KOMISJA
EUROPEJSKA

Strasburg, dnia 17.12.2019 r.
COM(2019) 651 final

SPRAWOZDANIE KOMISJI

DO PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO, RADY, EUROPEJSKIEGO BANKU CENTRALNEGO I EUROPEJSKIEGO KOMITETU SPOŁECZNO-EKONOMICZNEGO

Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania 2020

(przygotowane zgodnie z art. 3 i 4 rozporządzenia (UE) nr 1176/2011 w sprawie zapobiegania zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowania)

{SWD(2019) 630 final}

Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania stanowi punkt wyjścia do rocznego cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, której celem jest identyfikowanie i wyeliminowanie zakłóceń równowagi utrudniających „prawidłowe funkcjonowanie gospodarki państwa członkowskiego lub unii gospodarczej i walutowej, lub całej Unii" (art. 2 pkt 1 rozporządzenia (UE) nr 1176/2011)[1].

Analiza zawarta w sprawozdaniu opiera się na ekonomicznej interpretacji tabeli wyników obejmującej wybrane wskaźniki, uzupełnionej szerszym zestawem dodatkowych wskaźników, narzędziami oceny i odpowiednimi informacjami, a jej celem jest przegląd sytuacji w państwach członkowskich pod kątem potencjalnych zakłóceń równowagi ekonomicznej, które wymagają działań politycznych. W sprawozdaniu wskazano państwa członkowskie, w przypadku których niezbędna jest szczegółowa ocena sytuacji w celu zbadania, w jaki sposób narasta lub maleje ryzyko makroekonomiczne w poszczególnych państwach członkowskich, oraz stwierdzenia, czy występują zakłócenia lub nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej. Komisja przygotuje następnie szczegółowe oceny sytuacji w odniesieniu do wskazanych państw członkowskich, uwzględniając przy tym dyskusje nad sprawozdaniem przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania prowadzone z Parlamentem Europejskim oraz w Radzie i na forum Eurogrupy. Zgodnie z ustaloną praktyką szczegółowe oceny sytuacji zawsze przygotowuje się w odniesieniu do państw członkowskich, w których stwierdzono zakłócenia równowagi makroekonomicznej w poprzednim cyklu szczegółowych ocen sytuacji. Szczegółowe oceny sytuacji zostaną włączone do sprawozdań krajowych. Wyniki tych ocen zostaną uwzględnione w zaleceniach dla poszczególnych krajów w ramach europejskiego semestru na rzecz koordynacji polityki gospodarczej.

1. STRESZCZENIE

Niniejsze sprawozdanie rozpoczyna dziewiąty roczny cykl procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.[2] Celem procedury jest wykrycie zakłóceń równowagi, które utrudniają sprawne funkcjonowanie gospodarek państw członkowskich, unii gospodarczej i walutowej lub całej Unii, oraz wywołanie odpowiednich reakcji politycznych. Stosowanie procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej zostało włączone do europejskiego semestru na rzecz koordynacji polityki gospodarczej, aby zapewnić spójność z analizami i zaleceniami sporządzanymi w ramach innych narzędzi nadzoru gospodarczego. Roczna strategia zrównoważonego wzrostu gospodarczego, która zostanie przyjęta jednocześnie z niniejszym sprawozdaniem, podsumowuje sytuację gospodarczą i społeczną w Europie oraz ustanawia ogólne priorytety polityczne dla UE.

W niniejszym sprawozdaniu wskazano państwa członkowskie, w odniesieniu do których należy przeprowadzić szczegółowe oceny sytuacji, aby sprawdzić, czy występują w nich zakłócenia równowagi wymagające działań politycznych.[3] Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu

[1] [W przypadku gdy Zjednoczone Królestwo wystąpi z Unii na podstawie Umowy o wystąpieniu Zjednoczonego Królestwa Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej z Unii Europejskiej i Europejskiej Wspólnoty Energii Atomowej („umowa o wystąpieniu", Dz.U. C 384 I z 12.11.2019, s. 1), prawo Unii będzie nadal miało zastosowanie do Zjednoczonego Królestwa i w Zjednoczonym Królestwie przez czas trwania okresu przejściowego ustanowionego na mocy umowy o wystąpieniu.]

[2] Do niniejszego sprawozdania dołączono *załącznik statystyczny* zawierający dane, na podstawie których to sprawozdanie opracowano.

[3] Zob. art. 5 rozporządzenia (UE) nr 1176/2011.

ostrzegania stanowi narzędzie przeglądu równowagi gospodarczej, publikowane na początku każdego rocznego cyklu koordynacji polityki gospodarczej. Analiza zawarta w sprawozdaniu wykorzystuje ekonomiczną interpretację tabeli wyników obejmującej wskaźniki podstawowe z orientacyjnymi wartościami progowymi oraz zestaw wskaźników dodatkowych. W sekcji 2 sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania przeanalizowano również skutki, jakie dla całej strefy euro wywołują zakłócenia równowagi w państwach członkowskich, oraz oceniono, na ile potrzebne jest skoordynowane podejście do działań politycznych w świetle wzajemnych zależności w strefie euro[4]. W tym względzie analiza zawarta w sprawozdaniu towarzyszy ocenie przedstawionej w dokumencie roboczym służb Komisji „Analiza gospodarki strefy euro", który jest dołączony do zalecenia Komisji dotyczącego zalecenia Rady w sprawie polityki gospodarczej w strefie euro.

Analizę zawartą w sprawozdaniu przeprowadzono w kontekście zmieniających się perspektyw gospodarczych: ekspansja gospodarcza słabnie, a oczekiwania inflacyjne skorygowano w dół. W prognozie gospodarczej Komisji Europejskiej z jesieni 2019 r. szacuje się, że wzrost realnego PKB wyniesie w 2019 r. 1,4 % w UE i 1,1 % w strefie euro, co oznacza spowolnienie w stosunku do dynamiki wzrostu odnotowanej w 2018 r.: odpowiednio 2 % i 1,9 %. Na 2020 r. prognozowany jest wzrost PKB o 1,4 % w UE i 1,2 % w strefie euro. Od końca 2018 r. dane wskazują na utratę dynamiki wzrostu, która dotknęła zwłaszcza eksport netto i produkcję w sektorze przetwórstwa przemysłowego. To spowolnienie jest szczególnie widoczne w przypadku dużych państw członkowskich strefy euro, które są w większym stopniu narażone na zmiany w obszarze wymiany handlowej. Jest to związane z większą niepewnością[5]. Oczekiwania inflacyjne znacznie się zmniejszyły, w związku z czym władze monetarne wprowadziły w drugiej połowie 2019 r. środki mające przeciwdziałać pojawiającemu się spowolnieniu dynamiki produkcji i cen. Rentowność obligacji zmniejszyła się, zwłaszcza w przypadku dłuższych terminów zapadalności. Pomimo niedawnego spadku inflacji ogólnej i spowolnienia wzrostu wydajności, wzrost płac nieco przyśpieszył od 2018 r., co jest związane z kurczeniem się zasobów pracy.

Państwa członkowskie korygowały stopniowo istniejące zakłócenia równowagi makroekonomicznej, korzystając ze sprzyjających warunków gospodarczych. Dzięki powszechnie prowadzonemu po kryzysie procesowi zmniejszania zadłużenia w wielu przypadkach udało się skorygować nierównowagi przepływów i trendy zagrażające stabilności (chodzi tu zwłaszcza o duże deficyty obrotów bieżących, nadmierny wzrost akcji kredytowej napędzający ceny nieruchomości mieszkaniowych, wysokie jednostkowe koszty pracy wiążące się z utratą konkurencyjności kosztowej). Korekta słabych punktów związanych z nierównowagą zasobową (wysoki poziom długu sektora prywatnego, sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz wysokie zadłużenie zagraniczne) zaczęła się później i postępowała w wolniejszym tempie. Tendencja spadkowa relacji długu do PKB stała się bardziej wyraźna w ostatnich latach, gdy pojawiło się ożywienie gospodarcze, a ceny zaczęły ponownie rosnąć. Równolegle do przyśpieszenia dynamiki działalności gospodarczej w niektórych

[4] W sprawozdaniu z dnia 22 czerwca 2015 r. „Dokończenie budowy europejskiej unii gospodarczej i walutowej", opracowanym przez Jeana-Claude'a Junckera, Donalda Tuska, Jeroena Dijsselbloema, Maria Draghiego i Martina Schulza, zaproponowano zwrócenie większej uwagi na wpływ zakłóceń równowagi makroekonomicznej na całą strefę euro. Znaczenie współzależności i systemowych skutków zakłóceń równowagi uznano w rozporządzeniu (UE) nr 1176/2011, w którym zakłócenia równowagi zdefiniowano przez odniesienie do „rozwoju sytuacji makroekonomicznej, która ma lub może mieć niekorzystny wpływ na prawidłowe funkcjonowanie gospodarki państwa członkowskiego lub unii gospodarczej i walutowej, lub całej Unii".

[5] Wskaźnik niepewności w handlu międzynarodowym (World Trade Uncertainty Index) pokazuje duży wzrost niepewności w dużych gospodarkach europejskich, a także w innych głównych obszarach gospodarczych. https://www.policyuncertainty.com/wui_quarterly.html

państwach członkowskich odnotowano w ostatnim czasie duży wzrost jednostkowych kosztów pracy i cen nieruchomości mieszkaniowych.

W związku ze zmianą perspektyw gospodarczych może dojść do spowolnienia korekty istniejących zakłóceń równowagi lub pojawienia się nowych zagrożeń, gdy możliwości radzenia sobie ze wstrząsami za pomocą środków polityki będą coraz mniejsze. Perspektywom gospodarczym zagrażają w szczególności napięcia w handlu i zakłócenia globalnych łańcuchów wartości, silniejsze niż oczekiwane spowolnienie na rynkach wschodzących, a także eskalacja napięć geopolitycznych[6]. Spodziewane jest osłabienie wzrostu nominalnego, co oznacza mniej korzystne warunki do zmniejszania zadłużenia. Znaczna obniżka stóp procentowych zmniejsza wprawdzie koszty długu, ale ma też pewne niekorzystne skutki, m.in. zniechęca do zmniejszania zadłużenia, może zachęcać do podejmowania nadmiernego ryzyka w poszukiwaniu bardziej rentownych inwestycji i pogarsza wyniki finansowe instytucji finansowych w kontekście spłaszczonych krzywych rentowności[7]. Zawężają się możliwości reagowania na wstrząsy polityczne za pomocą polityki monetarnej, a zdolność amortyzowania wstrząsów przez oszczędności prywatne i publiczne jest bardzo różna w poszczególnych państwach członkowskich UE – w wielu z nich zdolność ta jest ograniczona z racji wysokiego poziomu długu.

[6] Zob. również Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Światowa prognoza gospodarcza, październik 2019 r.; Komisja Europejska (2019), Europejska prognoza gospodarcza – jesień 2019, Institutional paper 115, listopad 2019 r.

[7] Zob. również Bank Rozrachunków Międzynarodowych, Roczne sprawozdanie gospodarcze, czerwiec 2019 r.; oraz Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Raport na temat stabilności finansowej na świecie, kwiecień 2019 r.

Przekrojowa analiza przedstawiona w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania prowadzi do następujących wniosków:

- **W 2018 r. w całej UE odnotowano nieznaczny spadek sald na rachunkach obrotów bieżących, chociaż nadal przeważają duże nadwyżki, a deficyty należą do rzadkości.** Z nielicznymi wyjątkami, państwa, które wcześniej odnotowywały wysokie salda na rachunku obrotów bieżących, wykazują obecnie zasadniczo zrównoważone salda. Niektóre państwa członkowskie utrzymują jednak w dalszym ciągu duże i trwałe nadwyżki, które są większe, niż jest to uzasadnione w świetle fundamentalnych parametrów gospodarczych. Spowolnienie w handlu, odporny popyt wewnętrzny oraz rosnące ceny ropy powszechnie doprowadziły do zmniejszenia salda obrotów bieżących.

- **Tempo poprawy międzynarodowych pozycji inwestycyjnych netto (MPI netto) było szybsze, ale niektóre państwa członkowskie nadal wykazują wysoki poziom zobowiązań wobec zagranicy.** Ostrożna polityka w zakresie sald obrotów bieżących i utrzymujący się w ostatnich latach wzrost nominalny pozwoliły obniżyć relację zewnętrznych zobowiązań finansowych do PKB. Tempo poprawy MPI netto dłużników netto było szybsze niż wcześniej również za sprawą pozytywnych skutków wyceny, które mogą jednak być nietrwałe. W kilku państwach Unii Europejskiej MPI netto są nadal zdecydowanie ujemne, a najnowsze dane wskazują, że niektóre salda obrotów bieżących nie są wystarczające, aby zapewnić poprawę tych ujemnych pozycji zewnętrznych w odpowiednim tempie. Jednocześnie państwa będące dużymi wierzycielami netto odnotowywały coraz większe dodatnie MPI netto za sprawą dużych nadwyżek na rachunku obrotów bieżących.

- **W wielu państwach członkowskich jednostkowe koszty pracy rosły w szybszym tempie ze względu na szybszą dynamikę płac i słabszy wzrost wydajności.** W całej UE odnotowuje się silniejszy wzrost płac w kontekście kurczących się zasobów pracy. Przyśpieszenie dynamiki wzrostu jednostkowych kosztów pracy idzie coraz częściej w parze ze słabszym wzrostem wydajności. W kilku przypadkach, zwłaszcza w państwach Europy Środkowo-Wschodniej oraz w krajach bałtyckich, znaczący wzrost jednostkowych kosztów pracy stanowi element trwającego od kilku lat trendu i wiąże się z rosnącym popytem na siłę roboczą w gospodarkach, w których poziom płac jest znacznie niższy od średniej i w których występują luki kompetencyjne oraz wąskie gardła w podaży siły roboczej. W mniejszym stopniu wzrost jednostkowych kosztów pracy pojawił się ostatnio również w krajach strefy euro. Chociaż wzrost jednostkowych kosztów pracy jest wyższy w państwach będących wierzycielami netto niż w państwach będących dłużnikami netto, różnica ta maleje, w związku z czym zmiany konkurencyjności kosztowej zaczynają mniej sprzyjać symetrycznemu przywracaniu równowagi.

- **Następuje aprecjacja realnych efektywnych kursów walutowych.** Od 2016 r. w niektórych państwach postępowała aprecjacja realnych efektywnych kursów walutowych w kontekście szybszego wzrostu jednostkowych kosztów pracy i aprecjacji nominalnej. Wcześniej w wielu państwach członkowskich UE odnotowywano przez kilka lat z rzędu spadek względnych kosztów i cen pod wpływem nominalnej deprecjacji kursów walutowych oraz niskiej inflacji kosztowej i cenowej w porównaniu z konkurentami. Proces realokacji pracy z sektora towarów i usług niewymiennych do sektora towarów i usług wymiennych, który zachodził w państwach będących dłużnikami netto w ciągu kilku lat po kryzysie, spowalnia, ustaje lub odwraca się.

- **Postępy w zmniejszaniu zadłużenia sektora prywatnego wiążą się głównie ze wzrostem nominalnego PKB, a w przypadku gospodarstw domowych tempo tego procesu zahamowało.** Poziom oszczędności netto w sektorze prywatnym zmalał, a spadek relacji zadłużenia tego sektora do PKB jest coraz częściej efektem wzrostu nominalnego PKB. Spadek tempa redukcji zadłużenia

odzwierciedla zarówno ten mniejszy poziom oszczędności, jak i wolniejszy wzrost PKB. W coraz większej liczbie państw członkowskich rośnie poziom zadłużenia, w szczególności gospodarstw domowych. Pomimo faktu, że większość krajów o wysokim wskaźniku zadłużenia dokonała jego redukcji, w niektórych z nich rośnie zadłużenie sektora prywatnego. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych malał w większości państw członkowskich, z wyjątkiem kilku państw o wysokim zadłużeniu, które albo nie zmniejszyły wskaźnika długu, albo zmniejszyły go tylko nieznacznie. Pomimo to w 2019 r. odnotowano duży spadek rentowności obligacji skarbowych, w tym obligacji emitowanych przez najbardziej zadłużone państwa.

- **Poprawiła się odporność unijnego sektora bankowego, ale utrzymują się pewne wyzwania.** Wskaźniki kapitałowe osiągnęły poziom przewyższający standardy regulacyjne, po czym przestały rosnąć. Zyski kapitałowe poprawiły się na przestrzeni ostatnich lat, a obecnie również ustabilizowały się. W ostatnich latach znacznie spadł udział kredytów zagrożonych w portfelach kredytowych banków, a kraje, w których poziom kredytów zagrożonych jest wysoki, odnotowują znaczne spadki liczby złych kredytów. Niektóre państwa UE, których sektor bankowy charakteryzuje się stosunkowo niskim poziomem kapitałów i rentowności oraz wysokim odsetkiem kredytów zagrożonych, nadal borykają się jednak z problemami. Zmiany perspektyw gospodarczych potęgują jeszcze te wyzwania: spodziewany jest przedłużony okres utrzymywania się niskich stóp procentowych i słabnący wzrost gospodarczy.

- **W 2018 r. ceny nieruchomości mieszkaniowych nadal rosły w szybkim tempie, ale dynamika cen nieco osłabła tam, gdzie oznaki zawyżenia cen są bardziej widoczne.** W 2018 r. postępował wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych; w coraz większej liczbie krajów ceny nieruchomości mieszkaniowych przekraczają szczytowe poziomy od połowy pierwszej dekady XXI w. i ich wycena jest prawdopodobnie zawyżona. Najsilniejszy wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych odnotowano jednak w tych państwach UE, w których oznaki zawyżonego poziomu cen były dotychczas jedynie ograniczone. Przeciwna sytuacja miała często miejsce w przypadku państw, w których oznaki zawyżonych cen były bardziej widoczne i które charakteryzowały się wysokim zadłużeniem gospodarstw domowych: odnotowały one spowolnienie dynamiki cen. W niektórych państwach wydaje się rosnąć liczba nowych kredytów hipotecznych, co może w przyszłości prowadzić do dalszego przyspieszenia wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych.

- **Sytuacja na rynkach pracy dalej się poprawiała, a bezrobocie spadło we wszystkich państwach członkowskich UE.** W całej UE odnotowano dalszy spadek stopy bezrobocia, zwłaszcza osób młodych i długotrwale bezrobotnych. Kurczenie się zasobów pracy przełożyło się w pewnym stopniu na wzrost płac również w krajach strefy euro. Od czasu ożywienia gospodarczego do 2017 r. wzrost płac realnych pozostawał jednak niższy od wzrostu wydajności pracy, przy czym trend ten odwrócił się dopiero w 2018 r. Chociaż rosnący dochód z pracy (dzięki wzrostowi zatrudnienia i wysokości płac) przyczynił się do pobudzenia popytu wewnętrznego, nie widać oznak, aby wzrost płac przekładał się na inflację cenową[8].

W obecnej sytuacji gospodarczej przywrócenie równowagi w strefie euro, zarówno w zakresie deficytów, jak i nadwyżek na rachunkach obrotów bieżących, ma pilny charakter i byłoby korzystne dla wszystkich państw członkowskich. Prognozuje się, że nadwyżka na rachunku obrotów bieżących strefy euro będzie wprawdzie się zmniejszać w związku z osłabieniem popytu eksportowego, ale pozostanie zbliżona do szczytowej wartości i będzie przewyższać poziom uznawany za zgodny z fundamentalnymi parametrami gospodarczymi. Nadwyżka w strefie euro rosła dzięki bardzo dobrym

[8] Przegląd najważniejszych ostatnich zmian sytuacji społecznej i pod względem zatrudnienia w UE – zob. ramka 1.

wynikom eksportowym i zakrojonym na dużą skalę procesom zmniejszania zadłużenia w wielu różnych sektorach gospodarki, w tym w państwach, w przypadku których problem nadmiernego zadłużenia nie istniał albo był niewielki. Odnotowany w ostatnim czasie spadek nadwyżki jest głównie efektem osłabienia światowego handlu i wyższego deficytu bilansu energetycznego. W obecnej sytuacji gospodarczej istnieje jeszcze więcej powodów, aby kontynuować postępy w przywracaniu równowagi na poziomie strefy euro, zarówno w odniesieniu do deficytów, jak i nadwyżek na rachunkach obrotów bieżących, w celu przezwyciężenia niskiej inflacji, niskich stóp procentowych i zmniejszenia zależności od popytu zagranicznego. W tym kontekście wszystkie państwa należące do strefy euro powinny stosować odpowiednią kombinację strategii politycznych, uwzględniającą zarówno wzajemne zależności, jak i efekt rozlewania się. Chociaż wielu państwom będącym dłużnikami netto udało się wcześniej skorygować wysokie deficyty obrotów bieżących, obecnie ich salda obrotów bieżących pogarszają się, a w świetle wysokich poziomów zadłużenia zagranicznego i krajowego jest konieczne jest, aby państwa te trwale utrzymywały salda obrotów bieżących na rozsądnym poziomie, zapewniały odpowiednie tempo redukcji długu i jednocześnie wdrażały reformy zwiększające potencjał wzrostu PKB. Państwa będące wierzycielami netto powinny wykorzystywać obecne sprzyjające środowisko niskich stóp procentowych do pozyskiwania finansowania w celu osiągnięcia stałego wzrostu inwestycji publicznych i prywatnych. Gdyby państwa te wykorzystały swoją dobrą sytuację budżetową do wspierania inwestycji i innych wydatków produktywnych, pomogłoby im to również uniezależnić perspektywy wzrostu gospodarczego od popytu zagranicznego i wsparłoby przywrócenie równowagi w strefie euro.

Ogólnie rzecz biorąc, źródła potencjalnych zaburzeń równowagi są zasadniczo takie same jak wskazano w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania na 2019 r., ale wydaje się, że obecnie perspektywy są gorsze pod wieloma względami. Pozycje zewnętrzne poprawiały się w szybszym tempie dzięki korzystnym warunkom gospodarczym, ale dalsze postępy stoją pod znakiem zapytania w związku z gorszymi saldami obrotów bieżących i niższym wzrostem nominalnego PKB. Nadal utrzymują się duże nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, a zmiany konkurencyjności sprzyjają w mniejszym stopniu przywracaniu równowagi i coraz powszechniejsza staje się aprecjacja realnych efektywnych kursów walutowych. Proces zmniejszania zadłużenia w sektorze prywatnym spowolnił, nawet w tych państwach, w których poziom zadłużenia jest już wysoki, i jest w coraz większym stopniu efektem wzrostu nominalnego PKB. W świetle gorszych perspektyw dotyczących wzrostu nominalnego pojawia się pytanie, czy proces zmniejszania zadłużenia może być kontynuowany w państwach o wysokim długu bez zwiększenia poziomu oszczędności prywatnych lub rządowych czy też potencjału wzrostu PKB. Po kilku latach, podczas których odnotowywano znaczną poprawę, sytuacja w sektorze finansowym ustabilizowała się, ale w dalszej perspektywie mogą pojawić się nowe wyzwania związane ze środowiskiem niskich stóp procentowych. Utrzymuje się wysoka dynamika wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych – w efekcie w coraz większej liczbie państw UE ceny nieruchomości mieszkaniowych osiągają rekordowe poziomy. Dynamika ta spowalnia na przewartościowanych rynkach, ale wzmożenie akcji kredytowej w segmencie hipotecznym w niektórych państwach może doprowadzić do samonapędzającego się silnego wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych.

Potencjalne źródła zakłóceń równowagi łączą się ze sobą według kilku różnych typologii. W niektórych państwach członkowskich występują liczne, wzajemnie powiązane podatności na zagrożenia związane z poziomem długu, które mogą wynikać w pewnym stopniu z sytuacji sektora finansowego. W kilku państwach członkowskich głównym źródłem podatności na zagrożenia jest trwale wysoki dług publiczny w połączeniu z niską wydajnością i konkurencyjnością, które rzutują na potencjał wzrostu. Pewne państwa członkowskie charakteryzują się dużymi i trwałymi nadwyżkami na rachunku obrotów bieżących. W przypadku jeszcze innych państw członkowskich powodem do

niepokoju są trendy w zakresie konkurencyjności kosztowej, którym może towarzyszyć pogorszenie salda obrotów z zagranicą. W kilku przypadkach najpoważniejsze wyzwania stanowią trendy w zakresie cen nieruchomości mieszkaniowych, niekiedy występujące w parze z dużym zadłużeniem gospodarstw domowych.

W świetle nadchodzących wyzwań nadzór w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej powinien mieć nastawienie prospektywne. Ponieważ skorygowano już większość przypadków nierównowagi przepływów, a nierównowagi zasobowe są również stopniowo redukowane, nadzór w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej zaczyna się koncentrować w większym stopniu na monitorowaniu trendów potencjalnie zagrażających stabilności, które mogą pojawić się w średnim okresie. Jednocześnie zmieniająca się sytuacja gospodarcza, w tym ryzyka, których głównym źródłem jest otoczenie gospodarcze poza strefą euro i UE, sprawia, że należy także oceniać zakłócenia równowagi z perspektywy strefy euro i całej UE.

W odniesieniu do szeregu państw członkowskich wskazanych w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania bardziej szczegółowe i obszerniejsze analizy zostaną zawarte w szczegółowych ocenach sytuacji. Podobnie jak w ostatnich rocznych cyklach, szczegółowe oceny sytuacji zostaną włączone do sprawozdań krajowych. W celu przygotowania szczegółowych ocen sytuacji Komisja przeprowadzi analizę na podstawie bogatego zbioru danych i istotnych informacji oraz ram oceny opracowanych przez Komisję we współpracy z komisjami i grupami roboczymi Rady. Analizy zawarte w szczegółowych ocenach sytuacji posłużą za podstawę do stwierdzenia, czy w państwach członkowskich występują zakłócenia lub nadmierne zakłócenia równowagi, a następnie do aktualizacji zaleceń dla poszczególnych krajów[9]. Państwa, w których stwierdzono występowanie zakłóceń lub nadmiernych zakłóceń, są i nadal będą poddawane szczególnemu monitorowaniu, aby zapewnić stały nadzór nad działaniami politycznymi podejmowanymi w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Szczegółowe oceny sytuacji zostaną sporządzone dla państw członkowskich, w których już stwierdzono występowanie zakłóceń lub nadmiernych zakłóceń równowagi. Zgodnie z utrwaloną praktyką ostrożnościową szczegółowe oceny sytuacji zostaną wydane, aby stwierdzić, czy istniejące zakłócenia równowagi zmniejszają się, utrzymują czy też pogłębiają, uwzględniając przy tym realizowane polityki naprawcze. Przewiduje się przygotowanie szczegółowych ocen sytuacji dla 13 państw członkowskich, w których stwierdzono występowanie zakłóceń i nadmiernych zakłóceń na podstawie wyników szczegółowych ocen sytuacji z lutego 2019 r.[10] Obecnie zakłócenia równowagi makroekonomicznej stwierdzono w dziesięciu państwach członkowskich (**Bułgarii, Chorwacji, Francji, Niemczech, Irlandii, Niderlandach, Portugalii, Rumunii, Hiszpanii** i **Szwecji**), a nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej – **na Cyprze, w Grecji** i **we Włoszech**.

Opierając się na analizie zawartej w niniejszym sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania, Komisja nie uznaje za konieczne przygotowania szczegółowych ocen sytuacji w odniesieniu do innych państw członkowskich. Ocena przedstawiona w niniejszym sprawozdaniu nie wskazuje na znaczne dodatkowe ryzyka, które uzasadniałyby nową szczegółową ocenę sytuacji w odniesieniu do któregokolwiek z państw członkowskich, w przypadku których nie stwierdzono zakłóceń lub nadmiernych zakłóceń podczas ostatniego rocznego cyklu wdrażania

[9] Zob. art. 6 rozporządzenia (UE) nr 1176/2011.

[10] Zob. „Europejski Semestr 2019: ocena postępów w zakresie reform strukturalnych, zapobiegania zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowania oraz wyniki szczegółowych ocen sytuacji na mocy rozporządzenia (UE) nr 1176/2011", COM(2019) 150 final z 27.2.2019.

procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Niniejsze sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania wskazuje jednak na potrzebę **ścisłego monitorowania w ramach przyszłych sprawozdań krajowych** szeregu trendów, które mogą pociągnąć za sobą ryzyko makroekonomiczne, jeżeli będą trwać przez dłuższy okres. Chodzi tutaj o zmiany jednostkowych kosztów pracy i związane z tym skutki dla konkurencyjności zewnętrznej w niektórych państwach członkowskich (Czechy, Estonia, Węgry, Łotwa, Litwa i Słowacja), a także o rynki nieruchomości mieszkaniowych i zadłużenie gospodarstw domowych (Austria, Belgia, Czechy, Dania, Finlandia, Węgry, Luksemburg, Słowacja, Słowenia i Zjednoczone Królestwo)[11].

2. ZNACZENIE ZAKŁÓCEŃ MAKROEKONOMICZNYCH DLA STREFY EURO

Saldo obrotów bieżących strefy euro zmalało w stosunku do szczytowego poziomu, ale wciąż jest bardzo wysokie. Przed kryzysem saldo na rachunku obrotów bieżących strefy euro było zasadniczo zrównoważone, a w 2016 r. osiągnęło szczytowy poziom 3,2 % PKB. Od tego czasu odnotowano jego nieznaczny spadek: do poziomu 3,1 % PKB w 2018 r. (wykres 1)[12]. Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących strefy euro wciąż jest najwyższa na świecie i szacuje się, że przekracza poziom, który sugerowałyby fundamentalne parametry gospodarcze (około 1,7 % PKB strefy euro w 2018 r.)[13]. Składają się na nią głównie duże nadwyżki odnotowywane w Niemczech i Niderlandach: w 2018 r. salda obrotów z zagranicą tych dwóch państw stanowiły łącznie 2,8 % PKB strefy euro. W swojej prognozie z jesieni 2019 r. Komisja Europejska przewiduje, że w przypadku niezmiennego kursu polityki skorygowana nadwyżka na rachunku obrotów bieżących strefy euro spadnie w 2019 r. do 2,7 % PKB, a w 2020 r. osiągnie poziom 2,5 % PKB.

Obecny spadek nadwyżki strefy euro wynika głównie z pogorszenia się bilansu handlowego. Głównym czynnikiem, który przyczynił się do spadku salda obrotów bieżących w latach 2016–2018, jest bilans energetyczny, z powodu wzrostu cen ropy naftowej. W 2017 r. bilans energetyczny wykazywał deficyt wynoszący -1,7 % PKB, a w 2018 r. deficyt ten wzrósł do -2,1 % PKB, podczas gdy saldo handlu pozostałymi towarami utrzymywało się na zasadniczo stabilnym poziomie odpowiadającym 4,6 % PKB. Niższa stopa wzrostu importu i eksportu strefy euro jest związana ze

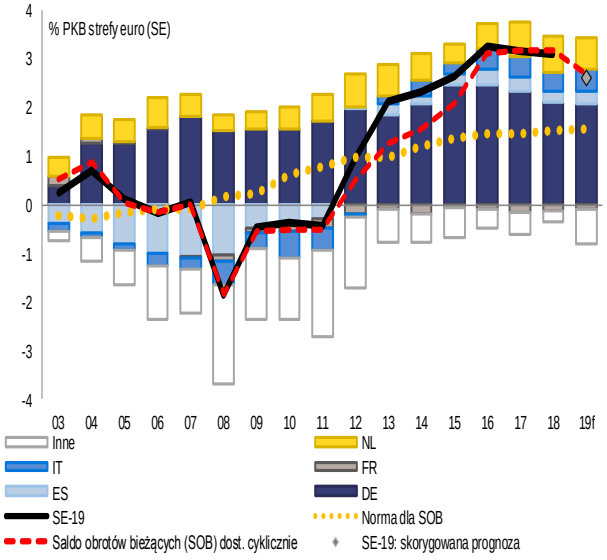
[11] We wrześniu 2019 r. Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego (ERRS) wydała ostrzeżenia i zalecenia dla poszczególnych krajów dotyczące średnioterminowych zagrożeń w sektorze nieruchomości mieszkaniowych skierowane do dziewięciu państw członkowskich: zalecenia skierowano do Belgii, Danii, Finlandii, Luksemburga, Niderlandów i Szwecji, a ostrzeżenia – do Czech, Francji i Niemiec. Jeżeli chodzi o tę pierwszą grupę państw, wszystkie z nich otrzymały już ostrzeżenia od ERRS w listopadzie 2016 r., podobnie jak Austria i Zjednoczone Królestwo. W rozporządzeniu w sprawie procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej (rozporządzenie (UE) nr 1176/2011) wzywa się Komisję do brania pod uwagę wszelkich ostrzeżeń lub zaleceń kierowanych przez ERRS do państw członkowskich objętych szczegółową oceną sytuacji.

[12] Dane dotyczące salda obrotów bieżących strefy euro, o których jest tutaj mowa i które wykorzystano w niniejszym sprawozdaniu, odnoszą się do „skorygowanego" salda na rachunku bieżącym w obrotach strefy euro z resztą świata (zgodnie z danymi statystycznymi dotyczącymi bilansu płatniczego strefy euro); według tych danych zagregowane saldo obrotów bieżących strefy euro wyniosło w 2018 r. 3,1 % PKB. Wartość ta jest spójna ze sprawozdaniem państw członkowskich dotyczącym rachunków obrotów bieżących (w ramach tzw. koncepcji wspólnotowej). Nominalne salda obrotów bieżących państw członkowskich sumują się jednak do 4 % PKB strefy euro (według danych dotyczących bilansu płatniczego) i do 3,8 % PKB (według danych statystycznych pochodzących z rachunków narodowych), ze względu na asymetrie pomiędzy saldami członków strefy euro zgłaszanymi przez poszczególne krajowe organy statystyczne. Dane liczbowe dotyczące strefy euro, których źródłem były dane statystyczne pochodzące z bilansu płatniczego i z rachunków narodowych, zostały skorygowane w październiku 2019 r. Korekta ta miała bardzo niewielki wpływ na ocenę sytuacji w 2018 r., ale wartości salda obrotów bieżących strefy euro za lata 2009–2015 skorygowano generalnie w dół.

[13] MFW (External Sector Report, 2019) sugeruje, że „norma" dla salda obrotów bieżących strefy euro wynosi około 1,6 % PKB.

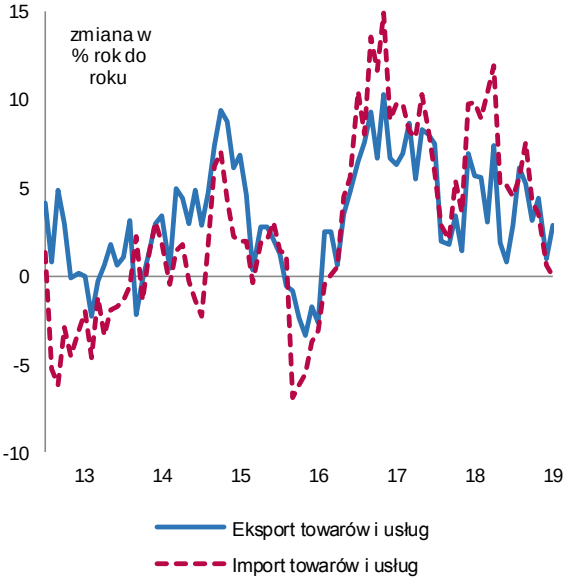
spowolnieniem globalnego wzrostu gospodarczego i wymiany handlowej od połowy 2018 r., utrzymującą się dużą niepewnością co do warunków polityki handlowej oraz aprecjacją euro w ujęciu realnym, która miała miejsce w 2018 r. Dane miesięczne pokazują, że w 2019 r. ma miejsce dalszy spadek eksportu i importu towarów w obrotach handlowych strefy euro z resztą świata (wykres 2). W przyszłości rachunek obrotów bieżących strefy euro może dalej się pogorszyć pod wpływem takich czynników jak względne osłabienie warunków koniunkturalnych w innych częściach gospodarki światowej, narastanie skutków restrykcyjnej polityki handlowej, czy też wzrost cen ropy na skutek napięć geopolitycznych.

Wykres 1: Zmiany salda obrotów bieżących strefy euro: w podziale według państw



Źródło: Bilans płatniczy, Eurostat; prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej z jesieni 2019 r..

