



EVROPSKÁ
KOMISE

V Bruselu dne 5.3.2014
COM(2014) 150 final

SDĚLENÍ KOMISE

EVROPSKÉMU PARLAMENTU, RADĚ A EUROSUPINĚ

**Výsledky hloubkových přezkumů podle nařízení (EU) č. 1176/2011 o prevenci a nápravě
makroekonomické nerovnováhy**

Toto sdělení shrnuje výsledky hloubkových přezkumů, které měly vyhodnotit, zdali v některých členských státech EU nepanuje nerovnováha či nadměrná nerovnováha. () Podrobněji též rozvádí vliv makroekonomické nerovnováhy na eurozónu a způsob, jakým je nutno k některým politickým výzvám v kontextu celé eurozóny přistupovat. S cílem přispět k integrovanému dohledu se toto sdělení zabývá rovněž fiskálním vývojem. V případě dotčených zemí Komise aktualizuje posouzení jejich situace, které provedla v listopadu 2013, kdy projednávala návrhy rozpočtových plánů. (**)*

V rámci hloubkových přezkumů jsou pojednány relevantní charakteristiky ekonomik jednotlivých členských států, zejména vývoj běžného účtu platební bilance, saldo úspor a investic, efektivní směnné kurzy, podíl na exportních trzích, nákladová a jiná než nákladová konkurenceschopnost, produktivita, soukromý a veřejný dluh, ceny nemovitostí, úvěrové toky, finanční systémy, nezaměstnanost a další proměnné veličiny. Při vyhodnocování rovnováhy či nadměrné nerovnováhy byla zvažována situace, v níž se daná ekonomika v daném okamžiku nachází, dynamika jednotlivých problémů, a případně též politická opatření z nedávné doby.

Z hloubkových přezkumů vyplývá, že výzvy, jimž ekonomiky EU čelí, se mění. V době, kdy byl zaváděn postup při makroekonomické nerovnováze, a v počátcích jeho uplatňování souvisely hlavní problémy s neudržitelným schodkem běžného účtu, se ztrátou konkurenceschopnosti, jež byla dána původně velmi dynamickými náklady na pracovní sílu, jakož i se soukromým dluhem a vysokými cenami nemovitostí. Dnes se na hlavních problémech přeshraniční povahy podílejí mj. tyto jevy: dopad snižování zadluženosti v řadě zemí na střednědobý růst, udržitelnost soukromého a veřejného dluhu a vnějších závazků v podmínkách velmi nízké inflace, potřeba zajistit ve zranitelných ekonomikách adekvátní úvěrování životaschopných činností (zejména v odvětví neobchodovatelných statků) v podmínkách roztržitého finančního systému a velmi vysoká nezaměstnanost v řadě zemí

*Na základě hloubkových přezkumů zjistila Komise nerovnováhu v **Belgii, Bulharsku, Německu, Irsku, Španělsku, Francii, Chorvatsku, Itálii, Maďarsku, Nizozemsku, Slovinsku, Finsku, Švédsku a Spojeném království**. Z uvedených členských států se **Chorvatsko, Itálie a Slovinsko** potýkají s nadměrnou nerovnováhou. V případě **Španělska** se Komise domnívá, že za poslední rok došlo k významné korekci a že se nerovnováha, soudě dle aktuálních trendů, bude v průběhu času nadále snižovat. Z uvedeného lze vyvodit závěr, že se již nejedná o nerovnováhu nadměrnou ve smyslu postupu při makroekonomické nerovnováze, avšak Komise zdůrazňuje, že dosud přetrvávají značná rizika.*

*Příčiny nerovnováhy a rizika, jež tyto příčiny vyvolávají, se případ od případu liší. Problémům, s nimiž se jednotlivé ekonomiky potýkají, by měly být uzpůsobeny příslušné politiky a nezbytností je náležitý monitoring. V souladu s doporučením, jež Rada vydala pro eurozónu, má Komise v úmyslu zavést zvláštní monitoring politik, které Rada doporučila členským státům, jež se potýkají s nadměrnou nerovnováhou (**Chorvatsku, Itálii a Slovinsku**), a dále zemím, kde si nerovnováha žádá rozhodná politická opatření (**Irsko, Španělsko a Francie**). (***) V případě **Irska a Španělska** bude tento monitoring vycházet z dohledu po ukončení programu finanční pomoci.*

*V případě **Dánska a Malty** se Komise domnívá, že se rizika oproti loňskému roku zmírnila nebo jsou více pod kontrolou. V těchto zemích již není dána nerovnováha ve smyslu postupu při makroekonomické nerovnováze. V případě **Lucemburska** sice určité znaky ekonomiky, včetně rozsáhlého finančního sektoru, vyžadují pozornost, avšak nezpůsobují nerovnováhu ve smyslu postupu při makroekonomické nerovnováze. (****)*

Díky robustnějšímu oživení a důslednému provádění politik by mělo být v nadcházejících letech jednodušší překonat stav nerovnováhy či nadměrné nerovnováhy i v jiných ekonomikách. Nerovnováha však představuje dlouhodobý jev. Může tedy uplynout jistý čas, než se díky náležitým politikám rozhodujícím způsobem sníží makroekonomická rizika, která jsou předmětem dohledu v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze. Je-li tedy v případě určité ekonomiky po několika let konstatována nerovnováha či nadměrná nerovnováha, nejedná se o žádný soud o přijatých politikách, nýbrž o signál, že rizika přetrvávají a že je ohledně této nerovnováhy a naplňování relevantní politiky namístě velká bdělost. V případě některých zemí je však třeba poznamenat, že je

vytrvalý charakter nerovnováhy dán též pomalým plněním doporučení pro jednotlivé země, která jsou vydávána v rámci evropského semestru.

*Pokud jde o fiskální vývoj, situace se díky trvalému konsolidačnímu úsilí nadále zlepšuje, a to v celé EU i v eurozóně. Z posledních prognóz však vyplývá, že v případě **Francie a Slovinska** hrozí rizika, že úsilí o konsolidaci možná není dostatečně intenzivní na to, aby zajistilo, že bude náprava nadměrného schodku postupovat podle plánu. Komise tedy vydává těmto členským státům doporučení podle článku 11 nařízení (EU) č. 473/2013.*

Komise očekává, že ke zjištěním, která z hloubkových přezkumů a ze závěrečných prognóz vyplynula, členské státy přihlédnou při přípravě svých národních programů reforem (NPR) a programů stability, resp. konvergenčních programů. Členské státy, které se potýkají s nadměrnou nerovnováhou, by měly zejména ve svých nadcházejících národních programech reforem a programech stability, resp. konvergenčních programech koncipovat komplexní a detailní politická opatření, jimiž hodlají na tento stav reagovat. Komise je odhodlána s těmito členskými státy na přípravě těchto opatření úzce spolupracovat, a to při plném respektování vnitrostátních postupů. Od obou členských států, jimž je v tomto sdělení adresováno doporučení, jímž má být zajištěno pokračování v nápravě nadměrného schodku podle plánu, se očekává, že ve zvláštním oddíle svých programů stability podají zprávu o opatřeních, která v reakci na toto doporučení přijmou. Národní programy reforem a programy stability, resp. konvergenční programy všech členských států budou v červnu 2014 posouzeny v rámci evropského semestru z hlediska přiměřenosti daným problémům. Dospěje-li Komise k závěru, že některý z členských států, jež se potýkají s nadměrnou nerovnováhou (Itálie, Chorvatsko, Slovinsko), nenavrhl politickou odpověď přiměřenou daným problémům, pak Komise doporučí Radě, že by tento členský stát měl přijmout nápravná opatření v rámci nápravné složky postupu při makroekonomické nerovnováze. V případě potřeby budou následné procedurální kroky přijaty počátkem června v rámci postupu při nadměrném schodku.

(*) Toto sdělení splňuje požadavky čl. 6 odst. 1 a čl. 7 odst. 1 nařízení (EU) č. 1176/2011, podle nichž Komise o výsledku hloubkového přezkumu informuje Evropský parlament, Radu a Euroskupinu. Současně s tímto sdělením byly zveřejněny výsledky hloubkových přezkumů sedmnácti členských států (viz *European Economy — Occasional Papers*). Ve smyslu postupu při nadměrné nerovnováze se nerovnováhou rozumí trendy, které vyvolávají vývoj nepříznivě ovlivňující fungování ekonomiky členského státu, měnové unie nebo Unie jako celku. Nadměrnou nerovnováhou se rozumí vážná nerovnováha, včetně nerovnováhy, které by mohla ohrozit řádné fungování hospodářské a měnové unie.

(**) COM(2013) 900, 15.11.2013.

(***) Viz doporučení č. 5 v doporučení Rady (2013/C 217/24) ze dne 9. července 2013 (Úř. věst. C 217, 30.7.2013, s. 97).

(****) Ve zprávě mechanismu varování z listopadu 2013 dospěla Komise k názoru, že v případě České republiky, Estonska, Lotyšska, Litvy, Rakouska, Polska a Slovenska nebyla nutná žádná zvláštní opatření postupu při makroekonomické nerovnováze. Makroekonomický dohled nad všemi těmito členskými státy bude nadále vykonáván v rámci evropského semestru. Postup při makroekonomické nerovnováze se navíc nepoužije na dále uvedené členské státy, jež provádějí makroekonomické ozdravné programy, podporované finanční pomocí: Řecko, Kypr, Portugalsko a Rumunsko. Intenzivnější monitoring jejich nerovnováhy a politik bude nadále probíhat v rámci jejich programů.

