 v důsledku fiskální reakce vlády na krizi a v menší míře kvůli poklesu HDP v roce 2020. Předpokládá se, že se od roku 2021 ustálí na 71 %.
- **Bankovní sektor** zůstává dobře kapitalizován a podíl úvěrů se selháním je nízký, zůstává víceméně beze změny a neočekává se, že by výrazně vzrostl. Krize COVID-19 neměla žádný viditelný dopad na obsluhu dluhu ani na počet úpadků společností. Rizika pro finanční stabilitu zůstávají omezená, a to navzdory významným přeshraničním expozičním, zejména vůči jiným severským zemím.
- Podmínky na **trhu práce** se během krize zhoršily jen mírně díky vládním podpůrným opatřením, která omezila zvýšení míry nezaměstnanosti na 1,1 procentního bodu, a v roce 2020 tedy míra nezaměstnanosti dosáhla 7,8 %. Očekává se, že míra nezaměstnanosti začne od roku 2021 postupně klesat, jakmile se hospodářství zotaví, ale neočekává se, že do roku 2023 poklesne na úroveň z doby před pandemií.

Graf A26: Rozčlenění dluhu podle odvětví



Zdroj: Eurostat a útvary Komise

Finsko vstoupilo do krize COVID-19 bez zjištěné makroekonomické nerovnováhy, avšak se zranitelností spojenou s dluhem soukromého sektoru. S krizí COVID-19 se míra soukromého zadlužení zvýšila, rizika však zůstávají omezená. Komise v této fázi nepovažuje v souvislosti s postupem při makroekonomické nerovnováze za nutné provádět další hloubkovou analýzu.

4.27. ŠVÉDSKO

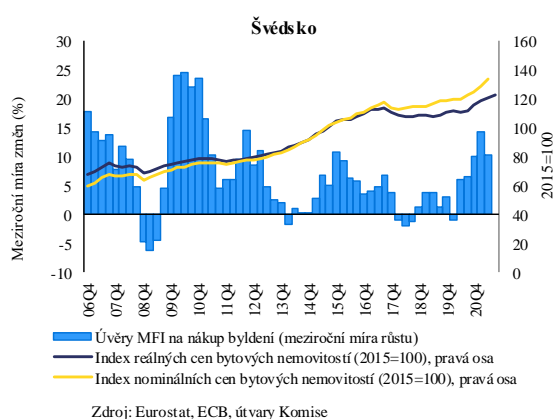
V červnu 2021 dospěla Komise k závěru, že Švédsko je vystaveno makroekonomické nerovnováze související s rizikem nadhodnocených cen bytových nemovitostí v kombinaci s vysokým a zvyšujícím se dluhem domácností. V aktualizovaném srovnávacím přehledu včetně údajů do roku 2020 přesahují dva ukazatele orientační prahovou hodnotu, konkrétně soukromé zadlužení a nezaměstnanost mladých lidí.

Po poklesu o 2,8 % v roce 2020 se očekává, že reálný HDP vzroste v roce 2021 o 3,9 % a v roce 2022 o 3,5 %. Očekává se, že úroveň nominálního HDP bude v roce 2022 o 9,9 % vyšší než v roce 2019.

Řadu důležitých změn lze shrnout takto:

- **Přebytek běžného účtu** se v roce 2020 zvýšil na 5,7 % HDP, zatímco čistá investiční pozice vůči zahraničí se mírně snížila, téměř na 16 % HDP. Očekává se, že přebytek běžného účtu zůstane v letech 2021 a 2022 na úrovni přibližně 5 % HDP. Podíly na na vývozních trzích v roce 2020 nadále vzrůstaly. Reálný efektivní směnný kurz po třech letech depreciace posílil v roce 2020 o 3 %.
- **Dluh soukromého sektoru** dosáhl v roce 2020 nového maxima, které činilo přibližně 216 % HDP, a pokračoval tak ve svém vzestupném trendu. Dluh domácností i podniků je vyšší než obezřetnostní a základní referenční hodnoty. V roce 2021 se u soukromého dluhu očekává jeho ustálení na vysoké úrovni, zatímco čistá finanční aktiva by měla být zápornější. **Zadlužení domácností** se zvýšilo na přibližně 95 % HDP v roce 2020. Hypoteční úvěry domácnostem v první polovině roku 2021 nadále rostly. Růst **cen bytových nemovitostí** se v průběhu roku 2020 zrychlil, a to obzvláště silně ve druhém čtvrtletí roku 2021. Ceny bytových nemovitostí zůstávají obecně velmi vysoké a existují náznaky možného nadhodnocení.
- Navzdory významným podpůrným opatřením během pandemie zůstává úroveň **veřejného dluhu** nízká. V roce 2020 se veřejný dluh zvýšil na 39,7 % HDP. Očekává se, že v roce 2021 začne klesat.
- **Bankovní sektor** zůstává zdravý. Během pandemie se poměr kmenového kapitálu tier 1 a výskyt úvěrů se selháním zlepšily z již tak solidního skóre. Orgán finančního dohledu v průběhu roku 2021 částečně zrušil uvolnění makrobezpečnostních opatření a od 1. září 2021 obnovil požadavek na amortizaci. Bez ohledu na celkově zdravou finanční situaci patří pákový poměr švédských bank k nejvyšším v EU.
- Bez ohledu na podpůrná politická opatření vzrostla **nezaměstnanost** v roce 2020 na 8,3 %. Nezaměstnanost mladých lidí se v roce 2020 skokově zvýšila na přibližně 24 %. Předpokládá se, že míra nezaměstnanosti se od roku 2021 začne snižovat.

Graf A27: Ceny bytových nemovitostí a růst hypoték



Švédsko vstoupilo do krize COVID-19 se zranitelností spojenou s rizikem nadhodnocených úrovní cen bytových nemovitostí ve spojení s vysokým a neustále se zvyšujícím zadlužením domácností. V důsledku krize COVID-19 se zvýšila míra soukromého zadlužení, ceny bytových nemovitostí a míra nezaměstnanosti. Komise má celkově i s ohledem na červnové zjištění nerovnováhy za to, že je vhodné podrobněji posoudit, zda nerovnováha trvá, nebo ustupuje.

PRÍLOHA 1: PROGNOZY A ANALÝZY AKTUÁLNIČH ÚDAJŮ U HLAVNÍCH UKAZATELŮ SROVNÁVACÍHO PŘEHLEDU

Aby bylo možné při interpretaci srovnávacího přehledu zdůraznit prvky zaměřené na budoucnost, opírá se analýza zprávy mechanismu varování, kdykoli je to možné, také o prognózy a projekce na rok 2021 a o „analýzy aktuálních údajů“ za letošní rok. Pokud jsou tyto údaje k dispozici, jsou založeny na prognóze Komise z podzimu 2021. V ostatních případech představují čísla většinou analýzu aktuálních údajů vycházející ze zástupných ukazatelů, kterou vypracovaly útvary Komise pro účely této zprávy mechanismu varování.

Níže uvedená tabulka shrnuje předpoklady použité pro prognózy a čísla z „analýzy aktuálních údajů“ u hlavních ukazatelů srovnávacího přehledu. Údaje týkající se HDP použité jako jmenovatelé u některých poměrů vycházejí z prognózy Komise z podzimu 2021.

V případě míry změn za několik let (jako je změna podílů na světovém vývozu za období pěti let) vychází z prognóz pouze složka pro roky 2021 a 2022, zatímco složky týkající se roku 2020 nebo dřívějších let využívají údaje Eurostatu, které jsou základem srovnávacího přehledu v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze.

Tabulka 1: Přístupy k prognózám a analýzám aktuálních údajů pro hlavní ukazatele srovnávacího přehledu v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze		
Ukazatel	Přístup	Zdroje údajů
Saldo běžného účtu, % HDP (průměr za 3 roky)	Hodnoty z prognózy Komise z podzimu 2021 týkající se salda běžného účtu (koncepce platební bilance)	AMECO
Čistá investiční pozice vůči zahraničí (% HDP)	Prognóza Komise z podzimu 2021 pro čisté půjčky/výpůjčky za celou ekonomiku uvádí změnu čisté investiční pozice vůči zahraničí, která odráží transakce pro roky 2021–2023 a pro roky 2024 a 2025, je použita prognóza běžného účtu podle Světového ekonomického výhledu MMF za předpokladu, že kapitálový účet zůstane konstantní. Jiné účinky (např. změny v ocenění) jsou zohledněny do 2. čtvrtletí 2021 a předpokládá se, že poté zůstaly nulové.	AMECO, Eurostat
Reálný efektivní směnný kurz – 42 obchodních partnerů, deflátor HISC (změna za 3 roky v %)	Hodnoty z prognózy Komise z podzimu 2021	AMECO
Podíl na vývozních trzích – % světového vývozu (změna za 5 let v %)	Údaje jsou založeny na prognóze Komise z podzimu 2021 týkající se: i) nominálního vývozu zboží a služeb za členské státy EU (koncepce národních účtů), ii) prognózy Komise ohledně objemu vývozu zboží a služeb za zbytek světa, převedené na nominální úroveň prostřednictvím deflátoru Komise pro dovoz do USA, a prognózy ohledně směnného kurzu EUR/USD.	AMECO
Index nominálních jednotkových nákladů práce, 2010=100 (změna za	Hodnoty z prognózy Komise z podzimu 2021	AMECO