Wykres 2: Wymiana handlowa strefy euro z resztą świata

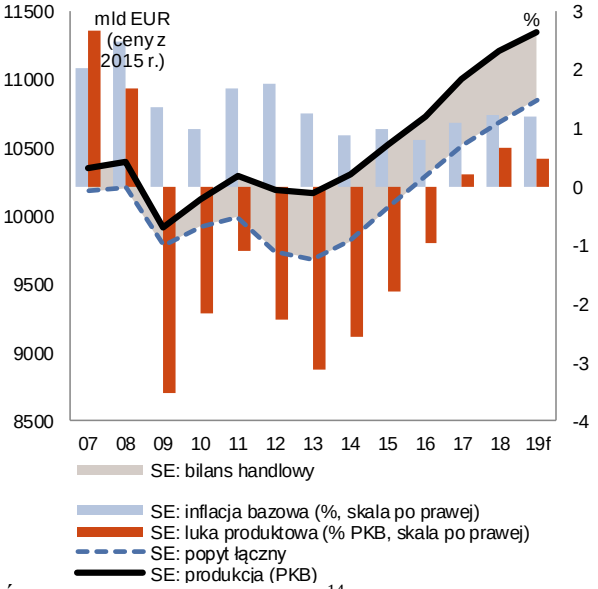


Źródło: Statystyki dotyczące handlu zagranicznego, Eurostat.
Uwaga: Dane wyrównane sezonowo, ceny bieżące.

Czynniki, które stały za niedawnym niewielkim spadkiem nadwyżki na rachunku obrotów bieżących strefy euro, są inne niż czynniki, które odpowiadały za jej wcześniejszy wzrost. Po kryzysie finansowym z 2008 r. saldo obrotów bieżących strefy euro osiągnęło nadwyżkę za sprawą ostrej korekty dużych deficytów, do której doszło w następstwie odwrócenia się kierunku transgranicznych przepływów finansowych. Nadwyżka ta wzrosła jeszcze bardziej, gdy kryzys zadłużeniowy objął Hiszpanię i Włochy, co stłumiło popyt wewnętrzny w tych krajach. Jednocześnie postępowała stopniowo akumulacja dużej nadwyżki na rachunku obrotów bieżących Niemiec, ponieważ popyt wewnętrzny w tym kraju rósł wolniej niż produkcja, a wszystkie sektory gospodarki zmniejszały udział finansowania dłużnego. Podsumowując, wzrost nadwyżki strefy euro w okresie między kryzysem finansowym a 2016 r. był przede wszystkim efektem powszechnego zmniejszania zadłużenia, najpierw przez sektor prywatny, a po zaostrzeniu kryzysu zadłużeniowego w 2011 r. także przez sektor instytucji rządowych i samorządowych. Kurczenie się nadwyżki strefy euro od 2017 r. wynika głównie ze zmniejszenia nadwyżki w Niemczech oraz – w mniejszym stopniu – we Włoszech i Hiszpanii, które to państwa są stosunkowo dużymi eksporterami wyrobów przemysłowych i są uzależnione od importowanej energii z węglowodorów. Obserwowana w ostatnim czasie dynamika zmian rachunku obrotów bieżących strefy euro nie wydaje się być związana z procesem ponownego znaczącego zwiększania zadłużenia, lecz raczej ze spadkiem eksportu netto wynikającym ze spowolnienia

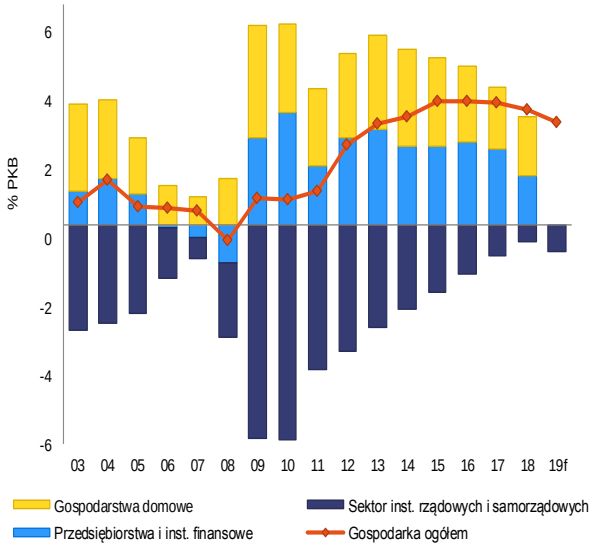
światowego handlu i wyższych kosztów energii. Zmniejszenie się nadwyżki strefy euro w latach 2017–2018 znajduje odzwierciedlenie głównie w spadku wierzytelności netto przedsiębiorstw niefinansowych, które od 2013 r. wykazywały dodatnie saldo. Niedawny spadek oszczędności netto sektora przedsiębiorstw zniwelował poprawę salda zadłużenia netto sektora instytucji rządowych i samorządowych w tym samym okresie (wykres 4).

Wykres 3: Produkcja strefy euro, popyt wewnętrzny, eksport netto i inflacja bazowa



Źródło: Baza danych AMECO[14].

Wykres 4: Wierzytelności netto/zadłużenie netto strefy euro w podziale według sektorów



Źródło: Eurostat.

Środowisko gospodarcze, które charakteryzują niska inflacja i niskie stopy procentowe, wiąże się z wieloma wyzwaniami. Władze monetarne zarówno w strefie euro, jak i w innych ważnych regionach na świecie wprowadziły środki w celu przeciwdziałania pojawiającemu się spowolnieniu dynamiki produkcji i spadkowi oczekiwań inflacyjnych w 2019 r., wycofując się z zakomunikowanego wcześniej zamiaru prowadzenia bardziej rygorystycznej polityki monetarnej. Dochód z obligacji osiągnął ujemne wartości: spadek ten dotyczy zwłaszcza długiego końca krzywych rentowności, a w przypadku obligacji obarczonych większym ryzykiem zmniejsza się rozpiętość stóp procentowych. Inflacja bazowa utrzymuje się poniżej poziomu docelowego wyznaczonego przez władze monetarne; luka produktowa strefy euro osiągnęła w 2017 r. wartość dodatnią po długim okresie słabego popytu i ujemnych luk produktowych (wykres 3), a obecnie prognozuje się jej spadek. Jeżeli chodzi o dalszą perspektywę, słabszy wzrost nominalny utrudniałby wprawdzie proces zmniejszania zadłużenia, ale niskie stopy procentowe zmniejszałyby koszty długu. Rekordowo niskie poziomy długoterminowych stóp procentowych mogą też jednak przynieść szereg problemów: mogą zachęcać do obchodzenia ograniczeń regulacyjnych i do ryzykownych inwestycji w poszukiwaniu bardziej rentownych inwestycji; niskie spready mogą prowadzić do niedoszacowania ryzyka kredytowego i zniechęcać do działań w celu ograniczenia wysokiego zadłużenia; oraz wyniki finansowe regulowanych instytucji

[14] Należy zauważyć, że chociaż różnica między PKB a popytem wewnętrznym z definicji powinna być równa bilansowi handlowemu, dane te nie odpowiadają sobie w pełni ze względu na rozbieżności w sprawozdawczości w obrębie strefy euro (zob. przypis **Error! Bookmark not defined.**).

finansowych mogą ulec pogorszeniu, zwłaszcza w sektorze bankowym i ubezpieczeniowym, ze względu na płaskie krzywe rentowności[15].

Nie udało się jeszcze w pełni przywrócić równowagi w obrębie strefy euro, a zachodzące zmiany konkurencyjności sprzyjają w mniejszym stopniu temu procesowi. Większość dużych deficytów obrotów bieżących została wprawdzie skorygowana, ale w niektórych państwach strefy euro utrzymują się duże nadwyżki. Państwa, które miały duże deficyty w przeszłości, nadal charakteryzują się znaczną ujemną międzynarodową pozycją inwestycyjną netto połączoną zwykle z wysokim poziomem zadłużenia sektora prywatnego lub długu publicznego, co jest źródłem podatności na zagrożenia. Zachodzące po kryzysie finansowym dostosowania względnych kosztów i cen były korzystne z punktu widzenia procesu przywracania równowagi. Jednostkowy koszt pracy wzrastał w szybszym tempie w państwach będących wierzycielami netto w porównaniu z państwami będącymi dłużnikami netto, co jest odwróceniem trendu sprzed kryzysu finansowego. Trend ten utrzymuje się, ale różnice pomiędzy wspomnianymi grupami państw wydają się mniej znaczące (wykres 5)[16]. Fakt, iż zasoby pracy kurczą się również w państwach będących dłużnikami netto, oznacza przyspieszenie dynamiki wzrostu płac i dalsze zmniejszenie konkurencyjności kosztowej wskutek słabszego wzrostu wydajności związanego z wolniejszym wzrostem albo wręcz spadkiem relacji kapitału do pracy. Poziomy konkurencyjności, mierzone za pomocą deflatorów PKB wyrażonych w parytetach siły nabywczej w porównaniu z konkurentami (wykres 6), wskazują na luźny związek z saldem obrotów z zagranicą i z potrzebą przywrócenia równowagi[17]. Udział dóbr wymiennych w całkowitej wartości dodanej odpowiada dostosowaniu cen względnych: po kryzysie udział ten rósł w państwach, które miały wcześniej wysokie deficyty, ale proces ten spowalnia lub odwraca się[18].

W obecnej sytuacji gospodarczej przywrócenie równowagi w strefie euro, zarówno w zakresie deficytów, jak i nadwyżek na rachunkach obrotów bieżących, ma pilny charakter i byłoby korzystne dla wszystkich państw członkowskich. W państwach będących dłużnikami netto zmniejszanie dużego zadłużenia zagranicznego i krajowego wymaga utrzymania salda obrotów bieżących na rozsądnym poziomie i zapewnienia odpowiedniego tempa redukcji długu, przy jednoczesnym dążeniu do zwiększenia potencjału wzrostu gospodarczego. Tworzenie warunków sprzyjających wzrostowi wydajności, zwłaszcza poprzez ukierunkowane inwestycje i reformy zwiększające łączną produktywność czynników produkcji, jest konieczne w całej strefie euro, ale szczególnie w państwach będących dłużnikami netto, ponieważ rosnąca wydajność ma kluczowe znaczenie zarówno dla zdolności obsługi zadłużenia, jak i wzrostu względnej konkurencyjności, który sprzyja przywracaniu równowagi. Z drugiej strony, większy wzrost inwestycji publicznych i prywatnych pobudziłby wzrost potencjalny w państwach będących wierzycielami netto, sprawiłby, że perspektywy wzrostu byłyby mniej uzależnione od popytu zagranicznego oraz wspierałby popyt wewnętrzny, przyczyniając się w ten sposób do przywrócenia równowagi w strefie euro. W obecnym kontekście gospodarczym impulsy fiskalne w krajach, które odnotowują duże nadwyżki i mają korzystną sytuację budżetową, pomogłyby również przezwyciężyć niską inflację i niskie stopy

[15] Np. EBC, Financial Stability Review, maj 2018 r., maj 2019 r.

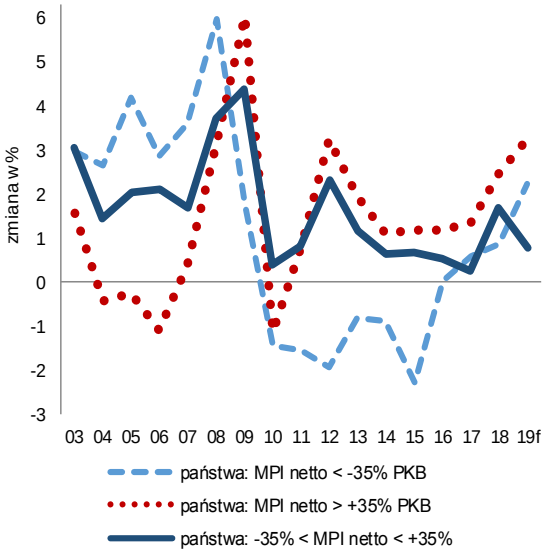
[16] W 2019 r. Francja zastąpiła ulgę podatkową dotyczącą zatrudnienia i konkurencyjności (fr. „CICE") trwałym obniżeniem składek na ubezpieczenia społeczne opłacanych przez pracodawcę w pierwszym kwartale. Spowodowało to duży spadek kosztów pracy we Francji, który jest widoczny na wykresie 5 jako zmiana jednostkowych kosztów pracy w grupie państw o średniej MPI netto.

[17] Wykres 6 przedstawia kraje uszeregowane według wielkości obrotów bieżących.

[18] Dane opierają się na udziale w całkowitej wartości dodanej, jaki mają rolnictwo, przetwórstwo przemysłowe i handel oraz usługi transportowe i komunikacyjne. Wskaźnik ten nie uwzględnia faktu, że usługi nabierają charakteru wymiennego i wnoszą coraz większy wkład w całkowitą wartość dodaną.

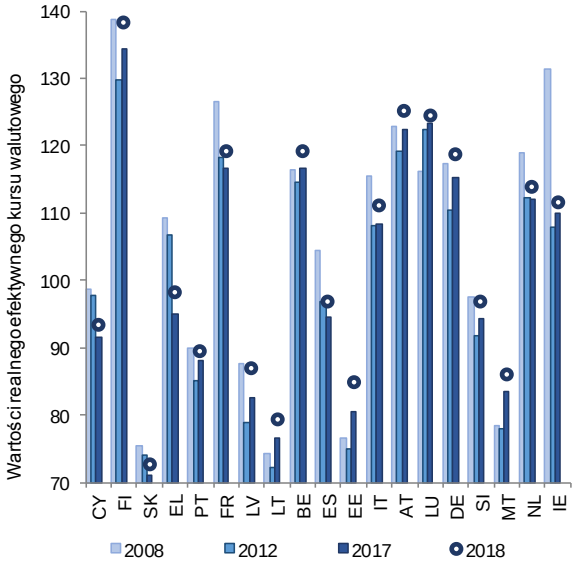
procentowe oraz wsparłyby wzrost nominalny, przyczyniając się jednocześnie do zmniejszania zadłużenia i przywracania równowagi pozycji dłużników netto.

Wykres 5: Wzrost jednostkowych kosztów pracy w strefie euro



Źródło: Baza danych AMECO.
Uwaga: Państwa, w których MPI netto wynosi > +35 % PKB: DE, LU, NL, BE, MT. Państwa, w których MPI netto wynosi od 35 % do -35 % PKB: FI, EE, IT, LT, FR, SI, AT. Pozostałe państwa należą do grupy, w której MPI netto wynosi < -35 % PKB. Powyższy podział państw opiera się na średnich wartościach MPI netto w latach 2016–2018. W tym samym okresie państwa będące wierzycielami netto odnotowały średnią nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących. Dane liczbowe dotyczą średnich ważonych PKB względem trzech grup krajów.

Wykres 6: Wysokość realnych efektywnych kursów walutowych, na podstawie deflatorów PKB



Źródło: Obliczenia służb Komisji bazujące na danych Eurostatu i MFW.
Uwaga: Wartości realnego efektywnego kursu walutowego oblicza się na podstawie stosunku deflatora PKB względem deflatora PKB konkurentów, wyrażonego w parytecie siły nabywczej (przy założeniu, że Stany Zjednoczone = 100). Wagi krajów są takie same, jak te, które wykorzystano do opracowania wskaźników realnego efektywnego kursu walutowego (grupa 42 konkurentów).

3. ZAKŁÓCENIA RÓWNOWAGI, CZYNNIKI RYZYKA I KOREKTA: NAJWAŻNIEJSZE ZMIANY SYTUACJI W POSZCZEGÓLNYCH PAŃSTWACH

Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania opiera się na ekonomicznej interpretacji tabeli wyników dla procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, która to tabela obejmuje szereg wskaźników i stanowi narzędzie pozwalające wykryć dowody *prima facie* świadczące o możliwym ryzyku i podatności na zagrożenia. Tabela zawiera 14 wskaźników i orientacyjnych wartości progowych odnoszących się do następujących obszarów: pozycji zewnętrznej, konkurencyjności, zadłużenia sektora prywatnego, rynków nieruchomości mieszkaniowych, sektora bankowego i zatrudnienia. Tabela opiera się na rzeczywistych danych dobrej jakości statystycznej, aby zapewnić stabilność danych i ich spójność między państwami. Z tego względu tabela wyników użyta na potrzeby niniejszego sprawozdania zawiera dane do 2018 r. Zgodnie z rozporządzeniem w sprawie procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej (rozporządzenie (UE) nr 1176/2011) wartości z tabeli wyników nie są odczytywane mechanicznie w ocenach zawartych w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania, ale są

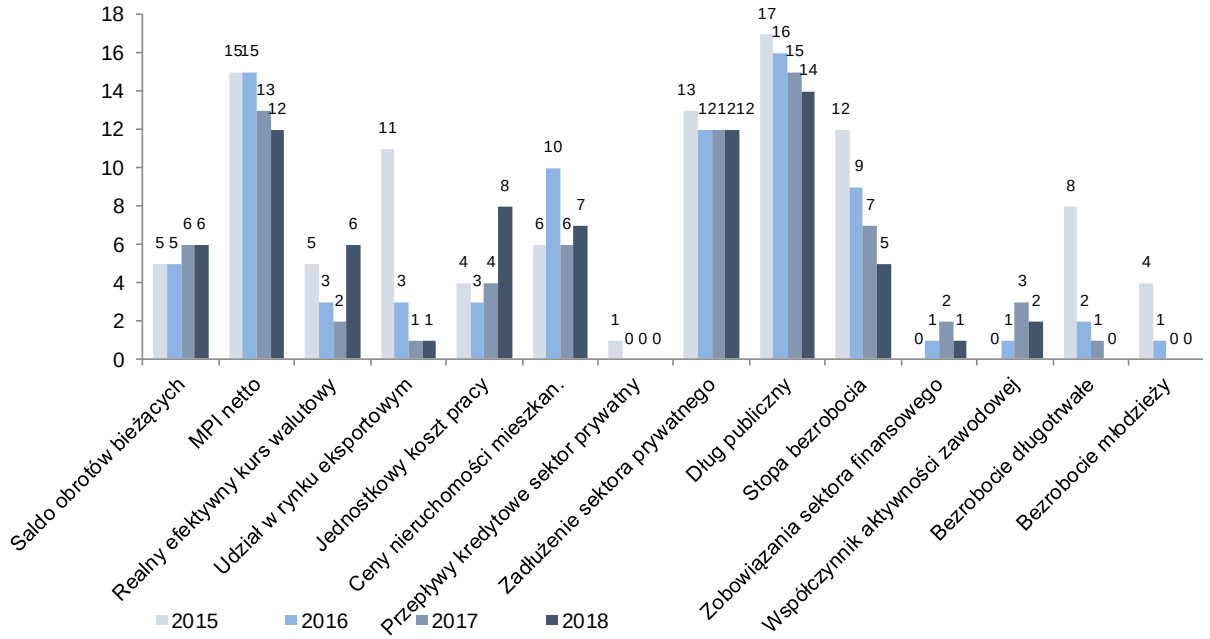
poddawane interpretacji ekonomicznej, która pozwala na głębsze zrozumienie ogólnego kontekstu gospodarczego i uwzględnienie kwestii specyficznych dla poszczególnych państw[19]. Zestaw wskaźników dodatkowych uzupełnia analizę tabeli wyników. W ocenie zawartej w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania uwzględnia się także nowsze dane oraz dodatkowe informacje, ustalenia wynikające z ram oceny, a także wnioski ze szczegółowych ocen sytuacji i istotnych analiz, jak również prognozę służb Komisji z jesieni 2019 r.

Dane przedstawione w tabeli wyników wskazują na możliwość pojawienia się problemów związanych z konkurencyjnością kosztową i dynamiką cen nieruchomości mieszkaniowych w kontekście utrzymującego się wysokiego zadłużenia, którego poziom jest korygowany jedynie stopniowo. W przypadku długu sektora instytucji rządowych i samorządowych, międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto oraz zadłużenia sektora prywatnego w dalszym ciągu najczęściej odnotowuje się wartości przekraczające wartość progową w tabeli wyników sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania (wykres 7)[20]. Ekspansja gospodarcza oraz poprawa sald obrotów bieżących i sald budżetowych przyczyniły się jednak do zredukowania zobowiązań netto wobec zagranicy i długu publicznego w relacji do PKB. W efekcie mniej państw członkowskich przekracza wartości progowe wskazane w tabeli wyników w odniesieniu do tych wskaźników. Nie zmieniła się natomiast liczba państw, które przekraczają wartość progową odnoszącą się do zadłużenia sektora prywatnego. Wiąże się to z faktem, że niższe oszczędności netto zniwelowały wpływ wzrostu gospodarczego na relację długu do PKB. W niektórych państwach ekspansja gospodarcza przejawia się również w szybkim wzroście kosztów pracy i cen nieruchomości mieszkaniowych. Liczba państw członkowskich, w których wzrost jednostkowego kosztu pracy przekracza wartość progową, zwiększyła się ponad dwukrotnie w porównaniu z wcześniejszymi tabelami wyników. Więcej państw przekracza też wartość progową dla rzeczywistego efektywnego kursu walutowego w związku z zachodzącą aprecjacją. Utrzymująca się od kilku lat wysoka dynamika cen nieruchomości mieszkaniowych doprowadziła niedawno do nieznacznego wzrostu liczby państw, które przekraczają odnośną wartość progową. Jeżeli saldo obrotów bieżących przekracza wartość progową, w większości przypadków nadal chodzi o nadwyżkę. Dzięki utrzymującej się ekspansji gospodarczej, która sprzyja tworzeniu miejsc pracy, mniej państw UE odnotowuje wysoką stopę bezrobocia. Zmniejszyła się też skala problemów związanych z bezrobociem młodzieży, bezrobociem długotrwałym i niskim współczynnikiem aktywności zawodowej.

[19] Uzasadnienie struktury i sposobu analizy tabeli wyników sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania – zob. Komisja Europejska (2016), „The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium" [Procedura dotycząca zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Uzasadnienie, proces, zastosowanie. Kompendium], European Economy, Institutional Paper 039, listopad 2016 r.

[20] Szczegółowe wskaźniki zawarte w tabeli wyników wraz z odpowiednimi orientacyjnymi wartościami progowymi można znaleźć w tabeli 1.1 w załączniku; wskaźniki dodatkowe przedstawiono w tabeli 2.1. Jak wyjaśniono w uwadze do wykresu 9, analiza zmian danych w tabeli wyników opiera się na danych dostępnych w czasie przygotowywania każdego sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania. Datą graniczną dla danych zawartych w niniejszym sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania był dzień 25 października 2019 r.

Wykres 7: Liczba państw odnotowujących zmienne uwzględnione w tabeli przekraczające wartość progową



Źródło: Eurostat.

Uwaga: Liczbę państw odnotowujących zmienne uwzględnione w tabeli przekraczające wartość progową podano na podstawie rocznika tabeli wyników publikowanej wraz z odpowiednim rocznym sprawozdaniem przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania. Ze względu na możliwe rewizje *ex post* danych liczba wartości przekraczających próg obliczona przy użyciu najnowszych danych dla zmiennych tabeli wyników może być inna niż liczba podana na powyższym wykresie.

W 2018 r. saldo obrotów bieżących większości państw członkowskich UE nieznacznie spadło. W większości państw członkowskich saldo obrotów bieżących zmniejszyło się w związku ze spowolnieniem w handlu, odpornym popytem wewnętrznym oraz rosnącymi cenami ropy. W większości przypadków salda obrotów bieżących nadal przewyższają poziom, którego można by oczekiwać na podstawie fundamentalnych parametrów gospodarczych poszczególnych krajów („normy dla salda obrotów bieżących"), jak również poziom, który jest konieczny do skorygowania wysokich zobowiązań wobec zagranicy (wykres 8)[21]. Chociaż pogorszenie salda obrotów bieżących, które miało miejsce w latach 2017–2018, często przekraczało skalę, której można by się było spodziewać wyłącznie na podstawie czynników koniunkturalnych (wykres 9), to obroty bieżące w ujęciu uwzględniającym zmiany cykliczne pokazują zasadniczo, że pozycje zewnętrzne są silniejsze niż wynikałoby z wartości nominalnych, ponieważ luka produktowa jest dodatnia niemal we wszystkich przypadkach[22].

[21] Salda obrotów bieżących zgodne z fundamentalnymi parametrami gospodarczymi („normy dla salda obrotów bieżących") oblicza się na podstawie regresji w formie zredukowanej, ujmujących główne wyznaczniki salda oszczędności i inwestycji, w tym podstawowe wyznaczniki gospodarcze, czynniki polityczne i globalną sytuację finansową. Opis metodologii obliczania salda obrotów bieżących zgodnego z fundamentalnymi parametrami gospodarczymi, zastosowanej w niniejszym sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania – zob. L. Coutinho i in. (2018), „Methodologies for the assessment of current account benchmarks" [Metodologie oceny wartości odniesienia dla salda obrotów bieżących], European Economy, Discussion Paper 86/2018; metodologia ta jest zbliżona do: S. Phillips i in. (2013), „The External Balance Assessment (EBA) Methodology" [Metodologia oceny bilansu płatniczego], IMF Working Paper, 13/272.

[22] Saldo obrotów bieżących w ujęciu uwzględniającym zmiany cykliczne bierze pod uwagę wpływ cyklu koniunkturalnego przez dostosowanie ze względu na lukę w produkcji krajowej i lukę produktową u partnerów handlowych, zob. M. Salto i A. Turrini (2010), „Comparing alternative methodologies for real exchange rate

- **Tylko w przypadku dwóch państw członkowskich deficyty obrotów bieżących przekraczają dolną wartość progową wskazaną w tabeli wyników dla procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.** Średnie dane z 3 lat przedstawione w tabeli wyników wskazują, że Cypr odnotowuje największy w UE deficyt obrotów bieżących, który zmalał w 2018 r., ale niewystarczająco, aby zapewnić odpowiednie tempo poprawy MPI netto[23]. Również Zjednoczone Królestwo przekracza wskazaną w tabeli wyników wartość progową dla deficytu obrotów bieżących. W samym tylko 2018 r. Rumunia odnotowała wyraźnie dostrzegalny deficyt obrotów bieżących wynoszący -4,6 % PKB, co oznaczało znaczne pogorszenie w stosunku do poprzednich lat; wynik ten jest niższy od normy, a znaczna część tego pogorszenia nie jest uzasadniona warunkami koniunkturalnymi.

- **Salda obrotów bieżących zmalały w kilku państwach będących dużymi dłużnikami netto.** W 2018 r. salda obrotów bieżących zmalały w Grecji, Portugalii i Hiszpanii. Deficyt obrotów bieżących Grecji wykracza poza poziom, który można wytłumaczyć fundamentalnymi parametrami gospodarczymi, i jest zbyt wysoki, aby umożliwić sprowadzenie głęboko ujemnej MPI netto do ostrożnego poziomu w perspektywie 10 lat[24]. Ostatnie wyniki odnotowane przez Portugalię są poniżej poziomu, który zapewniłby korektę ujemnej MPI netto w odpowiednim tempie. Przeciwna sytuacja ma miejsce w Hiszpanii: zmiany jej salda obrotów bieżących dalej wspierają proces poprawy MPI netto w odpowiednim tempie. Saldo obrotów bieżących Irlandii zdecydowanie się poprawiło w 2018 r., głównie za sprawą transakcji transgranicznych dokonywanych przez korporacje wielonarodowe.

- **Cztery państwa UE dalej odnotowują nadwyżki na rachunku obrotów bieżących przekraczające górną wartość progową wskazaną w tabeli wyników dla procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej**. Nadwyżki takie odnotowują od początku obecnej dekady Dania, Niemcy i Niderlandy, a niedawno dołączyła do nich Malta. W 2018 r. Niemcy odnotowały spadek nadwyżki o 0,7 punktu procentowego PKB, a Dania podobny, ale nieznacznie mniejszy spadek, natomiast w przypadku Malty i Niderlandów nadwyżka pozostała na zasadniczo niezmienionym poziomie. Na dynamikę salda obrotów bieżących tych dwóch ostatnich państw wpływają w dużym stopniu także transakcje transgraniczne związane z działalnością korporacji wielonarodowych i sektorów usług nastawionych na działalność międzynarodową, które to transakcje mają wpływ na salda zarówno handlowe, jak i dochodów.

- **Wysokie nadwyżki dalej przyczyniają się do dużych dodatnich MPI netto.** Z wyjątkiem Malty, nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, które przekraczają wartości progowe określone w tabeli wyników, przewyższają również poziomy uzasadnione w świetle fundamentalnych parametrów gospodarczych (wykres 8). We wszystkich przypadkach nadwyżki, które przekraczają wartości

---

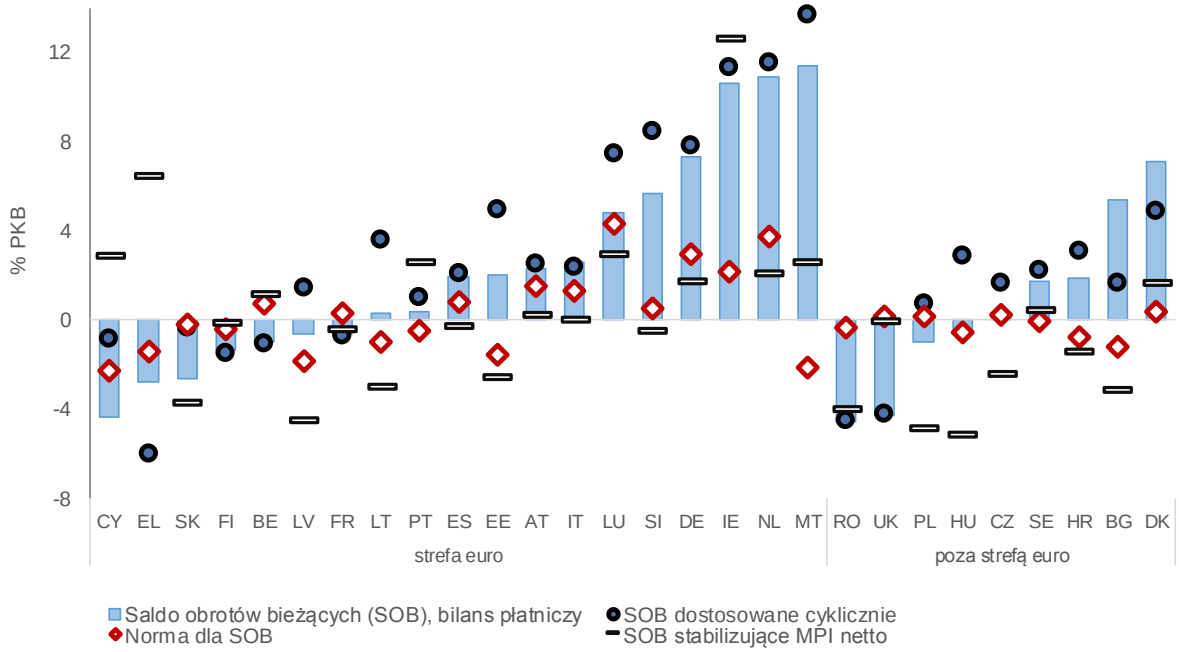
assessment" [Porównanie alternatywnych metodologii oceny realnego kursu walutowego], European Economy, Discussion Paper 427/2010.

[23] Dane dotyczące rachunku obrotów bieżących Cypru zostały skorygowane od czasu ubiegłorocznego sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania i pokazują obecnie, że deficyt obrotów bieżących nie przekraczał dolnej wartości progowej w okresie trzech lat do 2017 r., przeciwnie do ubiegłorocznego sprawozdania.

[24] Metodyki dotyczące progów ostrożnościowych MPI netto dla poszczególnych państw – zob. przypis **Error! Bookmark not defined.**. Różnica pomiędzy rzeczywistymi saldami obrotów bieżących a saldami wymaganymi do ustabilizowania MPI netto zależy w bardzo dużym stopniu od przyjętych ram czasowych. Na przykład saldo obrotów bieżących wymagane do ustabilizowania MPI netto Grecji powyżej wskazanego w tabeli wyników progu -35 % PKB w perspektywie 20 lat to nadwyżka zbliżona do 1 % PKB; zob. Komisja Europejska (2019), „Enhanced Surveillance Report: Greece, November 2019" [Sprawozdanie dotyczące wzmocnionego nadzoru: Grecja, listopad 2019], European Economy, Institutional Paper 116, listopad 2019 r.

progowe określone w tabeli wyników, są również zbyt wysokie, aby pozwolić na ustabilizowanie już dużej MPI netto na obecnym poziomie w okresie 10 lat.

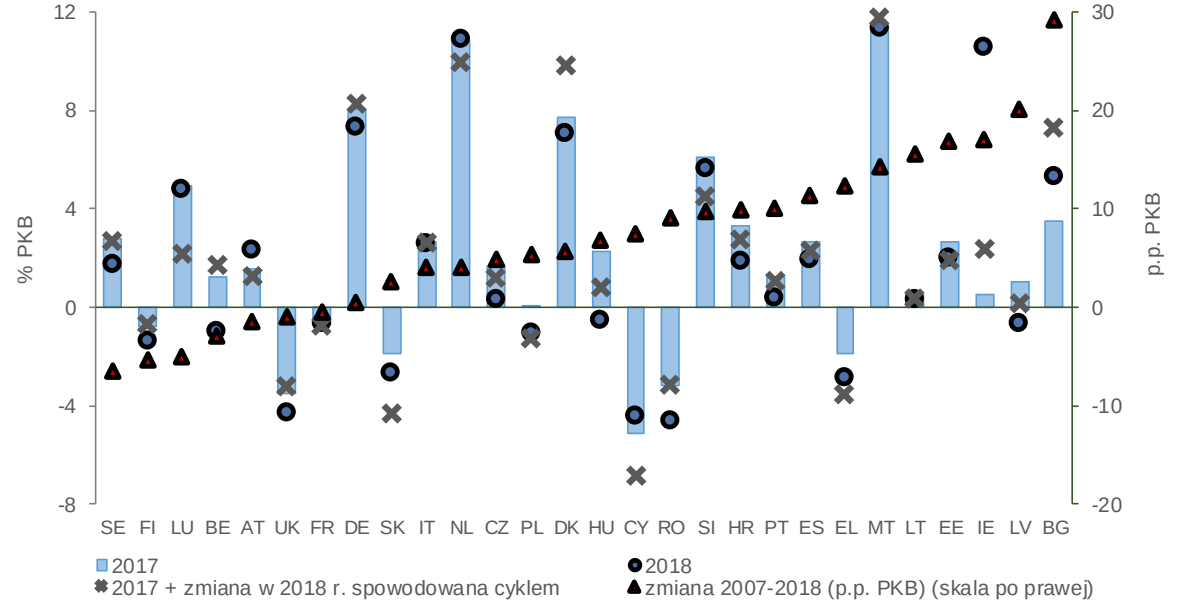
Wykres 8: Saldo obrotów bieżących i wartości odniesienia w 2018 r.



Źródło: Eurostat (dane BPM6) i obliczenia służb Komisji.

Uwaga: Państwa przedstawiono w kolejności według salda obrotów bieżących w 2018 r. *Saldo obrotów bieżących w ujęciu uwzględniającym zmiany cykliczne*: zob. przypis 22. *Normy dla salda obrotów bieżących*: zob. przypis 21. Wartość odniesienia *saldo obrotów bieżących stabilizujące MPI netto* definiuje się jako saldo obrotów bieżących wymagane do utrzymania MPI netto na obecnym poziomie przez następne 10 lat albo – jeżeli obecny poziom MPI netto jest poniżej progu ostrożnościowego dla danego państwa – jako saldo obrotów bieżących wymagane do osiągnięcia tego progu ostrożnościowego MPI netto w okresie następnych 10 lat (zob. przypis26).

Wykres 9: Zmiany salda obrotów bieżących



Źródło: Eurostat, obliczenia służb Komisji.

Uwaga: Państwa przedstawiono w rosnącej kolejności według zmian salda obrotów bieżących w relacji do PKB między rokiem 2007 a 2018. *Zmianę spowodowaną cyklem koniunkturalnym* obliczono jako zmianę salda obrotów

bieżących, której nie da się przypisać zmianie salda obrotów bieżących w ujęciu uwzględniającym zmiany cykliczne.