PŘEHLED
INTEGROVANÝ DOHLED NAD MAKROEKONOMICKOU A FISKÁLNÍ NEROVNOVÁHOU
(Členské státy, u nichž byl proveden hloubkový přezkum)

	Postup při nadměrné nerovnováze		Pakt o stabilitě a růstu
	Zjištění	Následná opatření	
BE	Nerovnováha	Doporučení v rámci evropského semestru, mj. k problémům řešeným v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze	Nadměrný schodek, termín pro jeho nápravu: 2013
BG	Nerovnováha	Doporučení v rámci evropského semestru, mj. k problémům řešeným v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze	Dosud nedosažen SRC
DE	Nerovnováha	Doporučení v rámci evropského semestru, mj. k problémům řešeným v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze	SRC překonán
DK	Žádná nerovnováha	Doporučení v rámci evropského semestru	Nadměrný schodek, termín pro jeho nápravu: 2013
IE	Nerovnováha	Doporučení v rámci evropského semestru, mj. k problémům řešeným v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze. Zvláštní monitoring: dohled po ukončení programu finanční pomoci.	Nadměrný schodek, termín pro jeho nápravu: 2015
ES	Nerovnováha	Doporučení v rámci evropského semestru, mj. k problémům řešeným v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze. Zvláštní monitoring: dohled po ukončení programu finanční pomoci.	Nadměrný schodek, termín pro jeho nápravu: 2016
FR	Nerovnováha	Doporučení v rámci evropského semestru, mj. k problémům řešeným v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze. Nutno zavést zvláštní monitoring.	Nadměrný schodek, termín pro jeho nápravu: 2015 Komise dnes přijala doporučení (*)
HR	Nadměrná nerovnováha	Doporučení v rámci evropského semestru, mj. k problémům řešeným v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze. V červnu má být rozhodnuto o následných krocích v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze. Nutno zavést zvláštní monitoring.	Nadměrný schodek, termín pro jeho nápravu: 2016
IT	Nadměrná nerovnováha	Doporučení v rámci evropského semestru, mj. k problémům řešeným v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze. V červnu má být rozhodnuto o následných krocích v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze. Nutno zavést zvláštní monitoring.	Dosud nedosažen SRC
LU	Žádná nerovnováha	Doporučení v rámci evropského semestru	SRC překonán
HU	Nerovnováha	Doporučení v rámci evropského semestru, mj. k problémům řešeným v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze	Dosud nedosažen SRC
MT	Žádná nerovnováha	Doporučení v rámci evropského semestru	Nadměrný schodek, termín pro jeho nápravu: 2014
NL	Nerovnováha	Doporučení v rámci evropského semestru, mj. k problémům řešeným v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze	Nadměrný schodek, termín pro jeho nápravu: 2014
SI	Nadměrná nerovnováha	Doporučení v rámci evropského semestru, mj. k problémům řešeným v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze. V červnu má být rozhodnuto o následných krocích v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze. Nutno zavést zvláštní	Nadměrný schodek, termín pro jeho nápravu: 2015 Komise dnes přijala doporučení (*)

		monitoring.	
SE	Nerovnováha	Doporučení v rámci evropského semestru, mj. k problémům řešeným v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze	SRC překonán
FI	Nerovnováha	Doporučení v rámci evropského semestru, mj. k problémům řešeným v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze	Dosud nedosažen SRC
UK	Nerovnováha	Doporučení v rámci evropského semestru, mj. k problémům řešeným v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze	Nadměrný schodek, termín pro jeho nápravu: 2014–2015

(*) Doporučení v rámci balíčku dvou právních aktů („two-pack“) (nařízení č. 473/2013), jejichž předmětem jsou opatření, jež mají být přijata v zájmu včasné nápravy nadměrného schodku veřejných financí, se týkají pouze členských států eurozóny.

SRC: Střednědobý rozpočtový cíl.

Členské státy eurozóny, pro něž byl zpracován hloubkový přezkum, jsou podbarveny šedě.

1. ÚVOD A HLAVNÍ ZJIŠTĚNÍ

V posledních letech byla správa ekonomických záležitostí v EU výrazně posílena. V jejím rámci nyní v Evropě každoročně probíhá vnitřně provázaný cyklus koordinace hospodářských politik, přičemž v eurozóně jsou jednotlivé kroky ještě více integrovány. Evropský semestr hraje klíčovou úlohu v zavádění reform, v koordinaci hospodářských politik členských států a v jejich úsilí o podporu růstu a zaměstnanosti¹.

Těžiště posílené správy ekonomických záležitostí v EU tvoří – spolu s posíleným Paktem o stabilitě a růstu, zaměřeným na udržitelné veřejné finance, – postup při makroekonomické nerovnováze. Tento postup má pomoci v odhalování, prevenci a odstraňování problémů v raném stadiu. Na začátku čtvrtého evropského semestru, v listopadu 2013, Komise prostřednictvím zprávy mechanismu varování provedla analýzu všech členských států. V ní na základě srovnávacího přehledu indikátorů zjišťovala existenci makroekonomické nerovnováhy a určila 16 případů, které vyžadují hloubkový přezkum. Poté, co Irsko úspěšně dokončilo makroekonomický ozdravný program, bylo rovněž pozváno na zasedání Rady ECOFIN konané v únoru 2014. Na základě uvedených hloubkových analýz Komise vyhodnotila existenci nerovnováhy a její povahu.

Celkově z analýzy vyplývá, že makroekonomická nerovnováha, která se během řady let naakumulovala, postupně ustupuje. V jedné zemi již nerovnováha není hodnocena jako nadměrná a v dalších dvou zemích již nerovnováha nebyla zjištěna. V některých případech však vznikly nové obavy, kterým je nutné věnovat zvýšenou pozornost. Komise očekává, že tři členské státy, u nichž zjistila nadměrnou nerovnováhu, budou jednat rychle a rozhodně a ve svých nadcházejících národních programech reform a v programech stability či konvergenčních programech uvedou komplexní a podrobná opatření. Členskými státy, u nichž Komise zjistila nerovnováhu, se doporučuje, aby ve svých národních programech reform a v programech stability či konvergenčních programech zjištění z hloubkových přezkumů zohlednily. Na tomto základě a v rámci evropského semestru vydá Komise v červnu doporučení k nápravě této nerovnováhy a prevenci vzniku nové.

V rámci průběžného monitorování závazků v kontextu postupu při nadměrném schodku dnes Komise rovněž využívá nového nástroje podle posíleného Paktu o stabilitě a růstu a upozorňuje dva členské státy eurozóny na riziko nesplnění rozpočtového cíle doporučeného na tento rok. V červnu Komise v rámci evropského semestru znovu vyhodnotí celkovou situaci, pokud jde o závazky podle Paktu o stabilitě a růstu, a v případě potřeby navrhne Radě odpovídající kroky.

¹ Sdělení Komise Jak pokračuje Evropa 2020: strategie pro inteligentní a udržitelný růst podporující začlenění, COM(2014) 130, 5. března 2014.

2. HOSPODÁŘSKÉ OŽIVENÍ, AVŠAK TRVAJÍCÍ POTŘEBA REFORM

Hospodářské oživení pomalu nabírá na síle. Podle posledních prognóz² poroste evropská ekonomika v roce 2014 o 1,5 % a v roce 2015 o 2,0 %. Poprvé za několik let byly projekce růstu několika zemí revidovány směrem nahoru. Zlepšuje se řada hlavních ukazatelů nerovnováhy, včetně běžného účtu platební bilance, fiskálních účtů, ukazatelů konkurenceschopnosti a obchodu, jakož i celkového zadlužení. V řadě zemí se ceny nemovitostí odrazily ode dna a nabraly mírně rostoucí trend. Míra nezaměstnanosti se ustálila a v několika ekonomikách pomalu klesá, přestože v řadě zemí zůstává spolu s dalšími ukazateli sociálního stresu příliš vysoká. Ke zlepšení základních ekonomických ukazatelů a k postupnému oživení, které následně pomáhá snižovat makroekonomická rizika, přispěla náprava nerovnováhy, jíž je dosahováno politicky složitými opatřeními a sociálně bolestivou korekcí, kterou podstupují hospodářské subjekty. Toto oživení je nicméně nadále křehké a nerovnoměrné. Až v letech 2014 a 2015 se EU, resp. eurozóně podaří opětovně dosáhnout reálného objemu činnosti z roku 2007. Některé členské státy však budou potřebovat déle.

Hlubkové přezkumy dokládají, že výzvy, jimž sledované ekonomiky čelí, procházejí změnou. V době, kdy Komise předkládala návrh nařízení o postupu při makroekonomické nerovnováze a kdy bylo uvedené nařízení následně přijato, i dále v době, kdy byl tento postup poprvé dvakrát uplatněn, souvisely hlavní problémy s neudržitelným schodkem běžného účtu, se ztrátou konkurenceschopnosti, jež byla dána původně velmi dynamickými náklady práce, jakož i se soukromým dluhem a vysokými cenami nemovitostí. Byla překonána řada druhů nerovnováhy, která má „tokový“ charakter a k nimž patří např. schodek běžného účtu. Neplatí to však pro druhy nerovnováhy, jež mají charakter „stavový“ a jejichž příkladem jsou vnější závazky. Hlavní problémy přeshraniční povahy se dnes týkají přetrvávajícího dopadu, jaký má tlak na snižování zadluženosti v řadě zemí na střednědobý růst, udržitelnosti soukromého dluhu a vnějších závazků v podmínkách velmi nízké inflace a pomalého růstu, důsledků skutečnosti, že se eurozóna dostává do situace, kdy vykazuje relativně vysoký přebytek běžného účtu, a potřeby úvěrovat životaschopné investice ve zranitelných ekonomikách v podmínkách roztržitého finančního systému. Významný politický a sociální problém navíc představuje vysoká nezaměstnanost, která postihuje řadu ekonomik.

Reakce politiky na tento měnící se soubor problémů by měly přihlédnout i k dopadům, jež má nerovnováha na eurozónu. Makroekonomická nerovnováha škodí především ekonomikám dotčených členských států, které tak mají zájem na snížení souvisejících rizik. Tato rizika se týkají vnější udržitelnosti, jakož i udržitelnosti veřejného a soukromého dluhu, schopnosti konkurovat na světových trzích a v konečném důsledku i schopnosti generovat ve střednědobém horizontu robustní hospodářský růst a pracovní místa. Vzájemná závislost ekonomik má však za následek, že se nerovnováha přelévá do dalších zemí a že ztráta efektivnosti v jednom členském státě ubírá na bohatství jeho partnerů. Makroekonomická nerovnováha a politická opatření v jednom členském státě ovlivňují partnery tohoto státu několika způsoby: prostřednictvím obchodních, finančních a měnových vazeb, strukturálních reforem, jakož i důvěrou, či nejistotou³.

² Viz zimní prognózy útvarů Komise ze dne 25. února 2014, *European Economy* č. 2/2014.

³ Viz „Cross-Border Spillovers in Confidence“ („Přelévání důvěry do dalších států“), *Quarterly Report on the Euro Area (Čtvrtletní zpráva o eurozóně)* č. 3/2013, s. 26–30, „Assessing the Impact of Uncertainty on Consumption and Investment“ („Vyhodnocování dopadu nejistoty na spotřebu a investice“), *Quarterly Report on the Euro Area (Čtvrtletní zpráva o eurozóně)* č. 2/2013, s. 7–16, a „The Economic Effects of Policy Uncertainty“ („Ekonomické účinky politické nejistoty“), rámeček I.1, *European Economy* č. 2/2014, s. 28–30.