3 roky v %)		
Index cen bytových nemovitostí (2015=100), deflovaný (změna za 1 rok v %)	Prognóza na rok 2021 zahrnuje údaje za 1. až 2. čtvrtletí 2021, jsou-li k dispozici. Předpokládá, že růst cen bytových nemovitostí během 3. až 4. čtvrtletí 2021 odpovídá předpokládanému tempu růstu na základě krátkodobého vztahu vyplývajícího z modelu oceňování nemovitostí, který byl sdílen s členskými státy v rámci pracovní skupiny EPC LIME.	Eurostat, útvary Komise
Tok úvěrů v soukromém sektoru, konsolidovaný (% HDP)	Údaj za rok 2021 představuje zástupný údaj o úvěrových tocích za období od 4. čtvrtletí 2020 do 3. čtvrtletí 2021 s použitím konsolidovaných údajů z čtvrtletních odvětvových účtů ECB za období od 4. čtvrtletí do 2. čtvrtletí 2020 plus zástupných údajů pro určité složky úvěrového toku z 3. čtvrtletí 2021. Tento údaj používá úvěrové toky ECB BSI MFI na soukromý sektor k projekci složek bankovních úvěrů za 3. čtvrtletí 2021 a nominální emise dluhových cenných papírů ECB k projekci emise dluhopisů za 3. čtvrtletí 2021.	ECB (QSA, BSI, SEC)
Dluh soukromého sektoru, konsolidovaný (% HDP)	Zástupný údaj za rok 2021 pro dluh soukromého sektoru ke konci 4. čtvrtletí 2021. Používá konsolidované údaje z čtvrtletních odvětvových účtů ECB za 2. čtvrtletí 2021. Tento údaj je projektován i dále do 3. čtvrtletí 2021 s použitím údajů o bankovních úvěrech (na základě ECB BSI) a údajů o závazcích z dluhopisů (na základě ECB SEC) a předpokládá, že tok úvěrů za 4. čtvrtletí 2021 bude stejný jako ve 4. čtvrtletí 2020 (viz výše).	ECB (QSA, BSI, SEC)
Hrubý veřejný dluh (% HDP)	Hodnoty z prognózy Komise z podzimu 2021	AMECO
Míra nezaměstnanosti (průměr za 3 roky)	Hodnoty z prognózy Komise z podzimu 2021	AMECO
Celkové závazky finančního sektoru, nekonsolidované (změna za 1 rok v %)	Údaj za rok 2021 představuje 12měsíční růst závazků ECB MFI do září 2021.	ECB (BSI)
Míra ekonomické aktivity – % celkové populace ve věku 15–64 let (změna za 3 roky v procentních bodech)	Míra změn za roky 2021 a 2022 je založena na prognóze Komise z podzimu 2021 ohledně změny v celkové pracovní síle (jakéhokoli věku) minus podzimní prognóza Komise ohledně změny populace (věková skupina 15–64 let).	AMECO
Míra dlouhodobé nezaměstnanosti – % aktivní populace ve věku 15–74 let (změna za 3 roky v procentních bodech)	Analýza aktuálních údajů za rok 2021 je založena na nejnovějších údajích (1. až 2. čtvrtletí 2021 s předpokladem konstantní míry pro zbytek roku).	Eurostat (šetření pracovních sil)
Míra nezaměstnanosti mladých lidí – % aktivní populace ve věku 15–24 let (změna za 3 roky v procentních bodech)	Analýza aktuálních údajů za rok 2021 je založena na nejnovějších údajích (od ledna do září 2021 s předpokladem konstantní míry pro zbytek roku).	Eurostat (šetření pracovních sil)