W 2018 r. w większości państw członkowskich przyśpieszyła poprawa MPI netto, ale w niektórych z nich utrzymują się wysokie poziomy ujemnych zobowiązań zagranicznych. W 2018 r. postępowała poprawa MPI netto dzięki ostrożnym saldom obrotów bieżących, wzrostowi PKB oraz dużym pozytywnym skutkom wyceny, które odnotowano w szeregu krajów (wykresy 10 i 11). W wielu państwach UE MPI netto są jednak nadal zdecydowanie ujemne. W 2018 r. 12 państw członkowskich (o jedno mniej niż w 2017 r.) odnotowało MPI netto gorszą niż wartość progowa określona w tabeli wyników jako -35 % PKB. W krajach, których MPI netto są zdecydowanie ujemne, wartości te są niższe niż wynikałoby z fundamentalnych parametrów gospodarczych („normy dla MPI netto"), a w niektórych przypadkach spadły poniżej progów ostrożnościowych[25]. W niektórych państwach wartość narosłych zobowiązań zagranicznych jest wysoka także przy obliczeniach z wyłączeniem bezpośrednich inwestycji zagranicznych i innych instrumentów z gwarantowaną spłatą (wskaźnik NENDI)[26].

- Niektóre państwa strefy euro, takie jak Cypr, Grecja, Irlandia i Portugalia, nadal odnotowują **zdecydowanie ujemną MPI netto**, poniżej -100 % PKB. W państwach tych MPI netto są znacznie niższe od wartości odniesienia: zarówno norm dla MPI netto, jak i progów ostrożnościowych. W przypadku Cypru i Irlandii poziom MPI netto odzwierciedla również dużą rolę, jaką odgrywają bilanse przedsiębiorstw wielonarodowych oraz transgraniczne relacje finansowe między przedsiębiorstwami. Znaczną część MPI netto tych czterech państw, a także Hiszpanii, stanowią zobowiązania dłużne, o czym świadczy głęboko ujemna MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (NENDI). W Grecji za większość MPI netto odpowiada wysoki zagraniczny dług publiczny, który został często zaciągnięty na wysoce preferencyjnych warunkach[27]. Znaczna część MPI netto Cypru jest związana ze bilansami niefinansowych spółek celowych, które są właścicielami statków.

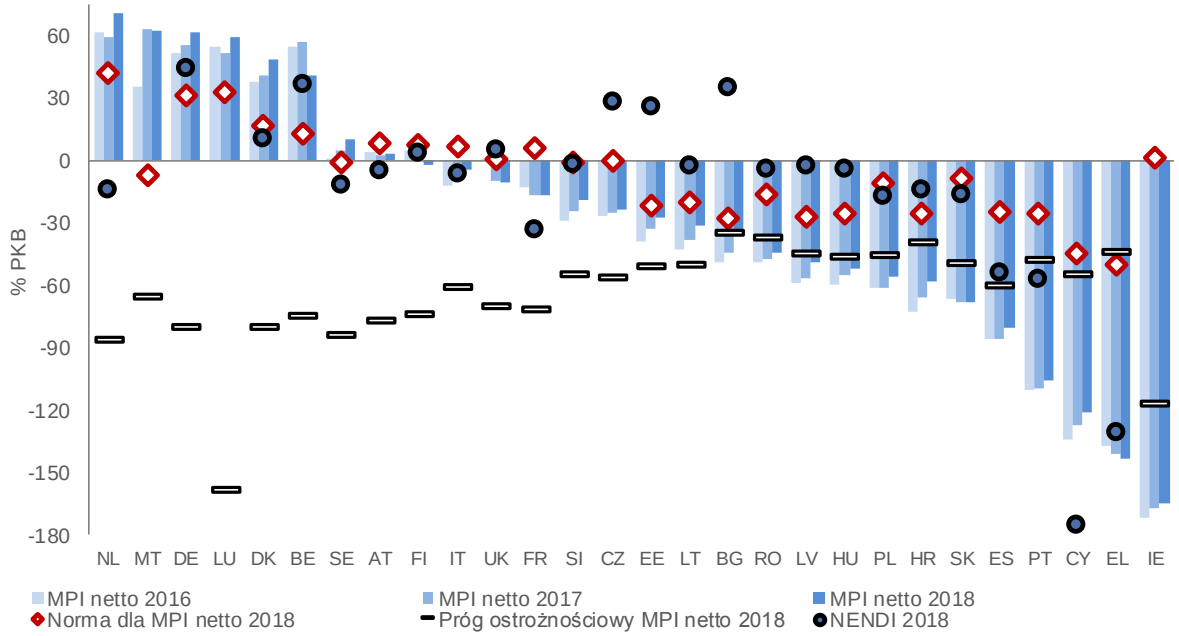
[25] MPI netto zgodną z fundamentalnymi parametrami gospodarczymi („normy dla MPI netto") otrzymuje się przez kumulację w czasie norm dla salda obrotów bieżących (zob. także przypis **Error! Bookmark not defined.**). Poziom progów ostrożnościowych MPI netto ustala się w taki sposób, aby maksymalnie wykorzystać ich przydatność w prognozowaniu kryzysu dotyczącego salda bilansu płatniczego, biorąc pod uwagę informacje specyficzne dla poszczególnych państw podsumowane za pomocą dochodu na mieszkańca. Metodologia obliczania wartości MPI netto zgodnych z fundamentalnymi parametrami gospodarczymi – zob. A. Turrini i S. Zeugner (2019), „Benchmarks for Net International Investment Positions" [Wartości odniesienia dla międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto], European Economy, Discussion Paper 097/2019.

[26] NENDI stanowi podzbiór MPI netto, z którego wyłączono składniki czysto kapitałowe, tj. bezpośrednie inwestycje zagraniczne (BIZ), kapitał własny i udziały kapitałowe oraz transgraniczny dług wewnątrz przedsiębiorstwa. W rezultacie wskaźnik NENDI reprezentuje MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą. Zob. również Komisja Europejska „Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard" [Planowana rewizja wybranych wskaźników dodatkowych w tabeli wyników dla procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej], Nota techniczna; https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_pl.

[27] Po rozbiciu danych na sektory instytucjonalne widać, że MPI netto sektora instytucji rządowych i samorządowych odpowiada za całość głęboko ujemnej MPI netto Grecji. Wynika to z faktu, że większość długu publicznego znajduje się w rękach osób i podmiotów zagranicznych, w tym zwłaszcza oficjalnych pożyczkodawców, podczas gdy reszta gospodarki, tzn. gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa niefinansowe i instytucje finansowe, w tym monetarne instytucje finansowe, wykazują dodatnią MPI netto. Na Cyprze, w Portugalii i Hiszpanii MPI netto sektora instytucji rządowych i samorządowych reprezentuje znaczną część MPI netto tych państw, ale reszta gospodarki dalej wykazuje wyraźnie ujemną MPI netto.

- Także w państwach, które odnotowują **umiarkowanie ujemną MPI netto**, poniżej -35 % PKB, jest ona gorsza, niż można by oczekiwać na podstawie fundamentalnych parametrów gospodarczych tych państw. Dotyczyło to Bułgarii, Chorwacji, Węgier, Łotwy, Polski, Rumunii i Słowacji. W kilku przypadkach MPI netto spadły także poniżej progów ostrożnościowych. Ponieważ jednak wiele z tych państw Europy Środkowo-Wschodniej i krajów bałtyckich jest dużymi odbiorcami BIZ, ich MPI netto wygląda znacznie korzystniej, jeśli jest obliczana z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (NENDI)[28]. Inne państwa UE odnotowują ujemne MPI netto, które przewyższają poziom -35 % PKB, ale są niższe od odpowiednich norm (Czechy, Estonia, Litwa i Słowenia), co również w tym przypadku jest w dużej mierze związane z wartością przychodzących BIZ. W grupie tej wyróżnia się Francja, ponieważ za dużą część jej ujemnej MPI netto odpowiadają instrumenty bez gwarantowanej spłaty.
- Większość tych **dużych dodatnich MPI netto** zwiększyła się jeszcze bardziej w 2018 r. Niemcy, Luksemburg, Malta i Niderlandy odnotowują dodatnią MPI netto wynoszącą 60 % PKB lub większą, a Dania – zbliżoną do 50 % PKB[29]. Sytuacja ta jest efektem wieloletniego utrzymywania się dużych nadwyżek na rachunku obrotów bieżących, co doprowadziło do akumulacji wysokich aktywów netto wobec reszty świata. Belgia odnotowała natomiast spadek swojej zdecydowanie dodatniej MPI netto z powodu niekorzystnych skutków wyceny. We wszystkich tych przypadkach wartości MPI netto wyraźnie przekraczają odpowiednie normy, tzn. znacznie odbiegają od poziomu, którego można by oczekiwać lub który mógłby być uzasadniony na podstawie fundamentalnych parametrów gospodarczych poszczególnych krajów.

Wykres 10: Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto) i wartości odniesienia w 2018 r.



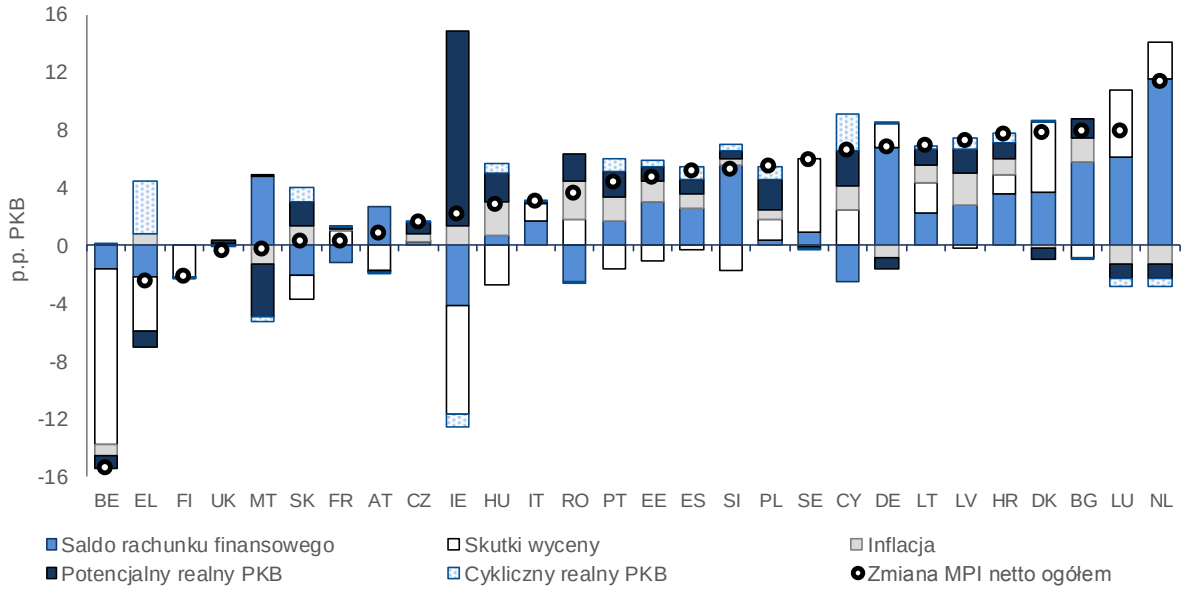
Źródło: Eurostat (BPM6, ESA10), obliczenia służb Komisji

[28] Zmiany salda obrotów bieżących są spójne ze stabilnością pozycji zewnętrznej tych państw, z wyjątkiem Rumunii, w przypadku której spodziewane dalsze pogorszenie salda obrotów bieżących prawdopodobnie doprowadzi również do pogorszenia MPI netto.

[29] Istotność wskaźnika NENDI w tej grupie państw jest bardzo różna, co odzwierciedla także znaczenie ich ośrodków finansowych, jak w przypadku Luksemburga i Malty, lub zadłużenia zagranicznego banków i głównych siedzib korporacji wielonarodowych, jak w przypadku Niderlandów.

Uwaga: wartości NENDI dla Irlandii, Luksemburga i Malty znalazły się poza skalą. Państwa przedstawiono w malejącej kolejności relacji MPI netto do PKB w 2018 r. NENDI to MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą. Pojęcia normy dla MPI netto i progów ostrożnościowych dla MPI netto – zob. przypis 26.

Wykres 11: Dynamika międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPI netto) w 2018 r.



Źródło: Eurostat, obliczenia służb Komisji

Uwaga: Państwa przedstawiono w rosnącej kolejności zmiany relacji MPI netto do PKB w 2018 r. Wykresy przedstawiają zmiany relacji MPI netto do PKB w ujęciu rok do roku w rozbiciu na pięć czynników składowych: saldo rachunku finansowego, które powinno być równe sumie salda obrotów bieżących i salda rachunku kapitałowego; potencjalny i cykliczny wzrost realnego PKB; inflacja; oraz zmiany wyceny. Cykliczny składnik wzrostu PKB oblicza się jako różnicę między rzeczywistym a potencjalnym wzrostem.

W wielu państwach członkowskich UE dynamika wzrostu jednostkowych kosztów pracy przyśpieszyła. Tabela wyników pokazuje, że w 2018 r. wzrost jednostkowych kosztów pracy przekroczył wartość progową w 8 państwach, podczas gdy w poprzednich latach były to tylko cztery państwa. Dynamika wzrostu jednostkowego kosztu pracy przyśpieszyła około 2013 r., najpierw w gospodarkach krajów bałtyckich, nieco później w niektórych państwach Europy Środkowo-Wschodniej, a obecnie pewne oznaki przyspieszenia są widoczne także w całej strefie euro. Dane prognostyczne na 2019 r. wskazują na pewne spowolnienie wzrostu jednostkowego kosztu pracy w państwach, które odnotowały w ostatnich latach znaczącą utratę konkurencyjności kosztowej, ale w niektórych przypadkach jednostkowy koszt pracy wydaje się kontynuować trend wzrostowy (wykres 12).

- **Zaobserwowano wzrost jednostkowego kosztu pracy w coraz większej liczbie państw członkowskich.** Wzrost jednostkowego kosztu pracy był szczególnie silny w niektórych państwach Europy Środkowo-Wschodniej i w państwach bałtyckich, zwłaszcza w Rumunii, ale także w Bułgarii, Czechach, Estonii, na Węgrzech, Łotwie, Litwie i Słowacji. W odniesieniu do wszystkich tych krajów tabela wyników pokazuje, że wzrost jednostkowego kosztu pracy przekracza wartość progową. W większości przypadków spodziewane jest pewne spowolnienie dynamiki wzrostu jednostkowego kosztu pracy w 2019 r., ale na Węgrzech i Słowacji dynamika ta przyśpieszy jeszcze bardziej w bieżącym roku. W państwach strefy euro będących dłużnikami netto, w szczególności na Cyprze, w Grecji i Hiszpanii, wzrost jednostkowych kosztów pracy był stosunkowo umiarkowany, choć wyższy niż we wcześniejszych latach. Wzrost jednostkowego

kosztu pracy w Portugalii przewyższył średnią dla strefy euro. Ostatecznie jednostkowy koszt pracy wzrósł nieznacznie także w państwach będących dużymi wierzycielami netto. Spośród dużych gospodarek strefy euro dynamika wzrostu jednostkowego kosztu pracy przyśpieszyła najbardziej w Niemczech.

- **Silny wzrost jednostkowych kosztów pracy jest w dużej mierze wynikiem ponownego wzrostu płac w kontekście kurczących się zasobów pracy**. Do wzrostu jednostkowych kosztów pracy w 2018 r. najbardziej przyczyniły się rosnące płace nominalne (wykres 13). Wraz z ożywieniem gospodarczym rosnącemu zatrudnieniu i malejącej stopie bezrobocia zaczął towarzyszyć szybszy wzrost płac, co odzwierciedla dynamikę krzywej Phillipsa. Od czasu ożywienia gospodarczego do 2017 r. wzrost płac realnych pozostawał jednak niższy od wzrostu wydajności pracy, przy czym trend ten odwrócił się dopiero w 2018 r. Wzrost jednostkowego kosztu pracy jest zwykle silniejszy w tych państwach, w których bezrobocie jest najniższe. Pewną rolę odgrywają również – zwłaszcza w Europie Środkowej i Wschodniej – niedobór umiejętności, wąskie gardła w podaży siły roboczej oraz dynamika zmniejszania dystansu rozwojowego[30]. Ponadto przyśpieszenie wzrostu jednostkowego kosztu pracy zbiegało się w czasie z poprawą sytuacji na rynku pracy, przy czym pojawiało się ono wcześniej w tych państwach, które dotknęła w mniejszym stopniu recesja związana z kryzysem zadłużenia w strefie euro w 2011 r. i w których bezrobocie zaczęło spadać wcześniej.

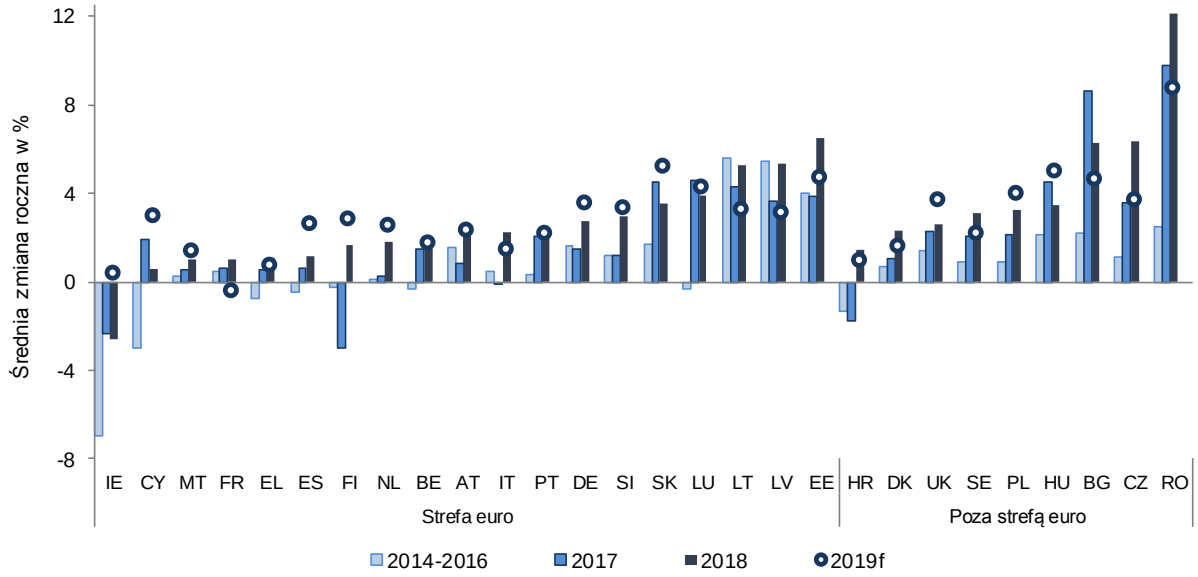
- **Słaby wzrost wydajności odgrywa coraz większą rolę w przyśpieszeniu dynamiki jednostkowych kosztów pracy**. Za przyśpieszenie dynamiki jednostkowych kosztów pracy w latach 2017–2018 odpowiada w znacznym stopniu słabnący wzrost wydajności pracy. Wydajność pracy zaczęła ponownie rosnąć w większości państw członkowskich UE wraz z pojawieniem się ożywienia gospodarczego, po okresie dużego spowolnienia w latach, na które przypadł najgłębszy kryzys finansowy (wykres 14). Wydajność pracy zaczęła ponownie rosnąć głównie pod wpływem rosnącej łącznej produktywności czynników produkcji, natomiast wkład intensywnego powiększania kapitału we wzrost wydajności pracy był mniejszy niż w okresie poprzedzającym kryzys. Słabszy wkład intensywnego powiększania kapitału wynikał z faktu, że w warunkach dużego wzrostu zatrudnienia średnia wysokość kapitału przypadającego na pracownika (tzw. techniczne uzbrojenie pracy) rosła jedynie powoli albo wręcz spadała, a także z niskich inwestycji. W ostatnich latach wzrost wydajności pracy był mniej dynamiczny niż przed kryzysem, co było związane ze słabszym wzrostem łącznej produktywności czynników produkcji i mniej intensywnym powiększaniem kapitału.

- **Trend wzrostu jednostkowych kosztów pracy jest coraz mniej powiązany z potrzebą przywrócenia równowagi.** W 2018 r. jednostkowe koszty pracy wzrosły we wszystkich państwach strefy euro, a zróżnicowanie między państwami będącymi wierzycielami netto a państwami będącymi dłużnikami netto było niewielkie. Jest to zmiana w stosunku do lat po okresie kryzysu, kiedy obserwowano bardziej wyraźnie przyspieszenie wzrostu jednostkowych kosztów pracy w krajach będących wierzycielami netto. W miarę jak zasoby pracy zaczęły się stopniowo kurczyć także w państwach, w których nastąpiła redukcja deficytu na rachunku obrotów bieżących, również w tych państwach zaczęły wzrastać koszty pracy, a różnica w stosunku do

[30] Np. G. Brunello i P. Wruuck „Skill mismatch in Europe: A survey of the literature" [Niedopasowanie umiejętności w Europie: przegląd literatury], IZA Discussion Paper Series 12346, 2019; A. Kiss i A. Vandeplas „Measuring skills mismatch" [Pomiar niedopasowania umiejętności do potrzeb rynku pracy], internetowa publikacja analityczna DG EMPL 7/2015, Komisja Europejska, 2015; Komisja Europejska (2018), Labour Market and Wage Developments in Europe [Rynki pracy i zmiany poziomu wynagrodzeń w Europie]; Annual review 2018 i 2019.

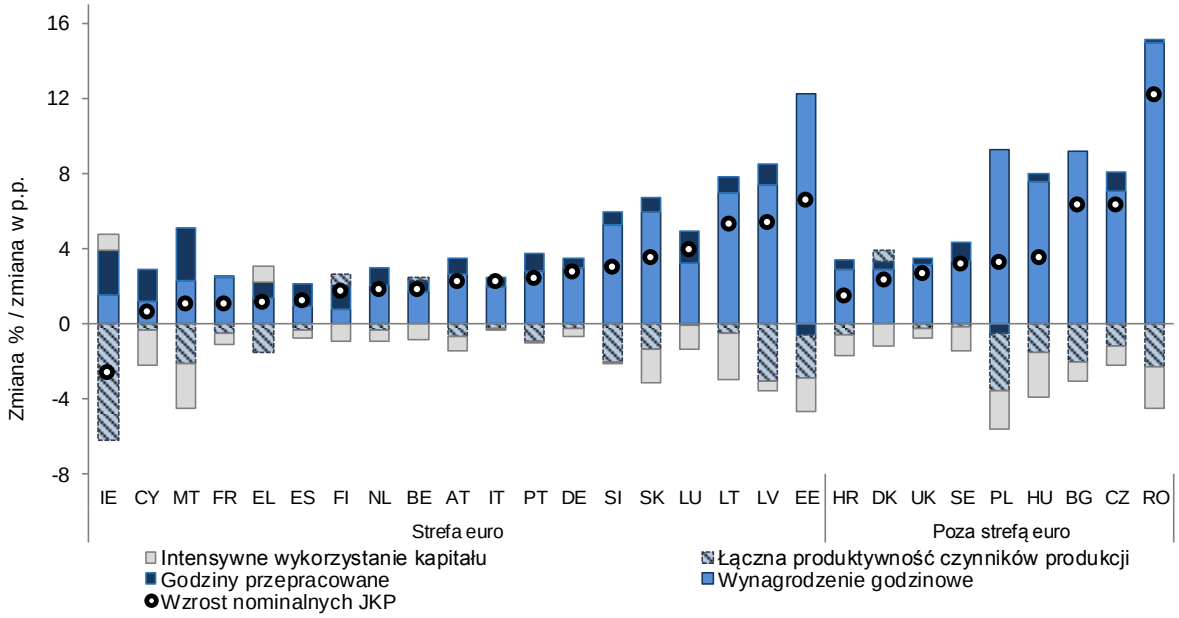
państw będących wierzycielami netto zaczęła się zmniejszać (zob. także sekcja 2). Oczekuje się, że – tak jak ma to miejsce w państwach będących dłużnikami netto, w których możliwości dalszego kurczenia się zasobów pracy są większe – dynamika konkurencyjności może w coraz mniejszym stopniu sprzyjać przywróceniu równowagi ze względu na zarówno stosunkowo silniejszy wzrost płac, jak i bardziej ograniczony wzrost wydajności z uwagi na słabnący udział składowej, jaką jest intensywne powiększanie kapitału.

Wykres 12: Wzrost jednostkowych kosztów pracy w ostatnich latach



Źródło: Baza danych AMECO; dane za 2019 r. pochodzą z prognozy Komisji Europejskiej z jesieni 2019 r.
Uwaga: państwa przedstawiono w rosnącej kolejności według wzrostu jednostkowych kosztów pracy w 2018 r.

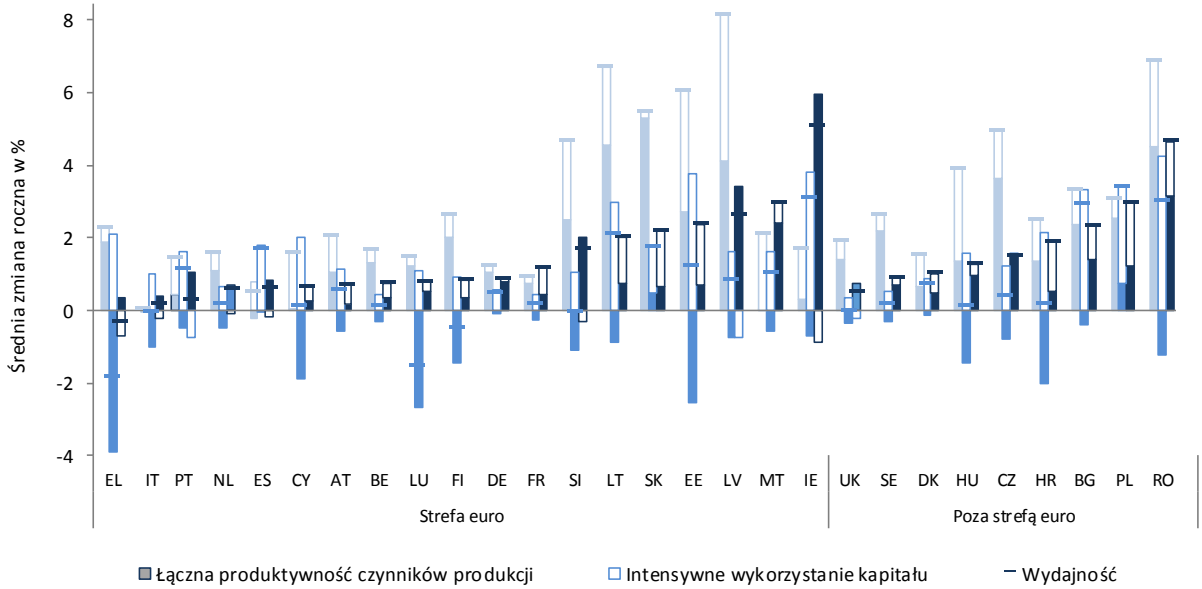
Wykres 13: Wzrost jednostkowych kosztów pracy (JKP) w rozbiciu na składowe, 2018 r.



Źródło: Baza danych AMECO i obliczenia służb Komisji.
Uwaga: państwa przedstawiono w rosnącej kolejności według wzrostu jednostkowych kosztów pracy w 2018 r. Rozkład na składowe opiera się na standardowym rozbiciu wzrostu jednostkowych kosztów pracy na nominalne wynagrodzenie godzinowe i wydajność pracy, przy czym ta ostatnia składowa została dalej rozłożona na: wpływ

liczby przepracowanych godzin, łączną produktywność czynników produkcji (TFP) i akumulację kapitału przy użyciu standardowych zasad rachunkowości wzrostu.

Wykres 14: Wzrost wydajności w rozbiciu na składowe, lata 2002–2018



Źródło: Baza danych AMECO.
Uwaga: wydajność pracy mierzona na podstawie PKB na osobę zatrudnioną. Dane dotyczące wydajności oraz jej elementów składowych (łączna produktywność czynników produkcji oraz intensywne powiększanie kapitału) odnoszą się do trzech następujących okresów w kolejności od lewej do prawej: lata 2002–2007 (słupki i znacznik – kolor jasnoniebieski), lata 2007–2012 (pośredni odcień niebieskiego) i lata 2012–2018 (ciemnoniebieski).

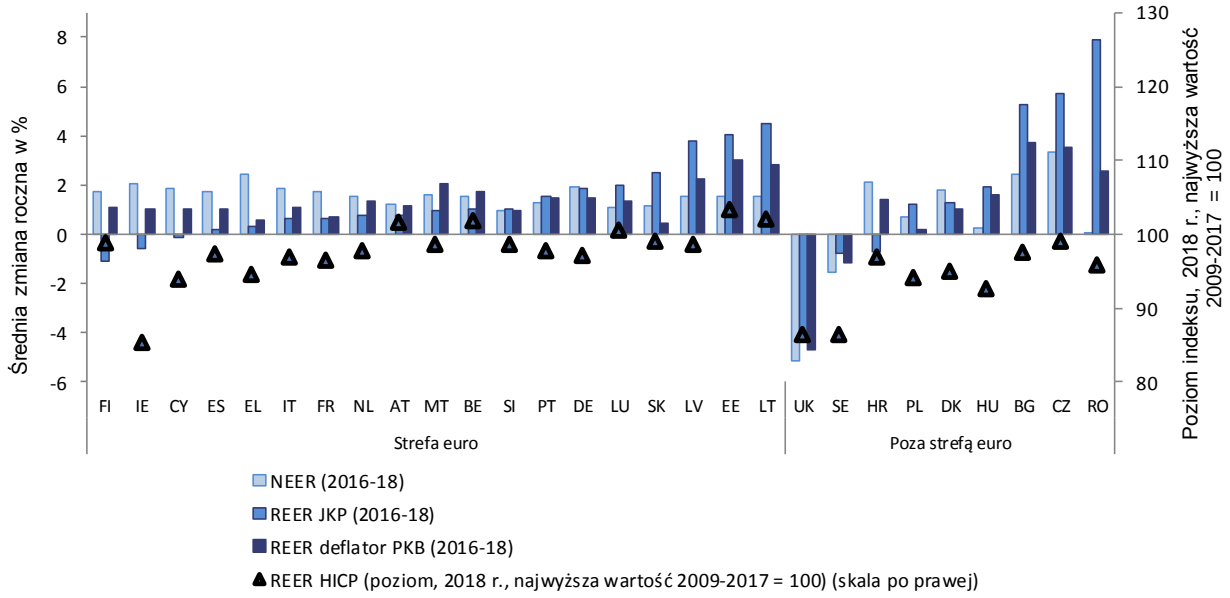
Spadki konkurencyjności kosztowej zaczęły znajdować odzwierciedlenie także w pomiarach realnego efektywnego kursu walutowego, co wynika częściowo z aprecjacji nominalnej. Do niedawna wzrost jednostkowych kosztów pracy miał jedynie nieznaczne odzwierciedlenie we wzroście realnych efektywnych kursów walutowych bazujących na jednostkowych kosztach pracy, co wynikało głównie ze stosunkowo silnego wzrostu kosztów i cen w krajach partnerskich spoza UE oraz deprecjacji euro, do której doszło około przełomu dekad oraz w 2015 r. Ostatnio zaczęto obserwować pogorszenie realnych efektywnych kursów walutowych bazujących na jednostkowych kosztach pracy, które zostało częściowo wychwycone także w pomiarach realnych efektywnych kursów walutowych opartych na innych deflatorach (PKB lub konsumpcja) a które wynika z trwałego wzrostu jednostkowych kosztów pracy i aprecjacji euro między 2016 a 2018 r. Wskutek tego w 2018 r. zwiększyła się liczba państw członkowskich, które według tabeli wyników przekraczają wartości progowe dla realnego efektywnego kursu walutowego. Obecnie tylko jedno państwo członkowskie jest poniżej dolnej wartości progowej ze względu na deprecjację (Zjednoczone Królestwo), natomiast 5 innych państw przekroczyło wartość progową dla aprecjacji (Belgia, Czechy, Estonia, Niemcy i Litwa).

- **W większości państw członkowskich obserwuje się wzrost realnych efektywnych kursów walutowych bazujących na jednostkowych kosztach pracy, który przyspiesza w porównaniu z ostatnimi latami**. Wiele państw Europy Środkowo-Wschodniej wykazuje najsilniejszy wzrost od 2016 r., dotyczy to zwłaszcza państw spoza strefy euro, ale znaczący wzrost odnotowuje się także w szeregu państw strefy euro, szczególnie w państwach bałtyckich, ale także w Niemczech, Luksemburgu, Portugalii i na Słowacji (wykres 15).

- **Aprecjacja nominalna, zwłaszcza euro, była jedną z przyczyn aprecjacji realnej odnotowanej między 2016 a 2018 r.** Tendencja ta jednak się zatrzymała, a w 2019 r. lekko odwróciła. Poza strefą euro najsilniejszą aprecjację nominalnych efektywnych kursów walutowych między 2016 a 2018 r. obserwowano w Bułgarii i Czechach, natomiast deprecjacja miała miejsce w Szwecji i Zjednoczonym Królestwie.
- **Mogło dochodzić do pewnego obniżenia marż (różnica między ceną a kosztem)**, ponieważ realne efektywne kursy walutowe bazujące na jednostkowych kosztach pracy ogólnie wzrastały bardziej niż realne efektywne kursy walutowe bazujące na deflatorze PKB lub HICP. Znaczące różnice między realnymi efektywnymi kursami walutowymi bazującymi na jednostkowych kosztach pracy oraz tymi bazującymi na deflatorach PKB zaobserwowano szczególnie w Bułgarii, Czechach, na Łotwie, Litwie, w Rumunii i na Słowacji[31]. Pomimo niskiej dynamiki inflacji, z powodu aprecjacji nominalnej **większość państw UE odnotowała spadki konkurencyjności mierzone realnym efektywnym kursem walutowym bazującym na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych**.
- Pomimo tych ostatnich spadków **w większości państw UE obecna pozycja pod względem konkurencyjności pozostaje bardziej korzystna niż przed kryzysem**, a poziom realnego efektywnego kursu walutowego bazującego na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych znajduje się często poniżej poziomu ostatnich najwyższych wartości. W kilku państwach, mianowicie w Austrii, Belgii, Estonii i na Litwie, obecne wartości realnego efektywnego kursu walutowego bazującego na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych przekroczyły jednak ostatnie szczytowe poziomy, co wynika z przedłużającego się okresu aprecjacji.
- Realna deprecjacja bywa zbieżna z redukcją ceny relatywnej towarów i usług niewymiennych oraz ze **zwiększonym udziałem w gospodarce towarów i usług wymiennych**, co poprawia potencjał wzrostu napędzanego eksportem. Dane często potwierdzają ten trend, choć wydaje się, że w niektórych państwach UE, a szczególnie w państwach bałtyckich, dochodzi do jego **spowolnienia** lub nawet odwrócenia (wykres 16).

[31] Choć obniżenie marż zapobiega wpływowi konkurencyjności kosztowej na wskaźnik terms of trade, a przez to ogranicza wpływ na przepływy handlowe w branżach, które charakteryzują się różnicowaniem produktów i dostosowywaniem cen do rynków (pricing-to-market), utrzymująca się ograniczona rentowność z czasem prowadziłaby do kurczenia się sektora towarów i usług podlegających wymianie handlowej.