V rámci postupu při makroekonomické nerovnováze je vzhledem k vzájemné závislosti ekonomik zapotřebí nahlížet v kontextu eurozóny několik problémů:

- **Politiky ve službách růstu.** Po několika letech recese či pomalého tempa růstu nyní eurozóna vstoupila do fáze křehkého oživení. Vzhledem ke vzájemnému propojení členských států a k omezením, jimž řada z nich čelí, se očekává, že stimul dodají ekonomické aktivity a střednědobému výhledu pokračující strukturální reformy, jež si kladou za cíl podpořit konkurenceschopnost a korekci zranitelných ekonomik, a – v případě větších a méně zadlužených členských států – politiky orientované na zvýšení domácí poptávky a potenciální růst. Zcela zásadní význam mají politiky, jež přispívají k růstu investic, neboť generují krátkodobý stimul poptávky a zvyšují potenciální hospodářský růst v budoucnu⁴.
- **Finanční roztržštěnost** je dána rozdíly ve fungování a výkonnosti finančních trhů v různých jurisdikcích. Jejím důsledkem je rozdílnost úrokových sazeb a úvěrových podmínek pro podniky a domácnosti v závislosti na zemi, v níž se nacházejí. Míra této rozdílnosti přitom překračuje rozsah, který by byl odůvodněn základními ekonomickými ukazateli. Je nutno zajistit, aby finanční systém financoval životaschopné investiční projekty, mají-li být nově alokovány zdroje do odvětví v nejzranitelnějších členských státech⁵ a mají-li být obnoveny bezproblémové finanční toky směřující na periferii eurozóny.
- **Zadlužení a velmi nízká inflace.** Pro střednědobý růst je důležitá cenová stabilita, kterou ECB vymezuje jako střednědobou míru inflace těsně pod 2 %. Zimní prognóza útvarů Komise však upozorňuje na dlouhodobě nízkou inflaci, jež by mohla mít nepříznivé důsledky pro ekonomickou aktivitu a objem zadlužení. Velmi nízká inflace navíc implikuje náležitou nominální flexibilitu, s jejíž pomocí by bylo možno dosáhnout korekce reálných mezd, která může být v některých případech nezbytná ke snížení nezaměstnanosti.
- **Obnova rovnováhy v obtížné hospodářské situaci.** Eurozóna v současnosti prochází obnovou rovnováhy. Tento proces pokročil daleko, dosud však není u konce. Pro řadu členských států znamená tento proces obnovu ztracené konkurenceschopnosti prostřednictvím vnitřní devalvace, tj. mzdové zdrženlivosti, růstu produktivity a snižování dalších výrobních nákladů ve srovnání s obchodními partnery. Tento vývoj ve spojení s ambiciózní reformní agendou širšího záběru je nezbytný k obnově konkurenceschopnosti jak v měnové unii, tak ve světě, avšak za cenu značných sociálních nákladů. Ve srovnání s hospodářskou korekcí, kterou prošly některé ekonomiky po vzniku měnové unie, je výzva spočívající v obnově konkurenceschopnosti umocněna nízkou ekonomickou aktivitou v EU celkově i v celosvětovém měřítku. Potřebná korekce nákladů práce závisí nejen na specifické situaci každého členského státu, ale i na vývoji nákladů práce u konkurentů uvnitř i vně eurozóny a na nominálním směnném kurzu eura. Směnný kurz eura není politickým cílem. Z vnitřního nebo vnějšího vývoje by mohly pramenit tlaky na jeho zvýšení. Hrozí riziko, že přírůstek konkurenceschopnosti dosažený velmi obtížnou

⁴ Viz „The Euro Area's Growth Prospects over the Coming Decade“ („Růstové vyhlídky eurozóny v příští dekádě“) a „The Growth Impact of Structural Reforms“ („Dopad strukturálních reforem na růst“), *Quarterly Report on the Euro Area (Čtvrtletní zpráva o eurozóně)*, č. 4/2013, s. 7–16 a 17–27 a dále „Post-Crisis Total Factor Productivity in the EU“ („Souhrnná produktivita výrobních faktorů v EU po krizi“), rámeček I.2, *European Economy* č. 2/2014, s. 31–4.

⁵ Viz „Drivers of Diverging Financing Conditions Across Member States“ („Příčiny rozdílnosti podmínek financování mezi členskými státy“), *Quarterly Report on the Euro Area (Čtvrtletní zpráva o eurozóně)* č. 1/2013, s. 19–25, a „Financial Fragmentation and SMEs' Financing Conditions“ („Finanční roztržštěnost a podmínky financování malých a středních podniků“), rámeček I.2, *European Economy* č. 7/2013, 20–3.

politickou korekcí může být opět ztracen vlivem apreciacie nominálního směnného kurzu eura. Jak uvádí Komise ve své zimní prognóze, v podmínkách nadále slabé celkové poptávky v eurozóně se očekává, že hospodářské oživení bude v rostoucí míře taženo domácí poptávkou a že se bude šířit do dalších členských států, což by mohlo napomoci zmírnění tlaků na zvýšení směnného kurzu.

Ve všech členských státech, zejména v eurozóně, jsou zapotřebí opatření, která by řešila makroekonomickou nerovnováhu a rozdíly v konkurenceschopnosti. Jak konstatovala zvláštní doporučení pro členské státy eurozóny⁶, měly by tyto státy jednotlivě i společně v rámci Euroskupiny přijmout opatření, převzít odpovědnost za celkovou orientaci politik v eurozóně, a zajistit tak její řádné fungování v zájmu posílení růstu a zaměstnanosti. Tato koordinace by měla pomoci zajistit, aby bylo tempo fiskální konsolidace odstupňováno podle fiskální a makroekonomické situace v jednotlivých členských státech. Fiskální opatření a opatření ke zvýšení produktivity by měla upevnit obnovu rovnováhy v eurozóně a řešit narušení chování souvisejícího s úsporami a investicemi v členských státech. Sociální důsledky krize a rostoucí nezaměstnanost si ke svému řešení žádají další reformy. Tyto reformy by měly např. otevřít přístup k zaměstnání, zabránit předčasnému opouštění trhu práce, snížit náklady práce a v případě potřeby působit proti segmentaci trhu práce.

Dokončení bankovní unie zůstává základem, od něž se bude odvíjet obnova důvěry ve finanční sektor a snížení fragmentace trhu. Tyto kroky následně napomohou přísunu úvěrů do reálné ekonomiky, a zejména ve prospěch malých a středních podniků, jež tradičně více závisejí na bankách jako zdroji financování. Přístup reálné ekonomiky k financování by měla zjednodušit též připravovaná pravidla likvidity bank, která budou vymezena v právních aktech o kapitálových požadavcích přijímaných v přenesené pravomoci. Je tedy zapotřebí se zasazovat o další ozdravování rozvah bank a o konsolidaci bankovního systému. V této souvislosti bude velmi důležitý nadcházející komplexní přezkum bankovních rozvah, který bude provádět ECB.

Významný bude příspěvek, jakým se velké členské státy budou podílet na hospodářském růstu. Politickou prioritou největších členských států eurozóny by mělo být posílení domácí poptávky a střednědobý růst v případě *Německa*, odstraňování překážek střednědobého růstu a současný postup strukturálních reforem a fiskální konsolidace v případě *Francie* a *Itálie*, jakož i pokračující plynulé snižování zadluženosti a strukturální transformace ekonomiky, které přispějí k udržitelnému růstu, a řešení sociálních otázek ve *Španělsku*.

⁶ Doporučení Rady (2013/C 217/24) ze dne 9. července 2013 (Úř. věst. C 217, 30.7.2013, s. 97).

3. HLAVNÍ ZJIŠTĚNÍ ZA VŠECHNY ZEMĚ

Hloubkové přezkumy poskytují úplnější vhled do vývojových trendů, které jsou společné všem zemím a na něž upozornila již zpráva mechanismu varování⁷. Pro několik členských států je nadále charakteristických několik druhů nerovnováhy a řada rizik. Hloubkové přezkumy přinesly zejména následující zjištění:

- **Zdrojem zranitelnosti zůstávají významné vnější závazky.** V zemích, které v období před krizí vykázaly vysoké schodky běžného účtu, tyto schodky v posledních čtvrtletích dále klesly. V některých zemích, například v *Bulharsku*, *Španělsku*, *Chorvatsku* a *Maďarsku*, se běžné účty přehouply do stavu přebytku a v případě *Irska* a *Slovinska* dosáhly dokonce přebytků značných. Zlepšení stavu běžného účtu v těchto členských státech je dáno jednak posílením konkurenceschopnosti, jemuž napomohla korekce nákladů práce, jednak stlačením domácí poptávky. Pokud však jde o stavové hodnoty, zůstávají čisté vnější závazky některých zemí, které jsou předmětem přezkumu, velmi vysoké. Uvedené platí zejména pro *Irsko*, *Španělsko*, *Chorvatsko* a *Maďarsko*, jejichž záporná čistá investiční pozice vůči zahraničí se blíží ročnímu HDP nebo jej překračuje. Vysokého objemu dosahuje tato záporná čistá pozice též v *Bulharsku*. Obavy o vnější udržitelnost se u jednotlivých zemí liší a závisí mj. na druhu jejich hrubých a čistých závazků. V případě *Bulharska*, *Irska* a *Maďarska* zmírňuje tato rizika vysoký podíl přímých zahraničních investic⁸. Zlepšení stavu běžných účtů je z velké části dáno jinými než cyklickými faktory, a proto se neočekává, že zmizí, až hospodářské oživení posílí⁹. Nicméně má-li být zajištěna vnější udržitelnost nejzadluženějších ekonomik, bude muset korekce běžného účtu pokračovat s tím, že tento účet bude muset po delší období vykazovat přebytek či nízký schodek. Strukturální snížení poptávky v nejzranitelnějších zemích dokládá nutnost zvýšit produktivitu, a to pomocí prorůstově orientovaných reforem. V opačném případě by totiž zůstala ekonomická aktivita dlouhodobě slabá, zejména v nejzadluženějších ekonomikách.
- **V posledních letech došlo v případě několika zemí k podstatnému zhoršení vnějších toků.** Kromě *Francie* se jedná o *Spojené království*, které v současnosti vykazuje z celé EU největší schodek běžného účtu. Ačkoli se tyto země vyznačují poměrně nízkým objemem čistých vnějších závazků a jejich vnější udržitelnost není ohrožena, mohly by narůstající rozdíly vyvolat specifická rizika pro jejich ekonomiky, a to v případě, že bude schodek jejich běžného účtu dále narůstat.
- **Přetrvávající vysoké přebytky běžného účtu často odrážejí pokles dynamiky domácí poptávky.** Země s přebytkem běžného účtu tím, že investuje v zahraničí, odkládá spotřebu z dneška na zítřek. Oproti tomu země se schodkem běžného účtu může dnes zvýšit své investice či spotřebu, avšak musí budoucí příjem převést do zahraničí, aby umořila vnější dluh.¹⁰ Velmi vysoké přebytky byly zaznamenány v případě *Německa*, *Lucemburska*, *Nizozemska* a *Švédska* a vysoký přebytek má i *Dánsko*. Přebytky těchto zemí souvisí se silnou výkonností vývozu ve srovnání s dovozem, přičemž pozvolný růst dovozu odpovídá pozvolnému růstu domácí poptávky. Kumulace mírných přebytků je

⁷ COM(2013) 790 final, 13.11.2013.

