



V Bruseli 2013 11 13
COM(2013) 790 final

**SPRÁVA KOMISIE EURÓPSKEMU PARLAMENTU, RADE, EURÓPSKEJ
CENTRÁLNEJ BANKE, EURÓPSKEMU HOSPODÁRSKEMU A SOCIÁLNEMU
VÝBORU, VÝBORU REGIÓNOV A EURÓPSKEJ INVESTIČNEJ BANKE**

Správa o mechanizme varovania na rok 2014

**(vypracovaná v súlade s článkami 3 a 4 nariadenia (EÚ) č. 1176/2011 o prevencii a
náprave makroekonomických nerovnováh)**

{SWD(2013) 790 final}

{SWD(2013) 791 final}

Správa o mechanizme varovania (ďalej len „SMV“) je východiskovým bodom každoročného cyklu postupu pri makroekonomickej nerovnováhe (ďalej len „PMN“), ktorého cieľom je zistenie a riešenie nerovnováh, ktoré bránia bezproblémovému fungovaniu ekonomík EÚ a ktoré by mohli ohroziť riadne fungovanie hospodárskej a menovej únie. SMV identifikuje členské štáty, pre ktoré je na určenie existencie nerovnováhy vyžadujúcej si politické opatrenia potrebná ďalšia analýza (vo forme hĺbkového preskúmania). V tomto ohľade slúži SMV ako úvodný kontrolný nástroj založený na hodnotiacej tabuľke ukazovateľov s orientačnými prahovými hodnotami spolu so súborom ďalších ukazovateľov. SMV nie je mechanické cvičenie a hĺbkové preskúmanie preto nezačne iba z dôvodu, že členský štát vykazuje ukazovateľ presahujúci orientačnú prahovú hodnotu, keďže Komisia berie do úvahy celkovú hospodársku situáciu.

O tom, či existujú nerovnováhy a potenciálne nadmerné nerovnováhy, rozhodne Komisia iba na základe hĺbkového preskúmania a predloží vhodné politické odporúčania. Hĺbkové preskúmania sa zverejnia na jar 2014 a budú tvoriť základ budúcoročných odporúčaní pre jednotlivé krajiny v rámci „európskeho semestra“ koordinácie hospodárskych politík.

1. ZHRNUTIE

Ekonomiky EÚ naďalej pokračujú v náprave vonkajších a vnútorných nerovnováh.

Tieto nerovnováhy, hlavne množstvo úverov, vysoký a pretrvávajúci deficit alebo prebytok bežného účtu, strata konkurencieschopnosti a nahromadenie dlhov prispeli ku kríze. V posledných rokoch došlo k pokroku v niekoľkých oblastiach. Vo viacerých členských štátoch sa pokrok zaznamenal najmä v oblasti znižovania deficitu verejných financií a podstatných zlepšení nákladovej konkurencieschopnosti stimulovanej štrukturálnymi reformami a tlakom trhu.

Na riešenie nerovnováh je však potrebný ďalší pokrok. Na prekonanie nerovnováh, ktoré zhoršili krízu a ktoré sa akumulovali celé desaťročie alebo aj dlhšie, je potrebný čas a nevyhnutné politiky, ktoré by mali prispieť k štrukturálnej zmene hospodárstiev. Pri znižovaní nadmerného súkromného dlhu sa zatiaľ dosiahol iba malý pokrok, hoci úverové toky v mnohých krajinách boli veľmi nízke alebo dokonca negatívne. Zlepšenie čistej medzinárodnej investičnej pozície väčšiny zadlžených ekonomík bolo veľmi pomalé. Okrem toho došlo v členských štátoch s vysokými prebytkami k oveľa menšiemu opätovnému vyváženiu, čo poukazuje na neefektívne úrovne sporenia a investícií. V súlade s odporúčaním Komisie by posilnenie prispievania k rastu domáceho dopytu viedlo k vyrovnaní celkových úprav v eurozóne. Viaceré krajiny, v ktorých si nerovnováhy vyžadujú sùrne úpravy, prešli veľkým zhoršením nezamestnanosti a sociálnej situácie, pričom zvyšovanie nezamestnanosti a chudoby viedlo k veľkým rozdielom medzi členskými štátmi.

Touto správou sa začína tretie kolo vykonávania postupu pri makroekonomickej nerovnováhe¹. Postup sa zameriava na zistenie a riešenie nerovnováh, ktoré bránia

¹ K tomuto oznámeniu sú priložené dva pracovné dokumenty: prvá je poznámka sa podrobne zaoberá viacerými technickými zmenami ukazovateľov použitých v hodnotiacej tabuľke a vedľajších ukazovateľov. Druhý dokument obsahuje bohaté štatistiky na základe ktorých sa pripravila táto správa. Odkazuje sa tiež na tlačovú správu Eurostatu č. 166/2013 a na súčasný návrh nariadenia o poskytovaní a kvalite štatistík pre postup pri makroekonomickej nerovnováhe – COM (2013) 342, 7.6.2013. Jeho cieľom je zaistiť vhodné

bezproblémovému fungovaniu ekonomík členských štátov, eurozóny alebo EÚ ako celku. Vykonávanie PMN je zakotvené v „európskom semestri“, pričom sa zameriava na zaistenie súladu s ďalšími nástrojmi hospodárskeho dohľadu. Takýmto spôsobom sa členským štátom poskytnú vhodné odporúčania. Ročný prieskum rastu (ďalej len „RPR“),² ktorý sa prijíma v rovnakom čase ako táto správa, sa podrobne zaoberá prepojeniami medzi nápravou makroekonomických nerovnováh v rámci PMN a naliehavými výzvami týkajúcimi sa zabezpečenia udržateľných fiškálnych politík, obnovenia poskytovania úverov, podporovania rastu a konkurencieschopnosti, boja s nezamestnanosťou a sociálnymi dôsledkami krízy a modernizácie verejnej správy. V nadchádzajúcich dňoch Komisia takisto prijme stanoviská k návrhom rozpočtových plánov členských štátov eurozóny (okrem tých, ktoré sú predmetom programu makroekonomických úprav) a k zámerom fiškálnej politiky eurozóny. Rada tiež predkladá návrh stanovísk k programom ekonomického partnerstva viacerých členských štátov.

V správe o mechanizme varovania sa identifikujú členské štáty, ktoré by mohli byť zasiahnuté nerovnováhami a pre ktoré by sa mala vykonať ďalšia analýza ešte predtým, ako sa potvrdí existencia alebo pretrvávajúce nerovnováh a ich povahy. V tomto ohľade slúži SMV na začiatku každoročného cyklu koordinácie hospodárskych politík ako úvodný kontrolný nástroj založený na hodnotiacej tabuľke ukazovateľov s orientačnými prahovými hodnotami spolu so súborom ďalších ukazovateľov. V súlade s oznámením „Posilnenie sociálneho rozmeru hospodárskej a menovej únie“³ zahŕňa táto správa prvý raz súbor sociálnych ukazovateľov, ktoré sú užitočné pri interpretácii hodnotiacej tabuľky. Detailnejšia analýza sa vykoná v rámci následných hĺbkových preskúmaní. Komisia potom na základe následných hĺbkových preskúmaní rozhodne tom, či nerovnováhy a nadmerné nerovnováhy existujú, a predloží vhodné politické odporúčania.

Táto správa poukazuje na nevyhnutnosť ďalšej podrobnej analýzy týkajúcej sa nahromadenia a odstraňovania nerovnováh a súvisiacich rizík v 16 členských štátoch. SMV týkajúce sa niektorých krajín sa budú zaoberať zisteniami predchádzajúceho cyklu PMV⁴, kým pre iné krajiny pripraví Komisia SMV po prvý raz. Viaceré členské štáty, pre ktoré Komisia zamýšľa pripraviť SMV, čelia rôznym výzvam a možným rizikám vrátane účinkov presahovania (na ich partnerov).

- V prípade **Španielska a Slovinska** SMV potvrdia, či *nadmerné nerovnováhy* pretrvávajú alebo boli prekonané a podiel štrukturálnych politík vykonaných menovanými členskými štátmi na prekonávaní týchto nerovnováh.
- V prípade **Francúzska, Talianska a Maďarska**, čiže členských štátov s *nerovnováhami*, v súvislosti s ktorými Komisia naznačila potrebu prijatia rozhodných politických opatrení, zhodnotia príslušné SMV pretrvávajúce nerovnováhy.

monitorovanie kvality údajov Eurostatom, ako aj záležitosti týkajúce sa zostavovania a zasielania údajov a metaúdajov.

² COM(2013) 800, 13.11.2013. Pozri aj návrh spoločnej správy Komisie o zamestnanosti.

³ COM(2013) 690, 2.10.2013. V oznámení sa takisto navrhuje, aby bola hodnotiaca tabuľka kľúčových ukazovateľov použitá v návrhu spoločnej správy Komisie o zamestnanosti s cieľom sledovať zamestnanosť a sociálny vývoj a identifikovať problémy v týchto oblastiach už v ich počiatočných fázach. Rada tiež v decembri zhodnotí, či ju použije v európskom semestri 2014.

⁴ V apríli 2013 identifikovala Komisia nerovnováhy v Belgicku, Bulharsku, Dánsku, Španielsku, Francúzsku, Taliansku, na Malte, v Slovinsku, Fínsku, Švédsku a Spojenom kráľovstve, pričom Španielsko a Slovinsko boli postihnuté nadmernými nerovnováhami. (pozri „Výsledky hĺbkových preskúmaní“, COM (2013) 199, 10.4.2013 a „Makroekonomické nerovnováhy“, *European Economy-Occasional Papers* č. 132-144). Úplný súbor odporúčaní pre jednotlivé krajiny prijatých Radou vrátane tých, ktoré sú relevantné pre prekonanie nerovnováh, pozri v Ú. v. EÚ C 217, 30.7.2013, s. 1.

- V prípade ostatných členských štátov, v ktorých sa už v minulosti *nerovnováhy* vyskytli (**Belgicko, Bulharsko, Dánsko, Malta, Holandsko, Fínsko, Švédsko a Spojené kráľovstvo**), prispejú SMV k zhodnoteniu toho, v ktorých členských štátoch rovnováhy pretrvávajú a v ktorých už boli prekonané. Komisia zastáva názor, že keď sa nerovnováhy identifikujú v SMV po predchádzajúcej detailnej analýze, tak by sa záver, že nerovnováha bola prekonaná, mal takisto vyvodiť iba po náležitom posúdení všetkých relevantných faktorov v ďalšom hĺbkovom preskúmaní, ktoré by v niektorých členských štátoch mohlo potenciálne viesť k uzavretiu PMN.
- SMV sa takisto pripraví pre **Nemecko a Luxembursko** s cieľom lepšie zhodnotiť ich vonkajšiu pozíciu, analyzovať ich vnútorný vývoj a vyvodiť záver, či sa v niektorej z týchto krajín vyskytujú nerovnováhy.
- SMV sa taktiež vydáva pre nového člena EÚ, **Chorvátsko**, a to vzhľadom na potrebu pochopiť povahu a možné riziká jeho vonkajšej pozície, obchodnej výkonnosti a konkurencieschopnosti, ako aj vnútorného vývoja.

V členských štátoch, na ktoré sa vzťahujú programy makroekonomických úprav a ktoré využívajú finančnú pomoc, sa bude dohľad nad ich nerovnováhami a monitorovanie nápravných opatrení uskutočňovať v kontexte ich programov. Toto sa týka Írska, Grécka, Cypru, Portugalska a Rumunska. Situácia Írska sa v kontexte MIP prehodnotí po uzavretí programu.

V súvislosti s mnohostranným dohľadom a v súlade s článkom 3 ods. 5 nariadenia č. 1176/2005⁵ Komisia vyzýva Radu a Euroskupinu na prerokovanie tejto správy. Komisia uvíta aj spätnú väzbu od Európskeho parlamentu a relevantných vhodne nadväzujúcich zainteresovaných strán. S prihliadnutím na tieto rokovania s Radou a Euroskupinou pripraví Komisia hĺbkové preskúmania pre príslušné členské štáty. Ich zverejnenie sa očakáva na jar 2014 pred prípravou národných programov reforiem a pred vydaním balíka odporúčaní pre jednotlivé krajiny súvisiaceho s „európskym semestrom“.

⁵ Ú. v. EÚ L 306, 23.11.2011, s. 25

2. POKROK V NÁPRAVE NEROVNOVÁH

Za posledný rok väčšina členských štátov EÚ pokročila v náprave svojich nerovnováh. Toto sa týka nielen deficitu bežného účtu a hlavných ukazovateľov konkurencieschopnosti, ale aj fiškálnych účtov, súvah v súkromnom sektore a finančných sektorov. Tlak na znižovanie pákového efektu, ktorému čelí verejný a súkromný sektor, však v mnohých členských štátoch nepriaznivo pôsobí na hospodársku činnosť. Domáci dopyt je vo viacerých ekonomikách tlmený potrebou zvyšovania úspor domácností a v niektorých prípadoch vývojom v oblasti miezd a potrebou znižovania dlhu spoločností. Nízka úroveň hospodárskych aktivít navyše ako dôsledok krízy zvýšila miery nezamestnanosti a zhoršila viacero ďalších sociálnych ukazovateľov.

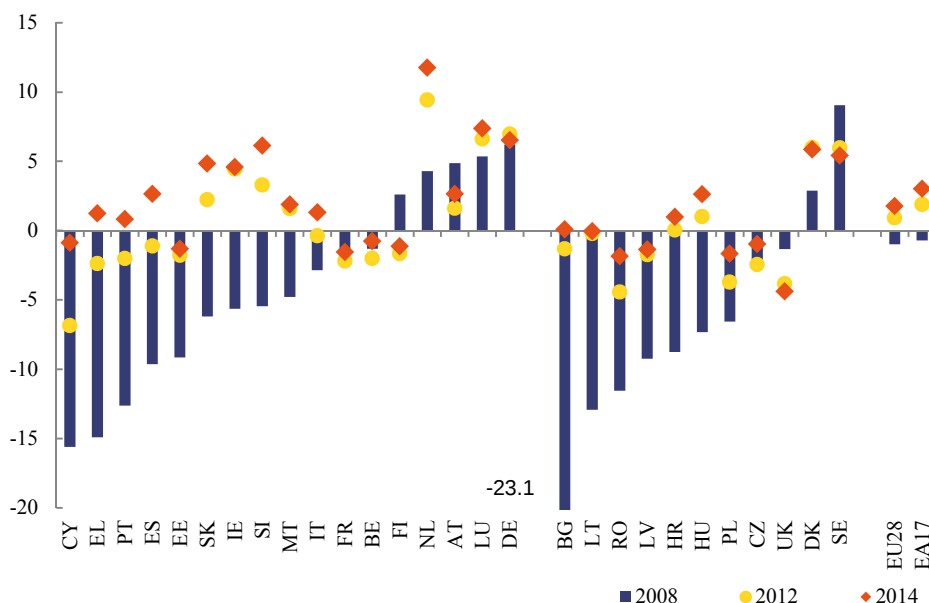
Náprava nerovnováh prispieva k zlepšeniu základných ekonomických veličín a k postupnému oživovaniu. Postupná normalizácia hospodárskych podmienok zároveň pomáha znižovaniu makroekonomických rizík súvisiacich s nerovnováhou. Výhľad rastu⁶ je v súčasnosti lepší ako pred rokom a pokrok v náprave vonkajších a vnútorných makroekonomických nerovnováh otvorí cestu rastu a konvergencii. Za posledné mesiace boli správy o hospodárstve povzbudivé. Po niekoľkých štvrťrokoch poklesu narástlo HDP v druhom štvrťroku o 0,3 percenta tak v oblasti eurozóny, ako aj v EÚ. V druhej polovici roka ukazujú kľúčové ukazovatele na pokračovanie tohto trendu, hoci v miernom tempe. Postupné oživenie domáceho dopytu a zvýšenie objemu vývozu podporované nárastom konkurencieschopnosti takisto potvrdzujú rastúcu silu perspektívy oživenia v budúcom roku. Pokiaľ ide o rôzne oblasti, na ktoré sa vzťahuje rozsah PMV, možno dospieť k týmto konkrétnejším zisteniam:

- **V členských štátoch, ktoré mali vysoký deficit (graf 1) došlo k pozoruhodnému zlepšeniu bežných účtov.** Týka sa to konkrétne členských štátov vykonávajúcich program makroekonomických úprav podporovaný finančnou pomocou (EL, IE, CY, PT a RO), ako aj BG, EE, ES, LT, LV, SI a SK t.j. členských štátov, ktoré ešte pred niekoľkými rokmi zaznamenávali najvyššie deficity bežných účtov a potýkali sa s neudržateľným vývojom. Hoci značné zlepšenie ich vonkajších účtov vyplynulo z poklesu dovozu, ktorý vyplýval zo zníženia domáceho dopytu a výmeny výdavkov, takisto sa zaznamenali priaznivé výsledky z hľadiska vývozu. Zlepšenie vonkajšej pozície členských štátov, ktoré zaznamenali v minulosti vysoký deficit, zahŕňa cyklické a necyklické zložky. Existujú dôkazy o tom, že zlepšenia bežného účtu obsahujú kvôli zvýšeniu objemu vývozu, ako aj stratám príjmov a teda klesajúcim dovozom, veľké necyklické zložky, ktorých zmiznutie sa v súvislosti s upevnením obnovy neočakáva.⁷ Posledná aktualizácia hodnotiacej tabuľky stále uvádza ukazovateľ deficitu bežného účtu (trojročný priemer pre roky 2010 – 2012) nad prahovou hodnotou 4 percent HDP pre PL, ako aj pre EL, CY, PT a RO. V roku 2013 sa však očakáva, že ES, PT, SK a SI budú hospodáriť s prebytkom a iba CY a RO vykážu v roku 2012 deficit vo výške 4 percent HDP alebo viac (*resp.* nad touto hodnotou). Medzi krajinami, ktoré v posledných rokoch zaznamenali zhoršenie svojej vonkajšej pozície, sa špeciálna pozornosť venuje FR a UK, ktoré dnes vykazujú najvyššie deficity v EÚ, aj keď je ich deficit pod prahovou hodnotou.

⁶ Pozri „Európsku hospodársku prognózu – jeseň 2013“, *European Economy* č. 7, 2013.

⁷ Inými slovami to znamená, že zníženie deficitu bežného účtu bolo vo všeobecnosti vyššie, ako sa očakávalo vzhľadom na odhadované produkčné medzery dotknutých členských štátov a ich obchodných partnerov. Pre jednu z metód na odhad cyklických zložiek bilancie bežného účtu pozri Salto, M. a Turrini A.: „Porovnanie alternatívnych metodológií hodnotenia reálneho efektívneho výmenného kurzu“, *European Economy-Economic Papers*, č. 427 (2010).