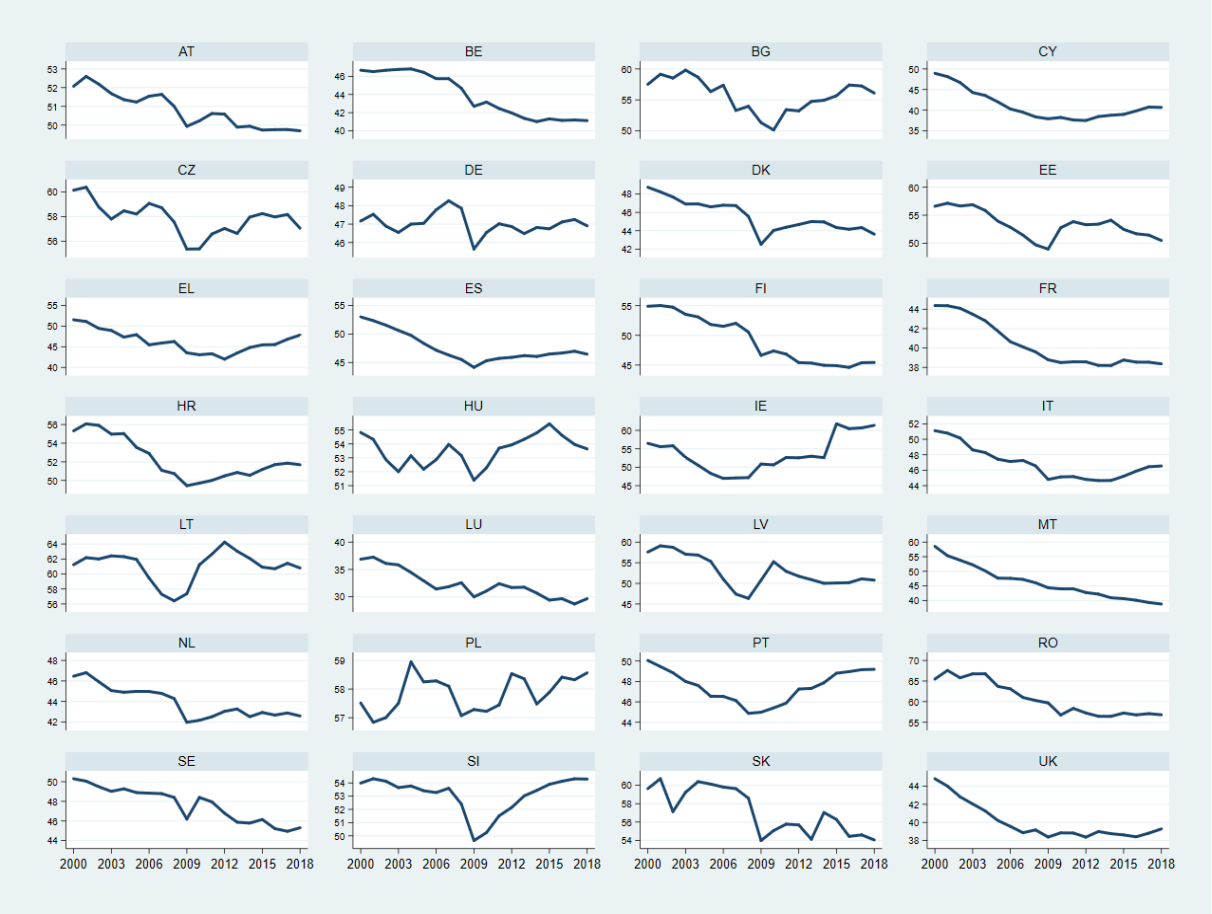
Wykres 15: Dynamika nominalnych i realnych efektywnych kursów walutowych (NEER i REER)



Źródło: Baza danych AMECO.

Uwaga: państwa przedstawiono w rosnącej kolejności według średniej rocznej zmiany realnego efektywnego kursu walutowego bazującego na wzroście jednostkowych kosztów pracy w latach 2016–2018. Realne efektywne kursy walutowe bazujące na jednostkowych kosztach pracy i deflatorze PKB oraz nominalne efektywne kursy walutowe oblicza się w stosunku do 37 partnerów handlowych, a kurs bazujący na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych oblicza się w stosunku do 42 partnerów handlowych.

Wykres 16: Udział w gospodarce towarów i usług wymiennych



Źródło: Baza danych AMECO.

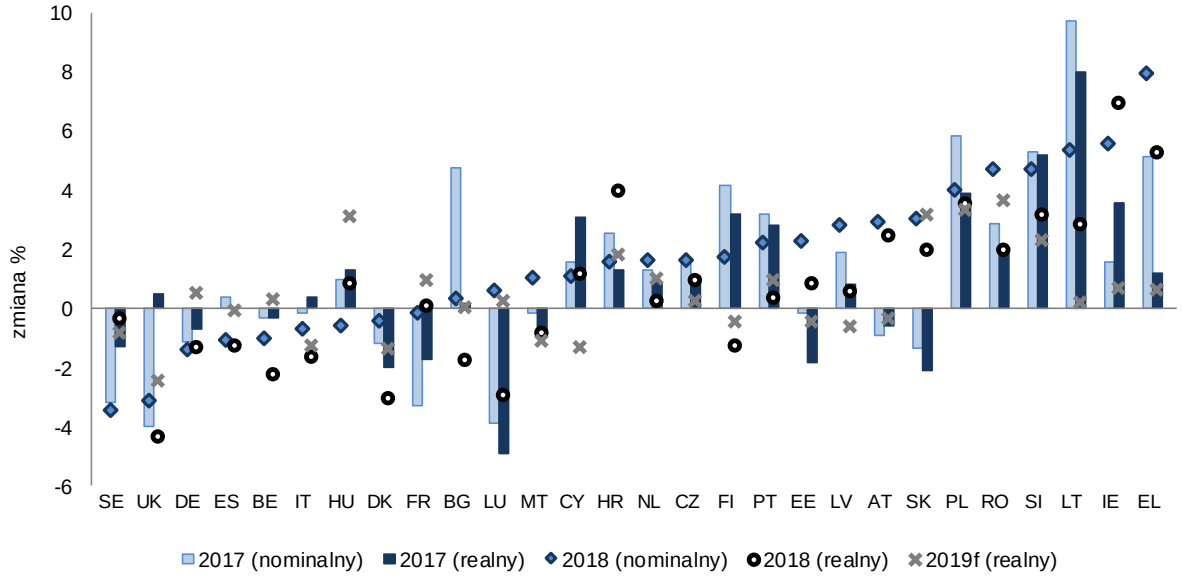
Uwaga: udział w gospodarce (rolnictwo, przetwórstwo przemysłowe i handel, usługi transportowe i komunikacyjne) towarów i usług wymiennych oblicza się jako udział wartości dodanej w towarach i usługach wymiennych w całkowitej wartości dodanej w gospodarce (%).

W 2018 r. większość państw członkowskich zwiększyła swój udział w rynkach eksportowych. Skumulowane zmiany udziału w rynkach eksportowych z 5 lat przedstawione w tabeli wyników są dodatnie dla większości państw UE. Tylko w jednym państwie członkowskim (Szwecja) spadek przekroczył wartość progową zawartą w tabeli wyników. Ostatnie dane w ujęciu rocznym wskazują, że wskaźniki wzrostu udziału w rynkach eksportowych są na ogół dodatnie (wykres 17).

- Ostatnie przyrosty udziału w rynkach w przypadku państw członkowskich UE nadal częściowo wiążą się ze stosunkowo silnym popytem eksportowym z obszarów o silnych powiązaniach handlowych z państwami UE. Deprecjacja realnych efektywnych kursów walutowych, do jakiej doszło w ostatnim czasie, mogła również odgrywać pewną rolę. Udziały w rynkach posiadane przez państwa członkowskie UE spadły w latach po okresie kryzysu, a wraz ożywieniem popytu eksportowego wewnątrz UE zaczęły odrabiać straty. Obserwowane potem **spowolnienie handlu w kilku gospodarkach wschodzących** w porównaniu z handlem wewnątrz UE jest prawdopodobnie przyczyną wzrostu udziału państw UE w rynkach eksportowych odnotowanego w ostatnich latach. Potwierdzają to bardziej ograniczone przyrosty udziału w rynkach eksportowych w porównaniu z państwami OECD (tabela 2.1 w załączniku). Ze względu na aprecjację realnych efektywnych kursów walutowych przyrosty udziału w rynkach eksportowych wydają się bardziej umiarkowane, kiedy mierzy się je w ujęciu realnym.

- **W 2018 r. państwa członkowskie z regionu Europy Środkowo-Wschodniej odnotowały najsilniejsze przyrosty udziału w rynkach eksportowych, ale często widoczne jest znaczne spowolnienie**. Wśród państw, w których odnotowano straty, są niektóre państwa będące wierzycielami netto, w tym Niemcy. Wśród państw będących dłużnikami netto udziały w rynkach eksportowych zmniejszyły się w przypadku Hiszpanii i Bułgarii, w Portugalii obserwuje się spowolnienie przyrostu, natomiast poprawa obserwowana jest w Grecji (najsilniejszy przyrost odnotowany w 2018 r.), Rumunii i na Cyprze.

Wykres 17: Zmiana udziałów w rynkach eksportowych



Źródło: Eurostat, obliczenia służb Komisji.
Uwaga: państwa przedstawiono w rosnącej kolejności według rocznej zmiany nominalnych udziałów w rynkach eksportowych w 2018 r. Nominalne udziały w rynkach eksportowych oblicza się przez podział eksportu danego kraju w cenach bieżących przez eksport światowy również wyrażony w cenach bieżących. Wzrost realnego udziału w rynkach eksportowych oblicza się przez odjęcie wzrostu wielkości światowego eksportu od wzrostu wielkości eksportu danego kraju.

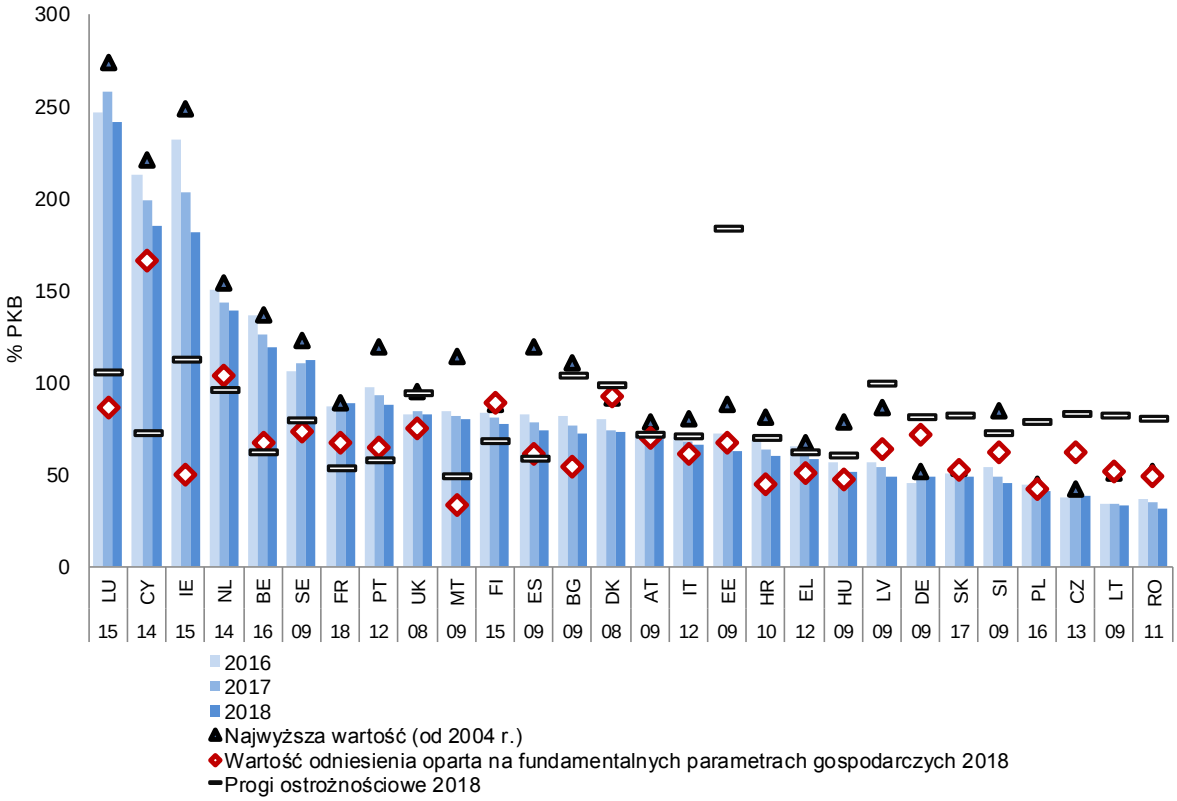
Według dostępnych wartości odniesienia **wskaźniki zadłużenia sektora prywatnego utrzymują się na wysokim poziomie w niektórych państwach członkowskich.**

- **W 2018 r. dwanaście państw członkowskich przekroczyło wartość progową zawartą w tabeli wyników dotyczącą zadłużenia sektora prywatnego; to tyle samo co w 2016 i 2017 r.** Wskaźniki zadłużenia sektora prywatnego przekraczają 200 % PKB w Luksemburgu, na Cyprze, w Niderlandach oraz w Irlandii. Wpływ na dane dotyczące zadłużenia w tych państwach mają transakcje transgraniczne wewnątrz przedsiębiorstw związane w szczególności z działalnością przedsiębiorstw wielonarodowych i spółek celowych. Wskaźniki zadłużenia sektora prywatnego w Danii i Szwecji wynoszą 200 % PKB lub są zbliżone do tej wartości; w Belgii, Francji, Portugalii i Zjednoczonym Królestwie są zbliżone do 150 % PKB lub nieco wyższe.

- Na Cyprze, we Francji, w Niderlandach, Portugalii, Hiszpanii i Szwecji do wysokich poziomów zadłużenia sektora prywatnego przyczyniają się **zarówno gospodarstwa domowe, jak i przedsiębiorstwa niefinansowe** (wykresy 18 i 19). W Irlandii i Luksemburgu największą część dużego zadłużenia sektora prywatnego stanowi wysokie zadłużenie **przedsiębiorstw**; natomiast w Danii, Finlandii i w Zjednoczonym Królestwie największa część przypada z kolei na zadłużenie **gospodarstw domowych**.

- **Różnice między poszczególnymi państwami pod względem zadłużenia sektora prywatnego** można w znacznym stopniu wytłumaczyć różnicami dotyczącymi fundamentalnych parametrów gospodarczych uzasadniających narastanie zadłużenia, w tym potencjału wzrostu i inwestycji oraz sytuacji finansowej. W ocenie poziomów zadłużenia należy zatem brać pod uwagę zarówno wymienione wyżej czynniki, jak również inne elementy wpływające na ryzyko, jakie stwarza wysoki poziom zadłużenia w ujęciu perspektywicznym[32]. Na podstawie danych za 2018 r. można stwierdzić, że wszystkie państwa, w których zadłużenie sektora prywatnego przekracza wartość progową zawartą w tabeli wyników, przekraczają także dotyczące ich progi ostrożnościowe oraz wartości odniesienia oparte na fundamentalnych parametrach gospodarczych.

Wykres 18: Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych

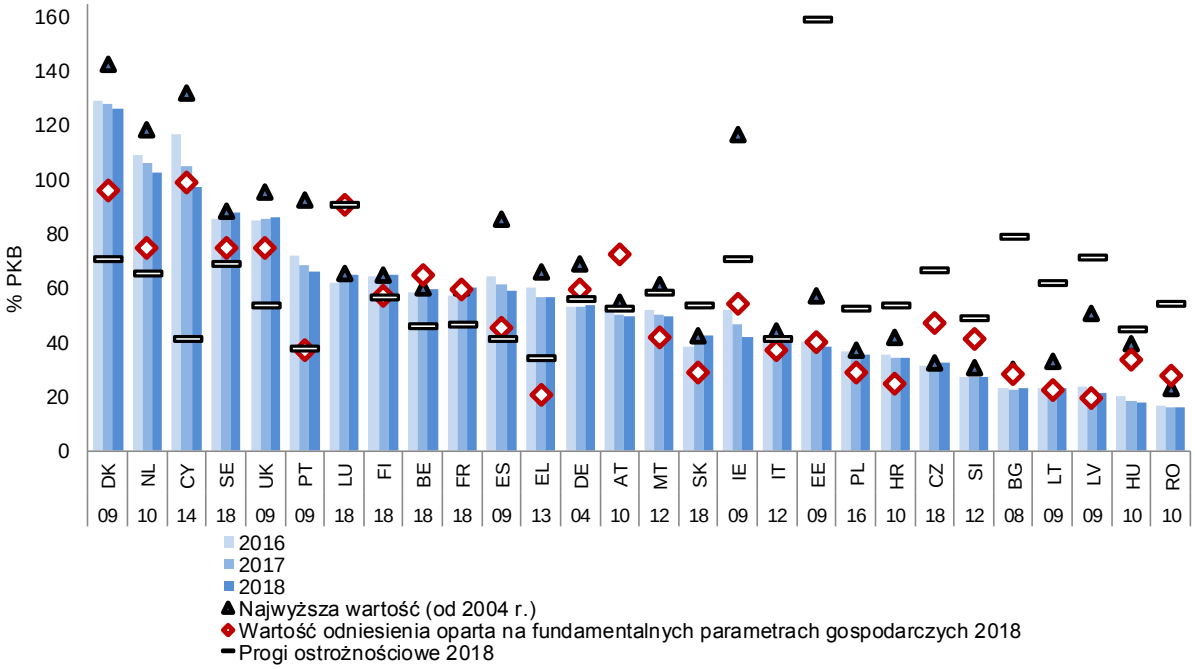


Źródło: Eurostat – kwartalne rachunki sektorowe (dane nieskonsolidowane), obliczenia służb Komisji.

Uwagi: państwa przedstawiono w malejącej kolejności relacji zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych do PKB w 2018 r. Liczba pod kodem państwa oznacza rok, w którym odnotowano najwyższą wartość.

[32] Czynniki te są uwzględniane przy ustalaniu wartości odniesienia dla poszczególnych państw przez Komisję Europejską we współpracy z grupą roboczą ds. metodologii strategii lizbońskiej Komitetu Polityki Gospodarczej (Komisja Europejska „Benchmarks for the assessment of private debt" [Wartości odniesienia służące do oceny zadłużenia sektora prywatnego], Nota dla Komitetu Polityki Gospodarczej, ARES (2017) 4970814) i kolejne aktualizacje. *Wartości odniesienia oparte na fundamentalnych parametrach gospodarczych* pozwalają ocenić zadłużenie sektora prywatnego w porównaniu z wartościami, które można wytłumaczyć na podstawie fundamentalnych parametrów gospodarczych; oblicza się je na podstawie regresji ujmujących główne wyznaczniki wzrostu akcji kredytowej, uwzględniając określony wyjściowy poziom zadłużenia. *Progi ostrożnościowe* stanowią poziom zadłużenia, powyżej którego prawdopodobieństwo kryzysu sektora bankowego jest stosunkowo wysokie; ustala się je w taki sposób, aby maksymalnie wykorzystać ich przydatność w prognozowaniu kryzysów sektora bankowego poprzez ograniczenie w jak największym stopniu prawdopodobieństwa nieprzewidzianych kryzysów i fałszywych ostrzeżeń oraz uwzględnienie informacji specyficznych dla poszczególnych państw dotyczących kapitalizacji banków, długu publicznego oraz poziomu rozwoju gospodarczego.

Wykres 19: Zadłużenie gospodarstw domowych



Źródło: Eurostat – kwartalne rachunki sektorowe (dane nieskonsolidowane), obliczenia służb Komisji.

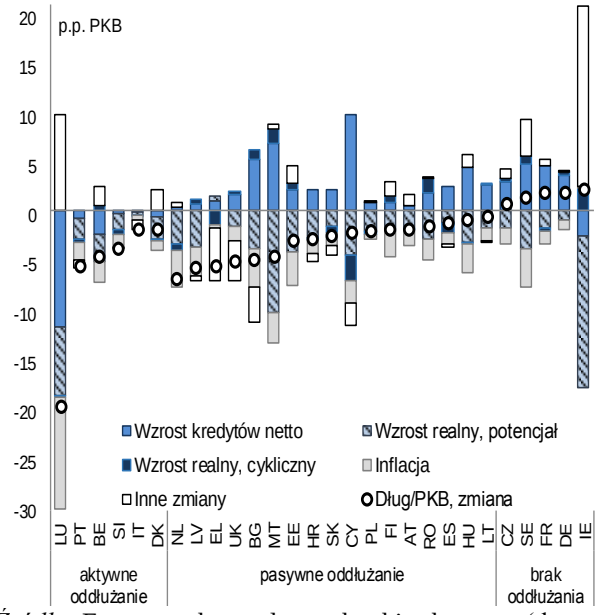
Uwagi: państwa przedstawiono w malejącej kolejności relacji zadłużenia gospodarstw domowych do PKB w 2018 r. Liczba pod kodem państwa oznacza rok, w którym odnotowano najwyższą wartość.

Zmniejszanie zadłużenia sektora prywatnego odbywa się głównie za sprawą wzrostu nominalnego PKB i przebiega w wolniejszym tempie, a w niektórych przypadkach wysokie poziomy zadłużenia ponownie rosną zamiast się obniżać. W ostatnich latach zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych i gospodarstw domowych w państwach o wysokim zadłużeniu takich jak Cypr, Irlandia, Portugalia i Hiszpania obniżyło się ze szczytowych poziomów o co najmniej 25 punktów procentowych PKB (wykresy 18 i 19). W Estonii, na Węgrzech, Łotwie i w Słowenii także odnotowano znaczne spadki, zwłaszcza jeżeli chodzi o wskaźniki zadłużenia przedsiębiorstw. W ostatnich latach obniżyło się tempo zmniejszania wskaźnika zadłużenia. Jest to bardziej widoczne w przypadku zadłużenia gospodarstw domowych. Wprawdzie w większości gospodarek UE dalej obserwowano spadek wskaźników zadłużenia, ale dochodzi też do ponownego zwiększania zadłużenia – głównie przez gospodarstwa domowe.

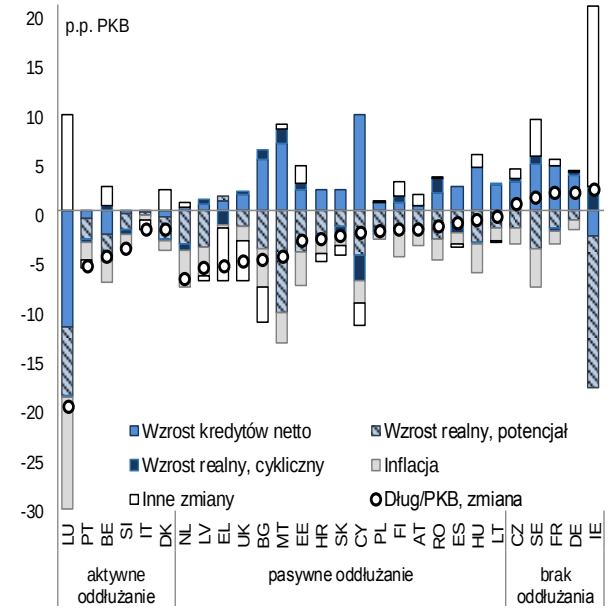
- **Zmniejszanie zadłużenia w coraz większym stopniu opiera się na wzroście nominalnego PKB.** Przepływy kredytowe w sektorze prywatnym pozostają umiarkowane i w 2018 r. w żadnym państwie członkowskim zmienna ta nie przekroczyła wartości progowej zawartej w tabeli wyników. Dzięki wzrostowi nominalnego PKB w ostatnich latach kilka państw zaczęło wkraczać w tryb „pasywnego" zmniejszania zadłużenia, co oznacza, że pomimo dodatnich przepływów kredytowych zmniejszały się wskaźniki zadłużenia do PKB. Utrzymujący się wzrost PKB osłabił presję na zmniejszanie zadłużenia w sposób „aktywny", czyli dzięki spadkowi poziomów zadłużenia w ujęciu nominalnym. W istocie, w porównaniu z 2017 r., mniej państw wykazuje ujemne przepływy kredytowe do sektorów przedsiębiorstw lub gospodarstw domowych (wykresy 20 i 21). Ponieważ jednak szczyt cyklu koniunkturalnego został już osiągnięty, ograniczają się możliwości oddziaływania cyklicznych zwyżek PKB lub oddziaływanie to może nawet się odwracać, co oznacza, że dalsze postępy w pasywnym zmniejszaniu zadłużenia będą zasadniczo uzależnione od wzrostu potencjalnego PKB.
- Jeżeli chodzi o zmniejszanie **zadłużenia przedsiębiorstw**, proces ten jest kontynuowany w większości państw UE i opiera się w coraz większym stopniu na wzroście PKB. Między pierwszym kwartałem 2018 r. a pierwszym kwartałem 2019 r. aktywne zmniejszanie zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych miało miejsce jedynie w Belgii, Danii, we Włoszech, w Luksemburgu, Portugalii i Słowenii (wykres 20, który jest oparty na danych nieskonsolidowanych). Na Cyprze, Malcie i w Bułgarii przepływy kredytowe netto do sektora przedsiębiorstw przekroczyły 5 % PKB, mimo że pozom zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych i tak jest już wysoki. Dość dynamiczne przepływy kredytowe były przyczyną wzrastających poziomów zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych we Francji, w Niemczech i Szwecji. We Francji i Szwecji następowało wręcz dalsze zwiększanie zadłużenia, pomimo że odnotowany poziom długu przedsiębiorstw niefinansowych przekraczał wartości odniesienia[33].
- Jeżeli chodzi o zmniejszanie zadłużenia **gospodarstw domowych**, spowolnienie tego procesu jest bardziej wyraźnie. W Zjednoczonym Królestwie, Szwecji, Belgii i Francji zadłużenie gospodarstw domowych wyrażone jako odsetek PKB wzrosło w 2018 r., mimo że jego poziom był już stosunkowo wysoki (zbliżony do wartości odniesienia lub je przekraczający). Jedynie w kilku państwach członkowskich (Grecja i Irlandia) obserwuje się aktywne zmniejszanie zadłużenia (wykres 21). W państwach, w których doszło do zmniejszenia zadłużenia, proces ten następował w zwolnionym tempie, szczególnie na Cyprze, w Portugalii i Hiszpanii.

[33] W Irlandii, przy ujemnych przepływach kredytowych netto i korzystnym wpływie wzrostu nominalnego PKB, dodatnie zmiany w wycenie przeważyły nad tymi czynnikami i były przyczyną niepowodzenia procesu zmniejszania zadłużenia (w ujęciu nieskonsolidowanym) w okresie między I kw. 2018 r. a I kw. 2019 r., co być może było związane z działalnością przedsiębiorstw wielonarodowych.

Wykres 20: Rozkład zmiany wskaźnika zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych do PKB (I kwartał 2018 r. – I kwartał 2019 r.)



Wykres 21: Rozkład zmiany wskaźnika zadłużenia gospodarstw domowych do PKB (I kwartał 2018 r. – I kwartał 2019 r.)



Źródło: Eurostat – kwartalne rachunki sektorowe (dane nieskonsolidowane), obliczenia służb Komisji.

Uwagi: wykresy przedstawiają zmiany relacji nieskonsolidowanego zadłużenia do PKB w ujęciu rok do roku w rozbiciu na pięć czynników składowych: przepływy kredytowe, potencjalny i cykliczny wzrost realnego PKB, inflację i inne zmiany. Cykliczny składnik wzrostu PKB oblicza się jako różnicę między rzeczywistym a potencjalnym wzrostem. „Aktywne zmniejszanie zadłużenia" polega na spłacie netto zadłużenia (ujemne przepływy kredytowe netto), która prowadzi zwykle do nominalnego zmniejszenia sumy bilansowej sektora. „Pasywne zmniejszanie zadłużenia" przebiega natomiast w ten sposób, że wyższy wzrost nominalnego PKB niweluje z nadwyżką dodatnie przepływy kredytowe netto, co prowadzi do spadku wskaźnika zadłużenia do PKB.

W ostatnich latach warunki panujące w sektorze bankowym UE znacznie się poprawiły i zasadniczo ustabilizowały. Wyzwaniem dla sektora bankowego pozostaje w szczególności niska rentowność i wysoki wolumen kredytów zagrożonych w niektórych państwach członkowskich. Współczynniki kapitału Tier I przestały rosnąć po tym, jak we wszystkich państwach członkowskich osiągnęły poziomy przekraczające wymogi regulacyjne, przy czym sytuacja w poszczególnych państwach jest pod tym względem mocno zróżnicowana. Stopa zwrotu z kapitału własnego w przypadku sektora bankowego znacznie się poprawiła w ostatnich latach, chociaż niedawno tempo poprawy uległo spowolnieniu. W kilku państwach, w szczególności w Grecji, we Włoszech i w Portugalii (wykresy 22 i 23) na wyzwania składa się kilka czynników: stosunkowo niskie wskaźniki rentowności, niższe od średniej współczynniki kapitałowe oraz stosunkowo wysokie wskaźniki kredytów zagrożonych.

- **Wzrost zobowiązań sektora finansowego pozostaje ograniczony i jest znacznie niższy od wartości progowej zawartej w tabeli wyników**, choć wyjątek stanowi Finlandia. W większości państw członkowskich wzrost zobowiązań sektora finansowego nieznacznie spowolnił w 2018 r. w porównaniu z rokiem 2017.[34] Przepływy kredytowe banków w 2018 r. wzrastały jednak nieco szybciej niż w 2017 r., głównie za sprawą kredytów dla gospodarstw domowych, po czym

[34] Wzrost, który nastąpił w Finlandii w 2018 r., zbiegł się w czasie z przeniesieniem przez jeden z banków siedziby ze Szwecji do Finlandii.

w pierwszych miesiącach 2019 r. ustabilizowały się w obliczu początków zaostrzania warunków udzielania kredytów[35].

- **W 2018 r. w większości państw członkowskich wskaźniki kapitałowe się ustabilizowały, natomiast w kilku przypadkach stopa zwrotu z kapitału własnego uległa nieznacznemu pogorszeniu.** Stopa zwrotu z kapitału własnego pozostała ujemna w Grecji i Portugalii w 2018 r., a na Cyprze osiągnęła wartość dodatnią. Wyceny kapitału własnego banków rosły w 2017 r., a w 2018 r. i przez większą część 2019 r. się obniżały, pomimo dobrych wyników wielu europejskich indeksów giełdowych, co odzwierciedla m.in. skorygowanie opinii rynków na temat perspektyw rentowności tego sektora.

- **Niektóre państwa członkowskie UE wyróżniają się, jeśli chodzi o współwystępowanie stosunkowo niskich wskaźników rentowności i współczynników kapitałowych oraz wysokich wskaźników kredytów zagrożonych**.[36] W Grecji wskaźnik kredytów zagrożonych nadal przekracza 40 %. Na Cyprze odnotowano znaczącą poprawę wskaźnika kredytów zagrożonych, co wynika głównie ze sprzedaży kredytów oraz likwidacji jednego z dużych banków w 2018 r., a rentowność osiągnęła wartość dodatnią. W Portugalii i we Włoszech wskaźnik kredytów zagrożonych zdecydowanie się obniżył od 2016 r., a najnowsze dane wskazują na dalsze, choć bardziej umiarkowane zmniejszenie w 2018 r. W obydwu państwach wskaźnik kredytów zagrożonych spadł do poziomu poniżej 10 %. W Bułgarii, Chorwacji, na Węgrzech, w Irlandii, Rumunii i Słowenii, gdzie wskaźniki kredytów zagrożonych były wyższe od średniej unijnej, w 2018 r. odnotowano ich spadki.

- **Obecne perspektywy gospodarcze, które cechują utrzymujące się od dłuższego czasu niskie stoy procentowe, wiążą się z dalszymi wyzwaniami**. Spadek stóp procentowych jest odczuwalny najbardziej w przypadku dłuższych terminów zapadalności, co prowadzi do spłaszczenia krzywych dochodowości i dalszej kompresji marż naliczanych od stóp procentowych. Takie spłaszczenie utrudnia transformację terminów zapadalności przez banki, co może niekorzystnie wpływać na rentowność. Ponieważ niskie stopy procentowe dotyczą szczególnie aktywów finansowych o niskim ryzyku, mogą one stanowić obciążenie szczególnie dla rentowności i bilansów instytucji finansowych niebędących bankami, których portfele aktywów są zainwestowane głównie w aktywa o niskim ryzyku, np. przedsiębiorstw ubezpieczeniowych, szczególnie w sektorze ubezpieczeń na życie, oraz funduszy emerytalno-rentowych[37].

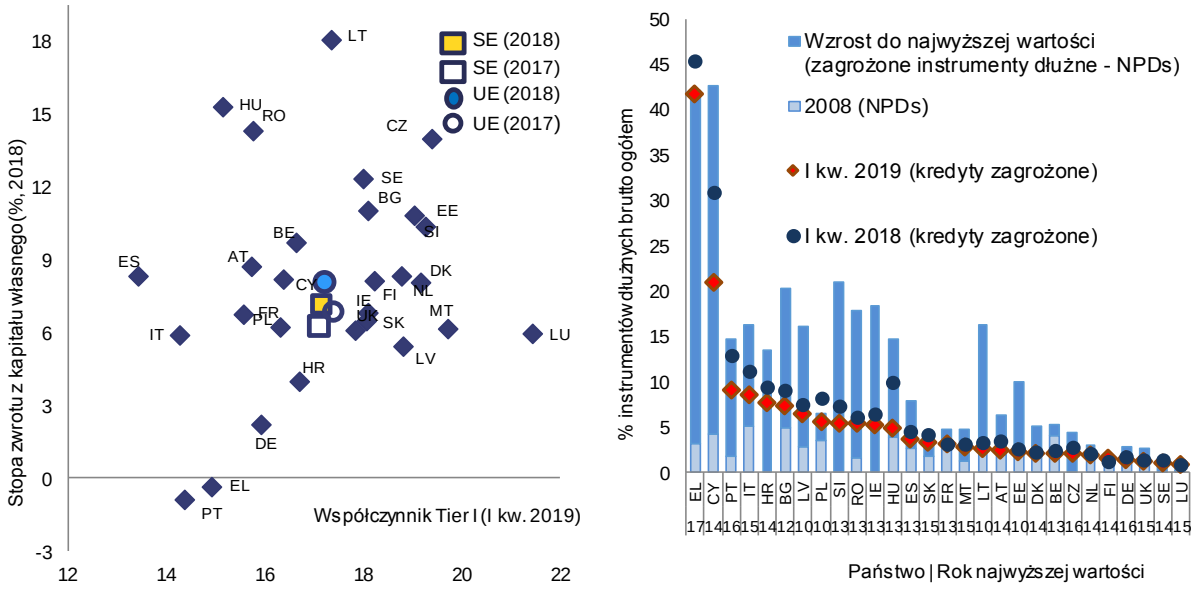
Wykres 22: Rentowność i kapitał sektora bankowego

Wykres 23: Kredyty zagrożone

[35] Na co wskazuje badanie akcji kredytowej banków w strefie euro, zob. EBC, Economic Bulletin, sierpień 2019 r.

[36] Kredyty zagrożone w zestawie wskaźników dodatkowych zawartych w tabeli wyników definiuje się jako zagrożone kredyty i zaliczki brutto ogółem będące odsetkiem kredytów i zaliczek brutto ogółem (wartość bilansowa brutto), dla sektora sprawozdawczego „krajowe grupy bankowe i samodzielne banki, jednostki zależne kontrolowane przez podmioty zagraniczne oraz oddziały kontrolowane przez podmioty zagraniczne, wszystkie instytucje". Wartości przedstawiono w tabeli 2.1 w załączniku. Zharmonizowane dane dotyczące wskaźników kredytów zagrożonych dostępne są dopiero od 2014 r. Dlatego w odniesieniu do danych dotyczących 2008 r. i wzrostu do wartości szczytowej wykres 23 pokazuje relację zagrożonych instrumentów dłużnych brutto do instrumentów dłużnych brutto ogółem, która jest dostępna w dłuższym szeregu czasowym i odnosi się również do innych instrumentów dłużnych, oprócz kredytów, jakie są ujęte w bilansach podmiotów sektora bankowego. Wartość ta jest zwykle nieco niższa niż wskaźnik kredytów zagrożonych, głównie ze względu na większy mianownik – tzn. wartość instrumentów dłużnych brutto ogółem jest większa od wartości wszystkich kredytów. Największa różnica między tymi dwoma wskaźnikami wynosi obecnie 4 punkty procentowe (w przypadku Grecji), natomiast w przypadku większości państw jest ona niższa niż 1 punkt procentowy.

[37] EBC, Financial Stability Review, maj 2019 r.



Źródło: dane dotyczące zagrożonych instrumentów dłużnych (NPD) brutto za 2008 r. są niedostępne w przypadku Chorwacji, Czech, Irlandii, Słowenii i Szwecji.
Uwaga: na wykresie 23 dane dotyczące 2008 r. oraz wzrostu do wartości szczytowej odnoszą się do relacji zagrożonych instrumentów dłużnych brutto do instrumentów dłużnych brutto ogółem; Wskaźniki kredytów zagrożonych (NPL) podaje się za I kw. 2018 r. i kw. 2019 r.; liczba pod kodem państwa oznacza rok, w którym odnotowano najwyższą wartość wskaźnika instrumentów dłużnych brutto.