⁸ Viz „The Role of FDI in Preventing Imbalances in the Euro Area“ („Úloha přímých zahraničních investic při prevenci nerovnováhy v eurozóně“), *Quarterly Report on the Euro Area* (Čtvrtletní zpráva o eurozóně) č. 2/2013, s. 17–25.

⁹ Viz „The Cyclical Component of Current Account Balances“ („Cyklická složka salda běžného účtu“), rámec I.3, *European Economy* č. 2/2014, 35–8.

¹⁰ Viz „Current Account Surpluses in the EU“ (Přebytky běžného účtu v EU), *European Economy*, č. 2012/9.

vítaným jevem, neboť část běžných příjmů je zapotřebí spořit, aby bylo možné řešit výzvy vyplývající z výhledu demografického vývoje¹¹ a aby byly zajištěny úspory pro investice v zahraničí. V míře, v níž vysoké přebytky pramení z nedostatečného objemu domácích investic, ohrožují i střednědobý a dlouhodobý hospodářský výhled. Příčina přebytků však není ve všech uvedených zemích stejná – v případě *Dánska, Nizozemska a Švédska*, kde domácnosti a nefinanční společnosti vykazují značnou míru zadlužení, souvisí přebytky se snižováním zadlužení, zatímco v *Německu* toto platí v mnohem menší míře. Přebytek obchodní bilance *Německa* vůči zbytku světa vzrostl, zatímco ve vztahu ke zbylé části eurozóny klesl. Zmíněný pokles představuje příznivý vývoj, na který je ovšem nutno pohlížet v jistých souvislostech, neboť změna ve vztahu k eurozóně je dána spíše poklesem dovozu periferních zemí eurozóny než nárůstem dovozu *Německa*. Kromě toho souvisí část snížení přebytku uvnitř eurozóny s přebytkem jiných zemí. Zvýšení domácí poptávky prostřednictvím zrychlení investic by snížilo přebytek, podpořilo potenciální růst a mohlo by přispět k oživení a k probíhající korekci v eurozóně.

- **Nákladová konkurenceschopnost zůstává klíčovou otázkou.** To se týká především zemí, které měly největší schodky běžného účtu a potřebují zajistit svou vnější udržitelnost, jako je například *Bulharsko, Španělsko a Maďarsko*, nebo zemí, u nichž v posledních letech došlo ke značnému snížení podílů na vývozních trzích, jako je například *Chorvatsko, Itálie* či *Finsko*. Konkurenceschopnost a vývozní výkonnost je obzvláště důležitá pro hospodářský výhled několika ekonomik, neboť vzhledem k potřebám vyplývajícím ze snižování zadlužení v soukromém sektoru a k potřebám souvisejícím s fiskální konsolidací budou čistý vývoz a investice zaměřené na vývoz tvořit pravděpodobně významnou složku poptávky podporující růst ve střednědobém horizontu. V několika členských státech, které se potýkají s nejzávažnějšími problémy, pokud jde o konkurenceschopnost a zaměstnanost, pokračují korekce jednotkových nákladů práce. K nejvýraznější korekci mezi členskými státy podrobenými přezkumu došlo v posledních letech v *Irsku* a ve *Španělsku*. Korekce jednotkových nákladů práce byla výsledkem silných tržních a konkurenčních tlaků, které vedly ke snížení nominálních mezd v několika odvětvích, k propouštění pracovníků a ke zvýšení produktivity. V případě *Francie, Itálie a Slovinska* byla oproti tomu korekce mnohem menší. V několika zemích se jednotkové náklady práce snížily o více než deflátoři vývozu a HDP. To může být slučitelné s opětovným získáváním rovnováhy, pokud zvýšené obchodní přírážky fungují jako pobídky k expanzi u obchodovatelného sektoru.¹² Přes probíhající korekci reálných mezd se korekce trhu práce projevovala zejména v podobě propouštění pracovníků a značně snížené míry úspěšnosti při hledání práce. V důsledku toho došlo k prudkému nárůstu nezaměstnanosti a celkovému prodloužení doby nezaměstnanosti¹³, což mělo negativní sociální dopady a důsledky pro potenciální růst, jež musí politická řešení zohlednit.
- **Hloubkové přezkumy rovněž zdůrazňují roli nenákladové konkurenceschopnosti.** U většiny členských států je nenákladová konkurenceschopnost pro objasnění výkonnosti obchodu stejně významná jako konkurenceschopnost nákladová. Nenákladové faktory zahrnují skladbu vývozu a technologický obsah, zeměpisnou diverzifikaci vývozu,

¹¹ Viz „Ageing Report“ (Zpráva o stárnutí obyvatelstva), *European Economy*, č. 2012/2 a „Fiscal Sustainability“ (Fiskální udržitelnost), *European Economy*, č. 2012/8.

¹² „Labour Costs Pass-Through, Profits and Rebalancing in Vulnerable Member States“ (Promítnutí úprav nákladů práce do cen, zisk a obnovení rovnováhy ve zranitelných členských státech), *Quarterly Report on the Euro Area*, č. 2013/3, s. 19–25.

¹³ Viz „Labour Market Developments in Europe“ (Vývoj na trhu práce v Evropě), *European Economy*, č. 2013/6.

strukturu podniku, podnikatelské prostředí a inovace. Hlubkové přezkumy pojednávají o tom, jak se členské státy, jako je například *Belgie, Dánsko, Itálie, Francie, Chorvatsko, Maďarsko, Finsko a Spojené království* vyrovnávají s potřebou zlepšit svoji vývozní výkonnost a obnovit svoji nenákladovou konkurenceschopnost. V případě několika zemí podrobených hloubkovému přezkumu vývoz služeb často zmírňuje slabší výsledky vývozu zboží; jedná se například o *Belgii, Dánsko, Chorvatsko, Lucembursko, Švédsko, Slovinsko a Spojené království*. V případě *Belgie a Itálie* byl stagnující růst produktivity identifikován jako dlouhodobý problém, což zesiluje rizika související s vnější a vnitřní nerovnováhou. Vzhledem ke klesajícímu trendu podílů na světových vývozních trzích u vyspělých ekonomik je zlepšení nákladové i nenákladové konkurenceschopnosti zásadním faktorem.

- **I když v soukromém sektoru dochází ke snižování dluhu, objemy soukromého dluhu zůstávají v několika ekonomikách i nadále na vysoké úrovni.** Potřeba snižování bilanční sumy u domácností a nefinančních i finančních společností, jakož i potřeba snížit jejich závazky má negativní dopad na soukromou spotřebu a investice. Úvěrové toky ve prospěch soukromého sektoru byly ovlivněny nepříznivým vývojem poptávky a nabídky.¹⁴ U nabídky se projevuje snižování zadluženosti samotného finančního odvětví, jeho fragmentace a přetrvávající nejistota ohledně příslušných politik, která ovlivňuje investiční rozhodování. Nízké objemy podnikových investic brání nasměrování zdrojů ve prospěch nejproduktivnějších odvětví a sektorů orientovaných na vývoz a brzdí střednědobý růst.¹⁵ Snižování dluhu domácností a nefinančních i finančních společností však zároveň přispělo v několika členských státech podrobených hloubkovému přezkumu, například ve *Španělsku* a ve *Slovinsku*, ke zlepšení stavu běžného účtu a v případě *Dánska, Nizozemska a Švédska* ke značným přebytkům. Nízké míry inflace, které představují pro několik členských států zásadní prvek jejich strategie pro obnovení konkurenceschopnosti, mohou ještě více komplikovat snahy některých zemí směřující ke snižování zadlužení soukromého sektoru.
- **Zdá se, že v řadě zemí dosáhla korekce trhu rezidenčních nemovitostí svého dna.** Většina trhů rezidenčních nemovitostí v EU procházela obdobím korekce po obzvláště dlouhém období expanze. V některých zemích, zejména v *Dánsku, Irsku, Španělsku a Nizozemsku* došlo k podstatnému celkovému snížení reálných cen rezidenčních nemovitostí. Ve *Španělsku* a v *Irsku* byla korekce cen rezidenčních nemovitostí provázena útlumem ve stavebnictví a zhoršením stavu zaměstnanosti. Tato korekce přispěla k nárůstu úvěrů v selhání a ke zhoršení rozvah bank, což vyžadovalo zvýšené poskytování a převod problémových aktiv na subjekty pověřené správou aktiv. I když u některých ze zemí podrobených hloubkovému přezkumu nelze vyloučit další záporné korekce, z údajů, jež jsou k dispozici, je možné usuzovat, že ve většině zemí dosáhl tento cyklus svého dna a začíná se projevovat pozvolný nárůst, jak je tomu v případě *Lucemburska, Malty, Švédska a Spojeného království*.

¹⁴ Viz „Drivers of Diverging Financing Conditions across Member States“ (Příčiny rozličných podmínek financování u jednotlivých členských států), *Quarterly Report on the Euro Area*, č. 2013/1, s. 19–25 a „Assessing the Private Sector Deleveraging Dynamics“ (Posuzování dynamiky snižování zadluženosti soukromého sektoru), *Quarterly Report on the Euro Area*, č. 2013/1, s. 26–32.

¹⁵ Viz „Product Market Review: Financing the Real Economy“ (Přehled trhu výrobků: financování reálné ekonomiky), *European Economy*, č. 2013/8, „Financial Dependence and Growth“ (Finanční závislost a růst), *Quarterly Report on the Euro Area*, č. 2013/3, s. 7–18, a „Firms’ Investment Decisions in Vulnerable Member States“ (Investiční rozhodování společností ve zranitelných členských státech), *Quarterly Report on the Euro Area*, č. 2013/4, s. 29–35.