Graf 1: Deficity (-) a prebytky (+) bežných účtov
2008, 2012 a 2014 (prognóza)
(% HDP)



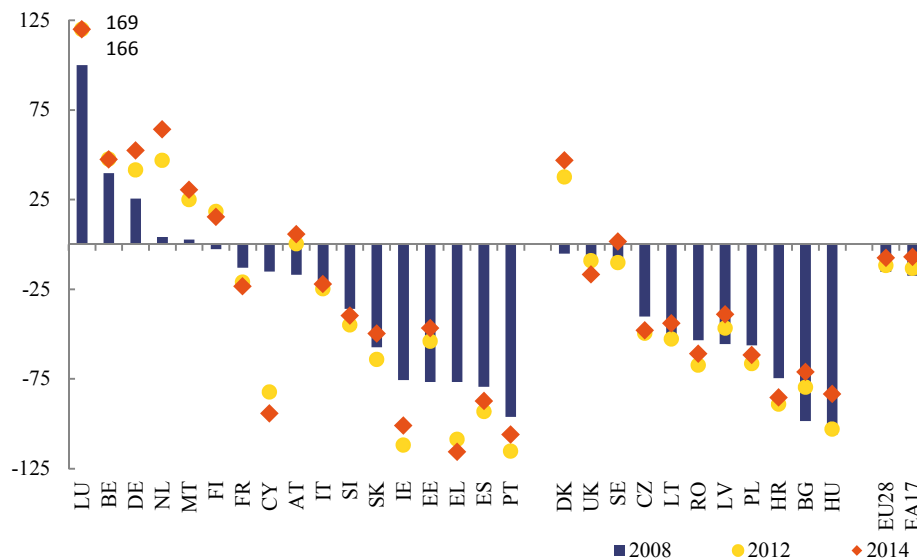
Zdroj:: Eurostat, útvary Komisie.

- **Vonkajšiu udržateľnosť najzraniteľnejších hospodárstiev sa však ešte nepodarilo pevne obnoviť** (graf 2). Väčšina členských štátov zaznamenala veľkú negatívnu čistú medzinárodnú investičnú pozíciu. Vo vnútri eurozóny, predovšetkým v prípade ES a EE, ako aj v prípade štyroch programových krajín PT, EL, IE a CY a mimo eurozóny v prípade BG, HR, HU a LV mal každý z týchto štátov negatívnu čistú medzinárodnú investičnú pozíciu pod 50 percent HDP a v niektorých prípadoch (IE, EL, PT a HU) prekračujúcu ročný HDP. Predovšetkým čistá medzinárodná investičná pozícia CY sa v posledných rokoch rýchlo zhoršovala. Čistá medzinárodná investičná pozícia CZ, LT, PL, SK a SI a tiež RO bola tiež negatívnejšia ako prahová hodnota, bola však stabilná. Všetky tieto členské štáty (s výnimkou EL a CY) zaznamenali v roku 2013 bilanciu bežného účtu nad hodnotou, ktorá v strednodobom výhlade stabilizuje ich vonkajšie záväzky. Menšie deficity alebo dokonca prebytky počas dlhšieho obdobia a dynamickejšia hospodárska činnosť sú však nevyhnutné na zníženie čistej medzinárodnej investičnej pozície na bezpečnejšiu úroveň.⁸ Zlepšenie hodnoty čistej medzinárodnej investičnej pozície sa navyše ešte v niektorých krajinách vzhľadom na veľmi nízky nominálny rast nepremietlo do skutočných údajov. V dôsledku veľkej negatívnej čistej medzinárodnej investičnej pozície sa finančné podmienky týchto štátov stávajú citlivé na zmeny hospodárskych výhladov a záchvevy trhu. Riziká spojené s negatívnou čistou medzinárodnou investičnou pozíciou vrátane dosahu na hospodársku činnosť a finančnú stabilitu veľmi závisia na zložení pasív. V tejto súvislosti majú krajiny, ktoré majú veľké zásoby priamych zahraničných investícií (najmä BG, CZ, EE, SK, LT, LV a IE) lepšie podmienky ako tie, ktorých negatívna čistá medzinárodná investičná pozícia odráža hlavne zahraničný dlh.⁹

⁸ Pozri „Dynamika medzinárodných investičných pozícií“, *Štvrťročná správa o eurozóne*, 2012(3):7-20.

⁹ Pozri Úloha PZI v prevencii nerovnováh v eurozóne, *Štvrťročná správa o eurozóne*, 2013 (2): s. 17-25.

• **Graf 2: Čisté medzinárodné investičné pozície**
2008, 2012 a 2014 (prognóza)
(% HDP)



Poznámka: Prognóza na rok 2014 nepredpokladá zisky/straty z ocenenia.
Zdroj: Eurostat, útvary Komisie.

- **Prebytok bežného účtu niektorých členských štátov ostáva veľmi vysoký** a vysoko nad prahovou hodnotou šiestich percent HDP (graf 1, kolónka 1). Je to tak v prípade DE, LU a NL a v menšom rozsahu aj SE. Dostupné prognózy naznačujú, že tento prebytok by v dohľadnom čase nemal klesnúť. Hoci štrukturálne charakteristiky opodstatňujú pretrvávajúce mierne prebytky v každej z týchto krajín, úrovne zaznamenané v posledných rokoch a prognóza na rok 2014 sú vysoko nad historickou úrovňou a nad väčšinou odhadov, ktoré by ich základné ekonomické veličiny mohli odobriť.¹⁰ Keďže hospodárska činnosť DE utrpela menej ako v prípade väčšiny partnerov, dá sa domnievať, že jeho cyklicky upravený prebytok je vyšší ako skutočné údaje, čo však, ako sa zdá, nie je prípad NL. Prebytky sú dôsledkom silnej konkurencieschopnosti a špecializácie v odvetviach, o ktoré je vo svete väčší záujem – takýto vývoj je vítaný – ale takisto odzrkadľujú utlmený domáci dopyt, ktorý sám o sebe odráža štrukturálne obmedzenia hospodárskeho rastu tvoreného domácimi činiteľmi¹¹. Rast investícií a zníženie celkových úspor by v týchto krajinách zvýšili blahobyt bez narušenia ich konkurencieschopnosti o to viac, že krajiny s prebytkom zvyčajne vykazujú nižšie investície v pomere k HDP ako je priemer EÚ. Vysoké prebytky môžu zároveň tiež odrážať neefektivitu finančného sprostredkovania. Kombinácia týchto vysokých prebytkov a opísaného zníženia deficitov znamená, že eurozóna, ktorá zvykla mať vyrovnanú vonkajšiu pozíciu, sa posunula nad 2 percentá HDP.¹² Toto by mohlo zvýšiť tlak na euro, aby sa posilnilo voči ostatným medzinárodným menám, a vyžadovať ešte silnejšie snahy zraniteľných krajín znížiť pákový efekt a obnoviť konkurencieschopnosť pomocou úpravy nákladov.

¹⁰ Pozri napr. „Správu o problémoch multilaterálnej politiky - 2013“, „Pilotnú správu o vonkajšom sektore“ (jún) a „Hodnotiacu správu pre Nemecko za rok 2013, čl. IV konzultácia“ (august).

¹¹ Týmto otázkam sa už venovali aj odporúčania týmto členským štátom z predchádzajúcich rokov.

¹² Pozri aj Prebytky bežného účtu v EÚ, *European Economy* č. 9, 2012.

- **Vo viacerých krajinách došlo k pokroku v cenovej a necenovej konkurencieschopnosti, a to hlavne v tých najviac zraniteľných.** V poslednej aktualizácii hodnotiacej tabuľky PMN žiadny členský štát (okrem LU), v ostrom kontraste so situáciou spred niekoľkých rokov, nezaznamenal nárast jednotkových nákladov práce (unit labour costs – NLC) presahujúcich nad orientačnú prahovú hodnotu.¹³ Medzi krajinami s najdynamickejším nárastom v minulosti došlo hmatateľnému zníženiu v ES, LV a AT, ako aj v IE a EL.¹⁴ Oživenie konkurencieschopnosti je kľúčové pre proces úprav hospodárstiev s najväčšími výzvami týkajúcimi sa vonkajšej udržateľnosti. Bez tohto nárastu sa bude zníženie ich deficitov uskutočňovať najmä prostredníctvom zníženia dovozov a životnej úrovne. Žiadna z krajín navyše nezaznamenala *zhodnotenie* reálneho efektívneho výmenného kurzu (real effective exchange rate – REER) nad orientačnou prahovou hodnotou. V niekoľkých členských štátoch bola v skutočnosti úroveň *zhodnocovania* reálneho efektívneho výmenného kurzu nad prahovou hodnotou, a to najmä vzhľadom na vývoj nominálneho výmenného kurzu eura (a mimo eurozóny, vzhľadom na ostatné národné meny). Necenová konkurencieschopnosť sa posudzuje zložitejšie. Napriek tomu však existujú dôkazy o náraste vo viacerých krajinách prostredníctvom zvýšenia objemu vývozu na nové trhy a do nových odvetví.
- **Výkonnosť vývozu sa vo viacerých krajinách zlepšila, ale väčšina členských štátov (EÚ) stále globálne stráca podiely na trhu.** Za posledných päť rokov zvýšili svoj podiel na trhu iba BG, EE, LV, LT, MT, PL a tiež RO, ktoré spolu nepresahujú viac ako 5,5 percenta vývozu EÚ, a v roku 2012 získali podiel na trhu iba LV a LT. Straty podielu na trhu boli mimoriadne vysoké v HR, CY, IT, FI, ako aj v EL. Počas posledných rokov bol však v medzi jednotlivými krajinami EÚ menej heterogénny a došlo k zlepšeniu výkonnosti vývozu v krajinách ako ES a PT. V hodnotení vývoja v oblasti podielu na vývoznom trhu by sa mali brať do úvahy aj relatívne straty spojené s expanziou veľkých rozvíjajúcich sa ekonomík, ako je napríklad Čína, Brazília, Rusko, India a ďalšie. Ak by sme však výkon porovnali aj s inými rozvinutými ekonomikami, napr. s krajinami OECD, nebola výkonnosť vývozu väčšiny členských štátov za posledných päť rokov veľmi priaznivá.
- **Úpravy súvah v mnohých členských štátoch pokračujú, ale súkromný dlh ostáva vysoký** (graf 3). Napriek prebiehajúcim snahám o znižovanie pákového efektu dlh súkromného sektora stále prekračuje vo väčšine členských štátoch orientačnú prahovú hodnotu.¹⁵ Tempo a rozsah prebiehajúcich úprav sa však v jednotlivých krajinách rôzni. Výrazné úpravy v ES, HU, LT a SI boli sprevádzané významným rastom konsolidovaného pomeru súkromného dlhu k DPH v BE, FR a FI, ako aj CY a IE. Veľký podiel na úpravách v súkromnom sektore v roku 2012 možno pripísať znižovaniu pákového efektu domácností (najmä v DK, EE a UK, ako aj v PT)¹⁶.

¹³ Spojenie medzi jednotkovými nákladmi práce, vývoznými cenami a vyrovnaním pozri v publikácii „Zvyšovanie ceny práce rastom nákladov, ziskov a vyrovnaním v zraniteľných členských štátoch“, Štvrtročná správa o eurozóne č.3, 2012: s. 19-25.

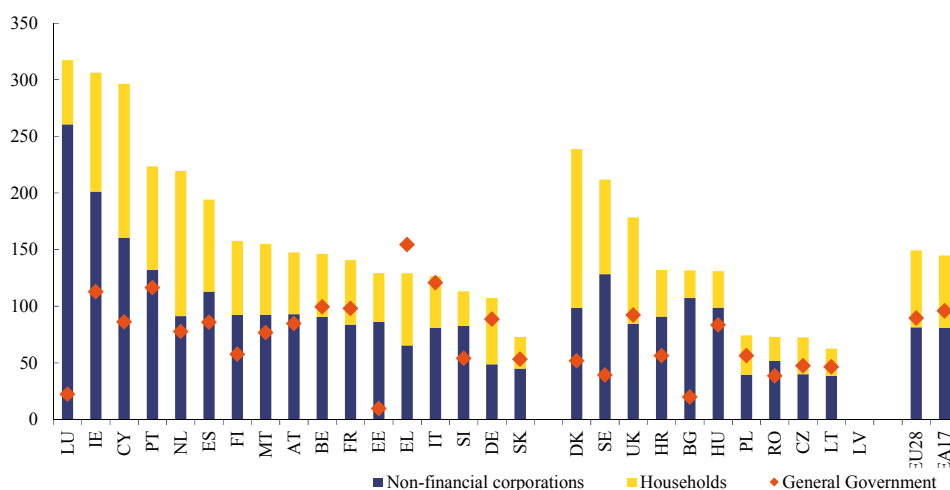
¹⁴ Pozri aj „Vývoj na trhu práce v EÚ -2013“, *European Economy* č. 6, 2013 a „Ukazovatele zhodnotenia vývoja miezd“, *European Economy-Occasional Papers*, 146.

¹⁵ Pozri aj „Zdokonaľovanie hodnotiacej tabuľky PMN - technické zmeny v hodnotiacej tabuľke a vedľajších ukazovateľoch“, pozri citáciu týkajúcu sa zmien v definícii dlhu súkromného sektora v hodnotiacej tabuľke.

¹⁶ Pozri aj „Hodnotenie dynamiky znižovania pákového efektu súkromného sektora“, *Štvrtročná správa o eurozóne* č.1, 2013: s. 26-32 a Cuerpo, C. et al, 2013. „Zadlžovanie, dynamika znižovania pákového efektu a makroekonomické úpravy“, *European Economy-Economic Papers*, 477.

- **Dynamika znižovania pákového efektu je ovplyvnená súvisiacimi podmienkami na trhu s úvermi** a prístupom k financovaniu. V roku 2012 bol rast úverov vo všeobecnosti pod prahovou hodnotou. Toto súvisí tak s faktormi na strane ponuky ako aj dopytu, ktoré nie sú ľahko rozoznateľné. Banky zmenšili v niekoľkých krajinách svoje súvahy, čo sa odrazilo na ukazovateli týkajúcom sa záväzkov finančného sektora. Znižovanie čistého úveru poukázalo v roku 2012 v programových krajinách EL, IE a PT na dodatočný nedostatok v hospodárskej činnosti, čím dočasne prostredníctvom nepriaznivého účinku menovateľa rastie pomer dlhu k DPH. V niektorých krajinách predstavujú negatívne spätné väzby medzi nutným tlakom na znižovanie pákového efektu a hospodárskou činnosťou pretrvávajúci dôvod na obavy. Naopak, úpravy v BG, DE, AT, PL a UK boli postavené na zníženom tlaku na úverové trhy a raste silnejšieho nominálneho HDP. Sektorové rozdelenie poukazuje na to, že medzi krajinami, ktoré znižujú pákový efekt v podnikovom sektore, patria negatívne čisté úverové toky k významným prispievateľom v ES, HU a SI, ako aj v EL. Finančné ťažkosti by mohli nakoniec viesť k nižším investíciám v zraniteľných členských štátoch, k oneskoreniu oživenia a účinného opätovného vyváženia hospodárstva smerom k produktívnejším a na vývoz orientovaným priemyslom.¹⁷

Graf 3: Dlh nefinančných spoločností, domácností a celkový verejný dlh
2012
(% HDP)



Poznámka: Agregované ukazovatele súkromného dlhu EÚ28 a EÚ17 sa stanovili ako vyvážený priemer konsolidovaných údajov o úrovni jednotlivých krajín.
Zdroj: Eurostat.

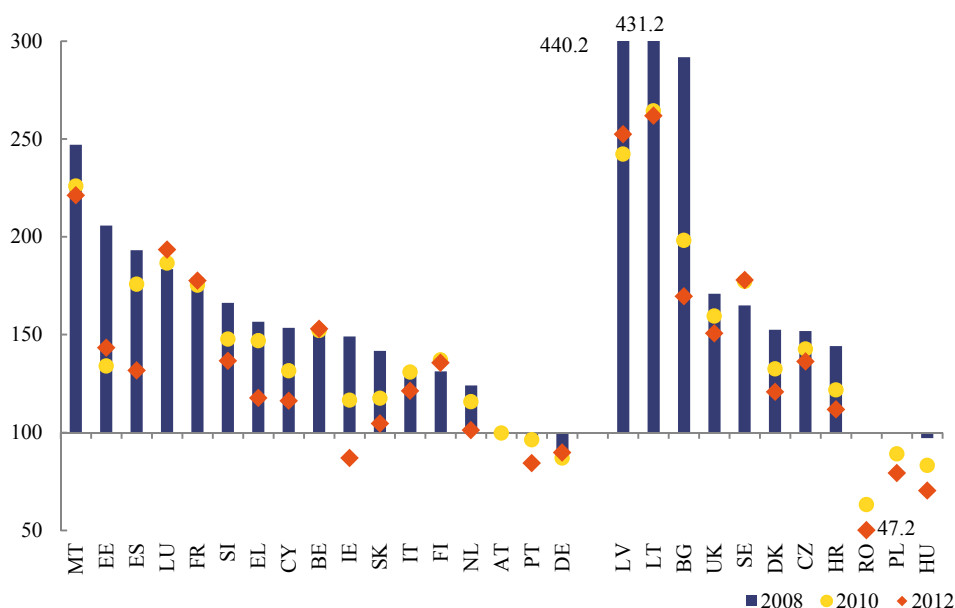
- **Zníženie cien nehnuteľností bolo rozsiahle a zintenzívnilo sa** (graf 4). Reálne ceny nehnuteľností¹⁸ sa v roku 2012 ďalej menili, čo malo v BG, DK, ES, HU, IT, NL, SI a SK, ako aj v IE, PT a RO za následok značne negatívnu mieru rastu, ako aj sprísnené úverové podmienky a snahy domácností o zníženie pákového efektu. Iba v DE, EE, LU, MT a AT ceny nehnuteľností upravené o defláciu rástli. Nápravy sa navyše v roku 2012 zrýchlili v krajinách, ktoré už čelia vysokému kumulovanému pádu v porovnaní s ich najvyššími hodnotami, ako napríklad BG, ES, NL, SI a tiež CY. Zmenšovanie trhu

¹⁷ Pozri aj „Preskúmanie tovarového trhu - 2013“, *European Economy* (nasledujúce číslo), 2013 a „Hnacie sily rozdielnych finančných podmienok v členských štátoch“, *Štvrtročná správa o eurozóne č. 1*, 2013: s. 19-25.

¹⁸ Relatívne (alebo skutočné) ceny nehnuteľností, t.j. ceny znížené deflátorom spotreby.

s nehnuteľnosťami sa spája s politikami týkajúcimi sa zámerov na opätovné vyváženie mimo vlastníctva domov a jeho dlhového financovania. Dôležité reformy zamerané na podporu trhov s prenájmom, znižovanie fiškálnych stimulov pre nástroje zamerané na hypotéky alebo na znižovanie zraniteľnosti súvah domácností v súvislosti s príjmom a otrasmi úrokových sadzieb, by mohli prispieť k zníženiu volatility trhov s nehnuteľnosťami a k zmierneniu ekonomických dosahov ich výkyvov.¹⁹

Graf 4: Ceny nehnuteľností (znížené)
2008, 2012 a 2012
(index 2000=100, u.o.i.)