W 2018 r. ceny nieruchomości mieszkaniowych nadal rosły w szybkim tempie, ale dynamika cen nieco osłabła tam, gdzie oznaki zawyżonego poziomu cen są bardziej widoczne. Za sprawą przyspieszenia tempa wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych coraz więcej rynków zbliża się do szczytowych poziomów sprzed kryzysu, a nawet je przekracza (wykres 26). W 2018 r. w siedmiu państwach członkowskich wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych przekroczył wartość progową zawartą w tabeli wyników (Czechy, Węgry, Irlandia, Łotwa, Niderlandy, Portugalia i Słowenia) – w 2017 r. takich państw było sześć. Wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych był szczególnie silny w tych państwach UE, w których oznaki zawyżonego poziomu cen nieruchomości mieszkaniowych były dotychczas jedynie ograniczone lub wręcz ich brakowało, natomiast spowolnienie obserwuje się w państwach, w których oznaki zawyżonego poziomu cen były silniejsze. Dane do II kw. 2019 r. wskazują, że jeżeli dotychczasowe trendy utrzymają się w drugim półroczu, wartość progowa zawarta w tabeli wyników może w tym roku zostać przekroczona w Chorwacji, Czechach, na Węgrzech, w Polsce i Portugalii. W pierwszej połowie tego roku oraz w porównaniu z 2018 r. przyspieszenie wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych było szczególnie dostrzegalne w Chorwacji, na Cyprze i w Szwecji, a spowolnienie – w Danii, Irlandii, na Łotwie, w Rumunii i Słowenii.

- **Przyspieszenie wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych jest częściowo związane z fundamentalnymi parametrami gospodarczymi**. Ponowny wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych rozpoczął się wraz z ożywieniem gospodarczym w 2013 r. i obniżeniem stóp procentowych. Pod tym względem można go wytłumaczyć na podstawie fundamentalnych parametrów gospodarczych[38]. Mimo przyspieszenia wzrost liczby nowych kredytów hipotecznych

[38] Wartości odniesienia dla cen nieruchomości mieszkaniowych pozwalają ocenić, na ile poziom cen nieruchomości mieszkaniowych jest zawyżony lub zaniżony, na podstawie specyficznych czynników charakterystycznych dla danego kraju. Odchylenia wyceny syntetycznej opierają się na odchyleniu obliczonym

nie wywarł jak dotąd istotnego niezależnego wpływu na proces kształtowania cen, w przeciwieństwie do sytuacji w okresie przed kryzysem. Mógł natomiast przyczynić się do utrzymania się przyspieszonego tempa wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych.

- **Silny wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych ma wpływ na poziomy wyceny.** Na Węgrzech, w Irlandii, na Łotwie, w Niderlandach, Portugalii i Słowenii tempo wzrostu realnych cen nieruchomości mieszkaniowych już było wysokie w 2017 r., a w 2018 r. jeszcze przyspieszyło (wykres 24 i 25, prawa górna ćwiartka). Utrzymujące się wysokie tempo wzrostu w wielu państwach przyczynia się do stopniowego wzrostu ryzyka związanego z zawyżeniem poziomu cen: w ostatnich latach rośnie liczba państw UE, w przypadku których ocenia się, że poziom cen nieruchomości mieszkaniowych jest zawyżony. Oznaki zawyżonego poziomu cen (mierzonego rosnącym odchyleniem wyceny) stały się niedawno wyraźniejsze w takich państwach, jak Niemcy i Portugalia. W kilku państwach ceny nieruchomości mieszkaniowych są na najwyższych poziomach od połowy pierwszej dekady XXI w. lub nawet je przekroczyły (Austria, Belgia, Czechy, Niemcy, Luksemburg, Malta, Portugalia; wykres 26). Poziomy ceny nieruchomości mieszkaniowych w niektórych krajach zbliżają się do pułapów związanych z przystępnością cenową, co pokazuje stosunek poziomu cen nieruchomości mieszkaniowych do dochodu do dyspozycji na osobę. Szacunki wskazują, że w mniej więcej połowie państw UE, aby kupić dom lub mieszkanie o powierzchni 100 m^2 potrzebny jest dochód z ponad 10 lat[39]. Ponadto co dziesiąty Europejczyk mieszka w gospodarstwie domowym, które w 2017 r. przeznaczało co najmniej 40 % swojego dochodu na cele mieszkaniowe[40].

- **Wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych nieco spowolnił w kilku państwach w obliczu oznak zawyżonego poziomu cen i wysokiego zadłużenia gospodarstw domowych, a na szwedzkim rynku mieszkaniowym zaczęła się korekta w dół**. Ostatnio wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych był tym niższy im wyższy jest poziom zawyżenia cen. Taki trend, który nie był widoczny w poprzednich latach, jest wyraźnie dostrzegalny w 2018 r. w państwach, w których szacuje się, że poziom cen nieruchomości mieszkaniowych jest zawyżony. W 2018 r. Austria, Belgia, Francja i Zjednoczone Królestwo wyróżniały się z uwagi na współwystępowanie różnych stopni zawyżenia poziomu cen nieruchomości mieszkaniowych, wysokiego zadłużenia gospodarstw domowych, ale także niższego wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych w 2018 r. od tego, który zanotowano w 2017 r. (wykres 25). Takie spowolnienia mogą odzwierciedlać pułapy związane z przystępnością cenową, większą podaż nieruchomości mieszkaniowych oraz politykę prowadzoną w poszczególnych państwach, m.in. politykę makroostrożnościową[41]. Ponadto

---

w stosunku do różnych wartości odniesienia: (i) odchylenie wskaźnika ceny do dochodu w stosunku do długoterminowej średniej; (ii) odchylenie wskaźnika ceny do najmu w stosunku do długoterminowej średniej; (iii) odchylenie od wartości odniesienia opartych na regresji z uwzględnieniem fundamentalnych parametrów gospodarczych (zob. N. Philiponnet i A. Turrini (2017), „Assessing House Price Developments in the EU" [Ocena zmian cen nieruchomości mieszkaniowych w UE], dokument do dyskusji Komisji Europejskiej 048, maj 2017 r.). Przy obliczaniu wartości odniesienia opartych na regresji do cyklicznych zmiennych objaśniających stosuje się filtr HP, aby ograniczyć ich zmienność.

[39] Szacowane poziomy cen uzyskuje się na podstawie rachunków narodowych i danych ze spisów powszechnych lub, kiedy nie są one dostępne, na podstawie informacji publikowanych na stronach internetowych agencji nieruchomości. Zob. J. C. Bricongne i in. (2019), „Assessing House Prices: Insights from »Houselev«, a Dataset of Price Level Estimates" [Szacowane cen nieruchomości mieszkaniowych: wnioski z analizy zbioru danych »Houselev« dotyczących szacowanych poziomów cen], European Economy, dokument do dyskusji nr 101, lipiec 2019 r.

[40] Komisja Europejska (2019), Employment and Social Developments in Europe [Zatrudnienie i kwestie społeczne w Europie], Annual Review 2019, rozdział 4.

[41] Od 2015 r. wzrost inwestycji budowlanych postępuje w szybszym tempie w całej UE, a najwyższe stopy wzrostu obserwuje się tam, gdzie wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych jest silniejszy. W większości państw

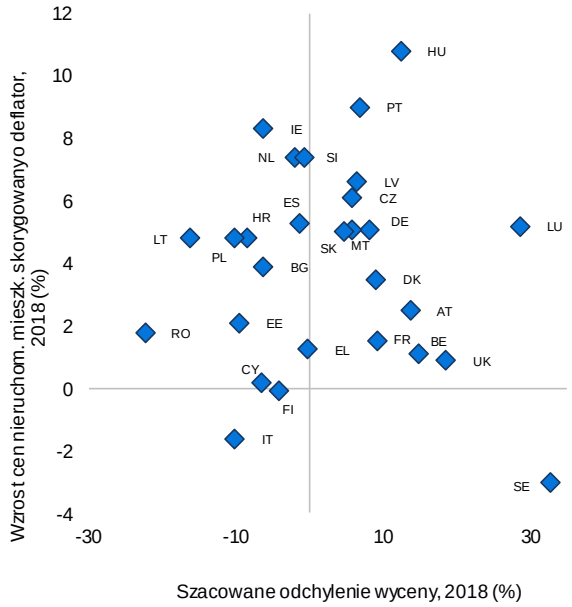
w Szwecji ceny nieruchomości mieszkaniowych spadły w 2018 r. w ujęciu rocznym zarówno w kategoriach nominalnych, jak i realnych, ale dane za pierwsze dwa kwartały 2019 r. wskazują na pewną stabilizację. Natomiast do żadnej korekty nie doszło w Luksemburgu, gdzie podatność na zagrożenia i ryzyko związane z zawyżeniem poziomu cen w dalszym ciągu wzrastały.

- **W niektórych państwach członkowskich zawyżonemu poziomowi cen nieruchomości mieszkaniowych towarzyszy wysoki poziom zadłużenia gospodarstw domowych**. Ma to miejsce zwłaszcza w Danii, Luksemburgu, Szwecji i Zjednoczonym Królestwie. W Niderlandach uwagę zwraca bardzo wysoki poziom zadłużenia gospodarstw domowych oraz wysoki poziom cen w stosunku do dochodu. Wzrost wolumenu kredytów hipotecznych w 2018 r. był szczególnie wysoki w Bułgarii, Rumunii i na Słowacji (ponad 10 % powyżej poziomu z poprzedniego roku) oraz w Austrii, Belgii, Czechach, Estonii, we Francji, na Węgrzech, Litwie, w Luksemburgu i na Malcie (ponad 5 % powyżej poziomu z poprzedniego roku). W niektórych krajach, np. w Belgii i we Francji, silny wzrost rozpoczął się od stosunkowo wysokich poziomów. Obraz nieco się zmienia, kiedy uwzględni się zmianę poziomu zadłużenia związaną wyłącznie z nowymi kredytami hipotecznymi, tj. wyłączając wpływ spłat (wykres 27). Powiązanie między cenami nieruchomości mieszkaniowych a przepływami wynikającymi z nowych kredytów hipotecznych wydaje się słabe przy porównaniu sytuacji w różnych krajach i nie ma wyraźnych oznak, które by potwierdzały szybszy wzrost cen tam, gdzie udziela się więcej nowych kredytów hipotecznych. To wskazuje, że kredyty, jak dotąd, nie wpłynęły znacząco na przyspieszenie wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych[42]. Mimo to w niektórych państwach silny wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych jest powiązany z silnym wzrostem liczby kredytów hipotecznych – tak jest mianowicie na Słowacji, w Luksemburgu, Niemczech i Niderlandach.

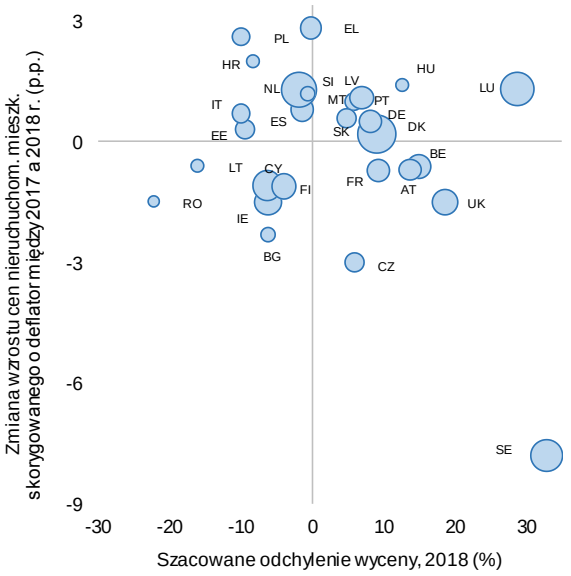
UE rośnie też liczba wydawanych pozwoleń na budowę. Niektóre rozwiązania w ramach polityki makroostrożnościowej prowadzonej ostatnio w różnych państwach w całej UE mogły mieć wpływ na tempo wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych. Tak jest szczególnie w przypadku limitów dotyczących współczynników pokrycia należności zabezpieczeniem oraz wskaźników obsługi zadłużenia do dochodu. W szeregu państw członkowskich UE zreformowano ostatnio systemy opodatkowania nieruchomości mieszkalnych, zwłaszcza aby ograniczyć zakres ulgi podatkowej w związku z kredytem hipotecznym.

[42] W większości państw strefy euro przyspieszenie wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych, jakie ma miejsce po kryzysie, poprzedziło przyspieszenie wzrostu liczby kredytów hipotecznych. Zob. np. Komisja Europejska, „Euro-area housing markets: Ongoing trends, challenges, and policy responses" [Rynki nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro: obecne trendy, wyzwania i rozwiązania polityczne], nota do Komitetu Polityki Gospodarczej - Strefa Euro, Ares(2019)922432, luty 2019 r.; oraz Komisja Europejska „Euro-area housing markets: Ongoing trends, challenges, and policy responses" [Rynki nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro: obecne trendy, wyzwania i rozwiązania polityczne], nota techniczna do Eurogrupy, luty 2019 r.: https://www.consilium.europa.eu/media/38387/housing-note-eg-26-02-2019-technical-note.pdf

Wykres 24: Zmiany cen nieruchomości mieszkaniowych i odchylenia wyceny w 2018 r.



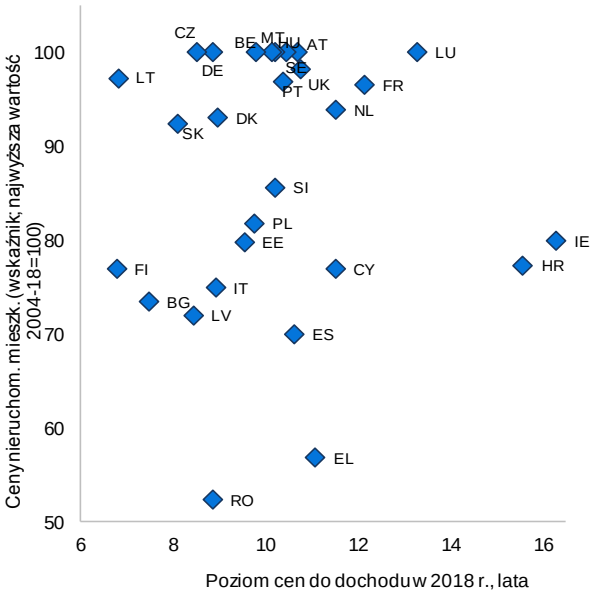
Wykres 25: Odchylenia wyceny, zmiany wzrostu cen w latach 2017–2018 i zadłużenie gospodarstw domowych (% dochodu gospodarstw domowych)



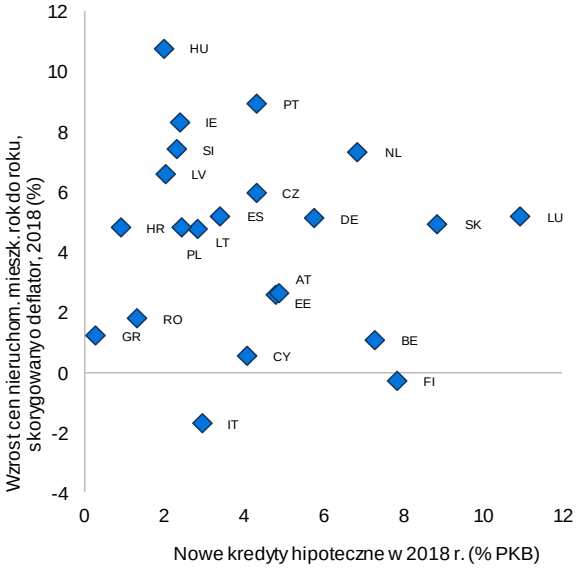
Źródło: Eurostat, obliczenia służb Komisji.

Uwaga: odchylenia wyceny szacuje się jako średnią trzech wartości: odchyleń wskaźników ceny do dochodu i ceny do najmu w stosunku do ich długoterminowych średnich oraz wyników modelu odchyleń wyceny opartego na danych podstawowych; zob. przypis 39. Wielkość okręgów na wykresie 25 odpowiada relacji zadłużenia gospodarstw domowych w stosunku do ich dochodu brutto do dyspozycji (GDI). W przypadku Chorwacji dane dotyczące dochodu gospodarstw domowych brutto do dyspozycji za lata po 2012 r. nie są dostępne i zostały ekstrapolowane na podstawie danych dotyczących wzrostu dochodu do dyspozycji brutto dla całej gospodarki; ze względu na brak danych dotyczących dochodu gospodarstw domowych brutto do dyspozycji dla Malty zastąpiono je wartością przybliżoną wynoszącą 56 % dochodu narodowego brutto.

Wykres 26: Poziomy cen nieruchomości mieszkaniowych w porównaniu z dochodami oraz wskaźniki realnych cen nieruchomości mieszkaniowych w porównaniu z wartościami szczytowymi – rok 2018



Wykres 27: Wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych a nowe kredyty hipoteczne w 2018 r.



Źródło: Eurostat, obliczenia służb Komisji.
Uwaga: W przypadku sześciu państw (Bułgaria, Dania, Francja, Malta, Szwecja i Zjednoczone Królestwo) brakuje danych dotyczących nowych kredytów hipotecznych. Stosunek poziomu cen do poziomu dochodów mierzy się jako stosunek ceny mieszkania lub domu o powierzchni 100 m^2 do średniego dochodu gospodarstwa domowego do dyspozycji. W przypadku Chorwacji dane dotyczące dochodu gospodarstw domowych brutto do dyspozycji na osobę za lata po 2012 r. nie są dostępne i zostały ekstrapolowane na podstawie danych dotyczących wzrostu dochodu do dyspozycji brutto dla całej gospodarki; w przypadku Malty ze względu na brak danych dotyczących dochodu gospodarstw domowych brutto do dyspozycji zastąpiono je wartością przybliżoną wynoszącą 56 % dochodu narodowego brutto.

W większości państw członkowskich UE relacja długu do PKB dalej się zmniejsza, choć nie dotyczy to kilku państw, w których należy ona do najwyższych. W 2018 r. wskaźnik zadłużenia przekroczył wartość progową w tabeli wyników w 14 państwach członkowskich, podczas gdy w 2017 r. – w 15. Poziom zadłużenia w przypadku Belgii, Cypru, Grecji, Włoch i Portugali wynosi lub przekracza 100 % PKB, a w przypadku Francji i Hiszpanii jest nieco poniżej tego poziomu. W siedmiu przypadkach (Belgia, Cypr, Francja, Irlandia, Portugalia, Hiszpania i Zjednoczone Królestwo) oprócz tego, że dług publiczny przekracza 60 % PKB, to zadłużenie sektora prywatnego przewyższa odpowiednią wartość progową zawartą w tabeli wyników. W 2018 r. relacja długu do PKB dalej się zmniejszała, ale często nieco wolniej niż w poprzednich latach, co odzwierciedla pewne poluzowanie sytuacji budżetowej i już widoczne pewne osłabienie wzrostu nominalnego PKB. W 2018 r. nie poprawiły się jednak niektóre z najwyższych wskaźników zadłużenia, a inne nawet nieco wzrosły: dług publiczny utrzymał się na niezmienionym poziomie we Francji, a wzrósł na Cyprze, w Grecji i we Włoszech. W niektórych przypadkach wynika to wprawdzie z wyjątkowo wysokiej wartości rezydualnej zmiany długu, która zwiększyła zadłużenie, ale w innych – z braku konsolidacji fiskalnej. Dochody z obligacji skarbowych są jednak coraz mniejsze i w ciągu 2019 r. jeszcze bardziej się one obniżyły, nawet w przypadku najbardziej zadłużonych państw, a rentowność obligacji spadała do coraz niższych, nienotowanych do tej pory, poziomów. Według prognoz wskaźniki zadłużenia będą wzrastać w 2019 r. i w kolejnych latach do 2021 r., szczególnie w Rumunii, ale także we Włoszech oraz w mniejszym stopniu w Finlandii i we Francji, natomiast w pozostałych państwach UE mają zmniejszać się w nieco mniejszym stopniu niż ostatnio.

Ramka 1: Zatrudnienie i zmiany społeczne

W 2018 r. pomimo spowolnienia gospodarczego w drugim półroczu sytuacja na rynkach pracy w UE nadal się poprawiała. Zatrudnienie w UE nadal rosło, a pod względem liczby pracujących osiągnięto nowy rekordowy poziom. Bezrobocie spada we wszystkich państwach członkowskich UE, szczególnie tam, gdzie stopa bezrobocia jest wysoka. Dzięki temu zmniejszają się różnice między państwami, choć w niektórych z nich poziom bezrobocia nadal jest wysoki. W pierwszym półroczu 2019 r. tempo poprawy uległo spowolnieniu, co może wynikać z mniejszych pozostających rezerw zasobów pracy. Ożywienie gospodarcze przyczyniło się także do poprawy większości wskaźników ubóstwa, ale sytuacja społeczna w niektórych państwach członkowskich nadal budzi niepokój. Od 2008 r. w większości państw UE zmniejszyło się zagrożenie ubóstwem i wykluczeniem społecznym (7 mln osób mniej w porównaniu z 2008 r.; ok. 13 mln mniej w porównaniu z 2012 r.) oraz pogłębioną deprywacją materialną, głównie w państwach Europy Środkowo-Wschodniej, gdzie poziomy wyjściowe były wysokie. W wielu państwach członkowskich zagrożenie ubóstwem względnym jednak nadal przewyższa poziomy sprzed kryzysu. Ujawnienie się poważnych słabości makroekonomicznych w niektórych państwach odbiło się na zatrudnieniu i sytuacji społecznej. W szczególności w państwach członkowskich, w których występują nadmierne zakłócenia równowagi, sytuacja w zakresie zatrudnienia oraz sytuacja społeczna są nadal gorsze; w państwach, w których występują zakłócenia równowagi, sytuacja jest nieco bardziej zróżnicowana, co w dużej mierze odzwierciedla inny charakter zakłóceń równowagi oraz ich stopień.

W 2018 r. *stopa bezrobocia* jeszcze bardziej się obniżyła we wszystkich państwach członkowskich, choć w niektórych pozostaje na wysokim poziomie. Największą poprawę odnotowano w państwach, w których bezrobocie należy do najwyższych – spadek o ponad 2 punkty procentowe nastąpił w Chorwacji, na Cyprze i w Grecji. W 2018 r. pięć państw członkowskich (Grecja, Hiszpania, Chorwacja, Cypr i Włochy) nadał jednak przekraczało wartość progową zawartą w tabeli wyników dla procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, wynoszącą średnio 10 % w ciągu ostatnich 3 lat. W 2018 r. stopy bezrobocia były znacznie niższe (o ok. 4 punkty procentowe) od wartości szczytowych z 2013 r., ale w mniej więcej połowie państw członkowskich nadal przewyższały poziomy z 2008 r. W pierwszej połowie 2019 r. stopy bezrobocia nadal spadały, a w III kw. 2019 r. obniżyły się do 6,3 % w UE i 7,5 % w strefie euro.

We wszystkich państwach członkowskich odnotowano dalszą *poprawę wskaźników zatrudnienia*. Najwyższy poziom wskaźnika zatrudnienia w UE (osoby w wieku 20–64 l.) w 2018 r. wyniósł 73,2 % (72,0 % w strefie euro). W II kw. 2019 r. wskaźnik ten dalej wzrastał do rekordowego poziomu 73,9 %, który znacznie przewyższa szczytowy poziom 70,2 % sprzed kryzysu, odnotowany w 2008 r. Najwyższy wzrost liczby zatrudnionych w stosunku do 2017 r. odnotowano na Malcie (5,4 %), Cyprze (4,1 %), w Luksemburgu (3,7 %) oraz w Irlandii (3,2 %), natomiast najmniejszy wzrost zaobserwowano w Polsce (0,3 %), Rumunii (0,2 %) i we Włoszech (0,9 %).

Współczynnik aktywności zawodowej **nadal rósł prawie wszędzie w UE.** W ciągu ostatnich trzech lat spadek współczynnika aktywności zawodowej (osoby w wieku 15–64 l.) odnotowały tylko dwa państwa: Chorwacja i Hiszpania; w obu przypadkach spadek ten (-0,6 punktu procentowego) przekracza wartość progową zawartą w tabeli wyników, która wynosi -0,2. W ujęciu łącznym w 2018 r. współczynnik aktywności zawodowej osiągnął rekordowy poziom w UE i strefie euro (odpowiednio 73,7 % i 73,4 %), przekraczając o ok. 3,5 i 2,5 punktu procentowego poziomy sprzed kryzysu. Tendencja ta wynika głównie z większego uczestnictwa pracowników w starszym wieku i kobiet w rynku pracy.

Stopa *bezrobocia długotrwałego* i *bezrobocia młodzieży* poprawiła się w większym stopniu niż w przypadku pozostałych segmentów rynku pracy, ale w niektórych państwach UE nadal pozostaje wysoka. *Bezrobocie długotrwałe* zmniejszyło się w 2018 r. we wszystkich państwach członkowskich i wszystkie państwa odnotowały niższe poziomy niż trzy lata wcześniej. Najwyższe stopy bezrobocia długotrwałego odnotowano w Grecji (13,6 %), Hiszpanii (6,4 %), we Włoszech (6,2 %) i na Słowacji (4 %) i we wszystkich tych państwach z wyjątkiem Włoch spadki były znaczące w porównaniu z 2015 r. (ok. 5 punktów procentowych w Hiszpanii, 4,6 punktu procentowego w Grecji i 3,6 punktu procentowego na Słowacji). W ciągu trzech lat poprzedzających rok 2018 *stopa bezrobocia młodzieży* spadła we wszystkich państwach UE. W tym okresie w Chorwacji, na Cyprze, w Portugalii, na Słowacji i w Hiszpanii odnotowano spadki o co najmniej 10 punktów procentowych. Stopa bezrobocia młodzieży w dalszym ciągu przekracza jednak 30 % w Grecji, we Włoszech i w Hiszpanii. Jednocześnie w 2018 r. w UE odsetek młodzieży (osoby w wieku 15–24 l.) niekształcącej się, niepracującej ani nieszkolącej wynosił 9,6 %. Ponadto w kilku państwach członkowskich (Bułgaria, Chorwacja, Cypr, Grecja, Włochy, Rumunia i Hiszpania) odsetek ten wynosi powyżej 12 %.

Dalej zmniejszyło się ubóstwo i wykluczenie społeczne, choć w niektórych państwach członkowskich utrzymują się one na wysokich poziomach. W 2018 r. w UE odsetek osób zagrożonych ubóstwem lub wykluczeniem społecznym (wskaźnik AROPE) jeszcze się zmniejszył do poziomu 21,9 %. To około 3 punktów procentowych poniżej poziomu szczytowego odnotowanego w 2012 r[43]. Wprawdzie w trzech latach poprzedzających 2018 r. w większości państw obserwowano spadki, ale w Estonii, Luksemburgu, Zjednoczonym Królestwie i Niderlandach nastąpił wzrost, choć w niektórych przypadkach (w Niderlandach i Luksemburgu) poziom wyjściowy był stosunkowo niski. Pomimo znacznego spadku poziomu wskaźnika AROPE z niemal 39 % do 32,8 % w Bułgarii kraj ten nadal odnotowuje najwyższą wartość w UE; na następnym miejscu są Rumunia i Grecja (w obu przypadkach powyżej 30 %), a potem Łotwa i Litwa (nieco mniej niż 30 %). Najniższe poziomy wskaźnika AROPE obserwuje się w Czechach (12,2 %), a na następnych miejscach są: Słowenia (16,2 %), Słowacja (16,3 %), Finlandia (16,5 %) i Niderlandy (16,8 %). Mimo tych ogólnie pozytywnych zmian w zakresie ubóstwa i wykluczenia społecznego, pewne elementy składowe tych zjawisk zmieniają się w różny sposób, co jest źródłem niepokoju w niektórych państwach UE, na przykład:

- W ostatnich latach odsetek osób zagrożonych ubóstwem (wskaźnik AROP) wzrósł w jednej trzeciej państw członkowskich: największy wzrost w okresie trzyletnim odnotowano w Luksemburgu (3 punkty procentowe), Zjednoczonym Królestwie (2,3 punktu procentowego), Niderlandach (1,7 punktu procentowego) i Belgii (1,5 punktu procentowego), natomiast znaczący spadek nastąpił w Grecji, na Węgrzech, w Polsce i Portugali – w każdym z tych krajów

[43] Wskaźnik *zagrożenia ubóstwem lub wykluczeniem społecznym (AROPE)* odpowiada odsetkowi osób zagrożonych na podstawie co najmniej jednego z trzech wskaźników społecznych: 1) wskaźnika *zagrożenia ubóstwem* (AROP), który mierzy ubóstwo dochodowe w stosunku do rozkładu dochodów w obrębie państwa i jest obliczany jako odsetek osób, których dochód do dyspozycji (skorygowany o skład gospodarstwa domowego) wynosi poniżej 60 % mediany krajowej; 2) wskaźnika *pogłębionej deprywacji materialnej* (SMD), który obejmuje wskaźniki dotyczące braku środków i reprezentuje odsetek osób doświadczających co najmniej 4 z 9 rodzajów deprywacji, w oparciu o niezdolność do poniesienia niektórych konkretnych rodzajów wydatków; 3) wskaźnika *osób żyjących w gospodarstwach domowych o bardzo małej intensywności pracy* – osób w wieku 0–59 l. zamieszkujących gospodarstwa domowe, w których osoby dorosłe (w wieku 18–59 l.) w minionym roku przepracowały mniej niż 20 % swego łącznego potencjału pracy. Okresem odniesienia dochodu dla danych stanowiących podstawę tych wskaźników jest ustalony 12-miesięczny okres, jak na przykład poprzedni rok kalendarzowy lub podatkowy, do którego odnoszą się dane dotyczące wszystkich państw, z wyjątkiem Zjednoczonego Królestwa, dla którego okresem odniesienia dochodu jest rok bieżący, oraz Irlandii, dla której badanie jest stale w toku, a dane dotyczące dochodu są gromadzone za ostatnie dwanaście miesięcy.

w przedziale od 2 do 3 punktów procentowych.

- Z kolei pogłębiona deprywacja materialna zmniejszyła się w większości państw członkowskich UE w okresie trzech lat (a także w 2018 r.): w okresie trzyletnim zmniejszyła się o ponad 13 punktów procentowych w Bułgarii, natomiast w Chorwacji, na Cyprze, w Grecji, na Węgrzech, Łotwie, Malcie i w Rumunii odnotowano spadek o co najmniej 5 punktów procentowych.
- I wreszcie, w niemal wszystkich państwach UE ożywienie gospodarcze przyniosło spadek odsetka osób (w wieku poniżej 60 l.) żyjących w gospodarstwach domowych o bardzo małej intensywności pracy; wyjątkami są Luksemburg i Szwecja, gdzie odsetek ten wzrósł, oraz Finlandia, gdzie utrzymał się na stabilnym poziomie przez trzy lata poprzedzające 2018 r. Jednocześnie w 2018 r. ubóstwo pracujących nieznacznie wzrosło do 9,5 % dla całej UE i utrzymuje się na poziomie bliskim szczytowej wartości 9,6 % odnotowanej w 2016 r.

4. STRESZCZENIE GŁÓWNYCH ZMIAN I WNIOSKI POD KĄTEM NADZORU

Proces przywracania równowagi w strefie euro nie został jeszcze zakończony, natomiast przywrócenie równowagi zarówno deficytów, jak i nadwyżek obrotów bieżących jest kwestią pilną w obecnej sytuacji gospodarczej i byłoby korzystne dla wszystkich państw członkowskich. Większość dużych deficytów obrotów bieżących została wprawdzie skorygowana, ale w niektórych państwach strefy euro utrzymują się duże nadwyżki. Saldo strefy euro stopniowo ewoluowało i osiągnęło nadwyżkę, która zaczęła się nieznacznie zmniejszać głównie za sprawą zmniejszonego popytu eksportowego zza granicy. Rozpoczął się proces korekty nierównowagi zasobowej, która jednak pozostaje znacząca i przejawia się tym, że w niektórych państwach strefy euro MPI netto jest nadal zdecydowanie ujemna, natomiast w innych – zdecydowanie dodatnia i rosnąca. Jednostkowe koszty pracy wzrastały w szybszym tempie w państwach będących wierzycielami netto niż w państwach będącymi dłużnikami netto, czyli odwrotnie niż przed kryzysem finansowym. Trend ten utrzymuje się, chociaż osłabł w porównaniu z wcześniejszymi latami po okresie kryzysu, ponieważ kurczenie się zasobów pracy w państwach będących dłużnikami netto prowadzi do większego wzrostu płac w kontekście słabego wzrostu wydajności, natomiast wzrosty płac w państwach będących wierzycielami netto są ograniczone nawet po latach niskiego bezrobocia. Symetryczne przywracanie równowagi sald na rachunkach obrotów bieżących przyczyniłoby się do przezwyciężenia obecnej niskiej inflacji i niskich stóp procentowych, a jednocześnie wsparłoby proces zmniejszania zadłużenia i przywracania równowagi sald dłużników netto.

Wyzwania występują w szeregu państw członkowskich, a ich przyczyny i zakres są różne. Stopień wyzwań dla stabilności makroekonomicznej znacznie się różni w poszczególnych państwach członkowskich, w zależności od charakteru i zakresu podatności na zagrożenia oraz tendencji zagrażających stabilności, a także w zależności ich wzajemnego oddziaływania na siebie. Główne źródła potencjalnych zakłóceń równowagi łączą się ze sobą według przedstawionych poniżej różnych typologii:

- W szeregu państw członkowskich w dalszym ciągu występują głównie *liczne i wzajemnie powiązane podatności na zagrożenia związane z poziomem długu*. Taka sytuacja panuje zazwyczaj w państwach dotkniętych cyklami gwałtownych wzrostów i spadków akcji kredytowej powiązanymi z odwracaniem salda obrotów bieżących, co miało także wpływ na sektor bankowy i dług publiczny.

    - W przypadku Cypru i Grecji wysokie zadłużenie oraz duża ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto są powiązane z utrzymującymi się wyzwaniami dla sektora finansowego. Wprawdzie na Cyprze obserwuje się poprawę w zakresie kredytów zagrożonych i rentowności, a w Grecji proces zmniejszania wolumenu kredytów zagrożonych przyspieszył od 2018 r., ale poziomy tych kredytów nadal pozostają bardzo wysokie. W przypadku Grecji wzrost produktu potencjalnego jest niski przy wysokim (choć malejącym) bezrobociu.

    - W Chorwacji, Irlandii, Portugalii i Hiszpanii podatności na zagrożenia związane z narosłymi zakłóceniami równowagi są również znaczne, wielorakie i wzajemnie powiązane. W Bułgarii zadłużeniu przedsiębiorstw towarzyszą utrzymujące się problemy w sektorze finansowym, które państwo to rozwiązuje za pomocą prowadzonej polityki. W państwach tych zakłócenia równowagi zasobowej zmniejszają się dzięki przywróceniu nominalnego wzrostu gospodarczego, któremu towarzyszy w niektórych przypadkach ponowny silny wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych (w Irlandii oraz od niedawna w Portugalii) oraz ponowny

wzrost jednostkowego kosztu pracy i ograniczona poprawa konkurencyjności w Portugalii i Hiszpanii, a także silny wzrost jednostkowego kosztu pracy w Bułgarii.

- W kilku państwach członkowskich podatności na zagrożenia wiążą się głównie z *wysokim długiem sektora instytucji rządowych i samorządowych* oraz kwestiami dotyczącymi *wzrostu produktu potencjalnego* i *konkurencyjności*. Tak dzieje się szczególnie we Włoszech, gdzie podatności na zagrożenia wiążą się też z sektorem bankowym oraz z dużym, choć szybko malejącym, wskaźnikiem kredytów zagrożonych, w sytuacji słabej dynamiki na rynku pracy. Belgia i Francja zmagają się głównie z wysokim długiem sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz problemami związanymi z potencjałem wzrostu gospodarczego w warunkach ograniczonej konkurencyjności. We Francji rośnie stosunkowo wysoki poziom zadłużenia sektora prywatnego. W Belgii względnie wysokiemu i wciąż rosnącemu poziomowi zadłużenia gospodarstw domowych towarzyszy możliwe zawyżanie cen nieruchomości mieszkaniowych; pozycja zewnętrzna tego państwa pozostaje stabilna, choć w ostatnim czasie nieco osłabła.