PŘÍLOHA 2: SROVNÁVACÍ PŘEHLED POSTUPU PŘI MAKROEKONOMICKÉ NEROVNOVÁZE

Tabulka 1. Srovnávací přehled postupu při makroekonomické nerovnováze 2020

Rok 2020	Vnější nerovnováha a konkurenceschopnost					Vnitřní nerovnováha						Ukazatele v oblasti zaměstnanosti ¹⁾		
	Saldo běžného účtu - % HDP (průměr za 3 roky)	Čistá investiční pozice vůči zahraničí (% HDP)	Reálný efektivní směnný kurz - 42 obchodních partnerů, deflátor HISC (změna za 3 roky v %)	Podíl na vývozních trzích - % světového vývozu (změna za 5 let v %)	Index nominálních jednotkových nákladů práce (2010=100) (změna za 3 roky v %)	Index cen bytových nemovitostí (2015=100), deflované (změna za 1 rok v %)	Tok úvěrů v soukromém sektoru, konsolidovaný (% HDP)	Dluh soukromého sektoru, konsolidovaný (% HDP)	Hrubý veřejný dluh (% HDP)	Míra nezaměstnanosti (průměr za 3 roky)	Celkové závazky finančního sektoru, nekonsolidované (změna za 1 rok v %)	Míra ekonomické aktivity - % celkové populace ve věku 15-64 let (změna za 3 roky v p.b.)	Míra dlouhodobě nezaměstnanosti - % aktivní populace ve věku 15-74 let (změna za 3 roky v p.b.)	Míra nezaměstnanosti mladých lidí - % aktivní populace ve věku 15-24 let (změna za 3 roky v p.b.)
Prahové hodnoty	-4%/+6%	-35%	±5% (eurozóna) ±11% (mimo EZ)	-6%	9% (eurozóna) 12% (mimo EZ)	6%	14%	133%	60%	10%	16,5%	-0,2 pb	0,5 pb	2 pb
BE	0,1	44,4	2,5	10,9	7,5p	3,6	1,1p	192,0p	112,8	5,7	8,8	0,6b	-1,2	-4
BG	0,8	-26,3	7,1	16	20,4	5,2p	4,2	94,3	24,7	4,8	11,1	0,9	-1,1	1,3
CZ	1,5	-12,5	5,6	10,1	19,2	5,5	2,4	81,9	37,7	2,3	3,4	0,5	-0,4	0,1
DK	8,1	68,8	0,9	11,5	6,2	4,6	4,8	220,9	42,1	5,2	5,7	1,1b	-0,3	-0,8
DE	7,4	61,7	2,4	1,3	11,1p	7,1	6,0p	120,1p	68,7	3,4bp	11,3	1,1bp	-0,5bp	0,6bp
EE	1	-21,5	5,3	17,6	17,1	6,9	3,6	104,4	19	5,5	17,5	0,5	-0,7	5,8
IE	-5,8	-174	-1,2	50	-6,3	-0,2	-1,8	188,9	58,4	5,5	7,2	-0,8	-1,7	0,9
EL	-3,7	-175	0,4	-10,1	6,4p	5,5e	5,4p	125,3p	206,3	17,6	27,4	-0,9	-4,7	-8,6
ES	1,6	-85,5	1,1	-6,8	11,0p	2,2	4,4p	146,4p	120	15	9,5	-1,7	-2,7	-0,3
FR	-1	-30,2	2,7	-6,9	4,6p	4,4	13,0p	173,7p	115	8,5	11,6p	-0,5	-1,3	-1,9
HR	1,6	-47,8	0,5	0,1	13,7p	7,3	1,3p	98,0p	87,3	7,5	7,3	0,7	-2,5	-6,3
IT	3,2	2,4	0,6	-2,8	5,5	2,2	4,1	118,9	155,6	9,9	6,8	-1,3	-1,8	-5,3
CY	-6,6	-136,7	0,1	28,5	5,8p	0,7p	-2,6p	260,5p	115,3	7,7	-2,5	1,9	-2,4	-6,5
LV	0,7	-34,7	5,9	18,2	18,4	2,7	-1,8	66,5	43,2	7,3	10,8	1,2	-1,1	-2,1
LT	3,7	-15,8	6,9	39,3	18,3	6,4	0,3	54,7	46,6	7	28,5	2,6	-0,2	6,3
LU	4,5	39,9	1,5	20,6	11,1	13,8	44,5	316,8	24,8	6	-3,6	2	-0,4	7,8
HU	-0,7	-48,1	-4,9	8,2	13,2p	1,9p	7,7p	76,4p	80,1	3,8	55,3	1,6	-0,6	2,1
MT	3	60,3	2,1	13,2	19,7	2,2p	9	139,1	53,4	3,9	1,9	4,9	-0,9	0,3
NL	9,1	113,9	3,8	7,4	14,0p	6,0p	-1,3p	233,7p	54,3	3,7	3,3p	1,2	-1	0,2
AT	1,6	9,3	3,2	5,2	12,2	6,2	4,7	131,2	83,2	4,9	10,6	0,2	-0,5	0,7
PL	0,7	-44,5	1,1	36,9	12,3p	7,1p	1,5	75,9	57,4	3,5	11,7	1,4	-0,9	-4
PT	0	-106,4	0	-0,9	16,2p	7,7	4,4p	163,7p	135,2	6,8	7,2	-0,4	-2,2	-1,3
RO	-4,9	-48,3	3,4	20,6	26,1p	2,3	1,3p	48,5p	47,4	4,4	13,4	1,9	-0,5	-1
SI	6,4	-15,2	1,9	20,2	14,9	5,2	-0,9	69,7	79,8	4,9	14	0,4	-1,2	3
SK	-1,8	-65,7	5,3	8,1	16,4	7,2	3,7	95,3	59,7	6,3	9,9	0,3	-1,9	0,4
FI	-0,4	-5,3	2,3	12,3	6,1	1,3	6,5	155,2	69,5	7,3	7,7	1,6	-0,9	1,3
SE	4,6	16,4	-4,8	4,5	9,4	3,0	11,6	215,7	39,7	7,2b	11,2	0	-0,1	6