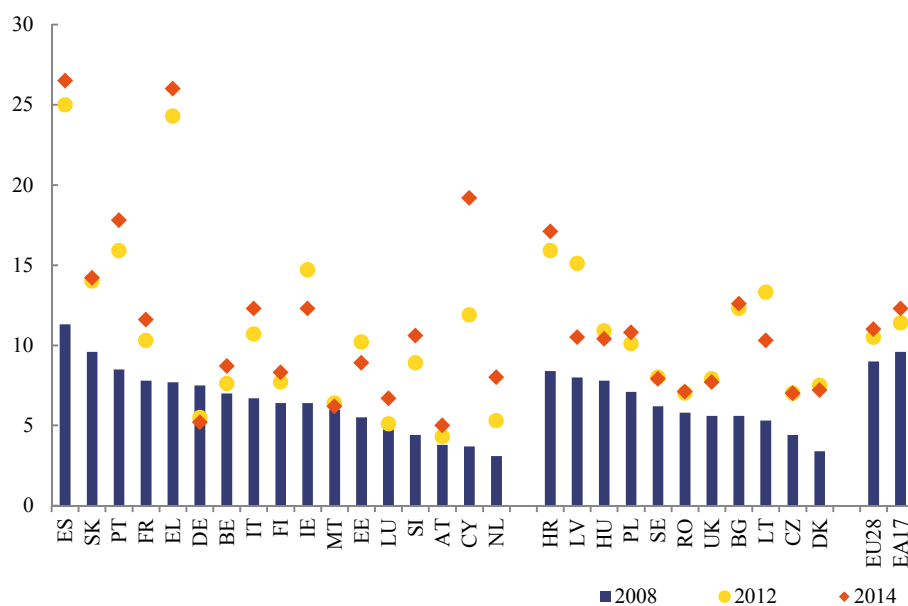
Poznámka: Vzhľadom na chýbajúce údaje sú východiskové roky pre CZ 2004, pre EE a SI 2003, pre CY 2002, pre SK 2006, pre HU 2007 a pre PL, AT a RO 2008. Vzhľadom na nekompletné údaje pre AT sa červený diamant vzťahuje na rok 2011; dostupné informácie naznačujú v roku 2012 silný rast.
Zdroj: Eurostat, ECB, OECD, BIS.

- **Zamestnanosť a sociálna situácia sa vo viacerých krajinách počas procesu opätovného vyváženia zhoršila.** To sa najmä týka nezamestnanosti, ktorá vo viacerých členských štátoch veľmi výrazne vzrástla. ES, HR, LV a LT, ako aj v EL, IE, CY a PT zaznamenali vysokú alebo veľmi vysokú mieru nezamestnanosti (graf 5). Iba v DE bola miera nezamestnanosti v roku 2012 nižšia ako v roku 2008 a iba niekoľko členských štátov zaznamenalo v posledných rokoch obmedzený rast nezamestnanosti. Ostatné ukazovatele nezamestnanosti, ako napríklad nezamestnanosť mladých alebo dlhodobá nezamestnanosť, tiež značne rástli, najmä v EL a ES, čo v rámci EÚ viedlo veľkým rozdielom. Slabá hospodárska činnosť a v niektorých prípadoch útlm v dôležitých sektoroch s vysokým podielom práce ako je stavebníctvo (napr. v ES, SI a IE), sú súčasťou procesu úprav smerujúceho k presunu prostriedkov z neobchodovateľného sektora do obchodovateľného sektora a k presunu výdavkov na tovar domácej výroby. Aj

¹⁹ Pozri „Hodnotenie dynamiky cien nehnuteľností v eurozóne“, *Štvrťročná správa o eurozóne č. 4, 2012*: s. 7-18. „Zdaňovanie bývania“, *Štvrťročná správa o eurozóne č. 4, 2012*: s. 25-30 a „Daňové reformy v členských štátoch EÚ 2013“, *European Economy č. 5, 2013*, konkrétne oddiel 2.6.

keď je proces prerozdelenia zdrojov nevyhnutný a žiaduci, je to stále proces, ktorý stojí peniaze. Vysoká nezamestnanosť navyše poukazuje na nedostatočnú výkonnosť celkového hospodárstva, znehodnotenie ľudského kapitálu a na vyhliadky nižšieho rastu. Viaceré reformné prúdy tak na trhu práce, ako aj na tovarových trhoch napomohli uľahčenie tohto procesu, avšak nárast nezamestnanosti bol značný a v mnohých členských štátoch prekonal predchádzajúce vrcholy. Na lepšie zváženie sociálneho dosahu nerovnováh a úprav sa za účelom ekonomického čítania pridalo do hodnotiacej tabuľky viacero sociálnych a vedľajších ukazovateľov. Miera nezamestnanosti poukazuje na zhoršené zosúladienie ponuky a dopytu na trhu práce. Rast miery dlhodobej nezamestnanosti a nezamestnanosti mladých ľudí, neaktivita, chudoba a sociálne vylúčenie sú znakom nedostatočného využitia zdrojov a zhoršenia sociálnej súdržnosti.

Graf 5: Miera nezamestnanosti
2008, 2012 a 2014 (prognóza)



Zdroj: Útvary Komisie.

- **Pracovná mobilita v rámci EÚ rastie.** V roku 2012 vzrástla migrácia vo vnútri EÚ na 6,5 milióna, čo je v porovnaní s rokom 2011 nárast o 200 tisíc, čo sa značne odrazilo na situácii na pracovnom trhu. V LV a LT, odrážajúc určité zlepšenia na trhu práce, bola negatívna čistá migrácia miernejšia ako v predchádzajúcich rokoch. Pre porovnanie v PT a ES viedol nárast miery nezamestnanosti v oboch krajinách k zrýchleniu čistého migračného odlevu, čo však bolo spojené s významným počtom vracajúcich sa migrantov z nečlenských štátov EÚ. Krajiny s relatívne nízkou mierou nezamestnanosti, ako napríklad DE, AT a SE, naďalej zaznamenávali nárast čistého prisťahovalectva. Migrácia môže zohrávať úlohu pri úprave prostredníctvom uľahčenia prerozdelenia pracovnej sily z oblastí, ktoré sú postihnuté nezamestnanosťou, do oblastí, kde je dopyt po pracovnej sile výrazný. Krajiny, ktoré prekonávajú negatívne čisté migračné odlevy, však musia pokračovať vo vykonávaní politik na zlepšenie potenciálneho rastu tak, aby v strednodobom horizonte získali kapacitu prilákať kvalifikované pracovné sily, ktoré možno počas tejto prechodnej fázy úprav stratili.

3. PRIPOMIENKY PRE JEDNOTLIVÉ KRAJINY NA ZÁKLADE HODNOTIACEJ TABUĽKY

Poznámky uvedené ďalej sa netýkajú členských štátov, ktoré podliehajú dohľadu v rámci programu makroekonomických úprav podporovaných prostredníctvom finančnej pomoci²⁰. Týka sa to Grécka, Cypru a Portugalska a Rumunska. V tejto správe sa diskutuje aj o prípade Írska, ale jeho situácia sa prehodnotí v kontexte MIP na konci prebiehajúcej finančnej pomoci, ktorej ukončenie sa očakáva vo februári 2014.

Belgicko: V apríli 2013 Komisia dospela k záveru, že v Belgicku existujú makroekonomické nerovnováhy, najmä pokiaľ ide o vývoj týkajúci sa konkurencieschopnosti a zadlženosti, a predovšetkým dôsledkov, ktorý má vysoký verejný dlh na reálnu ekonomiku. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke niekoľko ukazovateľov – rovnakých ako minulý rok – prekračuje svoje orientačné prahové hodnoty. Ide konkrétne o stratu podielov na vývoznom trhu, ako aj o dlh súkromného a verejného sektora. Dlhodobé trendy v stratách podielov na trhu sa v roku 2012 opäť zrýchlili, hoci v roku 2013 sa očakáva iba mierne zrýchlenie s vplyvom na pokračujúci negatívny vývoj tovarovej bilancie. Pozícia bežného účtu sa ďalej zhoršovala a v súčasnosti vykazuje nízky deficit. Čistá medzinárodná investičná pozícia však ostáva stabilná a pozitívna. Čo sa týka nákladovej konkurencieschopnosti, dostupné ukazovatele naznačujú istú stabilizáciu. Napriek tomu sa jednotkové náklady práce, ktoré síce boli pod orientačnou prahovou hodnotou, v roku 2012 opäť zrýchlili, hoci v roku 2013 sa očakáva zmiernenie. Reálny efektívny výmenný kurz sa v roku 2012 trochu znehodnotil v súlade s výmenným kurzom eura. V roku 2012 súkromný dlh narástol a ostáva vysoko nad prahovou hodnotou, a to aj po konsolidácii domácich medzipodnikových úverov. Verejný dlh naďalej rástol a v roku 2013 sa očakáva, že prekoná 100 percent HDP. V ďalších rokoch sa však očakáva jeho významná stabilizácia. Navyše sa musia monitorovať aj podmienené záväzky, keďže by mohli mať dosah na pozíciu verejných financií ako aj na reálne hospodárstvo. Záväzky finančného sektora sa v roku 2012 znížili a pákový efekt finančného sektora padlo na najnižšiu úroveň sa posledných päť rokov. Ceny nehnuteľností sa v roku 2012 mierne znížili po tom, ako boli od roku 2008 stabilné, čo naznačuje, že sa úpravy začínajú postupne uskutočňovať. *Komisia vo všeobecnosti aj vzhľadom na zistenie nerovnováh v apríli považuje za užitočné ďalej preskúmať pretrvávajúce nerovnováhy alebo ich odstraňovanie.*

Bulharsko: V apríli 2013 Komisia dospela k záveru, že v Bulharsku existujú makroekonomické nerovnováhy, najmä pokiaľ ide o dosah znižovania pákového efektu v podnikovom sektore, ako aj pokračujúca úprava vonkajších pozícií, konkurencieschopnosti a úpravy na trhoch práce. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke niekoľko ukazovateľov prekračuje svoje orientačné prahové hodnoty. Ide konkrétne o čistú medzinárodnú investičnú pozíciu a nezamestnanosť. Zdá sa, že riziká vyplývajúce z vonkajšej pozície sa v porovnaní s predchádzajúcimi rokmi znížili. Negatívna čistá medzinárodná investičná pozícia ostáva

²⁰ Tento prístup, ktorý zabráňuje duplikácii postupov a ohlasovacie povinnosti bol stanovený v nariadení 472/2013 (Ú.v. EÚ L140, 27.5.2013, s.1), ktoré je súčasťou tzv. „balík dvoch legislatívnych návrhov“. Je tiež v súlade s návrhom Komisie o systéme finančnej pomoci členským štátom, ktoré nie sú v eurozóne (COM (2012) 336, 22.6.2012). Detailnú diskusiu o ekonomickej situácii a pokroku v odstraňovaní nerovnováh v týchto členských štátoch pozri správy o plnení záväzkov v: *European Economy-Occasional Papers*, s. 162 (Írsko), s. 159 (Grécko), s. 161 (Cyprus), s. 156 (Rumunsko) a s.153 (Portugalsko). V tejto správe sa diskutuje aj o Španielsku, a to v súvislosti s výhodami oficiálneho financovania rekapitalizácie bánk: pozri *European Economy-Occasional Papers*, s. 155. V súvislosti s „balíkom dvoch legislatívnych návrhov“ pozri „Balík dvoch legislatívnych návrhov týkajúci sa správy ekonomických záležitostí“, *European Economy-Occasional Papers*, s. 147.

vysoká, kým čistý zahraničný dlh je značne nižší vzhľadom na priame zahraničné investície (ďalej len „PZI“). Navyše, tak negatívna čistá medzinárodná investičná pozícia, ako aj čistý zahraničný dlh podliehajú podobnému klesajúcemu trendu, ktorý je poháňaný úpravou bežného účtu smerom k vyrovnanosti a pokračujúcim pozitívnym prínosom kapitálových prevodov. Náprava bežného účtu sa zdá byť hlavne necyklická a má iba relatívne malý dosah na hospodársku činnosť. Ukazovatele cien a cenovej konkurencieschopnosti sa naďalej zlepšovali a zdá sa, že podporujú budúci rast vývozu. Ukazovateľ nominálnych jednotkových nákladov práce dosiahol v roku 2012 súlad s prahovými hodnotami hodnotiacej tabuľky, pričom vychádzal z nižšieho rastu miezd a nárastu udržateľnej produktivity, pričom odrážal tiež prepúšťanie. Prebieha znižovanie pákového efektu v súkromnom sektore. Dlh nefinančných spoločností v Bulharsku je v porovnaní s podobnými krajinami relatívne vysoký, hoci je jeho veľká časť výsledkom cezhraničných vnútropodnikových pôžičiek. Objem úverov je stále utlmený, čo odráža pomalé hospodárske oživovanie. Trh práce je ostáva naďalej slabý a nezamestnanosť, vrátane nezamestnanosti mladých ľudí a dlhodobej nezamestnanosti, rastie, hoci sa zdá, že sa v priebehu roka 2013 ustálila. Chudoba a sociálne vylúčenie v posledných rokoch tiež narástli a miera NEET²¹ je najvyššia v celej EÚ. *Komisia vo všeobecnosti aj vzhľadom na zistenie nerovnováh v apríli považuje za užitočné ďalej preskúmať pretrvávajúce nerovnováh alebo ich odstraňovanie.*

Česká republika: V predchádzajúcich kolách PMN neboli v Českej republike zaznamenané nerovnováhy. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke je čistá medzinárodná investičná pozícia negatívna a je naďalej nad orientačnou prahovou hodnotou. Tento ukazovateľ sa ďalej zhoršoval kvôli deficitom bežného účtu, ktoré sa pohybovali v rozmedzí 2,5 percenta – 3 percent HDP, avšak v nasledujúcich rokoch sa očakáva ich pokles. Riziká spojené s vonkajšou pozíciou ostávajú obmedzené, keďže väčšina zahraničných záväzkov je určená pre priame zahraničné investície a dlh v dôsledku čoho je čistý zahraničný dlh veľmi nízky. Kým PZI pomohli na začiatku storočia zlepšiť výkonnosť vývozu, zvyšovanie podielov na vývoznom trhu sa výrazne znížilo a dokonca sa v priebehu rokov 2010 – 2012 zmenilo na mierne straty. Celohospodárske ukazovatele konkurencieschopnosti, ako napríklad reálny efektívny výmenný kurz a jednotkové náklady práce, sa zatiaľ nezlepšili natoľko, aby boli v nasledujúcich rokoch dostatočné na zlepšenie vyhládok výkonnosti vývozu. Na vnútornej strane prispel prílev zahraničného kapitálu pred krízou k rýchlemu rastu reálnych cien nehnuteľností. Kým prebiehajúce úpravy cien podstatne neohrozili stabilitu finančného sektora, rast úverov je už niekoľko rokov utlmený. Miera zadlženia súkromného sektora je však stále výrazne pod orientačnou prahovou hodnotou. Trh práce si vo všeobecnosti poradil s nedávnym oslabením hospodárskej činnosti relatívne dobre, pričom miera nezamestnanosti vzrástla v roku 2012 na 7 percent. Nezamestnanosť mladých ľudí (19,5 percenta v roku 2012) sa však, hoci je stále pod priemerom EÚ, od roku 2008 viac ako zdvojnásobila a je nepravdepodobné, že sa pri súčasnom tempe hospodárskej činnosti zlepší. *Komisia vo všeobecnosti v tejto etape nevykoná ďalšiu hĺbkovú analýzu v kontexte PMN.*

Dánsko: V apríli 2013 Komisia dospela k záveru, že v Dánsku existujú makroekonomické nerovnováhy, najmä pokiaľ ide o vývoj týkajúci sa vysokej zadlženosti domácností a pokračujúcu úpravu na trhu s nehnuteľnosťami. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke boli tie isté ukazovatele ako minulý rok nad orientačnou prahovou hodnotou, konkrétne dlh súkromného sektora a straty podielov na vývoznom trhu. Tieto sa spájajú so zhoršením konkurencieschopnosti počas uplynulého desaťročia. Očakáva sa však, že súčasné zmiernenie

²¹ Miera mladých ľudí, ktorí nemajú zamestnanie, nepokračujú vo vzdelávaní a ani v odbornej príprave.

rastu miezd a nominálnych jednotkových nákladov práce, ako aj pokles reálneho efektívneho výmenného kurzu podporí už prebiehajúce oživenie konkurencieschopnosti. Bežný účet sa už dva roky nachádza v pozitívnej oblasti a prebytok je v súčasnosti blízko hornej hranice prahovej hodnoty, zatiaľ čo čistá medzinárodná investičná pozícia sa naďalej posilňuje. Nárast cien nehnuteľností pred rokom 2008 posunul dlh domácností na veľmi vysokú úroveň. Dlh súkromného sektora je preto takisto vysoko nad hraničnou hodnotou, avšak od roku 2009 sa postupne znižuje. Koncentrácia dlhu v domácnostiach s vysokým príjmom navyše redukuje riziká spojené s úrokovými šokmi. Trh s nehnuteľnosťami stále stagnuje, hoci ceny sa oproti minulému roku o niečo zvýšili. *Komisia vo všeobecnosti aj vzhľadom na zistenie nerovnováh v apríli považuje za užitočné ďalej preskúmať pretrvávajúce nerovnováh alebo ich odstraňovanie.*

Nemecko: V predchádzajúcich kolách PMN neboli v Nemecku zaznamenané nerovnováhy. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke niektoré ukazovatele prekračujú svoje orientačné prahové hodnoty. Ide najmä o znehodnocovanie REER, straty podielov na vývoznom trhu a dlh verejného sektora. Z vonkajšieho hľadiska je ukazovateľ týkajúci sa salda bežného účtu vysoko nad orientačnou prahovou hodnotou a berúc do úvahy veľkosť nemeckého hospodárstva predstavuje nemecký prebytok bežného účtu väčšinu prebytku eurozóny. Na základe štatistických revízií prekonával ukazovateľ prahovú hodnotu každý rok od roku 2007. Posledné štvrtročné údaje a jesenná prognóza Komisie naznačujú, že prebytok bude v roku 2013 na rovnakej úrovni ako v roku 2012: 7 percent HDP. Pri pohľade do budúcnosti sa podľa najnovších predpovedí útvarov Komisie očakáva, že prebytok ostane počas prognózovaného obdobia nad orientačnou prahovou hodnotou, čo naznačuje, že nejde iba o krátkodobý cyklický fenomén. Vysoké prebytky sa odrážajú v silne pozitívnej a rastúcej čistej medzinárodnej investičnej pozícii a v pozitívnych bilanciách príjmov. Tieto môžu spôsobiť tlaky na euro, aby sa zhodnocovalo voči ostatným menám. V prípade uskutočnenia takýchto tlakov by pre okrajové krajiny bolo oveľa komplikovanejšie obnoviť svoju konkurencieschopnosť prostredníctvom vnútorného znehodnocovania. Vysoký prebytok v nemeckom hospodárstve odráža skôr vyššie úspory ako investície. Miera úspor domácností je v eurozóne medzi najvyššími. Napriek druhému najnižšiemu podielu dlhu súkromného sektora (firmy a domácnosti) na HDP v eurozóne a priaznivým úrokovým podmienkam pokračovalo, hoci zníženým tempom, znižovanie pákového efektu súkromného sektora, pričom však nepodporilo vysoký súkromný dopyt. Toky súkromných úverov zostal mierny, kým tvorba hrubého fixného kapitálu sa minulý rok znížila. Predchádzajúce odporúčania sa sústredili na potrebu posilniť domáce zdroje potenciálneho rastu v kontexte nepriaznivých demografických vyhládok. Dynamika vonkajšej pozície Nemecka zaručuje ďalšie prešetrovanie s cieľom lepšie pochopiť okrem iného úlohu istých domácich znakov vrátane finančných tokov, rovnováhy odvetvových úspor a investícií a vývoja bežného účtu. Harmonizovaný index spotrebiteľských cien založený na reálnom efektívnom výmennom kurze sa v rokoch 2010 – 12 znehodnocoval hlavne voči partnerom mimo eurozóny, čo odrážalo nominálne znehodnotenie eura, avšak znehodnotenie bolo menšie voči partnerom v eurozóne. To prispelo ku konkurencieschopnosti nemeckých firiem voči ich konkurentom mimo eurozóny. Jednotkové náklady práce rástli viac ako priemer eurozóny, čo súvisí s mohutným trhom práce, rastom miezd a relatívne nízkym rastom produktivity. Súvisiace zhodnotenie reálneho efektívneho výmenného kurzu však bolo v porovnaní s nárastom zaznamenaným v predkrízovom desaťročí malé. Celkový dlh verejného sektora je nad orientačnou prahovou hodnotou, avšak od roku 2013 by sa mal podľa predpovedí znižovať. Ceny nehnuteľností mierne vzrástli, s prudkým zvýšením v niektorých mestských oblastiach. *Komisia vo všeobecnosti považuje za užitočné vykonať hĺbkovú analýzu s cieľom posúdiť, či existuje nerovnováha.*