- Niektóre państwa członkowskie charakteryzują się *dużymi i utrzymującymi się nadwyżkami na rachunku obrotów bieżących*, które w różnym stopniu odzwierciedlają również słabe spożycie prywatne i niski poziom inwestycji, wykraczające poza wartości, które wynikałyby z fundamentalnych parametrów gospodarczych. Dotyczy to w szczególności Niemiec i Niderlandów. W Niderlandach znaczna nadwyżka połączona jest z wysokim zadłużeniem gospodarstw domowych i wyraźnym wzrostem cen nieruchomości mieszkaniowych. Presję cen nieruchomości mieszkaniowych notuje się w ostatnim czasie także w Niemczech, jednak poziomy zadłużenia w tym państwie są stosunkowo niskie. Duże i utrzymujące się nadwyżki mogą odzwierciedlać niewykorzystane możliwości wzrostu i inwestycji krajowych, co pociąga za sobą konsekwencje dla reszty strefy euro w sytuacji, w której inflacja utrzymuje się przez dłuższy czas na poziomie poniżej wartości docelowej, a popyt zagraniczny spada.

- W niektórych państwach członkowskich *zmiany cen lub kosztów wskazują na potencjalne oznaki przegrzania, w szczególności w odniesieniu do rynku nieruchomości mieszkaniowych lub rynku pracy*.

  - W Szwecji, a w mniejszym stopniu także w Austrii, Danii, Luksemburgu i Zjednoczonym Królestwie, trwały wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych, obserwowany w ostatnich latach, ma miejsce w kontekście ewentualnych różnic w wycenie i znacznych poziomów zadłużenia gospodarstw domowych. Najnowsze dane wskazują na pewne korekty w dół pod względem cen nieruchomości mieszkaniowych i ich zawyżonego poziomu w Szwecji, a także na spowolnienie dynamiki wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych w innych przypadkach (z wyjątkiem Luksemburga). Szybszemu od niedawna wzrostowi cen nieruchomości mieszkaniowych w Czechach, na Węgrzech, na Łotwie, w Słowacji i Słowenii towarzyszy mniej oznak zawyżonego poziomu cen, przy czym w Czechach i na Słowacji obserwowany jest oprócz tego dalszy wzrost liczby kredytów hipotecznych zaciąganych przez gospodarstwa domowe i rosnące zadłużenie tego sektora. W Finlandii nie notuje się znacznego wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych ani oznak możliwego zawyżenia cen, a jedynie wysokie i wciąż rosnące zadłużenie gospodarstw domowych.

  - W Czechach, Estonii, na Węgrzech, Łotwie, Litwie, w Słowacji i Rumunii koszty pracy w dalszym ciągu rosną w stosunkowo szybkim tempie, natomiast konkurencyjność cenowa spada. W ostatnich latach silny wzrost jednostkowych kosztów pracy występował w połączeniu ze znaczną redukcją nadwyżki na rachunku obrotów bieżących na Węgrzech oraz z ograniczonym, lecz wciąż utrzymującym się deficytem obrotów bieżących w Słowacji.

W przypadku Rumunii przeciągający się bardzo silny wzrost jednostkowego kosztu pracy notuje się w kontekście nadal zwiększającego się deficytu obrotów bieżących i ekspansywnej polityki fiskalnej.

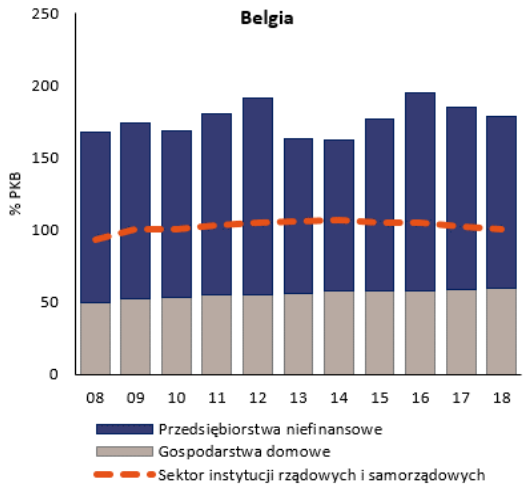
Ogólnie przeprowadzenie szczegółowej oceny sytuacji jest uzasadnione w przypadku 13 państw członkowskich: Bułgarii, Chorwacji, Cypru, Francji, Niemiec, Grecji, Irlandii, Włoch, Niderlandów, Portugalii, Rumunii, Hiszpanii i **Szwecji**. Wszystkie te państwa członkowskie poddano szczegółowej ocenie sytuacji w poprzednim rocznym cyklu nadzoru w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej i stwierdzono, że występują w nich zakłócenia lub nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej. Nowe szczegółowe oceny sytuacji umożliwią dokładniejszą analizę przedstawionych wyzwań i pomogą w ocenie potrzeb w zakresie polityki. W szczególności przyszłe szczegółowe oceny sytuacji zostaną przygotowane po to, aby ocenić, czy te zakłócenia równowagi pogłębiają się czy są korygowane, oraz aby zaktualizować obecne oceny. W niniejszym sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania zwraca się też uwagę na możliwe narastanie ryzyka w kilku innych państwach członkowskich, które na podstawie aktualnych informacji nie wydają się wymagać szczegółowej oceny sytuacji na tym etapie, niemniej jednak uzasadnione jest ich ścisłe monitorowanie, zwłaszcza w ramach najbliższych sprawozdań krajowych. Wspomniane ryzyko dotyczy w szczególności rozwoju sytuacji w zakresie konkurencyjności (Czechy, Estonia, Węgry, Łotwa, Litwa i Słowacja) oraz cen nieruchomości mieszkaniowych, rynków nieruchomości mieszkaniowych i zadłużenia gospodarstw domowych (Austria, Belgia, Czechy, Dania, Finlandia, Węgry, Luksemburg, Słowacja, Słowenia i Zjednoczone Królestwo).

5. ZAKŁÓCENIA RÓWNOWAGI, CZYNNIKI RYZYKA I KOREKTA: UWAGI DOTYCZĄCE POSZCZEGÓLNYCH PAŃSTW CZŁONKOWSKICH

Belgia: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej *nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej* w Belgii. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – mianowicie zmiana realnego efektywnego kursu walutowego, zadłużenie sektora prywatnego oraz dług sektora instytucji rządowych i samorządowych – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

W 2018 r. odnotowano niewielki deficyt obrotów bieżących, natomiast dodatnia międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto jest wysoka. Mimo niewielkiego wzrostu wydajności wzrost jednostkowego kosztu pracy pozostał ograniczony ze względu na umiarkowane podwyżki płac. Zmiana realnego efektywnego kursu walutowego w ujęciu trzyletnim wykazała dalszy wzrost i przekroczyła wartość progową, chociaż zmiana w ujęciu jednego roku wykazała jedynie umiarkowane przyspieszenie. Udział w rynkach eksportowych utrzymuje się w zasadzie na stałym poziomie. Zmniejsza się wysoka relacja zadłużenia przedsiębiorstw do PKB, choć wysokość tego wskaźnika zawyżają powszechne transgraniczne pożyczki wewnątrzgrupowe. Zadłużenie gospodarstw domowych, głównie związane z kredytami hipotecznymi, jest stosunkowo wysokie i wciąż rośnie, natomiast realne ceny nieruchomości mieszkaniowych w ostatnich latach rosły w umiarkowanym tempie i widać oznaki możliwego zawyżenia cen. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych jest wysoki i zmniejsza się jedynie powoli. W dalszym ciągu dobrze przebiega proces tworzenia miejsc pracy, a stopa bezrobocia spadła do rekordowo niskiego poziomu. Wysoki jest wskaźnik bierności zawodowej.

*Wykres A1: **Zadłużenie w poszczególnych sektorach gospodarki***



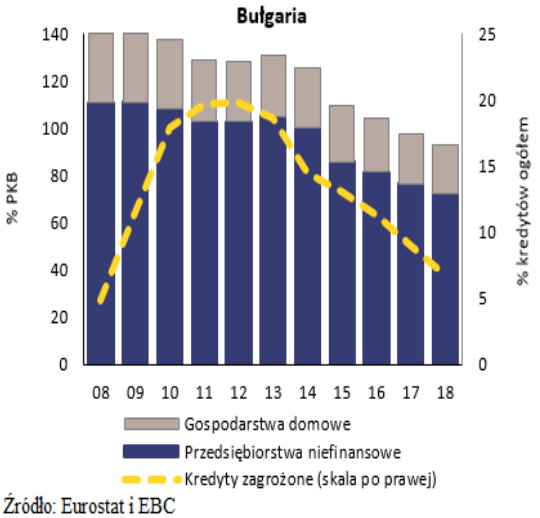
Źródło: Eurostat

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z długiem publicznym, a także z zadłużeniem prywatnym, choć ryzyko pozostaje ograniczone. W związku z tym Komisja nie będzie na tym etapie przeprowadzać pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Bułgaria: W lutym 2019 r. Komisja stwierdziła, że w Bułgarii występują *zakłócenia równowagi*, związane w szczególności z podatnością na zagrożenia w sektorze finansowym, w połączeniu z wysokim zadłużeniem i kredytami zagrożonymi w sektorze przedsiębiorstw. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – mianowicie międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto) oraz wzrost nominalnego jednostkowego kosztu pracy – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Wzmocniła się jeszcze bardziej pozycja zewnętrzna gospodarki dzięki rosnącej nadwyżce na rachunku obrotów bieżących i szybkiej poprawie ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, która zbliża się do wartości progowej. Choć odnotowano skumulowany wzrost udziałów w rynku eksportowym, to kurczące się zasoby pracy oraz niedobór wykwalifikowanych pracowników spowodowały wzrost płac. W efekcie wzrost jednostkowego kosztu pracy znacznie przekracza wartość progową, na co należy zwrócić uwagę. W kontekście korzystnych warunków ekonomicznych i finansowych powszechnie zwiększyły się poziomy kapitałów i poprawiły wskaźniki płynności sektora bankowego. Wzrost akcji kredytowej jest silny i w pełni finansowany ekspansją bazy depozytowej. Maleje odsetek kredytów zagrożonych, ale w przypadku przedsiębiorstw niefinansowych i banków krajowych wciąż jest stosunkowo wysoki. Wprowadzono już albo są właśnie wprowadzane środki mające wzmocnić nadzór bankowy i pozabankowy. Niemniej jednak utrzymują się pewne wyzwania i podatności na zagrożenia związane z niedoborem kapitału w niektórych instytucjach bankowych oraz z problemami w sektorze ubezpieczeń. Zadłużenie przedsiębiorstw znacznie spadło, ale wciąż jest stosunkowo wysokie. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych jest na niskim poziomie i stale się obniża. Ceny nieruchomości mieszkaniowych nadal rosną, ale wolniej i zgodnie z fundamentalnymi parametrami gospodarczymi. Gwałtownie rośnie liczba kredytów hipotecznych i pozwoleń na budowę, więc rozwój tej sytuacji w przyszłości wymaga szczególnej uwagi. Bezrobocie spadło do bardzo niskich poziomów, a współczynnik aktywności zawodowej, choć niski, w dalszym ciągu rośnie.

Wykres A2: Zadłużenie sektora prywatnego i kredyty zagrożone



Źródło: Eurostat i EBC

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z utrzymującymi się podatnościami na zagrożenia w sektorze finansowym. W związku z tym Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w lutym – że uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.

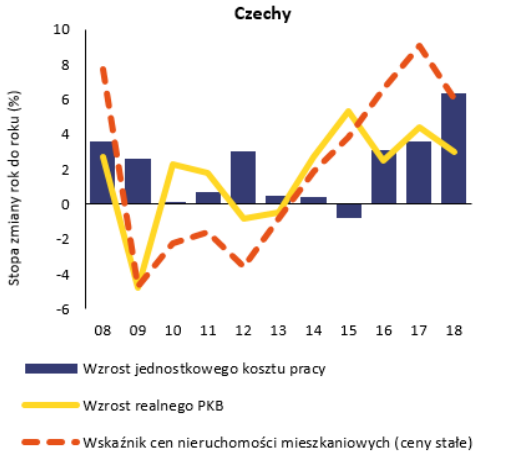
Czechy: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej *nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej* w Czechach. W zaktualizowanej tabeli wyników kilka wskaźników – mianowicie realny efektywny kurs walutowy, wzrost nominalnego jednostkowego kosztu pracy oraz wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych – przekracza orientacyjne wartości progowe.

Na rachunku obrotów bieżących notuje się niewielką, lecz malejącą nadwyżkę, a ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto w dalszym ciągu ulegała zmniejszeniu. Po wygaśnięciu w kwietniu 2017 r. zobowiązania banku centralnego dotyczącego kursu walutowego nastąpił wzrost realnego efektywnego kursu walutowego, zwłaszcza w 2018 r. Nominalny jednostkowy koszt pracy wzrósł znacząco, w kontekście dużych podwyżek płac i znacznych niedoborów na rynku pracy, w przyszłości oczekuje się jednak spowolnienia tego wzrostu. Dotychczas odnotowuje się wzrost udziału w rynkach eksportowych. Jednocześnie państwo to narażone jest na ryzyko związane z warunkami polityki handlowej oraz możliwym zakłóceniem globalnych łańcuchów wartości. W 2018 r. nadal utrzymywał się znaczny wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych, ale jego

tempo było wolniejsze niż w 2017 r. Ponadto zadłużenie sektora prywatnego, w tym gospodarstw domowych, jest stosunkowo niskie. Sektor bankowy jest bardzo silny i notuje jedynie bardzo niewielki odsetek kredytów zagrożonych. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych w dalszym ciągu maleje i w budżecie państwa od 2016 r. notuje się nadwyżkę. Dalej spada wskaźnik bezrobocia, a na rynku pracy utrzymuje się bardzo duży niedobór zasobów pracy.

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z konkurencyjnością i presją na rynku nieruchomości mieszkaniowych, choć ryzyko wydaje się w dużej mierze ograniczone. W związku z tym Komisja na tym etapie nie będzie przeprowadzała dalszej pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

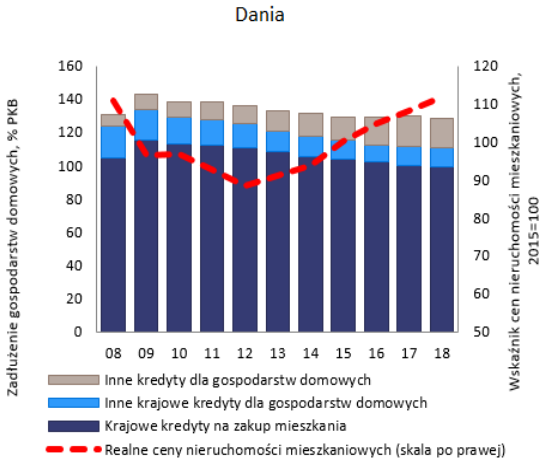
Wykres A3: ***PKB, jednostkowy koszt pracy i ceny nieruchomości mieszkaniowych***



Źródło: Eurostat

Dania: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej *nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej* w Danii. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – mianowicie saldo obrotów bieżących oraz zadłużenie sektora prywatnego – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Wykres A4: ***Zadłużenie gospodarstw domowych i wskaźnik cen nieruchomości mieszkaniowych***



Źródło: Eurostat i EBC

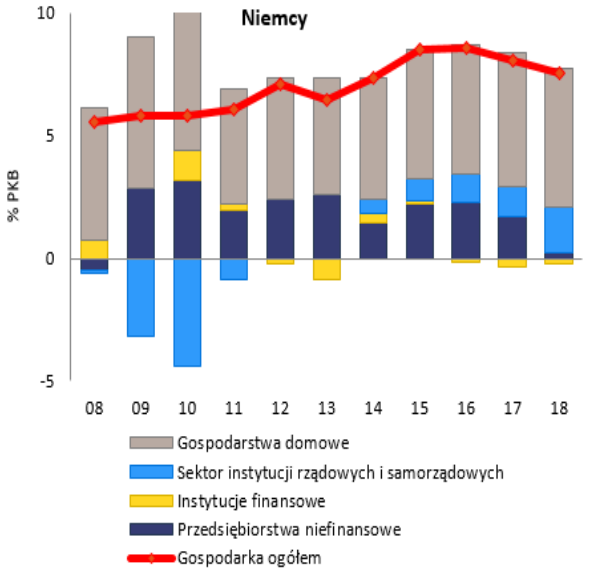
Saldo obrotów bieżących w dalszym ciągu wykazuje duże, choć zmniejszające się, nadwyżki. W ostatnim czasie nadwyżka na rachunku obrotów bieżących zmniejszyła się, co miało związek z tym, że przedsiębiorstwa mniej oszczędzały oraz inwestowały w większym stopniu na rynku krajowym. Kolejne nadwyżki doprowadziły do zdecydowanie dodatniej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, generując dodatnie dochody pierwotne netto, co z kolei zwiększa dodatnie saldo na rachunku obrotów bieżących. Wzrost wydajności został zahamowany, co negatywnie wpływa na wskaźniki konkurencyjności kosztowej, a ponadto odnotowano niewielkie straty udziału w rynkach eksportowych. W efekcie starań o zmniejszenie zadłużenia i dzięki środkom z zakresu polityki makroostrożnościowej ograniczającym zaciąganie kredytów obciążonych wysokim ryzykiem zwiększyły się oszczędności gospodarstw domowych. Jednocześnie jednak dalej wzrasta zadłużenie, do czego przyczyniają się niskie koszty finansowania i korzystne warunki podatkowe. Ogółem zadłużenie gospodarstw domowych wyrażone jako odsetek PKB pozostaje najwyższe w UE, pomimo powoli postępującego zmniejszania zadłużenia. Zadłużenie przedsiębiorstw, z drugiej strony, jest na umiarkowanym poziomie. Realne ceny nieruchomości mieszkaniowych rosną w stałym, lecz umiarkowanym tempie, natomiast wskaźniki wyceny wskazują na pewne oznaki zawyżenia cen. Sytuacja na rynku pracy nadal się poprawia, a wzrost zatrudnienia jest stabilny. Niedobory na rynku pracy są powszechne, ale w ostatnim czasie zmalały, co ogranicza presję na wzrost płac.

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z nadwyżką zewnętrzną i wysokim zadłużeniem gospodarstw domowych, w tym w sektorze nieruchomości mieszkaniowych, ale ryzyko wydaje się ograniczone. W związku z tym Komisja na tym etapie nie będzie przeprowadzała dalszej pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Niemcy: W lutym 2019 r. Komisja doszła do wniosku, że w Niemczech występują *zakłócenia równowagi makroekonomicznej*, w szczególności związane z dużą nadwyżką na rachunku obrotów bieżących, która wynika z ograniczonych inwestycji spowodowanych oszczędnościami w sektorach zarówno prywatnym, jak i publicznym. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – mianowicie saldo obrotów bieżących, realny efektywny kurs walutowy oraz dług sektora instytucji rządowych i samorządowych – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Saldo obrotów bieżących w dalszym ciągu wykazuje bardzo dużą nadwyżkę, choć w 2018 r. nadwyżka ta nieco się zmniejszyła. W sytuacji osłabienia handlu zagranicznego większego znaczenia jako motor wzrostu nabiera popyt krajowy. Przewiduje się zatem, że nadwyżka na rachunku obrotów bieżących będzie się nadal zmniejszać, ale pozostanie na wysokim poziomie i przyczyni się do dalszej poprawy już obecnie wysokiej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. Słaby wzrost wydajności przyczynił się do wzrostu jednostkowego kosztu pracy, w dalszym ciągu wzrastał też realny efektywny kurs walutowy. Zwiększyło się tempo wzrostu płacy nominalnej, między innymi z powodu jednorazowych środków polityki zastosowanych w sytuacji kurczących się zasobów pracy, przewiduje się jednak, że w najbliższym okresie wzrost ten będzie bardziej umiarkowany. W 2018 r. nastąpiło znaczne spowolnienie wzrostu eksportu, czemu towarzyszyły niewielkie straty udziału w rynkach eksportowych w ujęciu rocznym. Wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych i kosztów budowy wymaga zwrócenia uwagi, również w odniesieniu do regionalnych dysproporcji w cenach i dostępności nieruchomości mieszkaniowych. Inwestycje w nieruchomości mieszkaniowe nadal rosną, ale wciąż pozostają w tyle za potrzebami mieszkaniowymi w obszarach metropolitalnych. Wzrost akcji kredytowej stopniowo się umacnia. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych nadal spadał i oczekuje się, że do 2019 r. spadnie poniżej wartości progowej wynoszącej 60 % PKB. Jednocześnie wciąż obserwuje się znaczne zaległości w inwestycjach publicznych, mimo że od kilku lat poziom inwestycji wzrasta. Bezrobocie ogółem, jak również bezrobocie młodzieży i bezrobocie długotrwałe są na rekordowo niskim poziomie, nawet w obliczu zahamowania dalszej poprawy sytuacji na rynku pracy.

Wykres A5: Wierzytelności/zadłużenie netto w podziale według sektorów



Źródło: Eurostat

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z utrzymującą się nadwyżką oszczędności w stosunku do inwestycji. Znajduje to odzwierciedlenie w wysokiej, lecz stopniowo zmniejszającej się nadwyżce na rachunku obrotów bieżących, która wskazuje na konieczność kontynuacji procesu przywracania równowagi. W związku z tym Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w lutym – że przydatna będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.

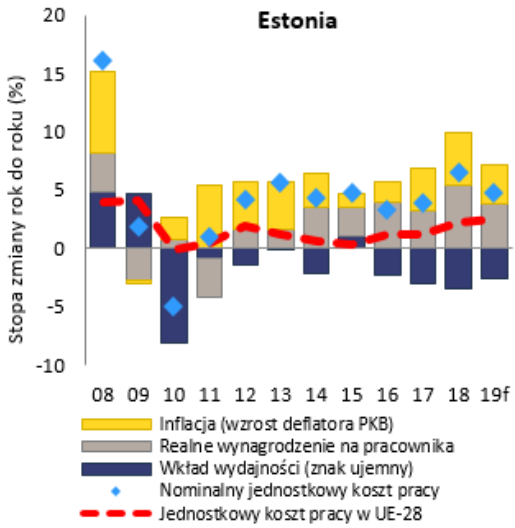
Estonia: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej *nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej* w Estonii. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – mianowicie realny efektywny kurs walutowy oraz wzrost nominalnego jednostkowego kosztu pracy – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Na rachunku obrotów bieżących notuje się stabilną nadwyżkę, a ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto poprawiła się. W 2018 r. odnotowano przyspieszenie wzrostu realnego efektywnego kursu walutowego, co spowodowało, że wskaźnik ten przekroczył wartość progową. Nastąpiło także dalsze przyspieszenie wzrostu jednostkowego kosztu pracy, spowodowane presją cen krajowych i presją na wzrost płac, zwłaszcza w sektorze publicznym, w efekcie kurczących się zasobów pracy. Odnotowano niewielki skumulowany wzrost udziałów w rynku eksportowym. Poziomy długu

publicznego i zadłużenia sektora prywatnego są stosunkowo niskie. Ponadto zadłużenie sektora prywatnego dalej maleje, odzwierciedlając utrzymującą się dynamikę zmniejszania zadłużenia. Wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych spowolnił, osiągając umiarkowany poziom. Kurczące się zasoby pracy znajdują odzwierciedlenie w stosunkowo niskiej stopie bezrobocia oraz bardzo wysokim współczynniku aktywności zawodowej na tle UE.

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z nominalnym jednostkowym kosztem pracy oraz realnym efektywnym kursem walutowym, ale ryzyko wydaje się ograniczone. W związku z tym Komisja nie będzie na tym etapie przeprowadzać dalszej pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Wykres A6: ***Rozkład jednostkowych kosztów pracy***

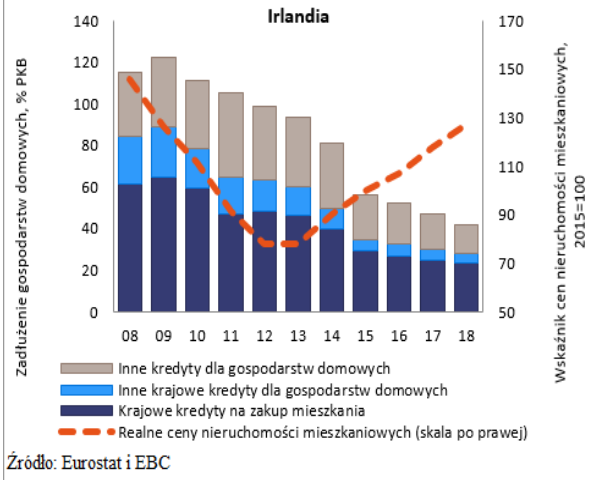


Źródło: Służby Komisji

Irlandia: W lutym 2019 r. Komisja stwierdziła, że w Irlandii występują *zakłócenia równowagi makroekonomicznej*, w szczególności obejmujące słabości wynikające z wysokiego poziomu długu publicznego i zadłużenia sektora prywatnego oraz zobowiązań zagranicznych netto. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – mianowicie międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto), zadłużenie sektora prywatnego, dług publiczny oraz wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Saldo obrotów bieżących w 2017 r. było na zasadniczo zrównoważonym poziomie, lecz w 2018 r. wykazało dużą nadwyżkę. Ta znacząca zmiana wynika częściowo z działalności korporacji wielonarodowych. Zmodyfikowany pomiar salda obrotów bieżących, który lepiej odzwierciedla krajową działalność gospodarczą, wskazuje na mniejszą nadwyżkę w 2018 r. MPI netto wciąż ma wysoką wartość ujemną, między innymi z powodu działalności korporacji wielonarodowych i dużego finansowego centrum offshore o ograniczonych powiązaniach z gospodarką krajową. Ze względu na silny wzrost gospodarczy relacja długu publicznego do PKB spada, ale poziom zadłużenia utrzymuje się na wysokim poziomie. Zadłużenie sektora prywatnego wciąż jest bardzo wysokie, choć stale się zmniejsza. Gospodarstwa domowe w dalszym ciągu zmniejszały zadłużenie, a irlandzkie banki obniżyły swoje ekspozycje wobec przedsiębiorstw krajowych, co sugeruje stałe zmniejszanie zadłużenia przedsiębiorstw. Choć ceny nieruchomości mieszkaniowych w 2018 r. nadal rosły, to tempo ich wzrostu znacznie spowolniło w ciągu roku. W dalszym ciągu problemem jest jednak przystępność cenowa mieszkań. Wskaźnik kredytów zagrożonych w ostatnich latach stale się zmniejsza i banki są dobrze dokapitalizowane, ale poziomy rezerw są stosunkowo niskie. Nadal ograniczona rentowność banków stopniowo się poprawia. Spada stopa bezrobocia i zbliża się do poziomów sprzed kryzysu.

Wykres A7: Zadłużenie gospodarstw domowych i wskaźnik cen nieruchomości mieszkaniowych



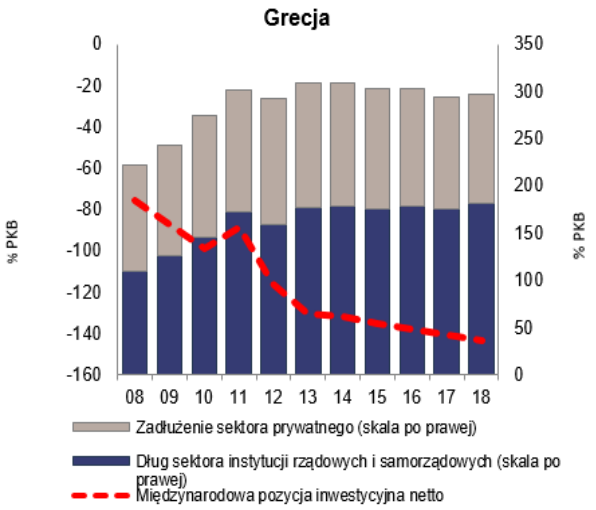
Źródło: Eurostat i EBC

Ogólnie w analizie ekonomicznej tabeli wyników uwagę zwracają kwestie związane ze zmiennością pozycji zewnętrznej, poziomem zadłużenia sektora prywatnego i długu publicznego, jak również z rynkiem nieruchomości mieszkaniowych. W związku z tym Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w lutym – że uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.

Grecja: W lutym 2019 r. Komisja stwierdziła, że w Grecji występują *nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej*, w szczególności obejmujące wysoki dług sektora instytucji rządowych i samorządowych, ujemną pozycję zewnętrzną oraz wysoki udział kredytów zagrożonych w sytuacji wysokiego, choć zmniejszającego się poziomu bezrobocia i niskiego potencjalnego wzrostu. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – mianowicie międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto), dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz stopa bezrobocia – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Na znacząco ujemną pozycję zewnętrzną Grecji składają się w dużej mierze zobowiązania netto z tytułu zadłużenia, w szczególności zagranicznego długu publicznego, który najczęściej został udzielony na wysoce preferencyjnych warunkach przez podmioty z sektora oficjalnego. Umiarkowany wzrost nominalnego PKB i ujemne saldo obrotów bieżących, które zwiększyło się jeszcze w 2018 r., uniemożliwiają szybszą korektę wysokiego poziomu zobowiązań zagranicznych netto. W 2018 r. odnotowano dodatni wzrost nominalnego jednostkowego kosztu pracy przy zerowym wzroście wydajności pracy. Podwyżki płac doprowadziły do dalszego wzrostu realnego efektywnego kursu walutowego, podczas gdy w 2018 r., już drugi rok z rzędu, odnotowano wzrost udziału w rynkach eksportowych. Dług publiczny jest bardzo wysoki, ale przewiduje się, że w nadchodzących latach będzie się stopniowo zmniejszać, przy czym jego zrównoważony charakter opiera się na środkach na rzecz redukcji długu uzgodnionych przez europejskich partnerów w 2018 r. Realne ceny nieruchomości mieszkaniowych zaczęły rosnąć w 2018 r., po dziesięciu latach spadku cen. Wzrost akcji kredytowej sektora prywatnego jest ujemny w związku ze zmniejszaniem zadłużenia, a wysoki udział kredytów zagrożonych powoli się zmniejsza. Bezrobocie spada, jednak nadal pozostaje bardzo wysokie, w szczególności bezrobocie długotrwałe i bezrobocie młodzieży.

Wykres A8: ***MPI netto, zadłużenie sektora prywatnego i dług sektora instytucji rządowych i samorządowych***



Źródło: Eurostat

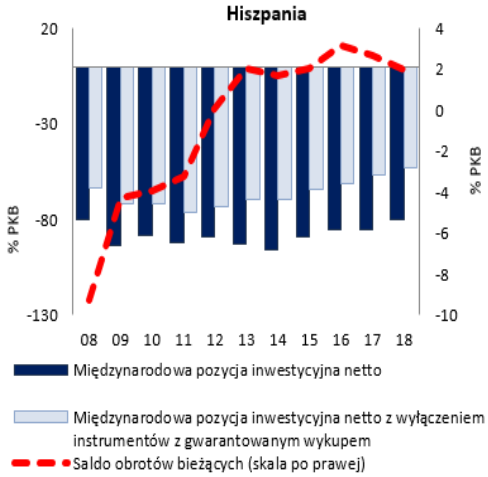
Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z wysokim długiem publicznym, ujemną międzynarodową pozycją inwestycyjną oraz wysokim udziałem kredytów zagrożonych – a wszystko to w kontekście wysokiego bezrobocia, niskiego wzrostu wydajności oraz słabej dynamiki inwestycji. W związku z tym Komisja uważa – biorąc również pod uwagę nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej stwierdzone w lutym – że przydatne będzie przeprowadzenie pogłębionej analizy dotyczącej utrzymywania się ryzyka makroekonomicznego i monitorowanie postępów w ograniczaniu nadmiernego zakłócenia równowagi.

Hiszpania: W lutym 2019 r. Komisja stwierdziła, że w Hiszpanii występują *zakłócenia równowagi makroekonomicznej* dotyczące wysokich poziomów zadłużenia zewnętrznego i wewnętrznego (zarówno sektora prywatnego, jak i publicznego) w sytuacji wysokiego bezrobocia. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – mianowicie międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto), relacja długu publicznego do PKB, zadłużenie sektora prywatnego, stopa bezrobocia oraz spadek współczynnika aktywności zawodowej – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Saldo obrotów bieżących stale wykazuje nadwyżkę, choć w 2018 r. nadwyżka ta zmalała. Ujemna MPI netto poprawia się, ale wciąż jest bardzo wysoka. Nominalny jednostkowy koszt pracy wzrósł nieznacznie w kontekście blisko zerowego wzrostu wydajności. Względny wzrost konkurencyjności kosztowej był najważniejszym źródłem wzrostu konkurencyjności od czasu kryzysu. Pomimo pewnego osłabienia w 2018 r., częściowo spowodowanego czynnikami przejściowymi, odnotowano umiarkowany wzrost eksportu, a udział w rynkach eksportowych pozostał zasadniczo niezmieniony. Wciąż konieczne jest zmniejszenie zadłużenia, mimo że zadłużenie sektora prywatnego w 2018 r. nadal

spadało. W dalszym ciągu następował spadek relacji zadłużenia przedsiębiorstw do PKB, ale wolniej ze względu na niewielki dodatni wzrost nowych kredytów. W przypadku gospodarstw domowych relacja zadłużenia do PKB wciąż się zmniejszała, mimo iż w 2018 r. wzrost akcji kredytowej przybrał wartość dodatnią. Realne ceny nieruchomości mieszkaniowych nadal rosną i wydaje się, że przestaje występować zjawisko zaniżania cen. Silny wzrost gospodarczy był główną siłą napędową redukcji deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych w ostatnich latach, ale utrzymujący się deficyt oznacza, że wciąż wysoki wskaźnik długu sektora instytucji rządowych i samorządowych zmniejsza się jedynie powoli. Bezrobocie spada w szybkim tempie, ale wciąż jest bardzo wysokie i przekracza poziomy sprzed kryzysu, zwłaszcza w przypadku młodzieży i pracowników niewykwalifikowanych.

*Wykres A9: **MPI netto i saldo obrotów bieżących***



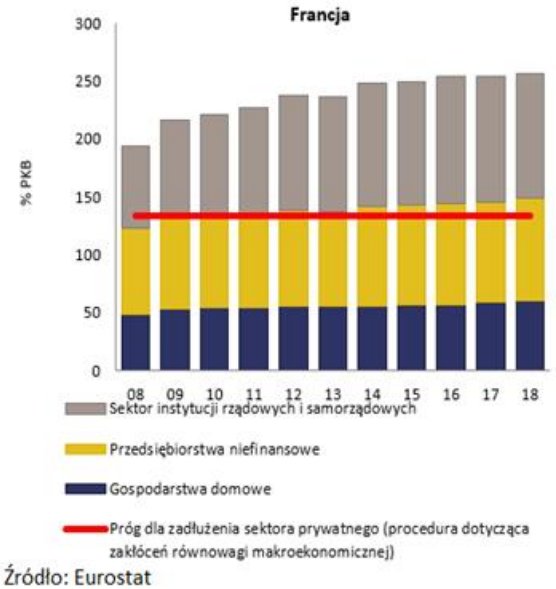
Źródło: Służby Komisji

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane ze stabilnością zewnętrzną, zadłużeniem sektora prywatnego i długiem publicznym przy wysokim bezrobociu i słabym wzroście wydajności. W związku z tym Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w lutym – że uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.

Francja: W lutym 2019 r. Komisja stwierdziła, że we Francji występują *zakłócenia równowagi makroekonomicznej*, w szczególności dotyczące wysokiego poziomu długu publicznego oraz słabej dynamiki konkurencyjności przy niskim wzroście wydajności. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – mianowicie dług sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz zadłużenie sektora prywatnego – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Na rachunku obrotów bieżących notuje się ograniczony i stały deficyt, natomiast międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto jest w niewielkim stopniu ujemna. Udział w rynkach eksportowych nie zmienił się w 2018 r., zarówno w ujęciu rocznym, jak i w oparciu o wskaźnik pięcioletni. Wzrost jednostkowego kosztu pracy został ograniczony i wynosi mniej niż średnia dla strefy euro, ale wzrost wydajności pracy jest słaby. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych zatrzymał się na rekordowo wysokim poziomie w 2018 r., potwierdzając, że przestrzeń fiskalna konieczna do zaradzenia przyszłym wstrząsom jest ograniczona. Przepływy kredytowe do sektora prywatnego pozostały na stosunkowo wysokim poziomie, w wyniku czego nieco wzrosła już wysoka relacja zadłużenia sektora prywatnego do PKB. Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych przekraczało poziom wynikający z fundamentalnych parametrów gospodarczych, natomiast zadłużenie gospodarstw domowych było bardziej ograniczone.