- Zvýrazněná čísla jsou čísla, která dosahují prahové hodnoty nebo ji překračují. Označení: b: přerušení řady, p: prozatímní, e: odhadnuto.
- Ukazatele zaměstnanosti viz strana 2 zprávy mechanismu varování 2016. 2) Index cen bytových nemovitostí e = odhad NCB pro EL. 3) Ukazatele šetření pracovních sil, b = kvůli technickým problémům se zaváděním nového německého systému integrovaných šetření domácností, včetně šetření pracovních sil, nepředstavují údaje za Německo v roce 2020 přímé odhady na základě mikrodát z uvedeného šetření, ale jsou založeny na širším výběrovém souboru zahrnujícím dodatečné údaje z jiných integrovaných šetření domácností.
- Zdroj: Evropská komise, Eurostat a Generální ředitelství pro hospodářské a finanční záležitosti (pro reálný efektivní směnný kurz) a údaje Mezinárodního měnového fondu, WEO (pro světový objem vývozu zboží a služeb)

Tabulka 2. Pomocné ukazatele, 2020

Rok 2020	Reálný HDP (změna za 1 rok v %)	Tvorba hrubého fixního kapitálu (% HDP)	Hrubé domácí výdaje na Vav (% HDP)	Běžný účet plus kapitálový účet (čisté půjčky/vypůjčky) (% HDP)	Čistá investiční pozice vůči zahraničí s vyloučením nástrojů bez rizika selhání (% 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 partnerův v eurozóně (změna za 3 roky v %)	Výkonnost vývozu v porovnání s vyspělými ekonomikami (změna za 5 let v %)	Směnné relace (změna za 5 let v %)	Podíl na vývozních trzích - objem (změna za 1 rok v %)	Produktivita práce (změna za 1 rok v %)	Hrubé úvěry se selháním domácích a zahraničních subjektů (% hrubých úvěrů)	Vývoj jednotkových nákladů práce vůči eurozóně (změna za 10 let v %)	Index cen bytových nemovitostí(2015=100) - nominální (změna za 3 roky v %)	Bytová výstavba (% HDP)	Dluh domácností, konsolidovaný (včetně nezávislých organizací, které slouží	Konsolidovaná zadluženost bank, domácích a zahraničních subjektů (aktiva celkem / vlastní
BE	-5,7p	23,9p	na	0,8	37,8	-3,6	174,8	-1,7p	0,4	11,4	0,8p	2,4p	-5,6p	2,1p	0,5	11,5	6,2p	66,4	14,2p
BG	-4,4	19,2	0,9p	1,3	47,1	3,9	84,8	-2,1	3,0	16,6	12,7	-4,2	-2,1	5,9p	39,2	18,2p	2,9	24,7	7,9p
CZ	-5,8	26,2	2,0p	4,8	36,9	2,5	81,5	-1,5	3,7	10,6	2,2	1,0	-4,2	1,9p	10,9	28,6	4,8	34,0	12,1p
DK	-2,1	22,4	3,0p	8,1	30,0	0,4	58,4	-0,4	-2,0	12,0	1,2	0,9	-1,4	1,9p	-8,1	12,3	5,5	111,7	17,4p