Estónsko: V predchádzajúcich kolách PMN neboli v Estónsku zaznamenané nerovnováhy. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke niekoľko ukazovateľov stále prekračuje svoje orientačné prahové hodnoty. Ide najmä o negatívnu čistú medzinárodnú investičnú pozíciu a nezamestnanosť. Negatívna čistá medzinárodná investičná pozícia, hoci zostáva výrazne pod orientačnou prahovou hodnotou (-54 percent HDP v roku 2012), sa zlepšuje napriek malému deficitu bežného účtu. Toto sa dá sčasti vysvetliť zmenšujúcim sa prebytkom obchodnej bilancie – z dôvodu strát podielu na vývoze – čo sa čiastočne odrazilo na rastúcich nominálnych jednotkových nákladoch práce – a zotavujúcim sa domácim dopytom. Keďže však polovica vonkajších záväzkov pozostáva z priamych zahraničných investícií, zostávajú riziká limitované. V otázke zahraničného dlhu sa Estónsko zmenilo na čistého veriteľa. Súčasne, kým ukazovateľ nezamestnanosti presahuje prahovú hodnotu hodnotiacej tabuľky, nezamestnanosť na konci roku 2013 rapídne klesla na 9,25 percenta. Dlhodobá nezamestnanosť však napriek tomu ostáva pomerne vysoká, ako aj ostatné ukazovatele spojené s chudobou, sociálnym vylúčením, závažnou materiálnou depriváciou a nízkou pracovnou intenzitou. Zadlženie súkromného sektora krajiny sa naďalej znižuje, v roku 2012 dosiahlo úroveň 129 percent HDP, čo je sprevádzané veľkým nominálnym rastom HDP. Znižovanie pákového efektu súkromného sektora sa však takmer zastavilo. Stále pomerne vysoký dlh súkromného sektora pravdepodobne v budúcnosti obmedzí úverový rast a môže predstavovať brzdu strednodobého priemerného rastu. *Komisia vo všeobecnosti v tejto fáze nevykoná ďalšiu hĺbkovú analýzu v kontexte PMN.*

Írsko: Od decembra 2010 Írsko vykonáva program makroekonomických úprav podporovaných prostredníctvom finančnej pomoci. Dohľad nad nerovnovahami a monitorovanie nápravných opatrení sa uskutočňuje v tomto kontexte, a nie v kontexte PMN. V rámci tohto programu dosiahlo Írsko výrazné napredovanie smerom k náprave svojich nadmerných nerovnováh. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke je niekoľko ukazovateľov nad prahovou hodnotou, konkrétne ide o negatívnu čistú medzinárodnú investičnú pozíciu, znehodnotenie reálneho efektívneho výmenného kurzu, straty podielov na vývoznom trhu, dlh súkromného a verejného sektora a nezamestnanosť. Čo sa týka vonkajších nerovnováh, bežný účet bol v prebytku od roku 2010 (čo sa však ešte len musí odraziť v zlepšujúcej sa čistej medzinárodnej investičnej pozícii), čo je hlavne výsledok účinkov oceňovania, ktoré sú však samé o sebe znakom dôvery v hospodárstvo. Takisto riziká súvisiace s vonkajšími záväzkami je potrebné vnímať v súvislosti s veľkými priamymi zahraničnými investíciami. Znižujúce sa jednotkové náklady práce a znehodnotenie reálneho efektívneho výmenného kurzu opravili chorobné javy rokov rozmachu a opäť ich premietli do rastu konkurencieschopnosti. Dôsledkom toho sa strata podielov na vývoznom trhu v roku 2012 spomalila, pričom k pretrvávajúcim narušeniam stále dochádza na pozadí výrazného posunu v zložení vývozu tovaru, vplyvov kľúčových vyvážených liekov, ktorým končí patentová ochrana, a posunu smerom k vývozu služieb. Čo sa týka vnútorných nerovnováh, ceny nehnuteľností, ktoré za posledných päť rokov klesali a ktoré sú v súčasnosti podľa viacerých kritérií podhodnotené, sa stabilizovali alebo začali mierne rásť. Hoci dlh súkromného sektora ostáva nad prahovou hodnotou, znižovanie pákového efektu pokračuje dobre napriek silnému protivetru spôsobenému pádom disponibilných príjmov. Banky boli požiadané, aby zvýšili svoje úsilie na zníženie portfólia nesplácaných úverov, a to najmä prostredníctvom dokončenia udržateľných riešení pre nevyplatené hypotéky. Súvisiace zdravie súvah bánk sa takisto posudzuje(vykonáva) prostredníctvom komplexného hodnotenia v rámci programu. Prísne dodržiavanie fiškálnych cieľov dohodnutých v tomto programe znamená, že sa vrchol celkového dlhu verejného sektora vyjadrený ako percento HDP dosiahne v roku 2013 a potom bude klesať. Hoci miera nezamestnanosti zostáva nad prahovou hodnotou, od polovice roku 2012 zaznamenala klesajúci trend, keď v septembri 2013 spadla na 13,25 percenta, pričom

svoj vrchol dosiahla začiatkom roka 2012, kedy bola na úrovni 15 percent. Dlhodobá nezamestnanosť a nezamestnanosť mladých ľudí však napriek všetkému ostáva jedným z mimoriadne závažných problémov a za posledné roky tiež významne vzrástla chudoba a sociálne vylúčenie. *Prebiehajúci program finančnej pomoci a úprav prispel k zníženiu makroekonomických nerovnováh a riadeniu súvisiacich rizík. Situácia Írska sa prehodnotí v kontexte MIP po uzavretí programu.*

Španielsko: V apríli 2013 dospela Komisia k záveru, že v Španielsku existujú nadmerné nerovnováhy, najmä pokiaľ ide o veľmi vysokú úroveň domáceho a zahraničného dlhu, ktorá naďalej predstavuje riziko pre rast a finančnú stabilitu.²² Navyše napriek prebiehajúcemu opätovnému vyváženiu hospodárstva však objem potrebných úprav a dodatočné zraniteľné miesta spojené s vysokou nezamestnanosťou a rastúcim dlhom verejného sektora predstavujú závažný problém do budúcnosti, ktorý si bude vyžadovať pokračujúce politické opatrenia. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke je niekoľko ukazovateľov nad orientačnou prahovou hodnotou, konkrétne ide o negatívnu čistú medzinárodnú investičnú pozíciu, znehodnotenie reálneho efektívneho výmenného kurzu, straty podielov na vývoznom trhu dlhy súkromného a verejného sektora a nezamestnanosť. Podstatné úpravy bežného účtu, spôsobené veľkým rastom vývozu a znižovaním dovozu, spôsobili zníženie ukazovateľa hodnotiacej tabuľky pod prahovú hodnotu. V roku 2013 sa bežný účet dostával do prebytku, ktorý by mal v nasledujúcich rokoch podľa očakávaní narásť. Napriek tomu však negatívna čistá medzinárodná investičná pozícia ešte nie je stabilizovaná. Zhoršenie v roku 2012 bolo spôsobené hlavne vplyvmi oceňovania, ktoré sú považované za znak dôvery v hospodárstvo. Oživenie konkurencieschopnosti sa v roku zrýchlilo, keďže umiernenosť mzdových požiadaviek prispela k prebiehajúcim silným výhodám produktivity (ktoré však boli z veľkej časti poháňané prepúšťaním) plynúcim zo znižovania jednotkových nákladov práce. Kumulatívne zlepšenie reálneho efektívneho výmenného kurzu prekročilo orientačnú prahovú hodnotu a kompenzuje posilnenie zaznamenané v predchádzajúcich obdobiach. Straty v podieloch vývozného trhu však naďalej pokračovali. Relatívne zhoršenie je však skôr mierne v porovnaní s ostatnými vyspelými krajinami. Dlh verejného sektora rapídne rastie na úkor verejného deficitu, rekapitalizácie bánk a vyrovnaní nedoplatkov dodávateľom. Znižovanie pákového efektu súkromného sektora pokračovalo hlavne v súvislosti s negatívnym úverovými tokmi. Znižovanie pákového efektu domácností bolo o niečo pomalšie ako u podnikov, čo odrážalo hlavne dlhšiu splatnosť dlhu súvisiaceho predovšetkým s hypotékami a v menšej miere uchýľovanie sa k postupom pri platobnej neschopnosti. Proces úpravy na trhu s nehnuteľnosťami sa zrýchlil v súvislosti s veľkým množstvom nepredaných nehnuteľností a slabými základnými ekonomickými veličinami. Sociálne náklady spojené s krízou sú čoraz viditeľnejšie. Vysoký podiel dlhodobej nezamestnanosti a nezamestnanosti mladých ľudí a rastúci počet domácností s veľmi nízkou intenzitou práce kombinovanej s klesajúcimi príjmami domácností si vyberajú svoju daň, čo vedie k rastúcej chudobe a sociálnemu vylúčeniu. *Komisia vo všeobecnosti aj vzhľadom na zistenie nadmerných nerovnováh v apríli považuje za užitočné ďalej preskúmať pretrvávajúce makroekonomických rizík a monitorovanie pokroku v odstraňovaní nerovnováh.*

²² So zreteľom na ambície národného programu reforiem Slovinska a programu stability sa však nepristúpilo k uplatneniu nápravnej časti PMN. Komisia dôsledne monitoruje vykonávanie reforiem politiky a dodržiavanie odporúčaní týkajúcich sa PMN, ktoré Rada prijala v júli. Z toho monitorovania vyplýva, že za posledné mesiace došlo k viditeľnému zvýšeniu tempa reforiem. Napriek omeškaniam pokračovali reformy v súlade so záväzkami NPR a PS a relevantnými odporúčaniami PMN prijatými Radou v júli.

Francúzsko: V apríli 2013 dospela Komisia k záveru, že vo Francúzsku existujú makroekonomické nerovnováhy, a naznačila, že je potrebné prijať rozhodné politické opatrenia. Dotknuté nerovnováhy sa týkajú hlavne zhoršenia bežného účtu, konkurencieschopnosti a vysokého dlhu verejného sektora. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke je viacero hodnotiacich ukazovateľov nad orientačnými prahovými hodnotami, konkrétne ide, ako v minulom roku, o straty podielov na vývoznom trhu, ukazovateľ dlhu súkromného a verejného sektora a v súčasnosti tiež o zhoršenie ukazovateľa reálneho efektívneho výmenného kurzu. Výsledky hodnotiacej tabuľky stále poukazujú na problémy tak na vonkajšej, ako aj vnútornej strane. Francúzsko naďalej stráca podiely na trhu, hoci pomalšie ako EÚ (v eurozóne) ako celku. Tieto straty sa odrážajú v zhoršení salda bežného účtu a v negatívnej čistej medzinárodnej investičnej pozícii aj napriek tomu, že tieto ukazovatele zostávajú pod orientačnou prahovou hodnotou. Tento vývoj sa uskutočnil napriek zhoršujúcim sa reálnym efektívnym výmenným kurzom a relatívne ustáleným jednotkovým nákladom práce, čo len ďalej kladie veľký dôraz na necenovú konkurencieschopnosť. Predchádzajúce analýzy skutočne poukázali na negatívny vplyv slabej ziskovosti francúzskych spoločností na ich investičný potenciál, ako aj na ich inovačnú kapacitu, čo je na úkor ich konkurencieschopnosti. Slabá ziskovosť podnikov tiež nepriaznivo ovplyvňuje ich kapacitu na znižovanie pákového efektu, čím prispieva k nárastu zadlženosti súkromného sektora. Dlh domácností pritom zostáva relatívne nízky, hoci ich úverovú bonitu poškodilo zníženie disponibilných príjmov domácností v kontexte rastúcej nezamestnanosti. Zvýšenie úrovne súkromného dlhu vzbudzuje obavy v súvislosti so stále rastúcim dlhom verejného sektora, ktorý je v súčasnosti nad úrovňou 90 % HDP. *Komisia vo všeobecnosti aj vzhľadom na zistenie nerovnováh v apríli považuje za užitočné ďalej preskúmať riziká spojené s pretrvávaním nerovnováh.*

Chorvátsko vstúpilo do EÚ 1. júla 2013. V hodnotiacej tabuľke PMN niekoľko ukazovateľov prekračuje svoje orientačné hraničné hodnoty. Ide konkrétne o čistú medzinárodnú investičnú pozíciu, stratu podielov na vývoznom trhu a mieru nezamestnanosti. Negatívna čistá medzinárodná investičná pozícia blížiac sa k 90 percentám HPD na konci roka 2012 je hlavne výsledkom akumulácie deficitov bežného účtu z obdobia pred globálnou krízou. Od začiatku globálnej krízy sa bežný účet postupne upravoval na takmer vyrovnanú pozíciu v roku 2012, čo do veľkej miery odrážalo oslabený domáci dopyt a slabá výkonnosť vývozu. Rastúce jednotkové náklady práce spojené s nepriaznivou produktovou špecializáciou a geografickou orientáciou vývozu viedli k značnému poklesu podielov na vývoznom trhu. Vysoký príliv kapitálu v predkrízovom období viedol k nahromadeniu dlhu súkromného sektora, aj keď nedávno sa zadlženie súkromného sektora (resp. pomer dlhu súkromného sektora k HDP) začalo vyrovnávať a na konci roka 2012 pokleslo na úroveň mierne pod orientačnou prahovou hodnotu. Podiel nesplácaných úverov od roku 2008 značne vzrástol, hlavne v podnikovom sektore a čiastočne tiež kvôli vyššej dlhovej službe pre domácnosti vystavené úverom denominovaným v švajčiarskych frankoch. Tlak na znižovania pákového efektu je bremenom hospodárskeho zotavenia. Súčasne vzhľadom na útlm hospodárskej činnosti a absenciu akejkoľvek väčšej fiškálnej úpravy rapídne vzrástol dlh verejného sektora. Previs dlhu štátom vlastnených spoločností navyše pre vládu znamená podmienené záväzky. Regulačné bremeno a nedostatočná hospodárska súťaž v mnohých odvetviach zostáva závažnou prekážkou rastu a tvorby pracovných miest. Zdlhavá recesia spojená s nepružnosťou pracovného trhu a prekážkami v sociálneho zabezpečenia viedla k poklesu zamestnanosti, a to hlavne v súkromnom sektore, kým miera nezamestnanosti v roku 2012 značne narástla na takmer 16 percent. Špecifický problém predstavuje miera nezamestnanosti mladých ľudí, ktorá je nad úrovňou 40 percent. Vysoký podiel dlhodobej nezamestnanosti poukazuje na problém štrukturálnej povahy. Podiel ľudí, ktorí sú ohrození chudobou, má

vzostupný trend a patrí medzi najvyššie v EÚ. *Komisia vo všeobecnosti považuje za užitočné vykonať hĺbkovú analýzu s cieľom posúdiť, či existuje nerovnováha.*

Taliansko: V apríli 2013 dospela Komisia k záveru, že v Taliansku existujú makroekonomické nerovnováhy, a naznačila potrebu prijať rozhodné politické opatrenia. Nerovnováhy sa týkali predovšetkým výkonnosti vývozu Talianska a súvisiacej straty konkurencieschopnosti, ako aj vysokej zadlženosti verejného sektora. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke je viacero ukazovateľov nad orientačnou prahovou hodnotou: strata podielov na vývoznom trhu, znehodnotenie reálneho efektívneho výmenného kurzu a dlh verejného sektora. Strata trhového podielu zostáva významne nad orientačnou prahovou hodnotou a výkonnosť vývozu vychádza v porovnaní s inými rozvinutými ekonomikami nepriaznivo. Vývoz smerujúci obchodným partnerom mimo eurozóny bol podporený značným prepadom reálneho efektívneho výmenného kurzu trvajúcim do polovice roku 2012, ktorého hlavnou príčinou bolo nominálne znehodnotenie eura. Slabá výkonnosť v oblasti produktivity medzitým naďalej udržiava nominálne jednotkové náklady práce, ktoré v roku 2012 vzrástli viac ako v prípade väčšiny obchodných partnerov. Prepádajúci sa domáci dopyt a predovšetkým výrazné obmedzenie investícií boli hlavnou hnacou silou zlepšenia salda bežného účtu, ktorá by sa podľa prognóz mala v roku 2013 zaznamenať prebytok. Na vnútornej strane zostáva vysoká miera dlhu verejného sektora pre krajinu značným faktorom zraniteľnosti, najmä vzhľadom na slabé vyhliadky rastu. V roku 2012 sa podiel verejného dlhu na HDP zvýšil na 127 percent z dôvodu klesajúcej hospodárskej činnosti a rastúcich výdavkov na splácanie úrokov, zatiaľ čo prvotný prebytok (na úrovni 2,5 % HDP) zmiernil nárast. Dosiahnutie zvýšenej úrovne primárneho prebytku a jej zachovanie je naďalej rozhodujúce pre to, aby pomer dlhu k HDP nadobudol pevne klesajúci trend. Zadlženosť súkromného sektora zostáva pod prahovou hodnotou a sústreďuje sa v podnikovom sektore, ktorý je na pozadí pokračujúcej recesie hlavnou príčinou silného nárastu nesplácaných úverov. Hoci ukazovateľ nezamestnanosti (3-ročný priemer) je stále pod prahovou hodnotou, nezamestnanosť sa značne zvýšila na takmer 11 percent v roku 2012 a v auguste 2013 znova vzrástla na 12,25 percenta, pričom nezamestnanosť a miera NEET (podiel mladých ľudí, ktorí nemajú zamestnanie, nepokračujú vo vzdelávaní a ani v odbornej príprave) sú veľmi vysoké. Chudoba a sociálne vylúčenie sa tiež výrazne zvýšili. *Komisia vo všeobecnosti aj vzhľadom na zistenie nerovnováh v apríli považuje za užitočné ďalej preskúmať riziká spojené s pretrvávaním nerovnováh.*