*Wykres A10: **Zadłużenie w poszczególnych sektorach gospodarki***



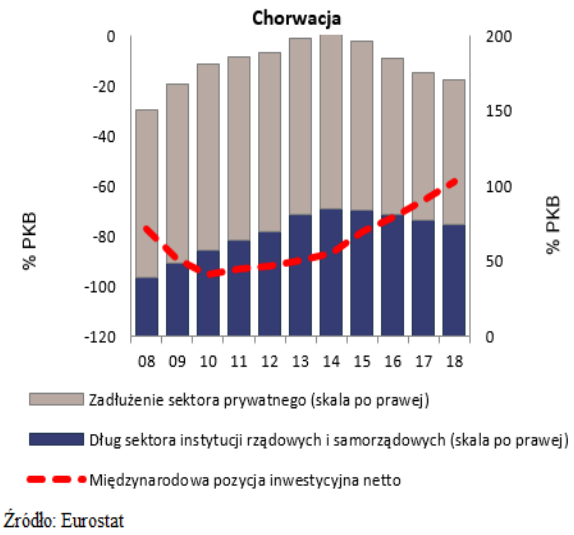
Źródło: Eurostat

W ostatnich latach realne ceny nieruchomości mieszkaniowych rosły w umiarkowanym lecz stałym tempie i widać oznaki możliwego zawyżenia poziomu cen. Sektor bankowy wydaje się być odporny, ale współwystępowanie wysokiego długu publicznego i wysokiego zadłużenia sektora prywatnego może stwarzać ryzyko. Ponadto, utrzymujące się niskie stopy oprocentowania mogą ciążyć na rentowności banków. Wskaźnik bezrobocia obniżył się jeszcze bardziej i obecnie jest poniżej wartości progowej. Poprawiała się też dalej sytuacja, jeżeli chodzi o bezrobocie długotrwałe i bezrobocie młodzieży.

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z wysokim zadłużeniem oraz z niską, choć stabilną, konkurencyjnością przy słabym wzroście wydajności. W związku z tym Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w lutym – że uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.

Chorwacja: W lutym 2019 r. Komisja stwierdziła, że w Chorwacji występują *zakłócenia równowagi makroekonomicznej* związane z wysokimi poziomami długu publicznego, zadłużenia sektora prywatnego i zadłużenia zewnętrznego – przy niskim potencjalnym wzroście. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – mianowicie międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto), dług publiczny, stopa bezrobocia i spadek współczynnika aktywności zawodowej – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Wykres A11: ***MPI netto, zadłużenie sektora prywatnego i dług sektora instytucji rządowych i samorządowych***



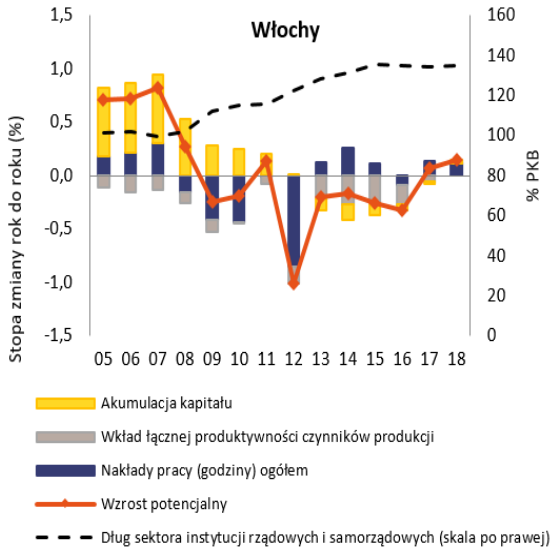
Źródło: Eurostat

Ujemna MPI netto znacznie się zmniejszyła w związku z utrzymującymi się nadwyżkami na rachunku obrotów bieżących, ale wciąż jest duża. Jednostkowy koszt pracy przybrał wartość dodatnią w 2018 r., podczas gdy wzrost wydajności pracy był bardzo słaby. Od 2013 r. notuje się nieprzerwany wzrost udziału w rynkach eksportowych, ale jego tempo maleje. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych jest wysoki, ale zmniejsza się, do czego przyczyniają się niewielkie nadwyżki budżetowe. Zadłużenie gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w dalszym ciągu spada, ale jest stosunkowo wysokie. Ogólnie, znaczna część zadłużenia jest denominowana w walutach obcych, co stwarza ryzyko walutowe. Podczas gdy ograniczony wzrost akcji kredytowej przyczynia się do redukcji poziomów zadłużenia sektora prywatnego, obawy wzbudza częstsze korzystanie przez gospodarstwa domowe z pożyczek gotówkowych na cele ogólne. Jednocześnie sektor finansowy znajduje się pod presją wysokich, choć zmniejszających się, poziomów kredytów zagrożonych i pewnej ekspozycji na ryzyko walutowe. Wskaźnik bezrobocia szybko spada, ale wciąż jest stosunkowo wysoki. Współczynnik aktywności zawodowej utrzymuje się na niskim poziomie, a liczba ludności w wieku produkcyjnym maleje. Do tego dochodzi słaby wzrost wydajności pracy, co w gospodarce nadrabiającej zaległości hamuje potencjał wzrostu gospodarczego.

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z zobowiązaniami zagranicznymi, długiem publicznym i zadłużeniem sektora prywatnego oraz wysokim udziałem kredytów zagrożonych przy nadal wysokim bezrobociu i słabym wzroście wydajności. W związku z tym Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w lutym – że uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.

Włochy: W lutym 2019 r. Komisja stwierdziła, że we Włoszech występują *nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej*, w szczególności dotyczące zagrożeń związanych z bardzo wysokim poziomem długu publicznego oraz utrzymującym się słabym wzrostem wydajności przy wciąż wysokim udziale kredytów zagrożonych i wysokiej stopie bezrobocia. W zaktualizowanej tabeli wyników dług sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz stopa bezrobocia w dalszym ciągu przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Wykres A.12: ***Potencjał wzrostu gospodarczego i dług publiczny***



Źródło: Służby Komisji

Pozycja zewnętrzna jest stabilna, do czego przyczyniają się zbliżona do równowagi międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto i nadwyżka na rachunku obrotów bieżących. Część tej nadwyżki wiąże się z ograniczonym popytem wewnętrznym i słabym wzrostem płac. Stagnacja wzrostu wydajności negatywnie wpływa na konkurencyjność pozacenową i wzrost potencjalnego PKB, co z kolei utrudnia zmniejszanie długu publicznego. Słaby wzrost wydajności spowodowany jest niskim poziomem inwestycji i innowacji, niesprzyjającym otoczeniem działalności gospodarczej, ograniczeniami dotyczącymi finansowania, niedoborem wykwalifikowanych pracowników oraz zmianami sektorowymi. Wzrost jednostkowego kosztu pracy jest ograniczony, a udział w rynkach eksportowych zasadniczo stabilny. Relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB wzrosła w 2018 r. i istnieje ryzyko, że będzie dalej rosnąć w 2019 r. ze względu na słabe perspektywy gospodarcze i pogarszające się saldo pierwotne. Pozytywną zmianą jest znaczący spadek rentowności obligacji skarbowych. Odnotowano duży postęp w naprawie bilansów banków w związku ze spadkiem udziału kredytów zagrożonych, ale akcja kredytowa na rzecz przedsiębiorstw niefinansowych jest na niskim poziomie. W sektorze finansowym utrzymują się podatności na zagrożenia, w szczególności dla małych i średnich banków, których bilanse nadal obejmują duże wolumeny kredytów zagrożonych i które są bardziej narażone na ryzyko związane z posiadaniem obligacji państwowych niż duże banki. Wskaźniki bezrobocia i zatrudnienia uległy korzystnym zmianom. Stopa bezrobocia, szczególnie w przypadku młodzieży i osób długotrwale bezrobotnych, wciąż jednak jest wysoka, a uczestnictwo w rynku pracy, zwłaszcza kobiet, jest niskie, co stwarza ryzyko dla zdolności tych osób do zatrudnienia oraz dla wzrostu gospodarczego w przyszłości.

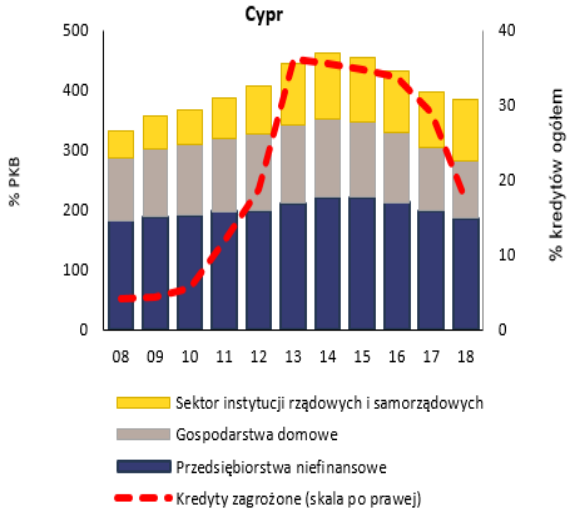
Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z wysokim poziomem długu publicznego, niskim wzrostem wydajności i słabymi wynikami rynku pracy oraz podatnościami na zagrożenia w sektorze bankowym, które przyczyniają się do niskiego wzrostu potencjalnego, co z kolei utrudnia zmniejszanie długu publicznego. W związku z tym Komisja uważa – biorąc również pod uwagę nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej stwierdzone w lutym – że przydatne będzie przeprowadzenie pogłębionej analizy dotyczącej utrzymywania się ryzyka makroekonomicznego i monitorowanie postępów w ograniczaniu nadmiernego zakłócenia równowagi.

Cypr: W lutym 2019 r. Komisja stwierdziła, że na Cyprze występują *nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej*, w szczególności dotyczące bardzo wysokiego udziału kredytów zagrożonych, wysokich poziomów zadłużenia sektora prywatnego, długu publicznego i zadłużenia zewnętrznego,

przy wciąż stosunkowo wysokiej stopie bezrobocia i słabym potencjalnym wzroście. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – mianowicie saldo obrotów bieżących, międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto), zadłużenie sektora prywatnego, dług sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz stopa bezrobocia – wciąż przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Deficyt obrotów bieżących w 2018 r. wciąż utrzymywał się na znacząco ujemnym poziomie, co było efektem silnego popytu wewnętrznego i ujemnych oszczędności gospodarstw domowych. Dynamika salda obrotów bieżących nie sprzyja zapewnieniu ostrożnościowej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, nawet przy uwzględnieniu spółek specjalnego przeznaczenia. Wzrost jednostkowego kosztu pracy został ograniczony, a udział w rynkach eksportowych w 2018 r. był zasadniczo stabilny. Zadłużenie sektora prywatnego należy do największych w UE, zarówno w przypadku gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw, a przepływy kredytowe wciąż są dodatnie. Wskaźnik kredytów zagrożonych w sektorze bankowym znacznie się obniżył w 2018 r., ale wciąż jest bardzo wysoki. Pomoc państwa w sprzedaży cypryjskiego banku spółdzielczego miała jednorazowy wpływ na zwiększenie długu publicznego w 2018 r. Przewiduje się, że w przyszłości dług publiczny ponownie będzie się zmniejszał, do czego przyczyniają się nadal sprzyjające wyniki budżetowe. Bezrobocie dalej spada i według przewidywań nadal będzie malało w sytuacji silnego wzrostu gospodarczego.

*Wykres A13: **Zadłużenie i kredyty zagrożone***



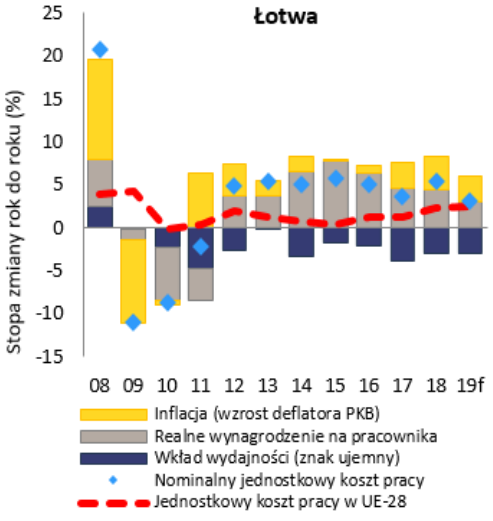
Źródło: Eurostat i EBC

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane ze zdolnością obsługi zadłużenia zagranicznego, długiem publicznym i zadłużeniem sektora prywatnego oraz podatnością na zagrożenia w sektorze finansowym. W związku z tym Komisja uważa – biorąc również pod uwagę nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej stwierdzone w lutym – że przydatne będzie przeprowadzenie pogłębionej analizy dotyczącej utrzymywania się ryzyka makroekonomicznego i monitorowanie postępów w ograniczaniu nadmiernego zakłócenia równowagi.

Łotwa: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej *nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej* na Łotwie. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – mianowicie międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto), wzrost jednostkowego kosztu pracy oraz wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Saldo obrotów bieżących w 2018 r. spadło do niewielkiego deficytu, ale ujemna MPI netto, będąca głównie efektem długu sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz bezpośrednich inwestycji

*Wykres A14: **Rozkład jednostkowych kosztów pracy***



Źródło: Służby Komisji

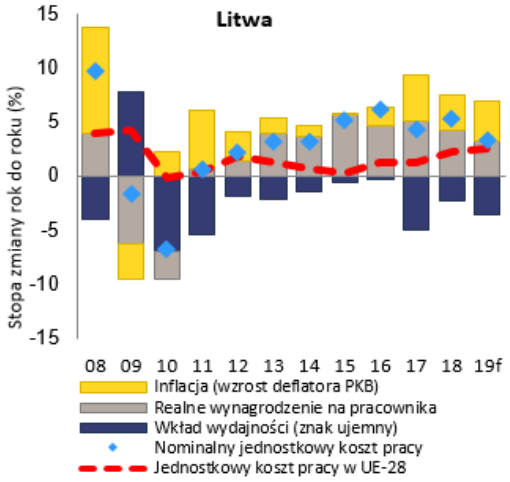
zagranicznych, w dalszym ciągu ulegała stosunkowo szybkiej poprawie. Wskaźniki konkurencyjności kosztowej wydają się pogarszać wraz ze wzrostem realnego efektywnego kursu walutowego i dalszym stosunkowo silnym wzrostem jednostkowego kosztu pracy napędzanym przez stały wzrost wynagrodzeń. Przewiduje się, że presja na płace będzie się utrzymywała ze względu na kurczące się zasoby pracy. Tymczasem tempo wzrostu udziału w rynkach eksportowych zmalało, ale skumulowany wzrost pozostaje dodatni. Wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych jest dynamiczny i w 2018 r. nieco przyspieszył, co wymaga zwrócenia uwagi na presje na rynku nieruchomości mieszkaniowych, nawet jeżeli nie ma jeszcze wyraźnych oznak zawyżenia cen na tym rynku. Kontynuowane jest zmniejszanie zadłużenia sektora prywatnego w kontekście ograniczonego wzrostu akcji kredytowej oraz niskiego i zmniejszającego się w umiarkowanym tempie długu publicznego. Na rynku pracy bezrobocie dalej spada, a współczynnik aktywności zawodowej stale rośnie.

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z presją na podaż pracy i konkurencyjność kosztową, ale ryzyko wydaje się ograniczone. Komisja nie będzie na tym etapie przeprowadzać pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Litwa: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej *nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej* na Litwie. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – mianowicie realny kurs walutowy oraz wzrost nominalnego jednostkowego kosztu pracy – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Saldo obrotów bieżących jest zasadniczo zrównoważone, natomiast MPI netto, odzwierciedlająca głównie dług sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz bezpośrednie inwestycje zagraniczne, w dalszym ciągu się poprawia i obecnie nie przekracza wartości progowej. Jednostkowy koszt pracy nadal rośnie w stosunkowo szybkim tempie, napędzany silnym wzrostem płac odzwierciedlającym kurczące się zasoby pracy i pewne zmiany regulacji, w tym stosunkowo szybki wzrost płacy minimalnej począwszy od 2016 r. W 2018 r. odnotowano ponadto stosunkowo szybki wzrost realnego efektywnego kursu walutowego, który przekroczył wartość progową. W przyszłości ryzyko wydaje się jednak ograniczone, ponieważ wzrost płac nominalnych staje się bardziej umiarkowany, a wzrost wydajności w dalszym ciągu jest na dobrym poziomie. Nadal w solidnym tempie rośnie udział w rynkach eksportowych. Poziomy długu publicznego i zadłużenia sektora prywatnego wciąż są stosunkowo niskie i stabilne przy dodatnim wzroście akcji kredytowej. Wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych był znaczny, ale nie przekracza wartości progowej. Bezrobocie wciąż jest na niskim poziomie.

*Wykres A15: **Rozkład jednostkowych kosztów pracy***



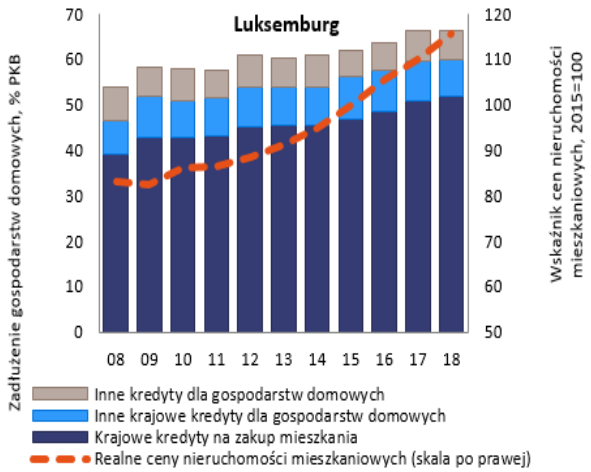
Źródło: Służby Komisji

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z konkurencyjnością kosztową, ale na tym etapie ryzyko wydaje się ograniczone. Komisja nie będzie na tym etapie przeprowadzać pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Luksemburg: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej *nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej* w Luksemburgu. W zaktualizowanej tabeli wyników wskaźnik zadłużenia sektora prywatnego przekracza orientacyjną wartość progową.

Pozycję zewnętrzną charakteryzuje zasadniczo stabilna nadwyżka na rachunku obrotów bieżących i dodatnia międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto. Skumulowany wzrost udziału w rynkach eksportowych zmniejszył się, natomiast wzrost jednostkowego kosztu pracy jest stosunkowo silny. Przez wiele kolejnych lat realne ceny nieruchomości mieszkaniowych rosły w stosunkowo szybkim tempie, co wymaga szczególnej uwagi. Wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych ma miejsce w kontekście dynamicznego rynku pracy i jednoczesnych znacznych przepływów migracyjnych netto oraz korzystnych warunków finansowania, przy stosunkowo ograniczonej podaży. Wysokie zadłużenie przedsiębiorstw wiąże się głównie z transgranicznymi pożyczkami wewnątrz przedsiębiorstw. Zadłużenie gospodarstw domowych, głównie przypadające na kredyty hipoteczne, osiągnęło stosunkowo wysokie poziomy, co jest efektem wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych. Solidna kondycja sektora bankowego ogranicza zagrożenia dla stabilności finansowej. Ponadto rynek pracy jest mocny, powstaje wiele miejsc pracy, a bezrobocie utrzymuje się na stosunkowo niskim poziomie. W dalszym ciągu bardzo niski jest dług publiczny.

*Wykres A16: **Zadłużenie gospodarstw domowych i wskaźnik cen nieruchomości mieszkaniowych***



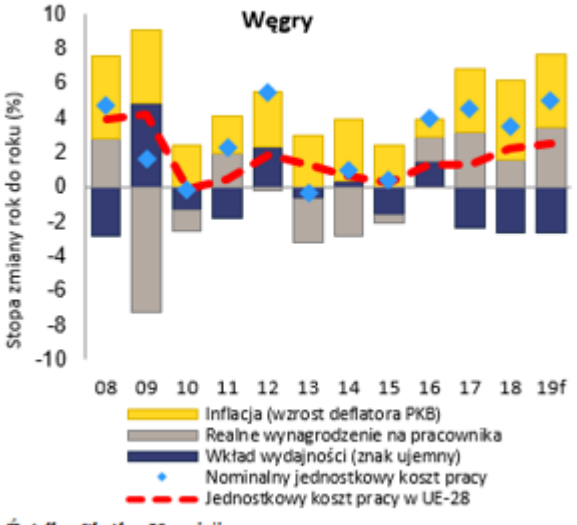
Źródło: Eurostat i EBC

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z rosnącymi cenami nieruchomości mieszkaniowych i zadłużeniem gospodarstw domowych, ale na tym etapie ryzyko wydaje się ograniczone. W związku z tym Komisja nie będzie na tym etapie przeprowadzać pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Węgry: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej *nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej* na Węgrzech. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – mianowicie międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto), wzrost jednostkowego kosztu pracy, wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych oraz dług sektora instytucji rządowych i samorządowych – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Obserwuje się stałą poprawę ujemnej MPI netto, ale nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących ogranicza silny wzrost importu.

*Wykres A17: **Rozkład jednostkowych kosztów pracy***



Źródło: Służby Komisji

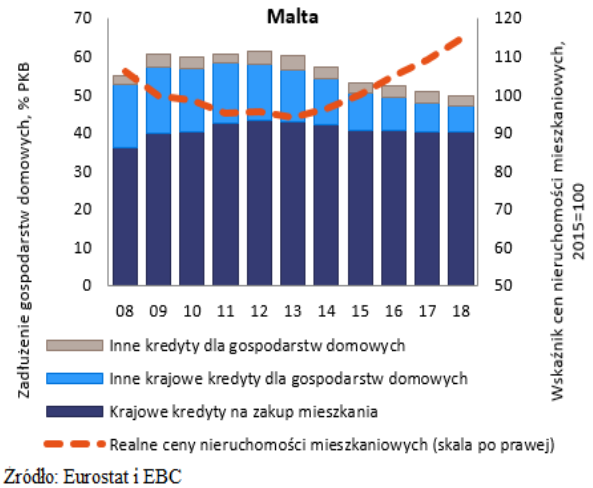
Należy zwrócić uwagę na zagrożenia związane z presją popytu krajowego. Wzrost jednostkowego kosztu pracy jest bardzo dynamiczny, ponieważ wzrost wydajności pozostaje znacząco w tyle za dużymi podwyżkami płac spowodowanymi przez kurczące się zasoby pracy i środki administracyjne. Wzrost realnego efektywnego kursu walutowego był dotychczas ograniczony dzięki stopniowej nominalnej deprecjacji waluty. Zakłócenia w przemyśle motoryzacyjnym i jego łańcuchu wartości powstrzymały jednak wzrost udziału w rynkach eksportowych w ostatnich latach i znacząca rola tego sektora może stwarzać ryzyko w długim okresie. W dalszym ciągu notowano szybki wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych. Rośnie wolumen nowych kredytów, ale zadłużenie sektora prywatnego w relacji do PKB stale się zmniejsza, dzięki stopniowej amortyzacji zobowiązań narosłych w przeszłości. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych zmniejsza się jedynie powoli ze względu na procykliczny kurs polityki budżetowej w ostatnich latach. W 2018 r. dalej spadało bezrobocie w kontekście kurczących się zasobów pracy.

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z jednostkowym kosztem pracy, rynkiem nieruchomości mieszkaniowych i możliwymi zagrożeniami wynikającymi z ekspozycji na przemysł motoryzacyjny. Ryzyko krótkoterminowe wydaje się jednak ograniczone. W związku z tym Komisja będzie monitorować sytuację, ale nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Malta: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej *nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej* na Malcie. W zaktualizowanej tabeli wyników wskaźnik nadwyżki na rachunku obrotów bieżących przekracza orientacyjną wartość progową.

W 2018 nadwyżka na rachunku obrotów bieżących wciąż była bardzo wysoka, podobnie jak w 2017 r. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto nieco spadła, ale nadal jest zdecydowanie dodatnia, co jest efektem obecności w tym kraju nastawionych na działalność międzynarodową przedsiębiorstw finansowych oraz biznesu gier internetowych. Umiarkowana dynamika płac jest główną przyczyną wciąż ograniczonego wzrostu nominalnego jednostkowego kosztu pracy. Realny efektywny kurs walutowy wzrósł nieznacznie. W 2018 r. nadal zmniejszało się zadłużenie sektora prywatnego, do czego przyczyniał się głównie silny wzrost nominalnego PKB. Przepływ kredytowy do sektora niefinansowego zwiększa się, natomiast poziom kredytów udzielanych gospodarstwom domowym był do 2018 r. zasadniczo stabilny. W dalszym ciągu zmniejszała się relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB. Stały wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych nieco przyspieszył w 2018 r., ale nie ma na razie jednoznacznych oznak zawyżenia cen. Zobowiązania sektora finansowego zmniejszyły się w 2018 r. i nie ma wyraźnych oznak niestabilności w sektorze bankowym, biorąc pod uwagę istniejące bufory kapitałowe. Sytuacja na rynku pracy wciąż jest dobra, spada bezrobocie, w tym bezrobocie długotrwałe, i rośnie współczynnik aktywności zawodowej.

Wykres A18: ***Zadłużenie gospodarstw domowych i wskaźnik cen nieruchomości mieszkaniowych***

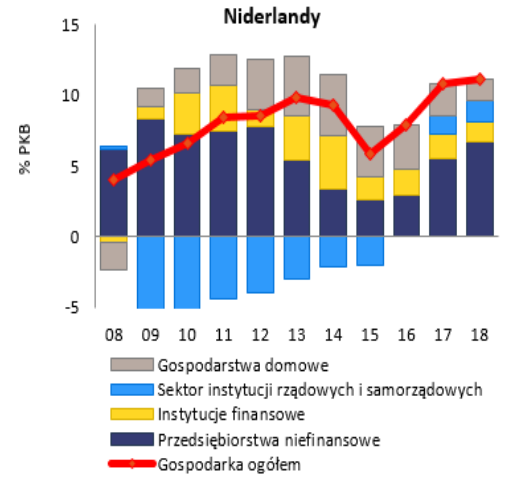


Źródło: Eurostat i EBC

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają bardzo wysokie saldo obrotów bieżących oraz stosunkowo dynamiczny wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych, ale na tym etapie ryzyko wydaje się ograniczone. W związku z tym Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Niderlandy: W lutym 2019 r. Komisja stwierdziła, że w Niderlandach występują *zakłócenia równowagi makroekonomicznej*, w szczególności związane z wysokim poziomem zadłużenia gospodarstw domowych i wysoką nadwyżką na rachunku obrotów bieżących. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – mianowicie saldo obrotów bieżących, zadłużenie sektora prywatnego oraz wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Wykres A19: ***Wierzytelności netto/zadłużenie netto w podziale według sektorów***



Źródło: Eurostat

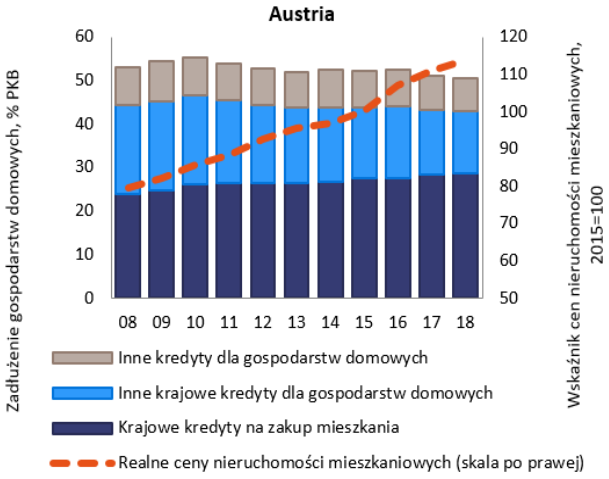
Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących jest bardzo wysoka i wciąż znacznie przekracza wartość progową tabeli wyników. Wszystkie sektory gospodarki – gospodarstwa domowe, instytucje rządowe i samorządowe oraz przedsiębiorstwa – przyczyniają się do tej nadwyżki. Jej wzrost w ostatnich latach był napędzany głównie przez przedsiębiorstwa niefinansowe, które dysponowały nadwyżką oszczędności wynikającą ze stosunkowo wysokiej rentowności przedsiębiorstw i stosunkowo niskiego poziomu inwestycji krajowych. Wzrost jednostkowego kosztu pracy uległ ograniczeniu, ponieważ tempo wzrostu płac zwiększyło się, ale pozostaje umiarkowane, natomiast wzrost wydajności uległ zahamowaniu. W dalszym ciągu stopniowo maleje zadłużenie sektora prywatnego wyrażone jako odsetek PKB, jednak wciąż jest na poziomie znacznie przekraczającym wartość progową określoną w tabeli wyników. Za wysoki poziom zadłużenia przedsiębiorstw odpowiada przede wszystkim wewnątrzgrupowe zadłużenie przedsiębiorstw wielonarodowych. Bardzo wysokie jest zadłużenie gospodarstw domowych, głównie związane z korzystnym traktowaniem do celów podatkowych kredytów hipotecznych na nieruchomości zajmowane przez właścicieli oraz ze zbyt mało efektywnym rynkiem wynajmu nieruchomości. Choć zadłużenie gospodarstw domowych wyrażone jako odsetek PKB wykazuje tendencję spadkową, to jednak zadłużenie nominalne w 2018 r. wzrosło ze względu na dalsze silne ożywienie na rynku nieruchomości mieszkaniowych. W rezultacie w 2018 r. zwiększył się wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych i osiągnął poziom przekraczający wartość progową tabeli wyników. Relacja długu do PKB jest stosunkowo niska i wciąż spada. Maleje także bezrobocie w sytuacji silnego wzrostu zatrudnienia.

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z wysokim poziomem zadłużenia gospodarstw domowych, powiązanego z rynkiem nieruchomości mieszkaniowych, oraz kwestie związane z dużą nadwyżką krajowych oszczędności. W związku z tym Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w lutym – że uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.

Austria: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej *nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej* w Austrii. W zaktualizowanej tabeli wyników orientacyjną wartość progową przekracza wskaźnik długu sektora instytucji rządowych i samorządowych.

W 2018 r. nadwyżka na rachunku obrotów bieżących utrzymywała się na zasadniczo stabilnym, umiarkowanym poziomie, a międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto wciąż była nieznacznie dodatnia. Odnotowano pewne zwiększenie udziału w rynkach eksportowych. Jednostkowy koszt pracy wzrósł, ponieważ wzrost płac przewyższył wzrost wydajności pracy, ale ogólnie pozostał dość ograniczony. W dalszym ciągu rosły realne ceny nieruchomości mieszkaniowych, ale tempo tego wzrostu jeszcze bardziej spowolniło. Mimo że monitorowanie tych zmian jest uzasadnione, wzrost cen nie wydaje się wywołany akcją kredytową. Jednocześnie w dalszym ciągu zmniejszają się wskaźniki zadłużenia, zarówno przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych. Również dług sektora instytucji rządowych i samorządowych nadal wykazywał tendencję spadkową, ze względu na silny wzrost gospodarczy i trwającą likwidację aktywów upaństwowionych instytucji finansowych. Sytuacja sektora bankowego ulegała dalszej poprawie również w związku z ożywieniem gospodarczym w krajach sąsiadujących. W tych korzystnych warunkach gospodarczych i przy silnym wzroście zatrudnienia znacznie spadła stopa bezrobocia.

Wykres A20: ***Zadłużenie gospodarstw domowych i wskaźnik cen nieruchomości mieszkaniowych***



Źródło: Eurostat i EBC

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z sytuacją sektora nieruchomości mieszkaniowych, ale ryzyko wydaje się ograniczone. W związku z tym Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Polska: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej *nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej* w Polsce. W zaktualizowanej tabeli wyników międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto) przekracza orientacyjną wartość progową.

Saldo obrotów bieżących z niewielkiej nadwyżki w 2017 r. przeszło w nieznaczny deficyt w 2018 r., zaś ujemna MPI netto wyraźnie się zmniejszyła, ale wciąż przekracza wartość progową. Podatność na zagrożenia zewnętrzne jest w dalszym ciągu ograniczona, ponieważ znaczną część zobowiązań względem zagranicy stanowią bezpośrednie inwestycje zagraniczne. W 2018 r. odnotowano dalszy wzrost udziału w rynkach eksportowych. Nominalny jednostkowy koszt

Wykres A21: ***MPI netto i saldo obrotów bieżących***



Źródło: Służby Komisji

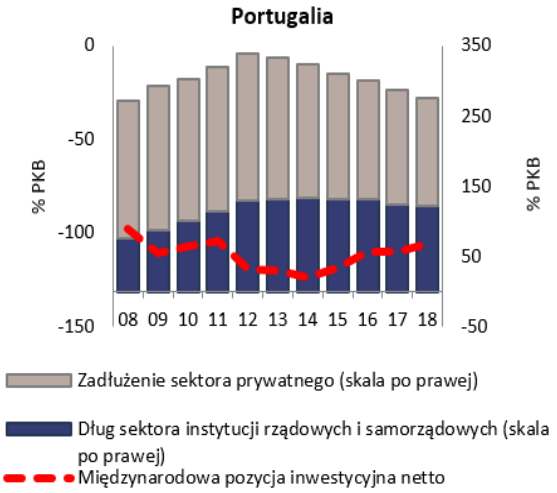
pracy rósł w umiarkowanym tempie, ponieważ znaczne podwyżki płac równoważył silny wzrost wydajności. Wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych nasilił się w 2018 r., ale utrzymuje się poniżej wartości progowej, choć jest do niej zbliżony. Relacja zadłużenia sektora prywatnego do PKB zasadniczo utrzymała się na niezmiennym poziomie w 2018 r. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych, mierzony jako odsetek PKB, obniżył się jeszcze bardziej z już i tak stosunkowo niskiego poziomu, w wyniku wysokiego wzrostu nominalnego PKB i niskiego deficytu nominalnego. Sektor bankowy jest stosunkowo dobrze skapitalizowany, płynny i rentowny, niemniej jednak malejący, choć nadal wysoki, poziom kredytów denominowanych w walutach obcych wciąż stwarza podatność na zagrożenia. Na rynku pracy utrzymywała się korzystna sytuacja, prowadząc do dalszego spadku stopy bezrobocia do bardzo niskiego poziomu.

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z międzynarodową pozycją inwestycyjną netto, ale ryzyko wydaje się ograniczone. W związku z tym Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Portugalia: W lutym 2019 r. Komisja stwierdziła, że w Portugalii występują *zakłócenia równowagi makroekonomicznej*, w szczególności obejmujące wysokie poziomy zobowiązań zagranicznych netto, długu publicznego i zadłużenia sektora prywatnego oraz wysoki udział kredytów zagrożonych w sytuacji niskiego wzrostu wydajności. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – mianowicie międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto), dług sektora instytucji rządowych i samorządowych, zadłużenie sektora prywatnego oraz wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Pozycja zewnętrzna jest podatna na zagrożenia, ze względu na znacząco ujemną MPI netto oraz bardzo powolne tempo dostosowań, a także pogorszenie salda obrotów bieżących. Konkurencyjność cenowa nieco spadła w ostatnich latach z powodu wzrostu jednostkowego kosztu pracy, natomiast eksporterzy w dalszym ciągu zwiększają swoje udziały w rynku, choć w wolniejszym tempie. Wydajność pracy wciąż jest niska i przewiduje się jedynie nieznaczną jej poprawę w nadchodzących latach, co utrudni nadrabianie zaległości wobec bardziej zaawansowanych gospodarek strefy euro. Postępuje zmniejszanie zadłużenia sektora prywatnego, ale poziomy zadłużenia są stosunkowo wysokie, zarówno w przypadku przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych, choć nadal bardzo wysoki, według prognoz ma się wciąż stopniowo obniżać. Sektor bankowy staje się bardziej odporny, ale udział kredytów zagrożonych w dalszym ciągu stanowi problem, mimo znacznego spadku w latach 2017 i 2018. Ceny nieruchomości mieszkaniowych nadal rosną w coraz szybszym tempie, zwłaszcza w segmentach rynku, na które wpływ ma działalność związana z turystyką. Poziom kredytów hipotecznych jest jednak zasadniczo stabilny, a działalność budowlana stopniowo dorównuje popytowi. W dalszym ciągu poprawia się sytuacja na rynku pracy i stopa bezrobocia już nie przekracza wartości progowej.