DE	-4,6p	21,9p	3,1p	6,8	53,2	2,9	49,8	-1,3p	0,1	1,8	2,9p	-1,4p	-3,8p	1,2p	11,2	21,6	7,0p	57,7	14,4p
EE	-3,0	30,7	1,8p	1,9	42,3	11,4	113,5	-0,5	1,3	18,1	1,4	2,9	-0,3	1,6p	23,4	20,2	5,5	41,8	8,8p
IE	5,9	39,7	1,2p	-6,8	-292,9	8,2	428,5	-0,7	-2,5	50,7	-3,0	17,4	7,5	3,4p	-35,4	13,2	2,1	35,9	8,8p
EL	-9,0p	11,7p	1,5p	-5,0	-155,2	1,8	23,4	-1,8p	-3,2	-9,7	-3,1p	-13,6p	-7,9p	26,4p	-13,7	14,0e	1,1p	59,5	13,8p
ES	-10,8p	20,3p	1,4p	1,2	-52,8	2,6	78,9	-1,3p	-1,2	-6,4	0,9p	-12,2p	-7,0p	2,8p	-11,2	14,8	6,0p	62,5	15,8p
FR	-7,9p	23,0p	2,4p	-1,8	-41,9	0,4	50,3	-1,1p	0,6	-6,4	0,0p	-7,9p	-7,0p	2,2p	-3,6	11,9	6,1p	68,7p	16,2p
HR	-8,1p	22,3p	1,3p	2,1	-0,3	2,1	65,3	-2,0p	-2,0	0,6	1,5p	-14,8p	-7,0p	5,3p	-11,9	24,5	na	38,3	7,6p
IT	-8,9	17,8	1,5p	3,7	1,4	-1,1	30,8	-1,3	-1,9	-2,4	5,9	-6,1	-7,0	4,5p	-7,5	1,2	4,1	45,1	13,9p
CY	-5,2p	20,0p	na	-10,0	-170,4	-0,6	1886,4	-3,3p	-3,0	29,1	-0,8p	2,8p	-4,7p	11,0p	-15,0	5,3p	7,6p	91,0	13,6p
LV	-3,6	24,5	0,7p	4,7	14,5	2,8	60,0	-1,6	1,5	18,8	9,3	5,7	-1,3	4,6p	27,8	23,5	3,0	20,9	10,0p
LT	-0,1	21,1	1,2p	9,1	15,2	8,0	56,2	-2,4	2,1	39,9	2,8	8,3	1,5	2,2p	26,5	23,0	3,2	24,6	15,5p
LU	-1,8	16,8	na	4,0	-4095,3	-214,4	6136,5	-2,0	0,0	21,2	-0,5	9,2	-3,6	0,7p	6,6	35,0	3,7	69,2	14,3p
HU	-4,7p	26,8p	1,6	0,5	-2,4	111,5	327,3	-2,2p	-6,5	8,7	1,4p	2,0p	-3,7p	3,6p	14,4	40,4p	4,1p	20,9	10,8p
MT	-8,3	21,7p	0,7	-2,3	270,2	29,4	1602,5	-5,5	0,7	13,7	2,4	1,6	-10,7	3,6p	20,7	16,1p	3,9p	54,0	10,7p
NL	-3,8p	21,3p	na	6,9	9,2	-16,7	567,0	-0,5p	2,0	7,9	1,8p	3,1p	-3,3p	1,9p	3,0	26,4p	5,3p	103,0p	16,7p
AT	-6,7	25,2	3,2p	1,8	-5,6	-4,1	57,4	-1,4	1,4	5,7	-0,2	-2,9	-5,2	2,0p	5,5	19,3	5,1	53,2	11,9p
PL	-2,5	16,6	1,4p	5,2	-6,2	2,9	48,5	-1,6	-1,0	37,6	3,5	8,0	-2,4p	6,0p	4,9	28,0p	2,0	34,8	10,5p
PT	-8,4p	19,1p	1,6p	0,0	-47,0	2,0	87,2	-1,7p	-1,9	-0,4	2,2p	-10,7p	-6,7p	4,9p	-1,0	31,1	3,4p	69,5	11,4p
RO	-3,9p	24,6p	0,5p	-3,1	-7,2	1,4	46,4	-1,2p	1,0	21,2	5,4p	-1,8p	-2,2p	3,9p	23,5	14,3	2,6p	16,2	9,1p
SI	-4,2	18,9	2,2p	6,9	2,0	0,9	42,9	-2,0	-0,2	20,8	1,4	-0,8	-3,7	3,0p	-0,5	21,4	2,3	27,8	9,3p
SK	-4,4	19,6	0,9	1,3	-14,8	-0,2	70,4	-2,1	3,8	8,6	-2,2	0,6	-2,5	2,5p	10,1	28,4	3,9	47,2	9,7p
FI	-2,9	24,2	2,9	0,9	4,9	-0,8	50,3	-0,9	-1,0	12,8	0,1	1,1	-0,8	1,5p	-5,5	3,9	7,1	69,6	16,0p
SE	-2,8	24,8	3,5p	5,7	-4,5	5,3	92,4	-0,8	-7,4	5,0	-0,8	3,3	-1,5	1,0p	7,4	5,8	5,0	94,7	17,6p