Lotyšsko: V predchádzajúcich kolách PMN neboli v Lotyšsku zaznamenané nerovnováhy. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke sú niektoré ukazovatele nad orientačnou prahovou hodnotou, a to čistá medzinárodná investičná pozícia a nezamestnanosť. Vývoj oboch ukazovateľov však ide správnym smerom a tempo zlepšovania je značné. Vonkajšia pozícia zostáva zdravá, keďže ukazovatele konkurencieschopnosť a podiely na vývoznom trhu neustále rastú a deficit bežného účtu sa ustálil na nízkej úrovni. Zatiaľ čo negatívna čistá medzinárodná investičná pozícia zostáva nad orientačnou prahovou hodnotou, veľkú časť vonkajších záväzkov tvorí prílev priamych zahraničných investícií, ktoré predstavujú menšie makroekonomické riziko než dlh. Tak čistá medzinárodná investičná pozícia, ako aj zahraničný dlh klesajú relatívne rýchlo a očakáva sa, že tento pozitívny trend sa zachová počas celého prognózovaného obdobia. Čo sa týka vnútorných ukazovateľov, dlh verejného sektora zostáva významne pod prahovou hodnotou a podľa predpovedí by mal v roku 2015 klesnúť pod 40 percent HDP, kedy by Lotyšsko malo podľa plánov splatiť tri štvrtiny objemu úverov EÚ poskytnutých v rokoch 2009 – 2011. Aj úroveň súkromného dlhu je pod prahovou hodnotou. Ceny nehnuteľností a úverové toky sa pomaly spamätávajú z prísnych nápravných opatrení počas krízy, pričom v strednodobom období sa neočakávajú žiadne významné

výkyvy, keďže pokračujúce znižovanie pákového efektu v segmente domácnosti by malo podľa predpovedí pokračovať. Ukazovateľ nezamestnanosti (3-ročný priemer) sa mierne zlepšil, no najnovší vývoj na trhu práve je pozitívnejší a nezamestnanosť rýchlo klesá. Očakáva sa, že miera nezamestnanosti sa dostane v roku 2014 pod priemer EÚ a v roku 2015 pod úroveň 10 percent. Zlepšenie na pracovnom trhu začalo prispievať k znižovaniu chudoby a sociálneho vylúčenia, ktoré sú naďalej vysoké. *Komisia vo všeobecnosti v tejto etape nevykoná ďalšiu hĺbkovú analýzu v kontexte PMN.*

Litva: V predchádzajúcich kolách PMN neboli v Litve zaznamenané makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje niekoľko ukazovateľov orientačnú prahovú hodnotu, konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia a nezamestnanosť. Čistá medzinárodná investičná pozícia je významne záporná, aj keď sa od roku 2009 postupne zlepšovala. Avšak čistý zahraničný dlh je výrazne nižší, keďže veľkú časť vonkajších záväzkov vysvetľuje prílev priamych zahraničných investícií. Bežný účet dosiahol v prvom polroku 2013 mierny prebytok, ale očakáva sa, že bude znovu mierne deficitný, keďže domáci dopyt ďalej rastie. Očakáva sa, že tento deficit bude financovaný najmä prostredníctvom prílevu priamych zahraničných investícií a portfóliových investícií. Vývoz si získava trhovú podiel, pričom ho podporujú reálny efektívny výmenný kurz a klesajúce jednotkové náklady práce. Avšak jednotkové náklady práce začali nedávno znovu rásť v dôsledku obnoveného zvyšovania miezd. Na vnútornej strane je dlh súkromného sektora relatívne nízky, rovnako ako dlh verejného sektora, a navyše sa očakáva, že dlh verejného sektora by mal v nasledujúcich rokoch začať klesať. Rast objemu nových úverov poskytovaných nefinančným spoločnostiam dosiahol kladnú hodnotu, a preto sa znižovanie pákového efektu v súkromnom sektore spomalilo. Ceny nehnuteľností boli v ostatných rokoch relatívne stabilné. Nezamestnanosť významne klesla a očakáva sa, že v roku 2014 sa dostane pod úroveň 11 percent. Zlepšenie na pracovnom trhu prispieva k znižovaniu chudoby a sociálneho vylúčenia, ktoré sú naďalej vysoké. *Komisia vo všeobecnosti v tejto etape nevykoná ďalšiu hĺbkovú analýzu v kontexte PMN.*

Luxembursko: V predchádzajúcich kolách PMN neboli v Luxembursku zaznamenané makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje niekoľko ukazovateľov orientačnú prahovú hodnotu, konkrétne sú to prebytok bežného účtu, jednotkové náklady práce, dlh súkromného sektora a strata podielov na vývoznom trhu. Veľmi vysoký prebytok skrýva pretrvávajúci deficit obchodnej bilancie. Okrem toho sa zdrojom obáv stali nedávne straty podielov na vývoznom trhu. Nielenže obchodná bilancia dosiahla nový historický deficit, ale krajina tiež od roku 2007 stratila trhové podiely v oblasti (prevažne finančných) služieb. Okrem toho nominálne jednotkové náklady práce rástli od roku 2008 výrazne rýchlejšie ako v eurozóne a prekročili prahovú hodnotu, napriek nedávno prijatým opatreniam na zachovanie úrovne miezd, a oslabili konkurenčné postavenie domáceho priemyslu. Vysoká zadlženosť súkromného sektora, najmä nefinančných spoločností, zvyšuje zraniteľnosť podnikov a sčasti ju môže spôsobovať existujúca predpojatosť daňovej legislatívy preferovať skôr dlh než majetok. Zatiaľ čo finančný sektor zostáva celkovo zdravý, finančná kríza naštřbila jeho rastový potenciál a vyvoláva obavy súvisiace s dosahom menej dynamického sektora na zamestnanosť, aj s udržateľnosťou verejných financií, pričom sa tiež zohľadňujú náklady spojené so starnutím obyvateľstva. *Komisia vo všeobecnosti považuje za užitočné vykonať hĺbkovú analýzu s cieľom posúdiť, či neexistujú nerovnováhy.*

Maďarsko: V apríli 2013 dospela Komisia k záveru, že v Maďarsku existujú makroekonomické nerovnováhy, a naznačila potrebu prijať rozhodné politické opatrenia. Obavy vyvolala predovšetkým výrazne negatívna čistá medzinárodná investičná pozícia.

V aktualizovanej tabuľke táto premenná naďalej výrazne prekračuje orientačnú prahovú hodnotu, keďže je vyššia ako ročné HDP. Okrem toho nad prahovými hodnotami zostávajú aj ukazovatele strát podielu na vývoznom trhu, verejného dlhu a nezamestnanosti. Čo sa týka vonkajších nerovnováh, pretrvávajúce prebytky bežného účtu prispeli k zlepšovaniu čistej medzinárodnej investičnej pozície od roku 2009. Avšak tieto prebytky odrážajú pretrvávajúci slabý domáci dopyt, zatiaľ čo výkonnosť vývozu bola slabá, pričom sa straty podielov na vývoznom trhu zrýchlili, dokonca aj keď nie sú žiadne silné signály toho, že by dochádzalo k stratám nákladovej konkurencieschopnosti. Týmto sa spochybňuje udržateľnosť vonkajšej nápravy. Čo sa týka vnútorných nerovnováh, napriek ráznym vonkajším úpravám odrážajúcim pokračujúce znižovanie pákového efektu v súkromnom a verejnom sektore zostáva zraniteľnosť vysoká. V kontexte politickej neistoty prispel prudký prepád v podnikových úveroch k historicky najnižšej miere investícií, čím sa môže oslabiť rastový potenciál. Pokračujúci pokles nominálnych cien nehnuteľností spolu s nadmerným zaťažením finančného sektora bráni obnove bežných úverov pre ekonomiku a prináša riziká pre finančnú stabilitu. Dlh verejného sektora mierne klesal, avšak stále dosahuje úroveň výrazne nad prahovou hodnotou, čo spolu so slabým potenciálom rastu spôsobuje zraniteľnosť Maďarska, a to sa odráža v relatívne vysokých nákladoch na financovanie štátneho dlhu. Miera nezamestnanosti presahuje prahovú hodnotu, pričom sa od začiatku krízy výrazne zvýšila nezamestnanosť mladých ľudí a závažná materiálna deprivácia. *Komisia vo všeobecnosti aj vzhľadom na zistenie nerovnováh v apríli považuje za užitočné ďalej preskúmať riziká spojené s pretrvávaním nerovnováh.*

Malta: V apríli 2013 dospela Komisia k záveru, že na Malte existujú makroekonomické nerovnováhy, ktoré vyplývajú zo značného vystavenia finančného sektora trhu s nehnuteľnosťami a z rizík pre dlhodobú udržateľnosť verejných financií. V aktualizovanej tabuľke vidno zlepšenia vo viacerých oblastiach, hoci viacero ukazovateľov naďalej prekračuje svoju orientačnú prahovú hodnotu, konkrétne znehodnotenie reálneho efektívneho výmenného kurzu a dlh súkromného aj verejného sektora. Vonkajšia pozícia ekonomiky sa zlepšila a ukazovatele bežného účtu sa dostali pod prahovú hodnotu, pričom sa zvýšila pozitívna čistá medzinárodná investičná pozícia. Podpornú úlohu v tom zohralo aj znehodnotenie reálneho efektívneho výmenného kurzu na úroveň pod prahovou hodnotou, najmä z dôvodu nominálneho znehodnotenia eura. Avšak strata podielov na vývoznom trhu v nedávnych rokoch by mohla poukazovať na oslabovanie konkurencieschopnosti, aj keď tento ukazovateľ merajúci 5-ročnú zmenu ešte neprekročil svoju prahovú hodnotu. Na vnútornej strane súkromný dlh naďalej prekračuje prahovú hodnotu, hoci strana aktív súvahy súkromného sektora vyzerá zdravá. Verejný dlh tiež prekračuje prahovú hodnotu a naďalej vykazuje vzostupnú tendenciu v dôsledku pretrvávajúcich primárnych deficitov, zatiaľ čo ďalej trvá potreba zaoberať sa rizikami pre dlhodobú udržateľnosť verejných financií súvisiacimi so starnutím obyvateľstva. Zdá sa, že trh s nehnuteľnosťami sa stabilizoval, hoci si naďalej vyžaduje monitorovanie vzhľadom na jeho vzájomné prepojenie s domácim bankovým sektorom. Vzhľadom na rast objemu nesplácaných úverov, ktorý pokračoval aj v prvom polroku 2013, je potrebné prijať konkrétne opatrenia na posilnenie politik v oblasti tvorby rezerv pre prípady stratových úverov. *Komisia vo všeobecnosti aj vzhľadom na zistenie nerovnováh v apríli považuje za užitočné ďalej preskúmať pretrvávanie nerovnováh alebo ich odstraňovanie.*

Holandsko: V apríli 2013 dospela Komisia k záveru, že v Holandsku existujú makroekonomické nerovnováhy, ktoré sú spojené najmä s pokračujúcou úpravou trhu s nehnuteľnosťami a vysokou zadlženosťou v sektore domácností. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje niekoľko ukazovateľov orientačnú prahovú hodnotu,

konkrétne veľký a neustále rastúci prebytok bežného účtu, znehodnotenie reálneho efektívneho výmenného kurzu, straty podielov na vývoznom trhu a dlh súkromného aj verejného sektora. Na vonkajšej strane pretrvávajúce vysoké prebytky bežného účtu, vysoko nad orientačnou prahovou hodnotou, vyplývajú predovšetkým z obchodnej bilancie vrátane pozitívneho spätného vývozu a vývozu plynu. Vysoký prebytok odráža vysoké úspory, ktoré nie sú absorbované domácimi investíciami. Pri výhľade do budúcnosti môže pokračujúce znižovanie pákového efektu v sektore domácností, ktoré je potrebné na zníženie vysokého dlhu domácností, spoločne s cyklicky tlmenými investíciami (najmä v sektore stavebníctva) so sebou priniesť ďalšie zvýšenie prebytku. Miernu stratu konkurencieschopnosti tovaru a služieb z domácej produkcie do veľkej miery vyvážila dynamika spätného vývozu. Straty podielov na vývoznom trhu celkovo zodpovedajú stratám zaznamenaným v iných rozvinutých ekonomikách. Riziká pre ekonomiku sa týkajú najmä trhu s nehnuteľnosťami a vysokého dlhu domácností. Vysoký hypotekárny dlh domácností v pomere k ich disponibilným príjmom je do veľkej miery dôsledkom daňových stimulov v prospech veľkých hypoték a ľahkého prístupu k úverom. Ceny nehnuteľností od začiatku krízy klesali a v súčasnosti vykazujú prvé známky dosiahnutia vyrovnanej úrovne. Aj nedávne zmeny politík, napr. právne predpisy týkajúce sa zdanenia hypoték, zmeny z hypoték platiacich len úrok (interest-only) na hypotéky splácané anuitne a postupné znižovanie pomeru hodnoty úveru k hodnote nehnuteľnosti, môžu prispieť k postupnému znižovaniu dlhu domácností a zmenšiť zraniteľnosť finančného sektora v strednodobom horizonte. Pokračujúce znižovanie pákového efektu v sektore domácností, keď pomer dlhu domácností k HDP klesá už niekoľko kvartálov, spolu s negatívnymi vyhliadkami týkajúcimi sa nezamestnanosti a disponibilný príjem domácností, pôsobí obmedzujúco na súkromnú spotrebu a dosah týchto opatrení na finančný sektor si vyžaduje ďalšiu analýzu. *Komisia vo všeobecnosti aj vzhľadom na zistenie nerovnováh v apríli považuje za užitočné ďalej preskúmať pretrvávajúce nerovnováh alebo ich odstraňovanie.*

Rakúsko: V predchádzajúcich kolách PMN neboli v Rakúsku zaznamenané nerovnováhy. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračuje niekoľko ukazovateľov orientačnú prahovú hodnotu, konkrétne straty podielov na vývoznom trhu a dlh súkromného aj verejného sektora. Existujú tiež náznaky, že ceny nehnuteľností sa v roku 2012 výrazne zvýšili na úroveň blízku alebo dokonca prekračujúcu prahovú hodnotu. Straty trhových podielov sú hlavne odrazom prudkého poklesu vývozu do eurozóny v rokoch 2007 až 2010. Výkonnosť vývozu v nedávnom období je však v podstate v súlade s výkonnosťou rakúskych partnerov v EÚ a profituje z úzkej integrácie dodávateľských reťazcov s Nemeckom a Strednou Európou. Celkovo nebola vonkajšia pozícia stratou trhového podielu takmer vôbec poškodená a v kontexte oživenia investícií sa prebytok bežného účtu stabilizoval na miernej úrovni. Hodnota medzinárodnej investičnej pozície je naďalej blízko nuly. Okrem toho ukazovatele reálneho efektívneho výmenného kurzu ani ukazovateľ jednotkových nákladov práce nenaznačujú existenciu problémov s nákladovou konkurencieschopnosťou. Pokles trhových podielov však môže signalizovať potrebu lepšieho využívania inovačnej kapacity ekonomiky. Na vnútornej strane pomer súkromného dlhu k HDP prekračuje prahovú hodnotu od roku 2007, kedy nefinančné spoločnosti prešli pri časti svojho financovania majetku na dlhodobý dlh v prostredí slabého rastu, no tento pomer teraz pomaly klesá. Úverové toky do súkromného sektora zostávajú na miernej, no pozitívnej úrovni. Dlh verejného sektora naďalej prekračuje prahovú hodnotu, ale počas krízy sa významne nezvýšil a podľa predpovedí by mal od roku 2014 klesať. Čo sa týka ďalšieho vývoja, verejné financie môžu byť vystavené rizikám spojeným s omeškami v reštrukturalizácii znárodnených bánk. Zdá sa, že negatívne slučky spätnej väzby medzi verejnou správou a finančným sektorom sú zvládnuté, hoci neustálu pozornosť si vyžaduje integrácia bankového sektora so susednými stredoeurópskymi

krajinami. *Komisia vo všeobecnosti v tejto etape nevykoná ďalšiu hĺbkovú analýzu v kontexte PMN.*

Poľsko: V predchádzajúcich kolách PMN neboli v Poľsku zaznamenané makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke sú niektoré ukazovatele nad orientačnou prahovou hodnotou, konkrétne deficit bežného účtu a negatívna čistá medzinárodná investičná pozícia. Deficit bežného účtu, ktorý je mierne nad prahovou hodnotou, bol od roku 2004 financovaný prevažne z prílevu priamych zahraničných investícií. Podľa prognóz by sa mal v roku 2013 výrazne zmeniť na pozadí výrazného zlepšenia obchodnej bilancie, podporovanej tak cyklickými faktormi (pri slabom domácom dopyte obmedzujúcim dovoz), ako aj necyklickými (diverzifikácia vývozu smerom k ekonomikám mimo EÚ, čím sa čiastočne kompenzujú nedávne straty podielov na vývoznom trhu). Medzi iné faktory, ktoré pravdepodobne prispievajú k zlepšeniu bežného účtu, patria znehodnotenie nominálneho výmenného kurzu a udržanie nominálnych jednotkových nákladov práce v dôsledku slabého trhu práce. Napriek tomu, že negatívna čistá medzinárodná investičná pozícia prevyšuje prahovú hodnotu, je čistý zahraničný dlh nízky. Avšak rastúca závislosť štátu od zahraničných držiteľov dlhopisov, ešte umocnená oznámenými zmenami v dôchodkovom systéme, by mohla byť zdrojom rizika. Čo sa týka vývoja na vnútornej strane, podiel súkromného dlhu na HDP zostáva mierny. Vysoký podiel hypoték v cudzej mene, ktorý bol považovaný za jedno z hlavných rizík pre ekonomiku, klesá s tým, ako sa ponuka nových úverov v cudzích menách v rokoch 2011 – 2012 zastavila. Ceny nehnuteľností postupne od roku 2008 klesajú, aj keď miernym tempom, a dôsledky pre finančný sektor boli zvládnuteľné. Obmedzenie mzdového rastu a pružné právne predpisy pre pracovný trh zmiernili nárast miery nezamestnanosti v roku 2012 a prvom polroku 2013 v kontexte značného spomalenia hospodárskeho rastu. *Komisia vo všeobecnosti v tejto etape nevykoná ďalšiu hĺbkovú analýzu v kontexte PMN.*

Slovinsko: V apríli 2013 dospela Komisia k záveru, že v Slovinsku existujú nadmerné makroekonomické nerovnováhy²³, súvisiace najmä s rizikami pre finančnú stabilitu vyplývajúcimi z krehkých súvah podnikov, umocnené strnulosťou trhu práce a trhu kapitálu a vysokou mierou štátneho vlastníctva, ktoré pôsobí obmedzujúco na kapacitu hospodárstva týkajúcu sa úpravy. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke prekračujú čistá medzinárodná investičná pozícia a straty podielov na vývoznom trhu príslušnú orientačnú prahovú hodnotu. Na vonkajšej strane došlo k výraznej úprave bežného účtu, vyplývajúcej najmä zo slabého domáceho dopytu, predovšetkým však z poklesu investícií, čím sa tento ukazovateľ dostáva na úroveň malého prebytku. Čistá medzinárodná investičná pozícia sa však ďalej zhoršila, najmä z dôvodu účinkov oceňovania. Jednotkové náklady práce sa po výraznom náraste v období niekoľkých rokov do roku 2009 stabilizovali. Podiel na vývoznom trhu sa výrazne zhoršil, dynamika vývozu je v porovnaní s rozvinutými ekonomikami podstatne horšia, čím sa Slovinsko dostáva medzi novými členskými štátmi EÚ na jasnú okrajovú pozíciu. Na vnútornej strane sa dlh súkromného sektora znížil, čo bolo spôsobené negatívnymi úverovými tokmi do domácností aj nefinančných spoločností. Bez ohľadu na skutočnosť, že súkromný dlh je pod prahovou hodnotou, má dlh dosah predovšetkým na podniky. Nízke výnosy z domáceho i vývozného trhu spolu so zvýšenými nákladmi na prácu i na kapitál bránia