- **Nezaměstnanost a další ukazatele sociálně zátěže zůstávají i nadále na vysoké úrovni.**¹⁶ Nárůst nezaměstnanosti byl velmi vysoký zejména v zemích, v nichž došlo ke zhoršení stavu běžného účtu, a rozdíly mezi členskými státy jsou rovněž velmi velké. Důvodem ke zvláštním obavám je nezaměstnanost mladých lidí a dlouhodobá nezaměstnanost, avšak řešit je zapotřebí rovněž nesoulad mezi nabízenými a požadovanými dovednostmi. Od poloviny roku 2013 se však v některých členských státech objevují určité známky stabilizace a mírného snížení míry nezaměstnanosti, jako v případě *Bulharska, Irska, Maďarska a Spojeného království*. V rozsahu, v němž zhoršení stavu běžného účtu vede k trvalému poklesu investic a produktivity, může snížení nezaměstnanosti vyžadovat, aby vývoj mezd odpovídal produktivitě, což posílí konkurenceschopnost i agregátní poptávku.

Podle posledních prognóz má tempo fiskální korekce v EU a eurozóně zpomalit. K tomuto vývoji došlo díky zásadnímu konsolidačnímu úsilí, které bylo vynakládáno v uplynulých dvou letech. Ve většině členských států je však zapotřebí fiskální konsolidaci dále posílit.

- **Fiskální konsolidace zpomaluje, zatímco poměr veřejného dluhu dosahuje v roce 2014 svého vrcholu.** V průběhu roku 2013 docházelo díky pokračujícímu úsilí o konsolidaci v EU i v eurozóně k dalšímu zlepšování stavu veřejných financí. Očekává se, že tempo korekcí bude v roce 2014 zpomalovat. Probíhají úsilí o konsolidaci a hospodářské oživení by však mělo umožnit další snížení celkových schodků státních rozpočtů. Pokud jde o strukturální korekce, bylo úsilí většiny členských států v roce 2013 uspokojivé. V EU i v eurozóně má podle prognóz dojít v roce 2013 k dalšímu zvýšení poměru dluhu k HDP, přičemž tento růst má v roce 2014, kdy dosáhne svého vrcholu, pokračovat již pozvolnějším tempem.
- **Ohledně některých členských států panují pochybnosti, zde je konsolidace natolik pevná, aby zajistila požadované odstranění nadměrného schodku.** Uvedené se konkrétně týká *Francie a Slovinska*. Komise v případě těchto zemí přijímá doporučení, jimiž vyzývá vlády, aby tuto situaci včas vyřešily. V případě *Itálie*, která se nepotýká s nadměrným schodkem, prognózy zdůrazňují, že k zajištění požadovaného snížení zadlužení je zapotřebí další konsolidační úsilí. Pokud jde o země mimo eurozónu, v případě *Chorvatska* existuje riziko, že při stávajících trendech, a nebudou-li uplatněna další opatření, nebudou splněny cíle u celkového schodku státního rozpočtu ani u strukturální korekce. V *Maďarsku*, které se nepotýká s nadměrným schodkem, dochází k oslabování strukturální rovnováhy, což ohrožuje snižování dluhu.

4. ZJIŠTĚNÍ O JEDNOTLIVÝCH ČLENSKÝCH STÁTECH

Příčiny nerovnováhy u čtrnácti členských států se liší. Komise se na základě analýzy podrobně uvedené v hloubkovém přezkumu domnívá, že *Belgie, Bulharsko, Německo, Irsko, Španělsko, Francie, Chorvatsko, Itálie, Maďarsko, Nizozemsko, Slovinsko, Finsko, Švédsko a Spojené království* se potýkají s nerovnováhou. Z těchto členských států jde v případě *Chorvatska, Itálie a Slovinska* o nerovnováhu nadměrnou. V případě *Španělska* se Komise domnívá, že v uplynulém roce došlo k zásadní korekci a časem bude možné při zachování stávajících trendů nerovnováhu překonat. I když na tomto základě dospívá k závěru, podle něhož v případě nerovnováhy ve *Španělsku* již nadále nejde o nadměrnou nerovnováhu ve

¹⁶ Viz též sdělení Komise Posílení sociálního rozměru hospodářské a měnové unie, COM(2013) 690, 2. října 2013, a návrh společné zprávy o zaměstnanosti 2014, COM(2013) 801 final, 13. listopadu 2013.

smyslu postupu při makroekonomické nerovnováze, Komise zdůrazňuje, že rizika nepominula. Rozdíly v příčinách nerovnováhy a nadměrné nerovnováhy, včetně jejich fiskálního rozměru a fáze v rámci procesu dohledu vyžadují, aby byla nápravná opatření připravovaná členskými státy ve spolupráci s Komisí uzpůsobena konkrétním potřebám jednotlivých zemí.

- **Belgie** se stále potýká s *makroekonomickou nerovnováhou, která vyžaduje monitorování a nápravná opatření*. Pozornost si zasluhuje zejména vývoj v souvislosti s vnější konkurenceschopností zboží, neboť její přetrvávající zhoršování by ohrozilo makroekonomickou stabilitu.

Pokračující zhoršování konkurenceschopnosti, včetně její nenákladové složky, by mohlo mít negativní dopady na hospodářství. Konkurenceschopnost výrobního odvětví na mezinárodním trhu byla oslabena, což se odráží ve snižujících se ziskových rozpětích výrobců a v zániku pracovních míst. Sladění vysokých nákladů práce s udržitelným vytvářením pracovních míst a vysokou životní úrovní vyžaduje, aby došlo k posunu výrobků na vyšší příčky globálních hodnotových řetězců. Zároveň je zapotřebí zamezit dalšímu rozevírání nůžek mezi rychlým růstem mezd a pomalým růstem produktivity. Belgie přijala v tomto ohledu příslušné kroky, jejichž účinky by se měly projevit v nadcházejících letech. K zachování výrobní základny je však zapotřebí ještě důraznějších kroků, přičemž tato potřeba je obzvláště naléhavá s ohledem na rozbíhající se reformy v konkurenčních zemích. Tyto kroky souvisí se zdaněním práce a flexibilnější tvorbou mezd odpovídající ekonomickým a odvětvovým podmínkám a s řešením přetrvávajících problémů ve vztahu k fungování trhu práce. Vysoký veřejný dluh Belgie zůstává problematickým bodem z hlediska udržitelnosti veřejných financí. K pozitivním výsledkům patří, že Belgie dokázala stabilizovat svůj poměr veřejného dluhu, u něhož se odhaduje, že v roce 2013 splnil doporučený cílový schodek, a podle prognóz by měla udržet schodek na úrovni pod třemi procenty HDP. Navíc dlouhé doby průměrné splatnosti, relativně omezené vazby na domácí finanční sektor a relativně zdravý soukromý sektor zmírňují rizika pro širší ekonomiku.

- **Bulharsko** se stále potýká s *makroekonomickou nerovnováhou, která vyžaduje monitorování a nápravná opatření*. I když korekce vnější pozice a snižování zadlužení podniků pokračuje řádně, nápravná opatření jsou zapotřebí zejména ve vztahu k dlouhotrvající korekci trhu práce.

Bulharsko zaznamenalo v období rozmachu, jež se shodovalo s jeho přistoupením k EU, velice rychlou akumulaci nerovnováh. Vysoký příliv zahraničního kapitálu přispěl k přehřátí ekonomiky a k trvalým nárůstům cen fixních aktiv. Od roku 2009 došlo ke zvratu vývoje běžného účtu, avšak objem vnějších závazků zůstává vysoký, přestože značný podíl z nich tvoří přímé zahraniční investice. Lze usuzovat, že daná korekce je převážně necyklické povahy, avšak další snížení vnějších závazků závisí na udržení vnější konkurenceschopnosti a silné výkonnosti vývozu. Probíhající snižování zadlužení nefinančních společností by mohlo vést v krátkodobém a střednědobém horizontu v některých odvětvích ke snížení investic a růstu. Jednou z příčin, které omezují korekční kapacitu ekonomiky a brzdí možný růst, je rovněž slabý a neinkluzivní trh práce. Nezaměstnanost prudce stoupla, neboť pokles zaměstnanosti během krize byl výraznější, než by tomu napovídalo snížení produkce. Propouštění se dotklo nejvíce pracovníků s nízkou kvalifikací a mladých pracovníků. Navzdory relativně nízkým mzdovým nákladům může po prudkém nárůstu v posledních letech hrozit v důsledku minimálních mezd cenové vytlačení nejzranitelnějších osob z trhu práce. Aktivní politiky trhu práce a systém

vzdělávání však zároveň zatím účinně nepřispěly k procesu nápravy a brzdí získávání široké základny lidského kapitálu.

- **Německo** se potýká s *makroekonomickou nerovnováhou, s makroekonomickou nerovnováhou, která vyžaduje monitorování a nápravná opatření*. Přebytek běžného účtu je dlouhodobě velmi vysoký, což odráží vysokou konkurenceschopnost a vysoký objem úspor investovaných v zahraničí. Tento stav může svědčit i o skutečnosti, že domácí růst zůstává potlačen a ekonomické zdroje nemusí být účinně rozdělovány. I když v důsledku přebytků běžného účtu nevznikají rizika jako v případě velkých schodků, zasluhuje si velikost a trvalý charakter přebytku běžného účtu vysokou pozornost. Potřeba opatření, která by snížila riziko nepříznivých dopadů na fungování domácího hospodářství a eurozóny, je zvláště velká zejména vzhledem k velikosti německého hospodářství.

Dlouhodobě relativně nižší investice soukromého a veřejného sektoru společně se sníženou spotřebou soukromého sektoru se podílely na pomalém růstu, poklesu růstového trendu, zvýšení závislosti hospodářství na vnější poptávce a hromadění přebytku běžného účtu. Hlavní otázkou tedy je vymezit a uplatnit opatření, která by napomohla posílit domácí poptávku a možnosti růstu hospodářství. Mezi hlavní politické výzvy tudíž patří vyšší investice do fyzického a lidského kapitálu a podpora úspor z důvodu vyšší efektivity ve všech odvětvích hospodářství, včetně uvolnění možností růstu v odvětví služeb, což rovněž přispěje k dalšímu posílení nabídky pracovní síly.

- **Irsko**: Nedávno dokončený program makroekonomického ozdravení byl klíčový pro zvládnutí ekonomických rizik a snížení nerovnováhy. Zbývající makroekonomická *nerovnováha však vyžaduje zvláštní monitorování a rozhodná nápravná opatření*. Vývoj ve finančním sektoru, zadlužení soukromého a veřejného sektoru a s ním spojený značný objem hrubých a čistých vnějších závazků a situace na trhu práce svědčí o přetrvávajících rizicích. Komise zahájí zvláštní monitorování zaměřené na provádění programových opatření a bude o něm podávat pravidelné zprávy Radě a Euroskupině. Toto monitorování se bude opírat o dohled po ukončení ozdravného programu.