Označení: e: odhadnuto, p: prozatímní.

1) Lhůta pro oficiální předání údajů o hrubých domácích výdajích na výzkum a vývoj za rok 2020 je 31. října 2021, ale údaje byly extrahovány dne 22. října 2021. 2) Index cen bytových nemovitostí e = odhad NCB pro EL.

Zdroj: Evropská komise, Eurostat a Generální ředitelství pro hospodářské a finanční záležitosti (pro reálný efektivní směnný kurz), Evropská centrální banka (pro konsolidovanou zadluženost vnitrostátních a zahraničních subjektů bankovního sektoru a jejich hrubý podíl úvěrů se selháním), údaje Mezinárodního měnového fondu, WEO (pro světový objem vývozu zboží a služeb)

Tabulka 2 (pokračování): **Pomocné ukazatele, 2020**

Rok 2020	Zaměstnanost (změna za 1 rok v %)	Míra ekonomické aktivity - % celkové populace ve věku 15-64 let (%)	Míra dlouhodobě nezaměstnanosti - % aktivní populace ve věku 15-74 let (%)	Míra nezaměstnanosti mladých lidí - % aktivní populace ve věku 15-24 let (%)	Mladí lidé, kteří nejsou zaměstnaní ani se neúčastní vzdělávání nebo odborné přípravy - % celkové populace ve		Lidé ohrožení chudobou nebo sociálním vyloučením - % celkové populace		Lidé ohrožení chudobou po sociálních transferech - % celkové populace		Osoby trpící silnou materiální deprivací - % celkové populace		Osoby žijící v domácnostech s velmi nízkou intenzitou práce - % celkové populace ve věku 0-59 let	
					%	změna za 3 roky v p.b.	%	změna za 3 roky v p.b.	%	změna za 3 roky v p.b.	%	změna za 3 roky v p.b.	%	změna za 3 roky v p.b.
BE	0,0p	68,6	2,3	15,3	9,2	-0,1b	18,9b	-1,7b	14,1b	-1,8b	3,9b	-1,3b	11,9b	-2,0b
BG	-2,3	72,2	2,3	14,2	14,4	-0,9	32,1	-6,8	23,8	0,4	19,4	-10,6	8,5	-2,6
CZ	-1,7	76,4	0,6	8,0	6,6	0,3	11,9	-0,3	9,5	0,4	2,4	-1,3	4,4	-1,1
DK	-0,7	79,0	0,9	11,6	7,4	-0,2b	15,9b	-1,3b	12,1b	-0,3b	2,4	-0,7	9,1	-0,9
DE	-0,8p	79,3bp	1,1bp	7,4bp	7,3bp	1,0bp	24,0b	5,0b	18,5b	2,4b	6,6bu	3,2bu	9,5b	0,8b
EE	-2,7	79,3	1,2	17,9	8,9	-0,5	23,3	-0,1	20,7	-0,3	2,8	-1,3	4,7	-1,1
IE	-1,5	71,9	1,3	15,3	12,0	1,1b	na	na	na	na	na	na	na	na
EL	-1,2p	67,4	10,9	35,0	13,2	-2,1	28,9	-5,9	17,7	-2,5	16,5	-4,6	12,8	-2,8