²³ So zreteľom na ambície národného programu reforiem Slovinska a programu stability sa však nepristúpilo k uplatneniu nápravnej časti PMN. Komisia dôsledne monitoruje vykonávanie reforiem politiky a dodržiavanie odporúčaní týkajúcich sa PMN, ktoré Rada prijala v júli. Z tohto monitorovania vyplýva, že za posledný mesiac došlo k zvýšeniu tempa štrukturálnych reforiem relevantných pre úpravu nerovnováh, pričom k podstatnému napredovaniu došlo v oblasti bankovníctva.

podnikom vytvárať peňažné toky potrebné na udržanie prevádzkového kapitálu a splácanie dlhu. Úprava trhu s nehnuteľnosťami sa obnovila, čím sa zníži hodnota kolaterálu držaného bankami. Finančný sektor tretí rok po sebe pokračoval v znižovaní svojich celkových záväzkov, keďže ťažkosti v sektore spoločností ďalej zhoršujú kvalitu úverových portfólií bánk a vytvárajú tlak na ich už beztak nízke kapitálové rezervy. Dlh verejného sektora prudko rastie a do konca roka 2013 prekročí 60 percent HDP, pričom ešte môže dôjsť k ďalšej rekapitalizácii bánk. Ukazovateľ nezamestnanosti naďalej rástol, čo vedie k zvyšovaniu sociálnych nákladov úpravy. *Komisia vo všeobecnosti aj vzhľadom na zistenie nadmerných nerovnováh v apríli považuje za užitočné ďalej preskúmať pretrvávajúce makroekonomické riziká a monitorovať napredovanie v odstraňovaní nerovnováh.*

Slovensko: V predchádzajúcich kolách PMN neboli na Slovensku zaznamenané makroekonomické nerovnováhy. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke zostávajú niektoré ukazovatele nad orientačnou prahovou hodnotou; konkrétne čistá medzinárodná investičná pozícia a miera nezamestnanosti. Ukazovateľ deficitu bežného účtu (3-ročný priemer) sa zlepšil a je teraz len mierne negatívny, a to z dôvodu prebytku v roku 2012. Ďalšie zlepšenie zahraničných bilancií sa očakáva na základe silného vývozu v spracovateľskom sektore v roku 2013 a dobrých vyhliadok na rok 2014. Čistá medzinárodná investičná pozícia sa v roku 2012 oproti roku 2011 zlepšila len nepatrne. Zahraničný dlh však zostáva nízky a relatívne stabilný, keďže väčšinu vonkajších záväzkov tvoria nedlhové nástroje. Vývoj v oblasti cenovej konkurencieschopnosti sa zdá neškodný, keďže ukazovateľ reálneho efektívneho výmenného kurzu klesol, aj keď menej než vo väčšine partnerských krajín eurozóny, a zostáva pod svojou prahovou hodnotou. Z dôvodu zvýšenia produktivity práce sa jednotkové náklady práce mierne znížili. Získavanie podielov na vývoznom trhu sa oproti predchádzajúcim rokom spomalilo. Dlh súkromného sektora zostal na pozadí mierne pozitívnych úverových tokov stabilný. Bankový sektor je stabilný a celkové záväzky sa zvýšili len mierne. Dlh verejného sektora sa v roku 2012 významne zvýšil, ale zostáva pod prahovou hodnotou. Ceny nehnuteľností sa naďalej prispôbovali a klesali po štvrtý rok za sebou. Vo výkonnosti trhu práce sa odráža pretrvávajúce veľkých regionálnych rozdielov v hospodárskom raste a zamestnanosti. Nezamestnanosť je naďalej najpálčivejším problémom ovplyvňujúcim domácu ekonomiku. Väčšina nezamestnanosti je dlhodobá, čo naznačuje, že má skôr štrukturálny než cyklický charakter, a predstavuje zraniteľnosť. Nezamestnanosť mladých ľudí, ktorá je na šiestej najvyššej priečke v EÚ, je tiež vážnym problémom. *Komisia vo všeobecnosti v tejto etape nevykoná ďalšiu hĺbkovú analýzu v kontexte PMN.*

Fínsko: V apríli 2013 dospela Komisia k záveru, že vo Fínsku existujú makroekonomické nerovnováhy, najmä pokiaľ ide o vývoj týkajúci sa konkurencieschopnosti. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke viaceré ukazovatele prekračujú svoje orientačné prahové hodnoty, konkrétne znehodnotenie reálneho efektívneho výmenného kurzu, straty podielov na vývoznom trhu a úroveň dlhu súkromného sektora. Najnaliehavejšie problémy sú naďalej na vonkajšej strane. Fínsko nepretržite stráca trhové podiely, a to najrýchlejšie v celej EÚ. Straty sú veľké aj v porovnaní s výkonnosťou väčšiny rozvinutých krajín. Hoci k väčšine strát došlo v rokoch 2009 - 2010, straty vývozu pokračujú. Bežný účet, ktorý býval tradične v prebytku, je od roku 2011 v deficite a v roku 2012 jeho pokles pokračoval. Určitú úlohu zohráva tiež nákladová konkurencieschopnosť prostredníctvom vysokého rastu jednotkových nákladov práce v dlhšom období, aj keď ukazovateľ sa v roku 2012 dostal pod prahovú hodnotu. Aj straty, čo sa týka obchodu, sú badateľné. Súčasne sa v rokoch 2009 až 2012 znehodnotil reálny efektívny výmenný kurz (po uplatnení deflátorov HICP), čo do veľkej miery spôsobil nominálny výmenný kurz eura. Avšak za rovnaké obdobie sa reálne efektívne výmenné kurzy v porovnaní s krajinami eurozóny mierne zhodnotili. Na vnútornej strane pomer súkromného

dlhu k HDP zostáva nad prahovou hodnotou, čomu dominuje podnikový dlh, pričom sa v roku 2012 ďalej zvyšoval, čiastočne z dôvodu obmedzenia HDP. Rast záväzkov vo finančnom sektore sa znormalizoval, čo podporuje zistenia v predchádzajúcom kole PNM, že to bolo spôsobené jedinečnými okolnosťami vyplývajúcimi zo štruktúry severských finančných trhov. Pokles reálnych cien nehnuteľností v roku 2012 pokračoval, čím sa zmenšili riziká prehriatia trhu s nehnuteľnosťami. *Komisia vo všeobecnosti aj vzhľadom na zistenie nerovnováh v apríli považuje za užitočné ďalej preskúmať pretrvávanie nerovnováh alebo ich odstraňovanie.*

Švédsko: V apríli 2013 dospela Komisia k záveru, že vo Švédsku existujú makroekonomické nerovnováhy, najmä čo sa týka dlhu súkromného sektora a znižovania pákového efektu v tomto sektore, spojeného s neefektívnosťou trhu s nehnuteľnosťami. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke viaceré ukazovatele prekračujú svoje orientačné prahové hodnoty, konkrétne prebytok bežného účtu, straty podielov na vývoznom trhu a dlh súkromného sektora. Čo sa týka vonkajšej pozície, Švédsko sa vyznačuje protichodne smerujúcimi ukazovateľmi. Straty podielov na vývoznom trhu sa v rokoch 2010 až 2011 spomalili, no v roku 2012 sa znova zrýchlili a značne prekračujú orientačnú prahovú hodnotu. V porovnaní s rozvinutými ekonomikami Švédsko tiež stratilo trhové podiely, no v menšej miere. Túto skutočnosť nemožno v plnej miere vysvetliť domácimi cenami a vývojom jednotkových nákladov práce, keďže ceny aj jednotkové náklady práce rástli pomalšie ako u hlavných obchodných partnerov. Avšak reálny efektívny výmenný kurz sa od roku 2010 zhodnotil z dôvodu silnej koruny. Švédsko medzitým zaznamenávalo od roku 2001 značné prebytky bežného účtu. Na vnútornej strane si naďalej zasluhuje pozornosť vysoký súkromný dlh, zatiaľ čo dlh verejného sektora je pomerne nízky. Podnikový dlh sa v rokoch 2009 až 2012 do istej miery upravil, ale stále zostáva vysoký. Z dôvodu spomalenia v raste úverov, ktoré bolo spôsobené stanovením 85-percentného limitu na pomer hodnoty úveru k hodnote nehnuteľnosti v prípade hypoték, sa úroveň dlhu domácností od roku 2010 stabilizovala, no naďalej je vysoká. Ceny nehnuteľností sa v rokoch 2011 – 2012 ustálili na vysokých úrovniach. Napriek nedávno prijatým opatreniam má trh s nehnuteľnosťami stále tendenciu vyvíjať sa nepriaznivo. Ponuka nehnuteľností je naďalej obmedzovaná ťažkopádny plánovaním, obmedzenou konkurenciou v sektore stavebníctva a reguláciou trhu s nájomným. Spolu so zdanením nehnuteľností nakloneným dlhu majú uvedené neefektívnosti tendenciu tlačiť ceny nehnuteľností a zadlženosť domácností hore, z čoho vyplývajú riziká pre makroekonomickú stabilitu. V krátkodobom až dlhodobom horizonte sa očakáva, že podnikový dlh klesne v nadväznosti na nedávne reformy v oblasti zdanenia spoločností, zatiaľ čo dlh domácností a nominálne ceny nehnuteľností pravdepodobne mierne porastú. Zdá sa, že riziká pre banky zostávajú celkovo zvládnuteľné, ale vysoký dlh domácností zvyšuje zraniteľnosť švédskych bánk voči strate dôvery, ak by došlo k prudkému prepadu cien nehnuteľností. *Komisia vo všeobecnosti aj vzhľadom na zistenie nerovnováh v apríli považuje za užitočné ďalej preskúmať pretrvávanie nerovnováh alebo ich odstraňovanie.*

Spojené kráľovstvo: V apríli 2013 dospela Komisia k záveru, že v Spojenom kráľovstve existujú makroekonomické nerovnováhy, najmä pokiaľ ide o dlh domácností, trh s nehnuteľnosťami a vonkajšiu konkurencieschopnosť. V aktualizovanej hodnotiacej tabuľke niektoré ukazovatele prekračujú orientačné prahové hodnoty, konkrétne strata podielov na vývoznom trhu a dlh súkromného aj verejného sektora. Na vonkajšej strane sa ukazovateľ bežného účtu ďalej zhoršil, ale zostáva v rámci prahovej hodnoty. Deficit bežného účtu dosahujúci v roku 2012 takmer 4 percentá HDP mohol byť spôsobený prechodnými faktormi, najmä oslabením bilancie príjmov a prerušením produkcie ropy, ako aj nepriaznivými podmienkami na strane obchodných partnerov. Čistá medzinárodná investičná pozícia zostáva

mierne negatívna, aj keď v rokoch 2011 až 2012 došlo k zlepšeniu. Straty podielov na vývoznom trhu sa v roku 2012 spomalili. Aj keď sa v druhom polroku 2012 ukazovali známky postupného zlepšenia, Spojené kráľovstvo naďalej čelí zásadným štrukturálnym výzvam, čo sa týka zvyšovania výkonnosti obchodu. Patrí medzi ne potreba posilniť produktivitu a nenákladovú konkurencieschopnosť sektora výroby tovaru a obnova dynamiky vývozu služieb z obdobia pred krízou. Na vnútornej strane je dlh súkromného sektora je stále výrazne nad prahovou hodnotou. Znižovanie pákového efektu v sektore domácností aj nefinančných spoločností napreduje len veľmi pomaly, pričom úverové toky zostávajú mierne pozitívne. Znižovanie pákového efektu v sektore domácností môže strácať na dynamike z dôvodu zvýšenia cien nehnuteľností v dôsledku kombinácie neustále obmedzenej ponuky nehnuteľností a politík, ktoré pravdepodobne povedú k oživeniu dopytu. Z nedávnych údajov vyplýva stabilný rast objemu schválených hypoték, aj známky zvyšovania cien v celoštátnom meradle. Vysoká a stále rastúca úroveň dlhu verejného sektora naďalej vyvoláva obavy, keďže v rokoch 2009 až 2012 sa značne zvýšila. Na základe súčasných trendov sa očakáva, že dlh verejného sektora sa v krátkodobom horizonte zvýši, ale po obnovení rastu a znížení deficitu mal by znova klesnúť. Napokon pokračujúce očisťovanie súvahy finančného sektora a pretrvávajúci nedostatok úverov pre menšie firmy môžu naďalej obmedzovať hospodársky rast. *Komisia vo všeobecnosti aj vzhľadom na zistenie nerovnováh v apríli považuje za užitočné ďalej preskúmať pretrvávajúce nerovnováh alebo ich odstraňovanie.*

Rámček 1: Dohľad nad prebytkami bežného účtu v rámci PMN²⁴

Dohľad v rámci PMN zahŕňa tak deficity bežného účtu, ako aj jeho prebytky. Avšak povaha, dôležitosť a naliehavosť výziev politiky sa v závislosti od príslušných členských štátov výrazne odlišujú. Vzhľadom na zraniteľnosť a rozsah potrebnej úpravy je potreba politických opatrení zvlášť naliehavá v členských štátoch, v ktorých sa zaznamenávajú pretrvávajúce vysoké deficity bežného účtu a straty konkurencieschopnosti. Pretrvávajúce *prebytky* možno odôvodniť základnými ekonomickými veličinami. Vysoké a pretrvávajúce *prebytky* bežného účtu však môžu byť tiež spôsobené zlyhaniami trhu alebo politickými podmienkami, ktoré obmedzujú domáci dopyt a investičné príležitosti. *Prebytky* bežného účtu však nevyvolávajú obavy o udržateľnosť zahraničného dlhu či kapacitu financovania.¹

Deficity a prebytky bežného účtu nemusia byť nevyhnutne makroekonomickými nerovnováhami v zmysle vývoja, ktorý nepriaznivo vplýva, alebo má potenciál nepriaznivo vplývať na riadne fungovanie jednotlivých ekonomík, menovej únie alebo širšieho celku. Deficity a prebytky sú prirodzeným dôsledkom ekonomických interakcií medzi krajinami. Ukazujú, do akej miery sa krajina spolieha na požíčanie od zvyšku sveta alebo koľko svojich zdrojov požičiava do zahraničia. Takýmto spôsobom umožňujú úvery prijímané zo zahraničia a poskytované do zahraničia krajinám obchodovať so spotrebou v čase: krajina s *prebytkom* bežného účtu presúva spotrebu z dneška na zajtrajšok prostredníctvom investícií do zahraničia. A naopak krajina s deficitom bežného účtu môže zvýšiť svoju spotrebu alebo investície dnes, ale musí previesť budúce príjmy do zahraničia, aby svoj zahraničný dlh splatila. Deficity a *prebytky* tak môžu byť jednoducho výsledkom primeraného rozdelenia úspor pri zohľadnení rôznych investičných príležitostí v rôznych krajinách. Rozdiely v ekonomických vyhlídkach vedú k rozdielom v správaní ohľadne úspor, pričom lepšie vyhlídky znižujú tendenciu hospodárskych činiteľov šetriť, a tak prispievajú k tvorbe deficitu. Predovšetkým krajiny s rýchlo starnúcim obyvateľstvom môžu považovať za príhodné šetriť dnes (čiže vytvárať prebytky), aby uľahčili spotrebu v čase.

Deficity a prebytky bežného účtu sú súčasťou procesu úprav v menovej únii. Absorbujú asymetrické šoky v absencii nezávislej menovej politiky a úprav nominálneho výmenného kurzu. Zmeny nákladov a konkurencieschopnosti spôsobené trhom úpravu uľahčujú, pričom v krajinách s prehrievajúcou sa ekonomikou dochádza k strate konkurencieschopnosti a v krajinách s cyklickým hospodárskym poklesom a vysokou nezamestnanosťou k jej zisku. Popri cyklických výkyvoch zohrávajú svoju úlohu aj štrukturálne faktory. „Dobiehajúce“ krajiny s vyhlídkami na vyššiu rast majú tendenciu vytvárať deficity bežného účtu, keďže si požičiavajú zdroje zo zahraničia, čo tiež vedie k trendu zhodnocovania ich reálnych výmenných kurzov. Takéto finančné toky prúdiace z ústredných ekonomík EÚ smerom na „perifériu“ sú bežnou črtou úspor v úsilí o čo najvyššiu návratnosť. Vonkajšie nerovnováhy však môžu byť problematické, ak sa zakorenia, či už z dôvodu štrukturálnych posunov v ekonomike alebo z dôvodu chybného ocenenia rizík a nadhodnotenia očakávanej návratnosti.

Prebytky môžu byť výsledkom deformácií vyplývajúcich z nesprávnych očakávaní, chybného ocenenia rizík, deformácií trhu alebo môžu byť odrazom nesprávne vedených politických zásahov či nedostatkov finančného dohľadu. Tieto zlyhania trhu alebo politík sú vyjadrením nesprávneho rozdelenia zdrojov a vytvárajú nerovnováhy tak v krajinách s prebytkom, ako aj v krajinách s deficitom. Nesprávne rozdeľovanie zdrojov vedie k zníženiu úrovne blahobytu aj v krajinách s *prebytkom*. V týchto prípadoch by bolo vo vlastnom záujme krajín s prebytkom, aby svoj *prebytok* znížili tým, že odstránia prekážky brániace domácejmu dopytu. Veľké straty zo zhodnotenia, ktoré utrpeli niektoré krajiny s *prebytkom* od začiatku finančnej krízy z dôvodu neefektívnych investícií do svojich nadmerných úspor, sú signálom, že očakávania budúcej návratnosti investícií boli nafúknuté a vyplýva z nich obmedzenie príležitostí na očakávanú spotrebu a zníženie úrovne blahobytu. Aby sa takejto neefektívnosti predišlo, je potrebné zabezpečiť, aby finančné trhy prijímali rozhodnutia na základe návratnosti investícií riadne upravenej o riziká a aby bol zavedený vhodný makroprudenciálny dohľad na prevenciu nadmerného sústredenia rizík tak v krajinách, z ktorých kapitál pochádza, ako aj v krajinách, ktoré kapitál prijímajú. Prevaha dlhových nástrojov pri financovaní dlhu v zraniteľných krajinách bola osobitným faktorom, ktorý prispel ku koncentrácii rizík.

Negatívne dôsledky nadmerných deficitov a prebytkov bežného účtu majú dosah tak na danú krajinu, ako aj na jej partnerov. Toto platí predovšetkým v menovej únii, kde jediný výmenný kurz a spoločná menová politika nemôžu reagovať na potreby úpravy v jednotlivých krajinách. Ak veľká časť krajín menovej únie zvýši úspory alebo zníži investície, čím zvýši svoj *prebytok* a bude vyvážať kapitál, deficit zvyšnej časti krajín menovej únie sa veľmi pravdepodobne zhorší: buď prostredníctvom dvojstranných finančných tokov, alebo v dôsledku dosahu na spoločný výmenný kurz. Pokiaľ sa v krajinách s prebytkom nezhodnotí reálny výmenný kurz v dôsledku relatívne výraznejšieho zvýšenia úrovni miezd a cien, nominálny výmenný kurz eura bude mať

²⁴ Tento rámček predstavuje výťah z hlavných zistení zo správy nazvanej Current Account Surpluses in the EU (Prebytky bežného účtu v EÚ), už cit.

tendenciu posilňovať. To môže mať dôsledky na konkurencieschopnosť a viesť k deflácií v zvyšnej časti zóny, najmä v krajinách, v ktorých vývoz citlivejšie reaguje na ceny. V tejto súvislosti sú bežné účty krajín eurozóny ako celku, ale aj každej z nich jednotlivo, otázkou spoločného záujmu.