V Irsku došlo od roku 2007 konkrétně ke zhroucení trhu nemovitostí a opatření zaměřená na řešení ztrát bank a pokles vládních příjmů způsobila závažné rozpočtové problémy. V důsledku ztráty přístupu na trh požádalo Irsko na konci roku 2010 o mezinárodní finanční pomoc. Irsko splnilo program v roce 2013 s mimořádně dobrými výsledky po celou dobu jeho trvání. Cílů fiskální konsolidace obsažených v programu bylo dosaženo a Irsku se podařilo zlepšit svá vnitrostátní fiskální pravidla a fungování institucí. Podle prognóz se navíc očekává, že cíle celkového schodku státního rozpočtu budou v letech 2013 a 2014 splněny. Byly splněny cíle v oblasti snižování zadlužení bank a zlepšily se poměry kapitálové přiměřenosti. Došlo k posílení finančního dohledu a regulace. Domácnosti zvýšily míru svých úspor za účelem snížení své zadluženosti. Reformy trhu práce přispěly ke snížení nezaměstnanosti. Ceny nemovitostí se rovněž ustálily a objevují se známky oživení. Je však nicméně zapotřebí dalšího pokroku, neboť veřejný i vnější dluh jsou i nadále na velmi vysoké úrovni, finanční sektor je zranitelný v důsledku vysokého objemu úvěrů v selhání a dlouhodobá nezaměstnanost a nezaměstnanost mladých zůstává i nadále vysoká.

- **Španělsko** se potýká s *makroekonomickou nerovnováhou, která vyžaduje zvláštní monitorování a rozhodná nápravná opatření*. V řadě hledisek zjevně pokročila korekce nerovnováh, které byly identifikovány v uplynulém roce jako nadměrné, a v důsledku návratu ke kladným hodnotám růstu se snížila rizika. Vzhledem k rozsahu a vzájemné vnitřní provázanosti nerovnováh, a konkrétně k vysoké výši domácího a vnějšího dluhu,

však přesto rizika stále přetrvávají. Komise bude pokračovat ve zvláštním monitorování programových opatření, jež doporučila Španělsku Rada v rámci evropského semestru a bude o něm podávat pravidelné zprávy Radě a Euroskupině. Toto monitorování se bude opírat o dohled po ukončení ozdravného programu.

K nápravě přispěla konkrétně rozhodná opatření ze strany EU a Španělska. Rekapitalizace a restrukturalizace slabších bank pak rozptýlila systémové obavy týkající se finančního sektoru a program finanční pomoci bylo možno díky nim na začátku roku 2014 hladce ukončit. V důsledku kombinace stlačení dovozu a posílení vývozu, k níž přispělo zvýšení konkurenceschopnosti, dosáhl běžný účet přebytku. Vývoj na trhu nemovitostí se přiblížil ke stabilizaci. Pokles zaměstnanosti se zřejmě zastavil. V oblasti politiky je z legislativního hlediska završena valná část komplexního programu strukturálních reforem nastíněného v národním programu reforem pro rok 2013 a pozornost se nyní přesouvá k náročné fázi provádění. Tento pozitivní vývoj přinesl silný návrat důvěry, jenž se projevil v poklesu rizikových premií, v obnovení přílivu zahraničního kapitálu a ve zvýšení důvěry na straně podniků a spotřebitelů.

Proces korekce však dosud není zdaleka završen a zranitelnosti stále přetrvávají. Velmi vysoký objem soukromého i veřejného dluhu, jak vnitřního, tak vnějšího, představuje i nadále rizika pro růst a finanční stabilitu. Přes stávající snížení zůstává míra nezaměstnanosti stále znepokojivě vysoká. Bude nutné pokračovat v reorientaci výroby ve prospěch odvětví s vývozním uplatněním a v obnově mezinárodní konkurenceschopnosti, aby se snížil velký objem vnějších závazků, v jehož důsledku dochází k odlivu příjmů ve prospěch zbytku světa. Probíhá ozdravení rozvah v soukromém sektoru, avšak vysoká nezaměstnanost a klesající příjmy omezily tempo snižování zadlužení domácností. Nefinanční společnosti snižují dluh o něco udržitelnějším tempem. Bude zapotřebí zajistit, aby snižování zadlužení doprovázely pozitivní úvěrové toky ve prospěch finančně zdravých příjemců. Zpomalení růstu v důsledku snižování zadluženosti by mohlo zmírnit odstranění překážek fungování trhů produktů a finančních trhů. Pokud jde o trh práce, mohly by být navrženy další reformy, které by využily pozitivních účinků nedávných reforem na vnitřní flexibilitu a tvorbu mezd. Výrazný pokles příjmů, vyšší sociální výdaje a náklady na rekapitalizaci bank konečně vedly i k výraznému tlaku na schodek veřejných financí a ke strmému nárůstu veřejného dluhu, jenž dosáhl vysokých úrovní. Cílové hodnoty fiskálního schodku pro rok 2013 by nemuselo být dosaženo, avšak zlepšené makroekonomické výhledy by měly umožnit, aby Španělsko v roce 2014 splnilo svůj cíl celkového schodku. Zajištění snížení veřejného dluhu ve střednědobém horizontu bude vyžadovat soustavné fiskální úsilí.

- **Francie** se stále potýká s *makroekonomickou nerovnováhou, která vyžaduje zvláštní monitorování a rozhodná nápravná opatření*. Zejména zhoršení obchodní bilance a konkurenceschopnosti, jakož i dopady vysokého veřejného zadlužení veřejného sektoru si zasluhují trvalou pozornost. Potřeba rozhodných opatření, která by snížila riziko nepříznivých dopadů na fungování francouzského hospodářství a eurozóny, je zvláště velká zejména vzhledem k velikosti francouzského hospodářství a možným dopadům na fungování eurozóny. Komise zahájí zvláštní monitorování programových opatření, jež Francii v rámci evropského semestru doporučila Rada, a bude o něm podávat pravidelné zprávy Radě a Euroskupině.

Zvyšující se schodek obchodu odráží dlouhodobý pokles podílů na vývozních trzích, který vyplývá z přetrvávajícího poklesu nákladové a necenové konkurenceschopnosti. Přes opatření na podporu konkurenceschopnosti nejsou zatím patrné téměř žádné známky trendu směřujícího k opětovnému dosažení rovnováhy. I když vývoj mezd odpovídal

produktivitě, náklady na pracovní sílu zůstávají i nadále vysoké a zatěžují zisková rozpětí podniků. Nízká a klesající ziskovost soukromých společností, zejména ve výrobním odvětví, mohla omezit jejich možnost růstu a zlepšení vývozní výkonnosti. Nepříznivé podnikatelské prostředí, a zejména nízká úroveň konkurence v oblasti služeb, dále zhoršují problémy v oblasti konkurenceschopnosti. Nepružná tvorba mezd má kromě toho nepříznivé dopady na společnosti, mají-li přizpůsobit mzdy produktivitě. Navzdory opatřením, jež byla od roku 2010 přijata ke snížení schodku veřejných financí, růst veřejného dluhu pokračuje, což vyžaduje pokračující fiskální konsolidaci a vzhledem ke značné výši veřejných výdajů i důrazné zaměření se na výdajové škrty, zejména prostřednictvím hledání úspor z vyšší efektivity. Podle prognózy se Francii za celé období, pro něž je prognóza vydávána, nepodaří splnit cíle týkající se celkového schodku státního rozpočtu a strukturální korekce.

- **Chorvatsko** se potýká s *nadměrnou makroekonomickou nerovnováhou, která vyžaduje zvláštní monitorování a přijetí silných nápravných opatření*. Taková opatření jsou nutná zejména s ohledem na zranitelnost, jež je důsledkem vysokých vnějších závazků, snižující se výkonnosti vývozu, vysoké zadluženosti podniků a rychle se zvyšujícího dluhu veřejných rozpočtů, to vše ve spojení s nízkým růstem a nízkou korekční kapacitou. Komise zahájí zvláštní monitorování zaměřené na plnění programových opatření a bude o jeho výsledcích pravidelně informovat Radu.

Chorvatsko nyní po fázi expanze, během níž nerovnováha narůstala, prochází dlouhodobou krizí, v níž se dostává do popředí celá řada vnějších a vnitřních rizik. Do doby, než se podaří snížit zahraniční závazky Chorvatska na bezpečnou úroveň, budou existovat významná rizika bránící opětovnému dosažení vnější rovnováhy. Obnovení vnější rovnováhy je dále podmíněno zlepšením konkurenceschopnosti Chorvatska a rozšířením vývozu i na jiné oblasti, než je cestovní ruch, za účelem podpory růstu. Snižování zadluženosti nefinančních podniků je stále ještě v počáteční fázi a úvěry v selhání v tomto sektoru je třeba monitorovat. Státní podniky, které v některých odvětvích stále hrají rozhodující roli a které v mnoha případech nebyly restrukturalizovány, jsou celkově vysoce zadlužené a mají nízký zisk. Chorvatsko má nejnižší míru hospodářské činnosti a zaměstnanosti v EU, což částečně souvisí s jeho institucemi a nastavením politik. Pro zajištění růstu a změn nutných s ohledem na vnější a vnitřní zranitelná místa bude stěžejní zlepšit fungování trhu práce. Téměř všechny standardní ukazatele podnikatelského prostředí v Chorvatsku vykazují hodnoty, které jsou výrazně pod průměrem členských států ze střední a východní Evropy. Společně tyto faktory snižují potenciální růst, což brání korekci rozvahy soukromého sektoru a vyžaduje vyšší úsilí o fiskální konsolidaci. Je zapotřebí vyvinout značné úsilí k zajištění další fiskální konsolidace, aby se podařilo snížit schodek a předejít neudržitelnému nárůstu dluhu. Chorvatsko v současnosti provádí postup při nadměrném schodku a musí přijmout účinná opatření k odstranění nadměrného schodku do 30. dubna 2014. Za stávajícího vývoje, nebudou-li přijata dodatečná opatření, Chorvatsko riskuje, že se v roce 2014 splnění svých cílů ani nepřiblíží.