ES	-4,1p	72,2	5,0	38,3	13,9	0,6	26,4	-0,2	21,0	-0,6	7,0	1,9	9,9	-2,9
FR	-0,9p	71,0	2,9	20,2	11,4	0,0	18,2p	1,2p	13,8p	0,6p	4,8p	0,7p	8,8p	0,7p
HR	-1,2p	67,1	2,1	21,1	12,2	-3,2	23,2	-3,2	18,3	-1,7	6,9	-3,4	8,6	-3,6
IT	-2,1	64,1	4,7	29,4	19,0	-1,1	na	na	na	na	na	na	na	na
CY	-0,6p	75,8	2,1	18,2	14,4	-1,7	21,3	-3,9	14,3	-1,4	8,3	-3,2	5,6	-3,8
LV	-2,3	78,2	2,2	14,9	7,1	-3,2	na	na	na	na	na	na	na	na
LT	-1,6	78,5	2,5	19,6	10,8	1,7	24,8	-4,8	20,9	-2,0	7,7	-4,7	7,3	-2,4
LU	1,9	72,2	1,7	23,2	6,6	0,7	20,9b	1,5b	17,4b	1,0b	1,7b	0,5b	7,9b	1,0b
HU	-1,0	72,8	1,1	12,8	11,7	0,7	17,8	-7,8	12,3	-1,1	8,0	-6,5	5,0	-1,6
MT	2,7	77,1	1,1	10,9	9,3	0,7b	19,0	-0,3	16,9	0,2	3,3	0,0	5,4	-1,7
NL	-0,5p	80,9	0,9	9,1	4,5	0,5	16,3p	-0,7p	13,6p	0,4p	2,1p	-0,5p	8,9p	-0,6p
AT	-1,6	76,6	1,3	10,5	8,0	1,5	17,5	-0,6	13,9	-0,5	2,7	-1,0	7,1	-1,2
PL	-0,1p	71,0	0,6	10,8	8,6	-0,9	17,3p	-2,2p	14,8p	-0,2p	2,6p	-3,3p	4,3p	-1,4p
PT	-1,9p	74,3	2,3	22,6	9,1	-0,2	19,8	-3,5	16,2	-2,1	4,6	-2,3	5,1	-2,9
RO	-1,8p	69,2	1,5	17,3	14,8	-0,4	30,4	-5,3	23,4	-0,2	15,2	-4,5	6,3	-0,6
SI	-0,6	74,6	1,9	14,2	7,7	1,2	15,0	-2,1	12,4	-0,9	3,0	-1,6	4,8	-1,4
SK	-1,9	72,4	3,2	19,3	10,7	-1,4	14,8p	-1,5p	11,4p	-1,0p	5,9p	-1,1p	4,3p	-1,1p
FI	-2,1	78,3	1,2	21,4	9,3	-0,1	16,0	0,3	12,2	0,7	2,6	0,5	9,9	-0,8
SE	-1,3	82,5	1,1	23,9	6,5	0,3	17,9	0,2	16,1	0,3	1,8u	0,7u	8,5	-0,3

Označení: b: přerušení řady, p: prozatímní, u: nízká spolehlivost.

1) Ukazatele šetření pracovních sil, b = kvůli technickým problémům se zaváděním nového německého systému integrovaných šetření domácností, včetně šetření pracovních sil, nepředstavují údaje za Německo v roce 2020 přímé odhady na základě mikrodát z uvedeného šetření, ale jsou založeny na širším výběrovém souboru zahrnujícím dodatečné údaje z jiných integrovaných šetření domácností. 2) Lhůta pro oficiální předání údajů o ukazatelích v oblasti příjmů a životních podmínek (EU-SILC) za rok 2020 je 30. listopadu 2021, ale údaje byly extrahovány dne 22. října 2021; b = významné podstatné a metodické změny u DE.