Nie je možné stanoviť kauzálny vzťah medzi deficitmi a prebytkami v žiadnom páre krajín, ale deficity a prebytky v eurozóne (a EÚ) sú úzko prepojené z dôvodu intenzívneho cezhraničného obchodu a finančných väzieb. Z nadmerných úspor krajín s *prebytkom* sa predovšetkým financovali deficity na okraji eurozóny. Okrem toho niektoré ústredné ekonomiky eurozóny sprostredkovali veľké finančné toky od investorov mimo EÚ do krajín na okraji eurozóny. V neprítomnosti primeraného finančného dohľadu, ktorý by bol pomohol identifikovať a limitovať súvisiace riziká, to viedlo k expanziám podnecovaných úvermi, zníženiu úspor a nadmerným investíciám do nevýrobných aktivít v okrajových oblastiach EÚ a k nadmernej koncentrácii rizík vo finančných systémoch ústredných krajín. Analýza priestorovej korelácie potvrdzuje, že v EÚ sa krajina dostane do deficitu svojho finančného účtu s vyššou pravdepodobnosťou vtedy, keď sú jej hlavní finanční partneri v prebytku, a naopak. Na druhej strane, účinkom presahovania prostredníctvom dvojstranných obchodných vzťahov dominujú pozitívne interakcie medzi krajinami, ktoré sú úzko integrované do dodávateľských reťazcov: krajina sa s vyššou pravdepodobnosťou dostane do *prebytku* obchodnej bilancie, keď sú aj jej hlavní partneri v *prebytku*. Nie sú žiadne dôkazy o tom, že by výkonnosť vývozu krajín s prebytkom vo významnej miere vytlačila von vývoz z okraja eurozóny.

Zvýšenie dopytu v ekonomikách eurozóny s prebytkom by zlepšilo obchodnú bilanciu ekonomík z okraja eurozóny. Dosah takéhoto vývoja na vyváženie *prebytkov* a deficitov a na hospodársku činnosť deficitných ekonomík by sa však nemal nadhodnocovať. *Po prvé*, vzhľadom na sektorové a geografické väzby má zvýšenie domáceho dopytu v krajine s veľkým prebytkom, ako je napr. Nemecko, oveľa výraznejší dosah na vývoz susedných krajín, a to aj krajín s prebytkom, než na vývoz okrajových ekonomík EÚ. Tento dosah by mohol byť výraznejší, ak by sa zvýšenie dopytu týkalo tiež iných ekonomík s prebytkom. *Po druhé*, tento dosah by bol výraznejší, ak by sa takéto zvýšenie dopytu (a zníženie obchodnej bilancie) krajín s *prebytkom* uskutočnilo súbežne s oslabením výmenného kurzu eura.

Rámček 2: Čo je nerovnováha?

V nariadení (ES) č. 1176/2011 o prevencii a náprave makroekonomických nerovnováh je makroekonomická nerovnováha vymedzená ako „akýkoľvek trend vedúci k vzniku makroekonomického vývoja, ktorý nepriaznivo ovplyvňuje alebo by mohol nepriaznivo ovplyvniť riadne fungovanie hospodárstva členského štátu alebo hospodárskej a menovej únie alebo Únie ako celku,“ zatiaľ čo nadmerné nerovnováhy znamenajú „vážne nerovnováhy vrátane nerovnováh, ktoré ohrozujú riadne fungovanie hospodárskej a menovej únie alebo predstavujú takéto riziko.“

Vo všeobecnosti možno za nerovnováhu považovať akúkoľvek odchýlku od žiaduceho stavu. Avšak nie všetky nerovnováhy sú znepokojivé, ani si nevyžadujú politické zásahy, keďže môžu byť súčasťou dynamickej úpravy hospodárstva. Nerovnováhy, ktoré si vyžadujú dôsledné monitorovanie a prípadné politické zásahy, sa týkajú vývoja, ktorý by mohol významne prekážať riadnemu fungovaniu hospodárstva členského štátu, eurozóny či EÚ. Nerovnováhy si v praxi vyžadujú dôsledné monitorovanie vtedy, keď sú buď na nebezpečnej úrovni (napr. vysoký dlh), alebo keď sú odrazom neudržateľnej dynamiky (napr. veľmi dynamické ceny nehnuteľností či úvery), kedy hrozí, že povedú k náhlejšej a veľkej, a preto aj škodlivejšej, úprave. Napr. existencia vysokého a pretrvávajúceho deficitu bežného účtu sa považuje za nerovnováhu vtedy, keď so sebou nesie riziko, že povedie k „náhlemu zastaveniu“ a vysokým nákladom vyplývajúcim zo zníženia blahobytu.

Rozsah nerovnováhy sa týka miery, do akej nerovnováha bráni bezproblémovému fungovaniu hospodárskej činnosti, a rizika náhlejšej úpravy, čiže pravdepodobnosti, s akou sa v danom období dôjde k úprave. Vo všeobecnosti možno odkázať na ktorúkoľvek ekonomickú veličinu a zhodnotiť pravdepodobnosť významnej zmeny tejto premennej (alebo zmeny viacerých týchto premenných) v nasledujúcom období. Napríklad pravdepodobnosť, že deficit bežného účtu alebo ceny nehnuteľností poklesnú o dané percentuálne body počas nasledujúceho roka. Vo väčšine prípadov si však najväčšiu pozornosť vyžadujú predovšetkým dôsledky týkajúce sa náhlejšej úpravy hospodárskej činnosti a zamestnanosti.

Teoretická aj empirická literatúra poskytuje podklady pre identifikáciu premenných, ktoré opisujú nerovnováhy. Teoretické modely poskytli základ pre zhodnotenie toho, či je vývoj neudržateľný, a preto predstavuje nerovnováhu. Empirické štúdie pomohli zlepšiť teoretický model a zvýrazniť hodnoty, ktoré môžu odrážať a naznačovať neudržateľný vývoj. Zatiaľ čo tento súbor premenných dobre zachytáva nerovnováhy z kvalitatívneho hľadiska, problém spočíva v kvantitatívnejších zhodnoteniach. Čiže kvalitatívne možno povedať, že ak krajina zaznamenáva neudržateľnú dynamiku, ako napr. pretrvávajúci a vysoký deficit bežného účtu, pravdepodobne jej v určitom okamihu hrozí náhla úprava. Avšak presné načasovanie a prenesenie je oveľa ťažšie ohodnotiť.

Vzhľadom na tieto skutočnosti sa pri identifikácii rizík potenciálnych nerovnováh a pri výbere členských štátov na hĺbkové preskúmanie Komisia vo svojej činnosti týkajúcej sa interpretácie hodnotiacej tabuľky a vedľajších ukazovateľov riadila týmito hlavnými zásadami:

Udržateľnosť zahraničného dlhu: Kľúčové ukazovatele hodnotiacej tabuľky sú čistá medzinárodná investičná pozícia (akcie) a deficit/prebytok bežného účtu (tok). Vysoká negatívna čistá medzinárodná investičná pozícia a vysoký deficit bežného účtu sú dôvodom na vážne obavy. V prípade negatívnej čistej medzinárodnej investičnej pozície by malo byť možné, aby čistý zahraničný dlh zabezpečil prílev priamych zahraničných investícií vo forme akcií, keďže takéto záväzky so sebou nesú menšie riziká ako dlh²⁵. S prebytkami nie sú spojené rovnaké riziká ako s deficitmi, ale tiež môžu predstavovať nerovnováhu, ak sú nadmerné a odrážajú deformácie trhu či politik, ktoré vedú k nesprávnemu rozdeľovaniu zdrojov a zníženiu blahobytu v krajine samotnej alebo v jej partnerských krajinách.

Výkonnosť obchodu a konkurencieschopnosť: Hlavným ukazovateľom v hodnotiacej tabuľke sú podiely na vývoznom trhu, ale aj ukazovatele cenovej konkurencieschopnosti, reálny efektívny výmenný kurz a nominálne jednotkové náklady práce. Slabá výkonnosť obchodu a straty konkurencieschopnosti vyvolávajú obavy samy o sebe, najmä ak popri nich existujú aj problémy s vonkajšou udržateľnosťou, potreba pozitívnejšej vonkajšej výkonnosti na podporu rozsiahlejšieho úsilia v oblasti znižovania pákového efektu alebo prerozdelenie zdrojov. Relevantnými vedľajšími ukazovateľmi sú čistá obchodná bilancia energetických výrobkov²⁶, zmena v reálnych

²⁵ Pri pohľade na medziročný vývoj čistej medzinárodnej investičnej pozície a zahraničného dlhu treba brať do úvahy, že tieto premenné sú merané v trhovej hodnote: zlepšenie alebo zhoršenie týchto premenných môže závisieť rovnako od zlepšenia (či zhoršenia) základných ekonomických veličín, ako aj od trhového vnímania úverovej bonity krajín.

²⁶ Pozri v tejto súvislosti štúdie 'Member States' Energy Dependence: An Indicator-Based Assessment,' („Energetická závislosť členských štátov: hodnotenie podľa ukazovateľov“) *European Economy-Occasional*

efektívnych výmenných kurzoch vo vzťahu k eurozóne a alternatívne ukazovatele jednotkových nákladov práce. Užitočný je aj ukazovateľ výkonnosti vývozu vo vzťahu k rozvinutým ekonomikám. Okrem toho možno vziať do úvahy ako kvalifikátory aj aspekty týkajúce sa necenovej konkurencieschopnosti, napr. informácie o produkte a geografickej špecializácii, hoci tieto otázky sa v zásade majú posudzovať v následných etapách PMN. Vývoj výkonnosti obchodu a konkurencieschopnosti treba interpretovať z hľadiska otázok udržateľnosti. Hoci sa neočakáva, že zníženie veľmi vysokých prebytkov sa dosiahne zásadne prostredníctvom zníženia vývozu a strát trhových podielov, stratu trhových podielov krajiny v deficite, ktorá má veľmi negatívnu čistú medzinárodnú investičnú pozíciu alebo ktorá práve zaznamenala veľmi prudké zhoršenie bilancie bežného účtu, nemožno interpretovať rovnakým spôsobom ako stratu trhových podielov v krajinách s prebytkom.

Zadlženost' súkromného sektora, znižovanie pákového efektu a úvery: Hodnotiaca tabuľka bola navrhnutá tak, aby sa v nej identifikovalo nadmerné využívanie pákového efektu a rast úverov. Vzhľadom na súčasnú hospodársku situáciu sa pozornosť presunula k tlakom na znižovanie pákového efektu (t. j. vysoký dlh, a nie tak veľmi na nadmerné úverové toky). Toto možno zachytiť pri pohľade na výšku dlhu súkromného sektora, pričom sa rozlišuje medzi domácnosťami a nefinančnými spoločnosťami, a na dynamiku ich dlhu, ako aj interakcie so záväzkami verejnej správy. Výšku sektorových dlhov možno kvalifikovať pohľadom tak na konsolidované, ako aj nekonsolidované údaje (s cieľom zohľadniť domáce vnútropodnikové úvery). Tlaky na znižovanie pákového efektu v súkromnom sektore by sa mali kvalifikovať aj s ohľadom na ich interakcie so sektorom verejnej správy²⁷, so zreteľom na spojený vplyv na hospodársku činnosť.

Riziká finančného sektora pre reálnu ekonomiku: Ukazovateľom v hodnotiacej tabuľke je miera rastu záväzkov finančného sektora, zatiaľ čo ukazovateľ znižovania pákového efektu sa nachádza medzi vedľajšími ukazovateľmi. Keďže cieľom je zachytiť zvýšenie rizík spojených s finančným sektorom a spôsob, akým by tieto dva ukazovatele mohli zosilniť šoky v reálnej ekonomike, mali by sa hodnotiť spoločne. Vystavenie štátnemu dlhu alebo riziká plynúce z nadmerného súkromného dlhu (hypotéky a prepojenie s cenami nehnuteľností) sú tiež vysoko relevantné. Vysoko zadlžené sektory môžu byť signálom nadmernej expanzie bankových súvah, nafukovania úverových bublín a posilňovania akéhokoľvek nepriaznivého hospodárskeho vývoja.

Nezamestnanosť: Miera nezamestnanosti je v hodnotiacej tabuľke uvedená ako kontextová premenná, ktorá pomáha pochopiť interakcie medzi viacerými oblasťami ekonomiky a poukazuje na nesprávne rozdelenie zdrojov a nedostatočnú kapacitu úpravy.

Trhy s nehnuteľnosťami a hypotékami: Hlavnými cieľmi sú zachytiť riziko vytvárania cenových bublín v oblasti nehnuteľností a riziká plynúce z veľkých dodatočných korekcií vrátane dôsledkov negatívnych majetkových pozícií domácností, ako aj dôsledkov na podmienky rastu prostredníctvom účinkov bohatstva. Hlavným ukazovateľom je tu medziročná zmena reálnych cien nehnuteľností vnímaná v perspektíve kumulatívnych zmien v cenách. Rôzne ukazovatele nadhodnotenia/podhodnotenia možno použiť ako podporné dôkazy, hoci nie sú súčasťou tabuľky. Riziká ďalšej úpravy možno kvalifikovať úrovňou dlhu domácností a vzájomnými prepojeniami s finančným systémom. V tomto kontexte je relevantná ponuka úverov. V niektorých prípadoch môže byť relevantné zohľadniť tlaky na úpravu plynúce zo strany ponuky. Vzhľadom na finančnú situáciu viacerých členských štátov by cieľom nemalo byť len pochopiť, či vznikajú cenové bubliny v oblasti nehnuteľností, ale aj ako napreduje zmenšovanie týchto bublín, a takisto riziká buď pomalého, alebo príliš rýchleho vývoja.

Papers, 145, a 'Energy Economic Developments in Europe,' („Energeticko-hospodársky vývoj v Európe“ *European Economy*, (pripravuje sa).

²⁷ Na tému udržateľnosti verejného dlhu pozri správu 'Fiscal Sustainability Report-2012,' („Správa o fiškálnej udržateľnosti 2012“) *European Economy*, 2012 (8). Pre podrobnejší opis fiškálneho dohľadu pozri správu 'Report on Public Finances in EMU,' („Správa o verejných financiách v EMÚ“) *European Economy*, 2013 (3).

Tabuľka A1. Ukazovatele hodnotiacej tabuľky a ich orientačné prahové hodnoty

	Vonkajšie nerovnováhy a konkurencieschopnosť					Vnútorne nerovnováhy					
Ukazovateľ	3-ročný priemer bilancie bežného účtu ako % HDP	Čistá medzinárodná investičná pozícia ako % HDP	% zmena (3-ročná) reálneho efektívneho výmenného kurzu, deflátor HICP vzhľadom na 41 priemyselných krajín (a)	% zmena (5-ročná) v podieloch na vývoznom trhu	% zmena (3-ročná) v nominálnych jednotkových nákladoch práce (b)	Medziročná % zmena v cenách nehnuteľností upravených o defláciu (c)	Úverový tok v súkromnom sektore (konsolidovaný) ako % HDP (d), (e)	Miera nezamestnanosti 3-ročný priemer	Dlh súkromného sektora (konsolidovaný) ako % HDP (d), (e)	Verejný dlh ako % HDP	Medziročná % zmena celkových záväzkov finančného sektora, nekonsolidované údaje
Zdroj údajov	EUROSTAT (štatistika platobnej bilancie)	EUROSTAT (štatistika platobnej bilancie)	GR ECFIN (databáza Cenová a nákladová konkurencieschopnosť).	EUROSTAT (štatistika platobnej bilancie)	EUROSTAT (národné účty)	EUROSTAT	EUROSTAT (národné účty)	EUROSTAT (výberové zisťovanie pracovných síl)	EUROSTAT (národné účty)	EUROSTAT (postup pri nadmernom deficite – vymedzenie v zmluve).	EUROSTAT (národné účty)
Orientačné prahové hodnoty	-4/+6% dolný kvartil (použitý aj ako referencia pre hornú prahovú hodnotu)	-35% dolný kvartil	+/-5 % v eurozóne +/-11 % mimo eurozóny dolný a horný kvartil eurozóny +/- štand. odch. eurozóny	-6 % dolný kvartil	+9 % v eurozóne +/-12 % mimo eurozóny horný kvartil v eurozóne +3 %	+6 % horný kvartil	+15 % horný kvartil	+10 %	133 % horný kvartil	+60 %	16,5 %
Niektoré ďalšie ukazovatele, ktoré budú použité pri ekonomickom čítaní	čisté poskytnuté/prijaté úvery voči zvyšku sveta ako % HDP	čistý zahraničný dlh ako % HDP prílev priamych zahraničných investícií ako % HDP	reálny efektívny výmenný kurz voči zvyšku eurozóny	relatívne podiely na vývoznom trhu v pomere k rozvinutým ekonomikám; produktivita práce; trend rastu TFP	nominálne jednotkové náklady práce (zmeny počas 1, 5, 10 rokov); efektívne jednotkové náklady práce týkajúce sa zvyšku eurozóny	zmeny reálnych cien nehnuteľností (súhrne za 3 roky); index nominálnych cien nehnuteľností; pridaná hodnota v bytovej výstavbe	zmena v súkromnom dlhu	miera účasti; ukazovatele dlhodobej nezamestnanosti a nezamestnanosti mladých ľudí	dlh súkromného sektora na základe konsolidovaných údajov		pomer dlhu k vlastnému imaniu

Poznámky: (a) Pre obchodných partnerov z EÚ sa používa HICP, zatiaľ čo pre obchodných partnerov mimo EÚ je deflátor založený na CPI; (b) index stanovujúci pomer nominálnej mzdy na zamestnanca k reálnemu HDP na zamestnanú osobu; (c) zmeny cien nehnuteľností vo vzťahu k deflátoru spotreby; (d) súkromný sektor sa vymedzuje ako nefinančné spoločnosti, domácnosti a neziskové inštitúcie slúžiace domácnostiam; (e) súčet úverov a cenné papiere iné ako akcie.