- **Itálie** se potýká s *nadměrnou makroekonomickou nerovnováhou, která vyžaduje zvláštní monitorování a přijetí silných nápravných opatření*. Pozornost naléhavě vyžadují zejména důsledky vysoké úrovně veřejného dluhu a nedostatečné vnější konkurenceschopnosti, jejichž skutečná příčina tkví v dlouhodobě stagnujícím růstu. Rozhodná opatření, která by snížila riziko nepříznivých dopadů na fungování italského hospodářství a eurozóny, jsou zapotřebí zejména vzhledem k velikosti italského hospodářství. Komise hodlá zahájit zvláštní monitorování programových opatření, jež Rada v rámci evropského semestru Itálii doporučila, a bude o něm podávat pravidelné zprávy Radě a Euroskupině.

Ekonomiku značně zatěžuje vysoký veřejný dluh, zejména v souvislosti s dlouhodobě slabým růstem a potlačovanou inflací. Dosáhnout vysokých primárních přebytků – vyšších než historické průměry – a výrazného růstu HDP, jež jsou nezbytnými předpoklady k nastolení trendu trvale klesající míry zadlužení, a tyto přebytky a růst dlouhodobě udržet bude velmi obtížné. V roce 2013 dosáhla Itálie pokroku při plnění svého střednědobého fiskálního cíle. Existuje však riziko, že korekce strukturálního salda v roce 2014 nebude dostačující vzhledem k nutnosti snižovat velmi vysokou míru veřejného zadlužení odpovídajícím tempem. Krize narušila původní odolnost italského bankovního sektoru a oslabil jeho roli při podpoře hospodářského oživení. Trvalý nesoulad mezi mzdami a produktivitou, vysoké daňové zatížení, nepříznivá struktura vývozu a vysoký podíl malých podniků, pro něž je obtížné obstát v mezinárodní konkurenci, to vše vede ke ztrátám konkurenceschopnosti. Nepružné stanovování mezd brání dostatečné mzdové diferenciaci odpovídající vývoji produktivity a podmínkám na místním trhu práce. Dlouhodobě neefektivní veřejná správa a soudnictví, špatná správa a řízení společností a vysoká míra korupce a daňových úniků snižují alokační účinnost a brání tomu, aby přijaté reformy začaly přinášet hmatatelné výsledky. K obtížím s produktivitou přispívá i značný nedostatek lidského kapitálu, který odráží nízkou návratnost vzdělání u mladší generace, zaměření země na málo či středně technologicky náročná odvětví a strukturální nedostatky ve vzdělávacím systému.

- **Maďarsko** se nadále potýká s *makroekonomickou nerovnováhou, která vyžaduje monitorování a přijetí důrazných nápravných opatření*. Zejména probíhající korekce vysoce záporné čisté pozice vůči zahraničí, vysoká míra veřejného a soukromého zadlužení v kontextu ohroženého finančního sektoru a klesající vývozní výkonnost nadále vyžadují bedlivou pozornost, aby bylo možné snížit významné riziko nepříznivých účinků na fungování ekonomiky.

I přes nízkou vývozní výkonnost se čistá investiční pozice vůči zahraničí zlepšuje, což je především odrazem snižování zadluženosti soukromého sektoru. Ačkoli výroba v poslední době vykazuje určité povzbudivé známky, nebude to samo o sobě stačit k výraznému obratu ve vývozní výkonnosti. Ačkoli míra zadluženosti klesá, nerovnováha a rizika související se soukromým zadlužením přetrvávají, neboť snižování zadluženosti brání vysoký podíl dlužníků v obtížné situaci, krize trhu s bydlením, nestabilita finančního sektoru, významný podíl úvěrů v cizí měně i přetrvávající podnikatelská nejistota. K obnovení obvyklého poskytování úvěrů udržitelným způsobem by bylo nutné zlepšit podmínky pro činnost bank. Dalším významným důvodem k obavám je vysoký dluh veřejných financí. Navzdory podstatným zlepšením ve strukturálním fiskálním saldu bránil snižování zadluženosti oslabený směnný kurz, slabý růstový potenciál a zvýšené náklady na financování. Očekává se, že Maďarsko nesplní svůj střednědobý cíl a že se v roce 2014 zhorší jeho strukturální saldo.

- **Nizozemsko** se nadále potýká s *makroekonomickou nerovnováhou, která vyžaduje monitorování a přijetí nápravných opatření*. Pozornost si zasluhuje zejména makroekonomický vývoj, pokud jde o dluh soukromého sektoru a probíhající snižování zadluženosti, ve spojení s přetrvávající neefektivností trhu s bydlením. Ačkoli vysoký přebytek běžného účtu nepřináší obdobná rizika jako rozsáhlé schodky a částečně souvisí s nutností snižování zadluženosti, bude Komise vývoj běžného účtu v Nizozemsku sledovat v rámci evropského semestru.

Konkrétněji, nepružnost a pobídky deformující trh utvářely po desítky let podobu financování bydlení a strukturu úspor v jednotlivých odvětvích. Financování bydlení zaujalo významné místo v rozvahách finančních institucí, když domácnosti ručily za své

úvěry svým nemovitým majetkem. Současně od poloviny devadesátých let zaznamenávají nefinanční společnosti přebytky strukturálních úspor. Výsledkem je stav, kdy značné a trvalé přebytky běžného účtu jdou ruku v ruce s vysokou mírou hrubého zadlužení a čistých aktiv domácností. V posledních letech útlum domácí poptávky, jenž byl důsledkem celosvětové krize, ještě zvýšil vnější přebytek. Za poslední roky došlo v tomto ohledu ke zlepšení díky opatřením regulujícím financování hypoték. Snižování zadluženosti bude i nadále zatěžovat hospodářskou činnost, stabilizující se trh s bydlením a výrazně pozitivní situace domácností, pokud jde o čistá aktiva, však omezují stávající rizika. Pokud jde o veřejné finance, předpokládá se, že Nizozemsko v roce 2014, kdy má dojít ke korekci nadměrného schodku, nesplní svůj cíl, co se týče celkového schodku, přestože se očekává, že přijme v letech 2013–2014 strukturální opatření v doporučeném rozsahu.

- **Slovinsko** se nadále potýká s *nadměrnou makroekonomickou nerovnováhou, která vyžaduje zvláštní monitorování a pokračující silná nápravná opatření*. Nerovnováha se během posledního roku zmírnila díky makroekonomickým korekcím a provedení důsledných opatření ze strany Slovinska. Rozsah nutných nápravných opatření však ukazuje na to, že stále přetrvávají podstatná rizika. Komise bude pokračovat ve zvláštním monitorování programových opatření, jež doporučila Slovinsku Rada v rámci evropského semestru, a bude o něm podávat pravidelné zprávy Radě a Euroskupině.

Maximální pozornost vyžaduje konkrétně riziko, které představuje hospodářská struktura, pro niž je charakteristická špatná správa a řízení společností, časté státní zásahy, ztráty nákladové konkurenceschopnosti, převis podnikových dluhů a zvyšující se dluh veřejných rozpočtů. Přestože bylo dosaženo značného pokroku při korekci rozvah bank, jsou stále zapotřebí rozhodné kroky s ohledem na provádění ucelené strategie pro bankovní sektor, včetně restrukturalizace, privatizace a zvýšeného dohledu.

Slovinsko se nadále potýká s následky předešlého prudkého růstu, přičemž podniky jsou stále neúnosně předlužené. Převod úvěrů v selhání na společnost pro správu bankovních aktiv (Bank Asset Management Company – BAMC) vedl ke zlepšení bankovních rozvah, úvěry v selhání jsou však ve srovnání se stavem před krizí stále vysoké a nadále vyžadují restrukturalizaci na únosnou úroveň na základě nedávno změněného insolvenčního rámce. Jelikož se domácí poptávka, a zejména investice, významně snížily, došlo k prudké korekci běžného účtu, která vedla ke značnému přebytku, ztráty nákladové konkurenceschopnosti se však nepodařilo vyrovnat a dosavadní reformy dosud plně neřešily problémy flexibility pracovního trhu a konkurenceschopnosti. Špatná správa a řízení společností, zejména státních podniků, avšak nejen jich, snižuje celkovou účinnost ekonomiky v důsledku možného neefektivního rozdělování prostředků. Korekční kapacita ekonomiky by se mohla zlepšit, pokud by stát výrazně omezil své zásahy do podnikového a finančního sektoru a pokud by byla uplatňována ucelená strategie správy hlavních aktiv a snížena výše méně důležitých aktiv. V neposlední řadě vytváří nové problémy podstatný nárůst dluhu veřejných rozpočtů, k němuž došlo v minulých letech, ačkoli jeho původní úroveň byla relativně nízká. Přestože celkový rozpočtový schodek bude zřejmě vyšší, než bylo cílem, z důvodu značných výdajů na rekapitalizaci bank v letech 2013 a 2014, předpokládá se, že nedojde-li ke změně příslušné politiky, překročí schodek cílovou výši i v roce 2015. Rovněž strukturální korekce je mírně nižší, než by bylo potřeba. Dohromady mají tyto nedostatky a problémy vliv na makroekonomickou výkonnost v blízké budoucnosti. Nedávný propad výnosů státních dluhopisů částečně zmírnil tlak, je však zapotřebí zrychlit tempo provádění programu strukturálních reforem.

- **Finsko** se nadále potýká s *makroekonomickou nerovnováhou, která vyžaduje zvláštní monitorování a přijetí nápravných opatření*. Nadále je třeba věnovat pozornost zejména

slabé exportní výkonnosti během posledních let v důsledku restrukturalizace průmyslu a nákladovým i nenákladovým faktorům konkurenceschopnosti.

Vysoký nárůst dovozu před krizí a útlum vývozu po ní jsou příčinami poklesu salda zahraničního obchodu. Nedávno však došlo ke stabilizaci běžného účtu a vnější udržitelnost již není důvodem k obavám. Navzdory oživení světového obchodu země nadále rychle ztrácela podíly na exportních trzích. Integrace Finska do globálních hodnotových řetězců hrála roli ve zhoršující se výkonnosti vývozu a restrukturalizace průmyslu zatím nedokázala nahradit ztráty, jež přinesl výrazný úbytek objemu odvětví elektroniky a lesnického průmyslu. Korekční kapacita ekonomiky je naopak omezena v důsledku nízké produktivity a nedostatečných konkurenčních tlaků v odvětví služeb a zvyšujících se nákladů v důsledku růstu mezd a energetické náročnosti. Vývozci tak byli schopni udržet si cenovou konkurenceschopnost zejména tím, že snížili zisková rozpětí, což vedlo k omezení jejich schopnosti promítnout vysoký inovační potenciál do tvorby nových produktů. Zhoršení konkurenceschopnosti lze z velké části vysvětlit nenákladovými faktory: omezeným počtem velkých vývozních firem prodávajících úzký sortiment výrobků, nižší tendencí malých podniků vyvážet a nižší efektivitou výdajů na výzkum a vývoj. Nedostatečné investice, snižující se početní stav populace v produktivním věku a výrazný pokles produktivity jsou pak překážkami potenciálního růstu. Pokud jde o veřejné finance, očekává se, že strukturální schodek v roce 2014 mírně překročí střednědobý cíl a že, částečně kvůli nepříznivé dynamice růstu, veřejný dluh vzroste na úroveň převyšující 60 % HDP.