Tabuľka A.2: Hodnotiaca tabuľka PMN 2012

Rok 2012	Vonkajšie nerovnováhy a konkurencieschopnosť									Vnútné nerovnováhy						
	Saldo bežného účtu ako % of HDP		Čistá medzinárodná investičná pozícia ako % HDP	Reálny efektívny výmenný kurz (42 deflátorov IC - HICP)		Podiely na vývoznom trhu		Nominálne jednotkové náklady práce (ULC)		% medziročná zmena v cenách nehnuteľností znížených o defláciu	Úverový tok súkromného sektora ako % HDP, konsolidovaný	Dlh súkromného sektora ako % HDP, konsolidovaný	Dlh verejného sektora ako % HDP	Miera nezamestnanosti		% medziročná zmena v celkových záväzkoch finančného sektora
	3-ročný priemer	p.m.: úroveň roka 2012		% zmena (3-ročná)	p.m.: % medziročná zmena	% change (5-ročná)	p.m.: % medziročná zmena	% zmena (3-ročná)	p.m.: % medziročná zmena					3-ročný priemer	p.m.: úroveň roka 2012	
Thresholds	-4/+6%	-	-35%	±5% & ±11%	-	-6%	-	+9% & +12%	-	+6%	14%	133%	60%	10%	-	16.5%
BE	-0.4	-2.0	48	-4.3	-2.3	-14.9	-5.2	6.6	4.1	-0.2	-1.5	146	100	7.7	7.6	-3.9
BG	-0.9	-1.3	-80	-4.0	-2.0	4.8	-5.5	7.4	-0.5	-5.3 (p)	2.5	132	19	11.3	12.3	10.1
CZ	-3.0	-2.4	-50	0.4	-2.8	-4.2	-4.6	3.9	3.8	-3.9	0.6	72	46	7.0	7.0	5.4
DK	5.9	6.0	38	-7.7	-2.8	-18.6	-4.8	1.0	1.6	-5.1	6.1	239	45	7.5	7.5	5.0
DE	6.5	7.0	42	-8.9	-3.2	-13.1	-4.6	3.0	3.1	1.8	1.5	107	81	6.2	5.5	4.4
EE	0.9	-1.8	-54	-3.4	-0.6	6.5	-4.1	-2.8	4.2	3.5	4.7	129	10	13.2	10.2	12.9
IE	2.3	4.4	-112	-12.2	-4.3	-16.3	-3.3	-10.4	0.0	-11.7	-1.6	306	117	14.4	14.7	-0.7
EL	-7.5	-2.4	-109	-4.5	-3.9	-26.7	-7.3	-8.1	-6.2	-12.4 (1)	-6.8	129	157	18.2	24.3	-3.4
ES	-3.1	-1.1	-93	-5.2	-2.3	-14.6	-4.9	-5.6	-3.0	-16.9	-10.5	194	86	22.3	25.0	3.3
FR	-1.8	-2.2	-21	-7.8	-3.2	-14.0	-6.8	4.1	2.1	-2.3	3.5	141	90	9.9	10.2	-0.1
HR	-0.5	0.0	-89	-8.3	-2.6	-24.7	-7.4	0.8	1.2	-2.4	-2.1	132	56	13.8	15.9	0.9
IT	-2.3	-0.4	-25	-6.2	-1.8	-23.8	-5.0	3.1	2.3	-5.4 (p)	-1.0	126	127	9.2	10.7	7.1
CY	-6.7	-6.9	-82	-5.8	-1.9	-26.6	-9.4	0.8	-2.7	-2.2	10.0	299	87	8.7	11.9	-1.9
LV	-0.6	-2.5	-67	-8.5	-1.4	12.3	5.4	-5.8	3.4	-0.6	-1 (p)	91.7 (p)	41	16.9	15.0	4.1 (p)
LT	-1.3	-0.2	-53	-6.7	-2.0	29.3	5.7	-4.6	1.9	-3.2	-0.3	63	41	15.6	13.4	-0.3
LU	7.0	6.6	169	-2.3	-1.4	-18.3	-4.0	9.8	4.7	2.5	-5.0	317	22	4.8	5.1	11.3
HU	0.6	1.0	-103	-1.2	-2.3	-17.8	-7.4	4.4	2.7	-9.2	-6.1	131	80	11.0	10.9	-8.3
MT	-1.6	1.6	25	-7.7	-2.1	4.5	-1.9	4.9	3.7	0.3	-1.6	155	71	6.6	6.4	4.1
NL	8.8	9.4	47	-6.0	-1.8	-12.0	-3.3	3.3	2.8	-8.7	0.2	219	71	4.7	5.3	4.9
AT	2.2	1.6	0	-4.7	-1.7	-21.2	-6.3	4.1	3.0	na (2)	2.7	147	74 (3)	4.3	4.3	-0.9
PL	-4.6	-3.7	-67	1.3	-2.3	1.3	-2.7	4.4	2.0	-5.9 (e)	3.4	75	56	9.8	10.1	9.6
PT	-6.5	-2.0	-115	-4.0	-1.5	-16.0	-5.3	-5.3	-3.1	-8.6 (p)	-5.4	224	124	13.6	15.9	-3.6
RO	-4.4	-4.4	-68	-1.9	-6.0	5.9	-7.1	4.8	6.5	-9.2	0.9	73	38	7.2	7.0	5.3
SI	1.2	3.3	-45	-4.5	-1.2	-19.9	-6.9	0.4	0.8	-8.4	-2.9	114	54	8.1	8.9	-0.8
SK	-1.7	2.2	-64	-3.2	0.0	4.2	1.5	0.9	1.0	-5.9	3.2	73	52	14.0	14.0	2.6
FI	-0.5	-1.7	18	-8.3	-2.7	-30.8	-7.1	4.8	4.4	-0.5 (p)	9.0	158	54	8.0	7.7	-0.2
SE	6.2	6.0	-10	10.1	-0.8	-18.8	-6.0	0.7	2.9	-0.2	1.8	212	38	8.1	8.0	4.4
UK	-2.8	-3.8	-9	5.8	4.3	-19.0	-1.7	6.1	3.0	-0.9	2.6	179	89	7.9	7.9	-4.3

Zdroj: EUROSTAT, GR ECFIN (pre ukazovatele týkajúce sa reálneho efektívneho výmenného kurzu(REER)).

Poznámka: (1) Odhad Eurostatu na základe údajov HPI (indexu ľudskej chudoby) od Bank of Greece ako výsledok dohody s ELSTAT-om. (2) Údaje HPI do roku 2011 od Statistics Austria. Na rok 2012 Eurostat odhaduje deflačnú mieru 9,6% na základe neharmonizovaných údajov HPI poskytnutých ECB a Centrálnou bankou Rakúska. (3) Eurostat vznesol výhradu k dlhu verejného sektora Rakúska,pozri tlačové vyhlásenie Eurostatu 152/2013. (4) p= predbežné údaje, e= odhad.

Tabuľka A.3: Vedľajšie ukazovatele použité pri ekonomickom čítaní hodnotiacej tabuľky PMN 2012

Rok 2012	% medziročná zmena v reálnom HDP	Hrubá tvorba fixného kapitálu ako % HDP	Hrubé domáce výdavky na výskum a vývoj ako % HDP	Prijaté/po skytnuté pôžičky, v čistom, ako % HDP, údaje z obch.bilan cie	Čistý zahraničný dlh ako % HDP	Prílev PZI ako % HDP	Objem PZI ako % HDP	Čistá obchodná bilancia energetických výrobkov ako % HDP	% zmena (3-ročná) v REER voči eurozóne	% zmena (5-ročná) vo výkonnosti vývozu voči rozvinutým ekonomikám	% zmena (5-ročná) v obchodných podmienkach	% medziročná zmena podielov na vývoznom trhu, objem tovaru a služieb	% medziročná zmena v produktivite práce	% zmena (10-ročná) v nominálnych ULC	% zmena (10-ročná) vo výkonnosti ULC vo vzťahu k eurozóne	% zmena (3-ročná) v nominálnych cenách nehnuteľností	Bytová výstavba ako % HDP	Dlh súkromného sektora ako % HDP, nekons.údaje	Pákový efekt finančného sektora (dlh k imaniu)
BE	-0.1	20.4	0.0	-2.1	-93.7	-7.6	195.3	-5.3	1.9	-6.0	-2.1	-3.6	-0.3	22.0	5.2	9.6	5.9	247.8	476.0
BG	0.8	21.4	0.0	0.0	28.8	3.7	95.2	-7.3	1.8	15.8	2.4	-2.8	3.4	70.5	45.5	-16.7	na	142.5	458.4
CZ	-1.0	23.1	0.0	-1.1	-1.3	5.4	67.6	-4.9	5.5	5.8	-3.6	2.8	-1.4	18.5	4.6	-3.1	3.7	82.0	542.1
DK	-0.4	17.1	0.0	6.0	12.0	0.9	32.4	0.5	0.7	-10.0	2.1	-8.8	-0.1	27.2	8.8	-1.7	4.3	238.9	308.0
DE	0.7	17.6	0.0	7.0	-9.4	0.2	28.5	-3.9	-1.2	-4.0	-2.2	1.1	-0.4	7.6	-11.0	8.2	5.8	116.3	459.9
EE	3.9	25.2	0.0	1.7	-2.0	6.8	84.2	-1.4	5.2	17.7	-3.4	3.1	1.7	67.3	42.9	23.0	3.5	130.1	353.1
IE	0.2	10.7	0.0	3.2	-396.7	18.2	157.1	-3.2	-5.1	-7.5	-4.4	0.3	0.8	15.4	-2.3	-33.1	2.0	331.9	121.1
EL	-6.4	13.1	0.0	-1.2	121.5	0.7	9.7	-3.9	2.0	-19.0	-3.8	-2.9	2.1	11.6	-4.9	-18.7	3.4	130.3	1129.9
ES	-1.6	19.2	0.0	-0.5	90.3	2.0	46.8	-3.9	0.8	-5.6	-5.3	0.5	2.7	18.6	0.5	-22.7	5.2	215.2	938.3
FR	0.0	19.8	0.0	-2.2	35.0	1.0	40.8	-3.3	-0.5	-5.0	-2.4	-0.1	0.1	20.9	4.0	10.3	na	161.7	415.6
HR	-2.0	18.4	0.0	0.1	79.5	2.4	54.9	-6.0	-2.5	-16.8	2.5	-2.1	2.0	31.7	11.1	-10.6	na	132.1	421.6
IT	-2.5	17.9	0.0	-0.1	55.5	0.0	17.6	-3.9	1.3	-15.7	-4.3	-0.2	-2.2	27.6	10.8	-2.9	5.1	128.8	1180.3
CY	-2.4	13.7	0.0	-6.7	36.7	5.5	90.0	-8.3	2.0	-18.9	-1.6	-0.2	1.8	28.1	11.0	-11.9	3.6	302.6	925.1
LV	5.0	22.8	0.0	0.5	38.9	3.9	46.5	-6.0	-0.7	24.2	-1.3	4.6	3.4	100.8	66.3	0.3	1.9	111.6	694.4 (p)
LT	3.7	16.6	0.0	2.0	33.6	1.7	36.7	-8.4	1.5	42.9	-2.6	8.6	1.9	32.1	11.8	-1.5	1.8	66.7	640.8
LU	-0.2	19.3	0.0	6.1	-2444.8	523.6	4311.5	-6.5	2.8	-9.7	3.1	-5.8	-2.6	37.0	17.4	13.8	3.5	370.7	68.7
HU	-1.7	17.4	0.0	3.6	57.1	11.1	80.8	-6.4	4.4	-9.1	-2.3	0.0	-1.8	39.3	23.1	-9.3	1.6	155.0	519.6
MT	0.8	14.8	0.0	2.9	-176.4	-0.4	180.7	-12.8	1.0	15.5	-1.4	2.6	-1.5	28.3	11.8	1.8	2.2	217.8	357.4
NL	-1.2	17.0	0.0	7.8	32.5	1.5	77.3	-2.6	-0.3	-2.7	-1.6	0.8	-1.1	17.8	0.2	-9.8	4.2	222.8	202.8
AT	0.9	21.4	0.0	1.5	25.6	1.5	65.4	-4.1	1.3	-12.9	-4.3	-0.8	-0.4	16.6	0.9	na	4.5	164.7	330.0
PL	1.9	19.1	0.0	-1.5	36.1	1.2	45.7	-3.5	7.1	12.0	-2.8	-0.1	5.6	9.1	-5.1	-6.8	2.7	78.7	315.6
PT	-3.2	16.0	0.0	0.3	102.3	4.2	55.0	-4.7	0.9	-7.2	-0.1	-5.1	1.1	11.5	-4.3	-8.4	2.5	256.0	485.1
RO	0.7	26.7	0.0	-3.0	40.2	1.6	44.6	-3.1	3.2	17.1	10.5	-5.7	-0.8	144.0	107.5	-26.1	na	73.7	507.0
SI	-2.5	17.8	0.0	3.0	41.2	-0.1	33.2	-6.9	0.3	-11.5	-4.3	-2.3	-1.7	32.0	13.4	-4.3	2.8	125.2	631.9
SK	1.8	20.1	0.0	4.2	22.4	3.1	59.5	-5.9	1.9	15.1	-5.6	6.1	1.7	23.7	7.4	-8.1	2.3	76.3	1008.7
FI	-0.8	19.6	0.0	-1.6	36.4	1.4	38.0	-2.7	1.6	-23.5	-5.7	-3.9	-0.8	26.5	7.5	12.1	6.7	185.1	525.9
SE	1.0	19.0	0.0	5.9	60.1	3.1	64.0	-1.7	19.1	-10.2	-1.3	-8.4	0.2	11.3	-5.2	11.8	3.2	256.5	278.1
UK	0.1	14.3	0.0	-3.6	31.7	2.5	53.7	-1.2	14.4	-10.5	-3.6	-2.9	-1.1	29.4	na	8.0	3.3	189.8	1060.7

Zdroj: EUROSTAT, GR ECFIN (pre ukazovatele týkajúce sa REER voči eurozóne a efektívnych ULC voči eurozóne) a globálny hosp. výhľad MMF (pre ukazovatele podielu na vývoznom trhu z hľadiska objemu).

Poznámka: b= medzera v časovom rade, p= predbežné údaje, e= odhad.

Tabuľka A.3 (pokračovanie): Vedľajšie ukazovatele použité pri ekonomickom čítaní hodnotiacej tabuľky PMN 2012

Rok 2012	% medziročná zmena v zamestnanosti	Miera aktivity (15-64 ročných)		Miera dlhodobej nezamestnanosti (% aktívneho obyvateľstva)		Miera nezamestnanosti mladých ľudí (% aktívneho obyvateľstva v rovnakej vekovej skupine)		Podiel mladých ľudí, ktorí nemajú zamestnanie, nepokračujú vo vzdelávaní a ani v odbornej príprave (% celkového)		Ľudia ohrození chudobou alebo sociálnym vylúčením (% celkového obyvateľstva)		Miera rizika chudoby (% celkového obyvateľstva)		Miera závažnej materiálnej deprivácie (% celkového obyvateľstva)		Osoby žijúce v domácnostiach s veľmi nízkou intenzitou práce (% obyvateľstva vo veku 0-59)	
		úroveň	zmena v % bodoch (3-ročná)	úroveň	zmena v % bodoch (3-ročná)	úroveň	zmena v % bodoch (3-ročná)	úroveň	zmena v % bodoch (3-ročná)	úroveň	zmena v % bodoch (3-ročná)	úroveň	zmena v % bodoch (3-ročná)	úroveň	zmena v % bodoch (3-ročná)	úroveň	zmena v % bodoch (3-ročná)
BE	0.2	66.9	0.0	3.4	-0.1	19.8	-2.1	12.3	1.2	na	na	na	na	na	na	na	na
BG	-2.5	67.1	-0.1	6.8	3.8	28.1	13.0	21.5	2.0	49.3	3.1	21.2	-0.6	44.1	2.2	12.4	5.5
CZ	0.4	71.6	1.5	3.0	1.0	19.5	2.9	8.9	0.4	15.4	1.4	9.6	1.0	6.6	0.5	6.8	0.8
DK	-0.3	78.6	-1.6	2.1	1.5	14.0	2.2	6.6	1.2	19.0	1.4	13.1	0.0	2.8	0.5	10.9	2.4
DE	1.1	77.1	0.8	2.5	-1.0	8.1	-3.1	7.7	-1.1	19.6	-0.4	16.1	0.6	4.9	-0.5	9.8	-1.0
EE	2.2	74.9	0.9	5.5	1.7	20.9	-6.6	12.5	-2.4	23.4	0.0	17.5	-2.2	9.4	3.2	9.0	3.4
IE	-0.6	69.2	-1.4	9.1	5.6	30.4	6.4	18.7	0.3	na	na	na	na	na	na	na	na
EL	-8.3	67.9	0.1	14.4	10.5	55.3	29.5	20.3	7.7	34.6	7.0	23.1	3.4	19.5	8.5	14.1	7.6
ES	-4.2	74.1	1.1	11.1	6.8	53.2	15.4	18.8	0.5	28.2	3.7	22.2	2.1	5.8	1.3	14.2	6.6
FR	0.0	71.0	0.5	4.1	0.7	24.7	0.7	12.2	-0.2	19.1	0.6	14.1	1.2	5.3	-0.3	8.4	0.1
HR	-3.9	60.5	-1.9	10.3	5.2	43.0	17.9	16.7	4.8	32.3	na	20.5	2.6	15.4	na	16.1	na
IT	-0.3	63.7	1.3	5.7	2.2	35.3	9.9	21.1	3.4	30.4 (p)	5.7 (p)	19.8	1.4	14.5	7.5	10.3	1.5
CY	-4.2	73.5	0.5	3.6	3.0	27.8	14.0	16.0	6.1	27.1	3.6	14.7	-1.1	15.0	5.5	6.4	2.4
LV	1.6	74.4	0.5	7.8	2.9	28.5	-4.8	14.9	-2.5	36.6	-0.8	19.4	-6.3	26.0	4.1	11.5	4.8
LT	1.8	71.8	2.0	6.6	3.4	26.7	-2.3	11.1	-1.3	32.5	3.0	18.6	-2.0	19.8	4.7	11.3	4.4
LU	2.5	69.4	0.7	1.6	0.4	18.0	1.5	5.9	0.1	18.4	0.6	15.1	0.2	1.3	0.2	6.1	-0.2
HU	0.1	64.3	2.7	4.9	0.7	28.1	1.6	14.7	1.3	32.4	2.8	14.0	1.6	25.7	5.4	12.7	1.4
MT	2.3	63.1	4.0	3.0	0.0	14.2	-0.2	11.1	1.3	22.2	2.0	15.0	-0.3	8.0	3.3	7.9	-0.5
NL	-0.2	79.3	-0.4	1.8	0.9	9.5	1.8	4.3	0.2	15.0	-0.1	10.1	-1.0	2.3	0.9	8.7	0.4
AT	1.3	75.9	0.6	1.1	0.1	8.7	-1.3	6.5	-1.3	na	na	na	na	4.0	-0.8	7.6	0.4
PL	-3.4	66.5	1.8	4.1	1.6	26.5	5.9	11.8	1.7	26.7	-1.1	17.1	0.0	13.5	-1.5	6.8	-0.1
PT	-4.2	73.9	0.2	7.7	3.0	37.7	12.9	14.1	2.9	25.3	0.4	17.9	0.0	8.6	-0.5	10.1	3.2
RO	1.5	64.2	1.1	3.2	1.0	22.7	1.9	16.8	2.9	41.7	-1.4	22.6	0.2	29.9	-2.3	7.4	-0.3
SI	-0.8	70.4	-1.4	4.3	2.5	20.6	7.0	9.3	1.8	19.6	2.5	13.5	2.2	6.6	0.5	7.5	1.9
SK	0.1	69.4	1.0	9.4	2.9	34.0	6.4	13.8	1.3	20.5	0.9	13.2	2.2	10.5	-0.6	7.2	1.6
FI	0.0	75.2	0.2	1.6	0.2	19.0	-2.5	8.6	-1.3	17.2	0.3	13.2	-0.6	2.9	0.1	9.1	0.9
SE	0.7	80.3	1.4	1.5	0.4	23.7	-1.3	7.8	-1.8	18.2	2.3	14.2	0.9	1.3	-0.3	9.9	3.7
UK	1.2	76.3	0.6	2.7	0.8	21.0	1.9	14.0	0.7	na	na	na	na	na	na	na	na

Zdroj: EUROSTAT.

Poznámka: p= predbežné údaje.