- **Švédsko** se nadále potýká s *makroekonomickou nerovnováhou, která vyžaduje zvláštní monitorování a přijetí nápravných opatření*. Pozornost si nadále zasluhuje zejména vývoj ohledně zadluženosti domácností spolu s neefektivním trhem s bydlením. Ačkoli vysoký přebytek běžného účtu nepřináší obdobná rizika jako rozsáhlé schodky a částečně souvisí s nutností snižování zadluženosti, bude Komise vývoj běžného účtu ve Švédsku sledovat v rámci evropského semestru.

Zadlužení domácností se po období stabilizace znovu zvýšilo, neboť faktory, jež k němu přispívají, tj. nízké úrokové sazby hypoték, daňové zvýhodnění dluhů, pomalé umořování hypoték a omezená nabídka bydlení, stále přetrvávají. Různé ukazatele nabídky úvěrů a poptávky po nich nenaznačují bezprostřední tlaky na snižování zadluženosti. Po stabilizaci v posledních letech se v roce 2013 ceny nemovitostí opět zvýšily v důsledku příznivých podmínek pro poptávku a neefektivní nabídky. K dynamice cen rezidenčních nemovitostí přispěl rovněž neefektivní trh s nájemním bydlením, těžkopádné postupy plánování a nedostatečná konkurence ve stavebnictví. K omezení soukromé zadluženosti a ke snížení makroekonomických rizik po nárůstu nákladů na obsluhu dluhů jsou zapotřebí stabilnější ceny rezidenčních nemovitostí. Nedávná makroobezřetnostní opatření jsou přínosem, avšak pravděpodobně nebudou dostačující pro snížení makroekonomických rizik. Za hlavní motor růstu cen nemovitostí jsou považovány silné daňové úlevy pro financování dluhů. K vyváženosti investic a úspor by rovněž přispělo zvýšení investic do bydlení. Co se týče zadluženosti nefinančních podniků, z analýzy vyplývá, že nepředstavuje makroekonomické riziko. Nedávné reformy ve zdanění společností pravděpodobně navíc dále sníží jejich zadluženost omezením daňové minimalizace ze strany nadnárodních společností.

- **Spojené království** se nadále potýká s *makroekonomickou nerovnováhou, která vyžaduje zvláštní monitorování a přijetí nápravných opatření*. Pozornost i nadále vyžaduje zejména vývoj v oblasti zadlužení domácností, který souvisí s vysokou úrovní hypotečního

zadlužení a strukturálními charakteristikami trhu s bydlením, jakož i nepříznivý vývoj, pokud jde o podíly na exportních trzích.

Ačkoli je nedávný nárůst hospodářské činnosti vítaným jevem, je převážně důsledkem spotřeby domácností a doprovází jej růst schodku běžného účtu. Hodnota investic podniků a čistého vývozu se zatím nezvýšila ze současné nízké úrovně. Pokud se podaří zvládnout vysokou zadluženost, zejména zadluženost domácností, tak, aby to mělo minimální dopady na investice a růst, sníží se střednědobá rizika a citlivost vůči růstu nákladů na půjčky. Růst úvěrů na hypoteční úvěry byl jen mírný, avšak při již vysoké výchozí úrovni zadlužení domácností. Rizika v oblasti bydlení souvisí s trvalým strukturálním nedostatkem nabídky v této oblasti; relativně pomalá odezva nabídky na růst poptávky vede k vysokým cenám rezidenčních nemovitostí, zejména v Londýně a na jihovýchodě, a k vysokému hypotečnímu zadlužení domácností. Klesající podíl na exportním trhu sice pravděpodobně z krátkodobého hlediska nebude představovat riziko, v kombinaci se schodkem běžného účtu však svědčí o strukturálních problémech. Jedná se konkrétně o problémy související s chybějícími dovednostmi a nedostatečnou infrastrukturou. Pokud jde o veřejné finance, Spojené království podle všeho opět zdaleka nesplní své cíle týkající se celkového schodku a strukturální korekce.

U tří zemí, které jsou předmětem přezkumu, nebyla zjištěna žádná makroekonomická nerovnováha. Hlubkové přezkumy ukazují, že se makroekonomická rizika v *Dánsku* a na *Maltě* snížila a jsou více pod kontrolou. Rovněž v *Lucembursku* nic nenasvědčuje existenci nerovnováhy ve smyslu postupu při makroekonomické nerovnováze. Pečlivý dohled a koordinaci politiky však potřebují neustále všechny členské státy, aby byla včas zjištěna nová rizika a prováděla se opatření, která přispívají k růstu a vytváření pracovních míst. Tento dohled bude pokračovat v rámci evropského semestru.

- Makroekonomické problémy v **Dánsku** již *nepředstavují podstatná makroekonomická rizika a nejsou již považovány za nerovnováhu ve smyslu postupu při makroekonomické nerovnováze*. Nápravná opatření na trhu s bydlením a dopady vysoké zadluženosti soukromého sektoru na reálnou ekonomiku a stabilitu finančního sektoru se zdají být pod kontrolou. Stávající vývoj, jakož i klíčové faktory vnější konkurenceschopnosti však vyžadují trvalé sledování.

Konkrétně makrofinanční rizika plynoucí z vysoké soukromé zadluženosti se zdají být nízká, ačkoli existují koncová rizika, jako je kombinace prudkého nárůstu úrokových sazeb a nepříznivého vývoje na trhu práce. Vedle vysoké míry zadlužení domácností je zároveň vysoká i úroveň aktiv domácností, což je odrazem vysokých úspor v penzijních fondech a v nemovitostech. Domácnosti zatím byly schopny finančně se vypořádat se změnami cen rezidenčních nemovitostí od roku 2007, jelikož výše nedoplatků zůstala na velmi nízké úrovni. Různé zátěžové testy a studie navíc dospěly k závěru, že by domácnosti zvládly i prudké nepříznivé změny. Finanční sektor se jeví jako stabilní, přičemž přetrvávající problémy se řeší prostřednictvím zesílených opatření regulace a dohledu. Pokud jde o konkurenceschopnost, Dánsko ztrácelo podíl na vývozních trzích; to souvisí s vysokým růstem mezd a nízkým růstem produktivity. Nesoulad mezi produktivitou a výší mezd je však patrně cyklickým jevem. Vzhledem k současným vysokým přebytkům běžného účtu nenasvědčuje trend poklesu podílu na vývozních trzích z krátkodobého hlediska existenci rizik. Pokud jde o veřejné finance, očekává se, že Dánsko snížilo svůj nadměrný schodek v roce 2013 na únosnou míru.

- Makroekonomické problémy **Lucemburska** *nejsou považovány za nerovnováhu ve smyslu postupu při makroekonomické nerovnováze*. Tyto problémy vyplývají z modelu růstu založeného na efektivním finančním sektoru, který se s krizí vyrovnal dobře. Pokles

konkurenceschopnosti výroby, vývoj na trhu s bydlením a vysoká zadluženost soukromého sektoru však přesto vyžadují další monitorování.

Z analýzy přebytku běžného účtu konkrétně vyplývá, že tento přebytek není výsledkem slabé domácí poptávky, ale spíše konkrétního modelu růstu dané země, který je do značné míry založen na finančních službách. Zmíněný přebytek však přesto zakrývá vysoký a stále narůstající schodek obchodu se zbožím, který je do značné míry důsledkem nedostatečné výkonnosti vývozu. Ztráty podílu na vývozních trzích ve velké míře souvisí s jednotkovými náklady práce, které rostou mnohem rychleji než v zemích, jež jsou obchodními partnery Lucemburska, do jisté míry v důsledku mechanismu stanovování mezd. V tomto ohledu bude nelehkým úkolem nalézt strukturální řešení pro dočasnou úpravu automatické indexace mezd. Rozsáhlý finanční sektor přináší určitá rizika pro domácí finanční stabilitu, tato rizika jsou však relativně omezená, jelikož dané odvětví je zároveň diverzifikované i specializované. Domácí banky navíc vykazují přiměřený poměr kapitálu a likvidity. Vysoká úroveň zadlužení soukromého sektoru, a zejména nefinančních podniků, odráží především přítomnost velkého počtu nadnárodních společností, které využívají své pobočky či dceřiné společnosti v Lucembursku k finančním operacím uvnitř skupiny. Rostoucím zdrojem obav je dynamika cen rezidenčních nemovitostí. Současná příznivá situace veřejných financí je ve vysoké míře závislá na udržitelnosti modelu růstu založeného na velké aktivitě finančního sektoru a z dlouhodobého hlediska představuje značné riziko. V tomto směru je nedávná důchodová reforma pro řešení uvedeného problému nedostačující. Strukturální saldo je však vyšší, než je střednědobý cíl.

- Makroekonomické problémy na **Maltě** již *nepředstavují podstatná makroekonomická rizika a nejsou již považovány za nerovnováhu ve smyslu postupu při makroekonomické nerovnováze*. Zadluženost sice zůstává vysoká, rizika pro udržitelnost dluhu soukromého a veřejného sektoru a pro stabilitu finančního sektoru se zdají být pod kontrolou, ačkoli je nutné je nadále monitorovat.

Z analýzy v rámci hloubkového přezkumu vyplývá, že ukazatele finanční stability jsou i nadále příznivé. S ohledem na strukturální povahu rizik v daném odvětví je však důležité pokračovat ve stávajícím pečlivém dohledu a nadále uplatňovat opatrnost při podstupování rizik. Trh s bydlením se stabilizoval, a rizika plynoucí z nadměrné expozice vlastnictví jsou tedy omezená. Soukromý dluh klesá; snižování zadluženosti u podniků probíhá řádným způsobem a tlak trhu úvěrů je omezený. Pokud jde o veřejné finance, měla by Malta v letech 2013 a 2014 splnit svůj nominální schodek. Co se týče vnější udržitelnosti, obchodní výkonnost vykazovala pozitivní výsledky díky orientaci trhu na určité výrobky a zeměpisnou oblast a díky faktorům nenákladové konkurenceschopnosti; saldo běžného účtu vykazuje přebytek. Pro vnější konkurenceschopnost by přesto bylo přínosem přijetí aktivních opatření reagujících na úpravu nákladů v konkurenčních zemích.