Wykres A22: ***MPI netto, zadłużenie sektora prywatnego i dług sektora instytucji rządowych i samorządowych***



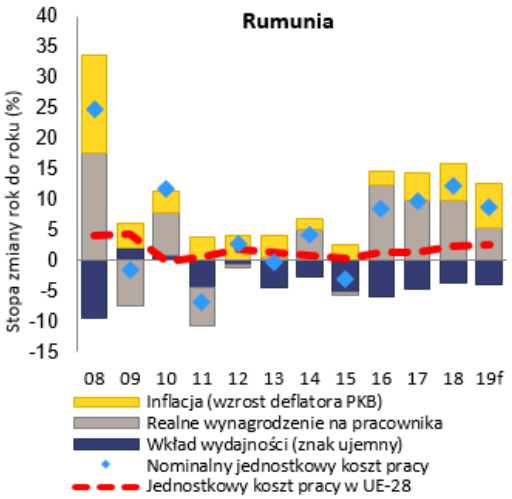
Źródło: Eurostat

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z zakłóceniami równowagi w odniesieniu do zobowiązań zagranicznych, długu publicznego i zadłużenia sektora prywatnego, podatności sektora bankowego na zagrożenia i słabego wzrostu wydajności. W związku z tym Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w lutym – że uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.

Rumunia: W lutym 2019 r. Komisja stwierdziła, że w Rumunii występują *zakłócenia równowagi makroekonomicznej*, w szczególności obejmujące ryzyko spadku konkurencyjności kosztowej, dalsze pogorszenie pozycji zewnętrznej oraz ryzyko dla stabilności finansowej. W zaktualizowanej tabeli wyników dwa wskaźniki – mianowicie międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto) oraz wzrost nominalnego jednostkowego kosztu pracy – przekraczają wartości progowe.

Duży deficyt obrotów bieżących w dalszym ciągu rósł w 2018 r., napędzany wysokim poziomem importu i spowalniającym wzrostem eksportu. Ujemna MPI netto, na którą składają się głównie bezpośrednie inwestycje zagraniczne, poprawiła się w 2018 r. dzięki silnemu wzrostowi nominalnego PKB. Eksport nadal osiągał dobre wyniki w 2018 r. i rósł udział w rynkach eksportowych. W 2018 r. gwałtownie przyspieszyła dynamika jednostkowego kosztu pracy ze względu na silny wzrost płac, zwłaszcza w sektorze publicznym. Dotychczasowe doświadczenia wskazują, że wzrost płac w sektorze publicznym prawdopodobnie rozprzestrzeni się na sektor prywatny, co może spowodować spadek konkurencyjności kosztowej. Poziom zadłużenia sektora prywatnego jest niski i dalej się obniżał, natomiast wzrost akcji kredytowej na rzecz sektora prywatnego jest ograniczony. Na otoczenie działalności gospodarczej negatywnie wpływają częste i nieprzewidywalne zmiany legislacyjne, często przyjmowane bez przeprowadzenia oceny skutków czy konsultacji z zainteresowanymi stronami. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych wyrażony jako odsetek PKB jest stosunkowo niski, ale przestał się zmniejszać. Na rynku nieruchomości mieszkaniowych w 2018 r. odnotowano dalsze spowolnienie wzrostu realnych cen nieruchomości mieszkaniowych i wzrost ten utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. Banki są dobrze skapitalizowane i mają płynność finansową. Wydaje się, że ryzyko dla stabilności finansowej wynikające z wcześniej obowiązującego prawodawstwa zostało ograniczone, ale niestabilność polityczna i legislacyjna nadal dają powody do obaw. Spadająca stopa bezrobocia w 2018 r. jest efektem dalszego kurczenia się zasobów pracy, natomiast współczynnik aktywności zawodowej, choć bardzo niski, stale rośnie.

Wykres A23: ***Rozkład jednostkowych kosztów pracy***



Źródło: Służby Komisji

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z silnym wzrostem jednostkowego kosztu pracy i pogarszającą się pozycją zewnętrzną. W związku z tym Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w lutym – że uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.

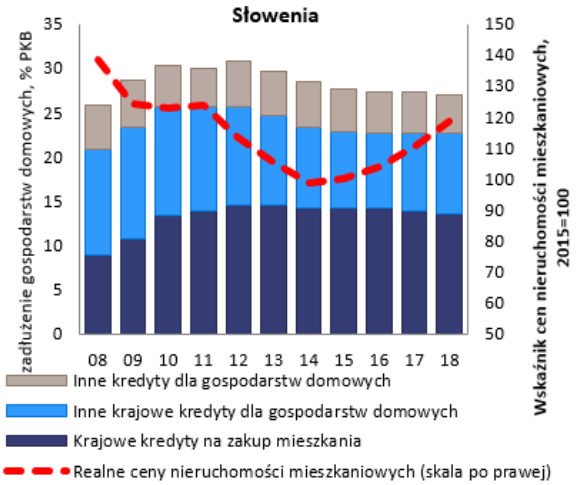
Słowenia: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej *nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej* w Słowenii. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – mianowicie dług publiczny oraz wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Na rachunku obrotów bieżących nadal notuje się znaczną nadwyżkę, co przyczynia się do dalszego zmniejszenia ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. Wzrost płac był stosunkowo niewielki, a wydajność pracy poprawiła się, powodując ograniczenie jednostkowego kosztu pracy, podczas gdy w dalszym ciągu rośnie udział w rynkach eksportowych. Zadłużenie sektora prywatnego jest stosunkowo niskie i wciąż spada. Wzrost akcji kredytowej na rzecz sektora prywatnego od 2017 r. jest dodatni, ale pozostaje ograniczony. Poziom inwestycji jest poniżej średniej UE, zwłaszcza jeżeli chodzi o budownictwo mieszkaniowe. Wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych jest wysoki przy niedoborze podaży, co wymaga zwrócenia uwagi. Choć relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB jest wysoka, to wykazuje wyraźną tendencję spadkową. Prognozowane

koszty starzenia się społeczeństwa stanowią jednak obciążenie dla średnio- i długookresowej stabilności finansów publicznych. Sektor bankowy jest stabilny, a udział kredytów zagrożonych stale się zmniejsza. Na rynku pracy stopa bezrobocia nadal spada, zaś współczynnik aktywności zawodowej jest na rekordowo wysokim poziomie.

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane głównie ze stabilnością finansów publicznych i wzrostem cen nieruchomości mieszkaniowych, choć ryzyko wydaje się ograniczone na tym etapie. W związku z tym Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Wykres A24: ***Zadłużenie gospodarstw domowych i wskaźnik cen nieruchomości mieszkaniowych***

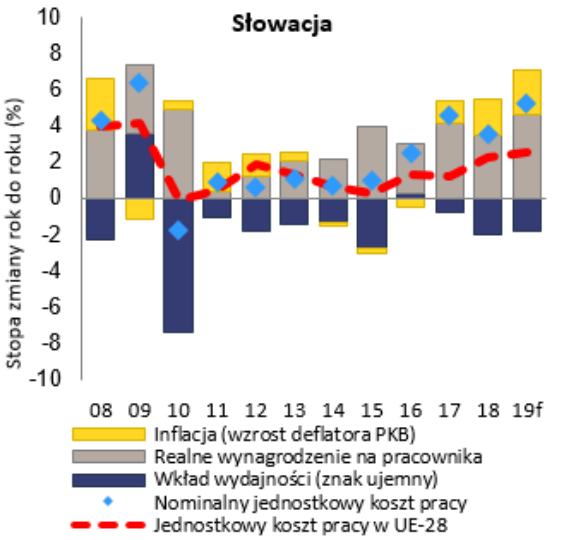


Źródło: Eurostat i EBC

Słowacja: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej *nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej* na Słowacji. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – mianowicie międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto) oraz wzrost nominalnego jednostkowego kosztu pracy – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Deficyt obrotów bieżących zwiększył się nieco w 2018 r., ale wciąż jest umiarkowany. MPI netto jest zdecydowanie ujemna, ale stabilna, a ryzyko jest ograniczone ze względu na wysoką wartość przychodzących bezpośrednich inwestycji zagranicznych, wynikających z rozwijającego się przemysłu motoryzacyjnego i sektora finansowego. Czasowe zakłócenia w przemyśle motoryzacyjnym i duża rola tego sektora mogą jednak stwarzać ryzyko w długim okresie. Odnotowano pewne zwiększenie udziału w rynkach eksportowych oraz niewielki wzrost realnego efektywnego kursu walutowego po tym, gdy przez wiele lat utrzymywał się na umiarkowanym poziomie. Wzrost nominalnego jednostkowego kosztu pracy znacznie przyspieszył, napędzany przez silny wzrost płac w sytuacji mocno kurczących się zasobów pracy i znacznych niedoborów pracowników, i obecnie przekracza wartość progową. W 2018 r. nastąpił wyraźny wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych, ale nie ma jeszcze oznak zawyżenia cen. Dynamicznie rozwijający się rynek nieruchomości mieszkaniowych przyczynia się do ciągłego wzrostu zadłużenia gospodarstw domowych, choć ze stosunkowo niskich poziomów. Sektor bankowy, należący w dużej mierze do podmiotów zagranicznych, jest dobrze skapitalizowany. Dalszemu spadkowi wskaźników bezrobocia ogółem i bezrobocia długotrwałego towarzyszy wzrost współczynnika aktywności zawodowej.

*Wykres A25: **Rozkład jednostkowych kosztów pracy***



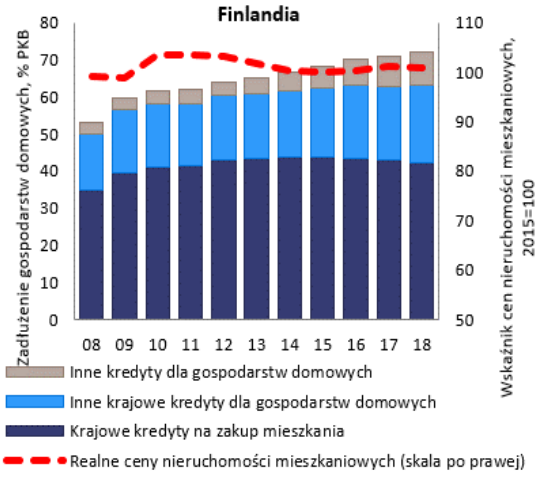
Źródło: Służby Komisji

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają potencjalne kwestie związane ze stabilnością zewnętrzną, presją na wzrost płac krajowych i możliwymi zagrożeniami wynikającymi z ekspozycji na przemysł motoryzacyjny. Ryzyko krótkoterminowe wydaje się jednak ograniczone. W związku z tym Komisja nie będzie na tym etapie przeprowadzać pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Finlandia: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej *nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej* w Finlandii. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – mianowicie zadłużenie sektora prywatnego i zmiana zobowiązań sektora finansowego ogółem – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Deficyt obrotów bieżących powiększył się w 2018 r., podczas gdy bilans handlowy przybrał wartość ujemną, a międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto jest zrównoważona. Trzeci rok z rzędu rósł udział w rynkach eksportowych, nadrabiając narosłe straty. W 2018 r. odnotowano dodatni wzrost jednostkowego kosztu pracy, zaś realny efektywny kurs walutowy podniósł się nieznacznie, lecz ogółem zmiany te są ograniczone. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych dalej się obniżał, w miarę jak PKB rosło szybciej niż dług, i obecnie nie przekracza wartości progowej. Zadłużenie sektora prywatnego jest wysokie, ale powoli się zmniejsza. Korzystne warunki kredytowania i niskie stopy oprocentowania w dalszym ciągu sprzyjają wzrostowi akcji kredytowej, ale w 2018 r. wzrost ten był mniejszy. Relacja zadłużenia gospodarstw domowych do PKB jest stosunkowo wysoka i wykazuje pewną tendencję wzrostową. Realne ceny nieruchomości mieszkaniowych w 2018 r. nie zmieniły się. Ograniczony wzrost kredytów hipotecznych i malejąca liczba nowych pozwoleń na budowę zmniejszają ryzyko dla stabilności zadłużenia sektora gospodarstw domowych. Sektor finansowy jest dobrze skapitalizowany, co ogranicza ryzyko dla stabilności finansowej. Znaczący wzrost aktywów i zobowiązań ogółem sektora bankowego na koniec 2018 r. jest efektem przeniesienia siedziby jednego z banków ze Szwecji do Finlandii. W 2018 r. bardzo poprawiła się sytuacja, zarówno jeśli chodzi o zatrudnienie, jak i bezrobocie, ale dalsza poprawa prawdopodobnie następować będzie wolniej. Wskaźniki bezrobocia długotrwałego i bezrobocia młodzieży obniżyły się w 2018 r.

Wykres A26: ***Zadłużenie gospodarstw domowych i wskaźnik cen nieruchomości mieszkaniowych***



Źródło: Eurostat i EBC

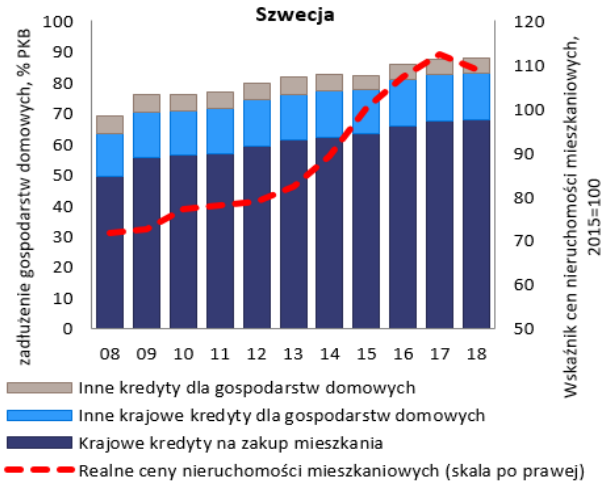
Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają utrzymujące się wyzwania związane z zadłużeniem sektora prywatnego, ale ryzyko pozostaje ograniczone. W związku z tym Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Szwecja: W lutym 2019 r. Komisja stwierdziła, że w Szwecji występują *zakłócenia równowagi makroekonomicznej*, w szczególności dotyczące zawyżonego poziomu cen nieruchomości mieszkaniowych w połączeniu ze stale rosnącym zadłużeniem gospodarstw domowych. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – mianowicie zadłużenie sektora prywatnego i udział w rynkach eksportowych – przekraczają wartości progowe.

W 2018 r. nadal zmniejszała się nadwyżka na rachunku obrotów bieżących, zaś MPI netto rosła i obecnie jest już wyraźnie dodatnia. W 2018 r. zwiększyły się straty udziału w rynkach eksportowych i wskaźnik ten obecnie przekracza wartość progową. Wzrost nominalnego jednostkowego kosztu pracy przyspieszył, natomiast realny efektywny kurs walutowy obniżył się ze względu na deprecjację korony szwedzkiej. Zadłużenie sektora prywatnego jest wciąż wysokie, przy czym zadłużenie gospodarstw domowych wiąże się głównie z kredytami hipotecznymi. W 2018 r. dalej nieznacznie wzrosło zadłużenie gospodarstw domowych. Ceny nieruchomości mieszkaniowych spadły pod koniec 2017 r., ale nie zmieniły się w ciągu 2018 r., co oznacza ujemny wzrost w 2018 r. w ujęciu rocznym; ogólnie ceny te są bardzo wysokie, co wskazuje na możliwe zawyżenie cen. Ceny nieruchomości mieszkaniowych i zadłużenie gospodarstw domowych sugerują ryzyko dla stabilności

makroekonomicznej, a ich wzrostowi sprzyjają korzystne traktowanie do celów podatkowych nieruchomości mieszkaniowych posiadanych na własność, bardzo niskie stopy oprocentowania kredytów hipotecznych oraz specyficzne aspekty rynku kredytów hipotecznych, a także ograniczenia po stronie podaży wskazujące na ryzyko dla stabilności makroekonomicznej. Ryzyko w systemie bankowym wydaje się ograniczone, ponieważ jakość aktywów i rentowność utrzymują się na wysokim poziomie, a finanse gospodarstw domowych są na ogół w dobrej kondycji, przy zaostrzeniu polityki makroostrożnościowej. W 2018 r. dalszej poprawie uległa sytuacja na rynku pracy i spadło bezrobocie, ale ostatnie zmiany wskazują na osłabienie.

Wykres A27: ***Zadłużenie gospodarstw domowych i wskaźnik cen nieruchomości mieszkaniowych***



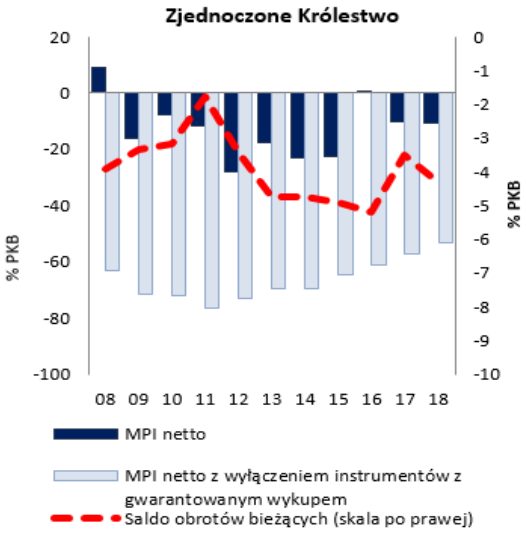
Źródło: Eurostat i EBC

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z wysokim poziomem zadłużenia sektora prywatnego i z sektorem nieruchomości mieszkaniowych. W związku z tym Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w lutym – że uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.

Zjednoczone Królestwo: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej *nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej* w Zjednoczonym Królestwie. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – mianowicie deficyt obrotów bieżących, realny efektywny kurs walutowy, zadłużenie sektora prywatnego oraz dług sektora instytucji rządowych i samorządowych – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

W 2018 r. zwiększył się już duży deficyt obrotów bieżących, co rodzi znaczące potrzeby finansowania zewnętrznego. Duży deficyt w handlu towarami i mniejsze deficyty w zakresie transferów i dochodów z inwestycji tylko częściowo zrównoważyła nadwyżka w handlu usługami. Pomimo utrzymujących się deficytów bilansu płatniczego międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto jest bliska równowagi, do czego przyczyniła się między innymi deprecjacja funta szterlinga w 2016 r. Wpływ netto deprecjacji realnego efektywnego kursu walutowego i związanej z nią poprawy konkurencyjności cenowej na wymianę handlową był jednak rozczarowujący i w ostatnim czasie odnotowano straty udziału w rynkach eksportowych. Relacja zadłużenia sektora prywatnego do PKB sięgnęła rekordowo wysoki poziom, po okresie umiarkowanego zmniejszania zadłużenia, jaki nastąpił po kryzysie. W szczególności zadłużenie gospodarstw domowych pozostaje wysokie i nadal wymaga uważnego monitorowania. Wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych zatrzymał się, ale na wysokim poziomie. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych jest wysoki i zasadniczo stabilny. Silnemu wzrostowi zatrudnienia w dalszym ciągu towarzyszyła niska stopa bezrobocia, ale poziom inwestycji jest niski, a wydajność pracy słaba.

Wykres A28: ***MPI netto i saldo obrotów bieżących***



Źródło: Służby Komisji

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają pewne kwestie związane z zewnętrznym wymiarem gospodarki i zadłużeniem sektora prywatnego. Wydaje się, że w krótkim okresie kwestie te będą stanowiły jedynie ograniczone ryzyko dla stabilności. W związku z tym Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Tabela 1.1: Tabela wyników procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, 2018 r.

	Nierównowaga zewnętrzna i konkurencyjność					Nierównowaga wewnętrzna						Wskaźniki zatrudnienia[1]		
Rok 2018	**Saldo obrotów bieżących – % PKB** (średnia z 3 lat)	**Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto** (% PKB)	**Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP** (zmiana %, 3 l.)	**Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu** (zmiana %, 5 l.)	**Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (2010=100)** (zmiana %, 3 l.)	**Wskaźnik cen nieruchomości i mieszkaniowych (2015=100) w przeliczeniu na ceny stałe** (zmiana %, 1 r.)	**Przepływy kredytowe do sektora prywatnego, dane skonsolidowane** (% PKB)	**Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane** (% PKB)	**Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych** (% PKB)	**Stopa bezrobocia** (średnia z 3 lat)	**Zobowiązania sektora finansowego ogółem, dane nieskonsolidowane** (zmiana %, 1 r.)	**Współczynnik aktywności zawodowej – % ogółu ludności w wieku 15–64 l.** (zmiana w p.p., 3 l.)	**Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–64 l.** (zmiana w p.p., 3 l.)	**Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l.** (zmiana w p.p., 3 l.)
Progi	-4/6%	-35%	±5 % (strefa euro) ±11 % (poza strefą euro)	-6%	9 % (strefa euro) 12 % (poza strefą euro)	6%	14%	133%	60%	10%	16,5%	-0,2 p.p.	0,5 p.p.	2 p.p.
BE	0,3	41,3	6,9	-1,5	3,7	1,0	0,8	178,5	100,0	7,0b	-2,9	1,0	-1,5	-6,3
BG	4,0	-35,2	3,9	13,4	18,3p	4,5	3,9	95,0	22,3	6,3	6,8	2,2	-2,6	-8,9
CZ	1,2	-23,5	11,0	11,9	13,5	6,1p	5,3	70,7	32,6	3,0	7,4	2,6	-1,7	-5,9
DK	7,5	48,5	2,6	-1,5	4,0	3,5	2,4	199,4	34,2	5,6	-4,7	0,9	-0,6	-1,6
DE	8,0	62,0	5,3	3,1	5,6	5,1	6,6	102,4	61,9	3,8	2,0	1,0	-0,6	-1,0
EE	2,1	-27,7	7,7	0,8	14,3	2,1	3,7	101,5	8,4	6,0	6,9	2,4	-1,1	-1,2
IE	2,3	-165,0	2,3	77,4	-2,8	8,3	-7,8	223,2	63,6	7,0	5,1	0,8	-3,2	-6,4
EL	-2,2	-143,3	3,6	6,9	1,4p	1,3e	-1,1p	115,3p	181,2	21,5	-5,0	0,4	-4,6	-9,9
ES	2,6	-80,4	4,1	4,6	0,7p	5,3	0,4p	133,5p	97,6	17,4	-2,2	-0,6	-5,0	-14,0
FR	-0,6	-16,4	4,5	-0,2	2,4p	1,5	7,9p	148,9p	98,4	9,5	1,6	0,6	-0,8	-4,0
HR	2,4	-57,9	4,2	22,9	-2,4d	4,6	2,3p	94,0p	74,8	10,9	4,6	-0,6	-6,8	-18,9
IT	2,6	-4,7	3,3	0,3	2,7	-1,6	1,6	107,0	134,8	11,2	-0,1	1,6	-0,7	-8,1
CY	-4,6	-120,8	1,8	16,6	-0,4p	0,2	8,4p	282,6p	100,6	10,8	0,3	1,1	-4,1	-12,6
LV	0,6	-49,0	4,9	8,6	14,7	6,6	-0,2	70,3	36,4	8,6	-3,0	2,0	-1,4	-4,1
LT	-0,1	-31,0	6,4	3,5	16,5	4,6	4,3	56,4	34,1	7,1	8,2	3,2	-1,9	-5,2
LU	4,9	59,8	3,3	10,7	7,9	4,9	-0,5	306,5	21,0	5,8	-2,0	0,2b	-0,5	-2,5
HU	2,1	-52,0	2,0	8,4	12,4	10,9	4,3	69,3	70,2	4,3	-9,2	3,3	-1,7	-7,1
MT	8,9	62,7	4,9	24,0	3,2	5,1p	7,5	129,8	45,8	4,1	2,3	5,9	-1,3	-2,5
NL	9,9	70,7	3,2	1,7	3,0p	7,4	4,5p	241,6p	52,4	4,9	-3,3p	0,7	-1,6	-4,1
AT	2,2	3,7	4,8	3,9	4,7	2,5	3,9	121,0	74,0	5,5	1,7	1,3	-0,3	-1,2
PL	-0,5	-55,8	0,1	25,8	8,1p	4,9	3,4	76,1	48,9	5,0	3,0	2,0	-2,0	-9,1
PT	0,9	-105,6	3,1	9,4	5,3p	8,9	-0,1p	154,3p	122,2	9,1	0,7	1,7	-4,1	-11,7
RO	-3,3	-44,1	-0,7	23,7	33,6p	1,8	1,9p	47,8p	35,0	5,0	3,3	1,7	-1,2	-5,5
SI	5,5	-18,9	2,0	20,4	6,1	7,4	1,3	72,8	70,4	6,6	4,1	3,2	-2,5	-7,5
SK	-2,4	-68,1	2,5	3,2	10,9	5,0	2,0	90,9	49,4	8,1	8,9e	1,5	-3,6	-11,6
FI	-1,4	-2,0	3,0	-3,0	-2,6	-0,2	1,6	142,1	59,0	8,3	19,9	2,1	-0,7	-5,4
SE	2,8	10,3	-4,0	-6,3	7,4	-3,0	9,0	200,0	38,8	6,6	-2,9	1,2	-0,3	-3,6
UK	-4,3	-10,5	-13,0	-3,8	7,8	0,7	5,3	169,1	85,9	4,4	-0,6	1,0	-0,5	-3,3

Wyróżnione kolorem dane liczbowe są równe wartościom progowym lub je przekraczają. Oznaczenia: b: przerwa w szeregu czasowym, d: różnica definicji, e: dane szacunkowe, p: dane wstępne.

1) W odniesieniu do wskaźników zatrudnienia: zob. strona 2 AMR 2016. 2) Wskaźnik cen nieruchomości mieszkaniowych: e = dane szacunkowe narodowego banku centralnego dla EL. 3) Nominalny jednostkowy koszt pracy dla HR, d: w przypadku danych dotyczących zatrudnienia wykorzystano koncepcję krajową a nie unijną. 4) Stopa bezrobocia dla BE: rewizja metodyki badania. 5) Zobowiązania sektora finansowego ogółem dla SK: dane pochodne oszacowano.

Źródło: Komisja Europejska, Eurostat i Dyrekcja Generalna ds. Gospodarczych i Finansowych (dla realnego efektywnego kursu walutowego) oraz Międzynarodowy Fundusz Walutowy i światowa prognoza gospodarcza (dla wielkości światowego eksportu towarów i usług).

Tabela 2.1: Wskaźniki dodatkowe, 2018 r.

Rok 2018	Realny PKB (zmiana %, 1 r.)	Nakłady brutto na środki trwałe (% PKB)	Wydatki krajowe brutto na badania i rozwój (% PKB)	Rachunek obrotów bieżących i rachunek kapitałowy (wierzytelności/zadłużenie netto)	Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB)	Przychodzące bezpośrednie inwestycje zagraniczne – przepływy (% PKB)	Przychodzące bezpośrednie inwestycje zagraniczne – stany (% PKB)	Bilans handlowy netto produktów energetycznych (% PKB)	Realny efektywny kurs walutowy – partnerzy handlowi strefy euro (zmiana %, 3 l.)	Wyniki eksportu w porównaniu z zaawansowanymi gospodarkami (zmiana %, 5 l.)	Terms of trade (zmiana %, 5 l.)	Udział w rynku eksportowym wyrażony wolumenem (zmiana %, 1 r.)	Wydajność pracy (zmiana %, 1 r.)	Kredyty zagrożone brutto podmiotów krajowych i zagranicznych (% kredytów brutto)	Jednostkowy koszt pracy – wyniki w porównaniu ze strefą euro (zmiana %, 10 l.)	Wskaźnik cen nieruchomości mieszkaniowych (2015=100) – nominalny (zmiana %, 3 l.)	Budownictwo mieszkaniowe (% PKB)	Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (włączając INKgd, % PKB)	Dźwignia finansowa banków, dane skonsolidowane, podmioty krajowe i zagraniczne (aktywa ogółem / kapitał własny ogółem)
BE	1,5	23,8	brak danych	-1,0	36,6	-11,8	170,1	-3,5	2,8	-3,4	0,3	-2,2	0,1	2,3p	0,7	9,4p	5,8	60,9	13,1p
BG	3,1	18,8	0,8p	6,4	35,4	1,9	82,3	-3,4	-1,1	11,1	7,5	-1,7	3,2p	7,7p	43,3	24,0	2,7	23,4	7,5p
CZ	3,0	25,5	1,9p	0,6	28,3	3,5	77,5	-2,9	7,6	9,7	1,9	1,0	1,6	2,1p	5,0	30,0p	4,0	32,3	12,5p
DK	1,5	22,4	3,1p	7,1	11,0	0,3	55,5	-0,2	-1,8	-3,5	1,6	-3,0	-0,3	2,3p	-2,2	14,8	4,8	126,4	16,4p
DE	1,5	21,2	3,1e	7,4	44,7	2,7	44,7	-2,0	0,4	1,1	3,5	-1,3	0,2	1,4p	11,4	21,7	6,3	53,6	13,9p
EE	4,8	23,9	1,4p	3,4	25,7	3,8	92,7	-1,0	4,1	-1,3	4,3	0,9	3,5	1,3p	16,2	17,1	4,6	38,9	6,9p
IE	8,2	23,4	1,2	-5,8	-251,7	16,8	466,2	-1,4	-3,0	73,8	-0,5	7,0	4,8	5,5p	-42,0	31,4	2,4	41,7	6,7p
EL	1,9p	11,1p	1,2p	-2,6	-130,6	1,8	18,5	-2,4p	-1,5	4,7	3,6p	5,3p	0,2p	41,6p	-15,1	-1,9e	0,7p	56,5	11,5p
ES	2,4p	19,4p	brak danych	2,4	-53,6	3,4	65,4	-2,1p	-0,2	2,5	-2,3p	-1,2p	0,1p	3,7p	-14,5	18,6	5,3p	59,0	13,6p
FR	1.7p	22.9p	brak danych	-0,6	-33,0	2,2	45,8	-1,9p	-0,1	-2,2	2,8p	0,1p	0,7p	2,7p	-0,3	7,2	6,4p	60,0	15,3p
HR	2,6p	20,1p	brak danych	3,3	-13,7	1,9	48,1	-3,2p	1,2	20,5	1,8p	4,0p	0,8d	7,3p	-15,5	11,1	brak danych	34,2	7,5p
IT	0,8	17,7	brak danych	2,6	-6,2	1,9	27,3	-2,3	-1,3	-1,7	6,0	-1,6	-0,1	8,4p	-1,2	-1,4	4,2	41,0	13,1p
CY	4,1p	19,1p	brak danych	-3,8	-175,0	22,2	1890,1	-4,2p	-3,2	14,2	1,4p	1,2p	0,0p	20,2p	-9,7	4,4	5,8p	97,0	14,1p
LV	4,6	22,5	0,6p	1,1	-2,4	1,3	55,5	-3,4	1,3	6,5	5,0	0,6	3,0	5,3p	-4,4	29,3	2,2	20,8	7,8p
LT	3,6	20,5	0,9p	1,8	-2,7	2,7	43,4	-4,0	3,0	1,4	4,5	2,9	2,2	2,6p	7,9	23,2	2,7	22,9	10,4p
LU	3,1	16,8	brak danych	6,1	-3523,8	-722,2	7466,2	-3,3	0,4	8,5	-0,2	-2,9	-0,6	0,8p	13,4	19,9	3,8	66,3	14,6p
HU	5,1	25,2	1,5	2,1	-4,2	-43,8	163,1	-3,8	-1,0	6,3	0,3	0,9	2,7	5,3p	9,1	45,5	3,0	18,0	9,4p
MT	6,8	19,0	0,6	12,3	248,0	32,2	1568,6	-8,5	0,3	21,5	2,0	-0,8	1,3	3,1p	4,5	17,5p	5,2	49,4	12,1p
NL	2,6p	20,3p	brak danych	10,8	-14,0	-27,3	581,8	-1,5p	-0,8	-0,4	1,1p	0,3p	0,1p	1,9p	-1,8	23,6	4,8p	102,4p	16,1p
AT	2,4	23,9	3,2p	2,3	-5,0	0,9	67,4	-2,5	1,7	1,8	1,5	2,5	0,7	2,6p	4,7	19,6	4,5	49,6	11,4p
PL	5,1	18,2	1,2p	1,1	-16,9	2,8	47,8	-2,8	-3,0	23,2	3,8	3,6	4,8p	6,2p	-0,1	12,7	2,0	35,1	9,3p
PT	2,4p	17,6p	1,4p	1,4	-57,1	2,7	79,0	-2,5p	-0,3	7,2	4,8p	0,4p	0,1p	9,4p	-6,6	29,0	3,0p	66,9	11,0p
RO	4,0p	21,2p	brak danych	-3,4	-3,9	3,1	44,0	-1,6p	-4,1	21,2	5,3p	2,0p	3,7p	5,3p	25,9	18,6	3,5p	16,0	9,3p
SI	4,1	19,2	2,0p	5,2	-1,9	2,8	39,1	-2,9	-0,4	18,0	2,6	3,2	0,9	6,0p	-0,3	22,5	2,1	27,0	8,2p
SK	4,0	21,2	0,8	-1,3	-16,5	2,4	69,2	-4,1	-0,4	1,1	-1,7	2,0	2,0	3,2p	3,9	21,3	3,4	42,1	9,5p
FI	1,7	23,7	2,8	-1,3	3,9	-1,9	48,9	-2,0	-1,4	-5,0	3,4	-1,2	-0,9	1,5p	1,9	2,9	7,3	65,4	16,1p
SE	2,3	25,9	3,3	1,7	-11,4	1,6	81,1	-1,3	-7,6	-8,2	-1,1	-0,3	0,4	1,0p	6,2	14,4	5,4	87,9	18,8p
UK	1,4	17,0	brak danych	-4,5	4,9	1,3	83,9	-0,7	-16,2	-5,7	3,3	-4,3	0,2	1,2p	7,8	15,4	3,8	87,2	15,3p

Oznaczenia: d: różnica definicji, e: dane szacunkowe, p: dane wstępne.

1) Oficjalny termin przekazania danych za 2018 r. dotyczących wydatków krajowych brutto na badania i rozwój upłynął w dniu 31 października 2019 r.; ekstrakcji danych dokonano w dniu 25 października 2019 r. 2) Wskaźnik cen nieruchomości mieszkaniowych: e = dla EL dane szacunkowe narodowego banku centralnego. 3) Wydajność pracy dla HR d: w przypadku danych dotyczących zatrudnienia wykorzystano koncepcję krajową a nie unijną.

Źródło: Komisja Europejska, Eurostat i Dyrekcja Generalna ds. Gospodarczych i Finansowych (realny efektywny kurs walutowy), Europejski Bank Centralny (dane skonsolidowane dot. dźwigni finansowej banków oraz kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne) oraz Międzynarodowy Fundusz Walutowy, światowa prognoza gospodarcza (wielkość światowego eksportu towarów i usług).

Tabela 2.1 (kontynuacja) Wskaźniki dodatkowe, 2018 r.

Rok 2018	Wskaźnik zatrudnienia (zmiana %, 1 r.)	Współczynnik aktywności zawodowej – % ogółu ludności w wieku 15–64 l. (%)	Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–64 l. (%)	Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (%)	Młodzież niepracująca, niekształcąca ani nieszkoląca się – % ogółu ludności w wieku 15–24 l.		Osoby zagrożone ubóstwem lub wykluczeniem społecznym – % ogółu ludności		Osoby zagrożone ubóstwem po transferach socjalnych – % ogółu ludności		Osoby z pogłębioną deprywacją materialną – % ogółu ludności		Osoby żyjące w gospodarstwach domowych o bardzo małej intensywności pracy – % ogółu ludności w wieku 0–59 l.	
					%	zmiana w p.p., 3 l.	%	zmiana w p.p., 3 l.	%	zmiana w p.p., 3 l.	%	zmiana w p.p., 3 l.	%	zmiana w p.p., 3 l.
BE	1,4	68,6	2,9	15,8	9,2	-3,0	19,8	-1,3	16,4	1,5	4,9	-0,9	12,1	-2,8
BG	-0,1p	71,5	3,0	12,7	15,0	-4,3	32,8	-8,5	22,0	0,0	20,9	-13,3	9,0	-2,6
CZ	1,3	76,6	0,7	6,7	5,6	-1,9	12,2	-1,8	9,6	-0,1	2,8	-2,8	4,5	-2,3
DK	1,8	79,4	1,1	10,5	6,8	0,6	17,4	-0,3	12,7	0,5	3,4	-0,3	11,1	-0,5
DE	1,4	78,6	1,4	6,2	5,9	-0,3	18,7	-1,3	16,0	-0,7	3,1	-1,3	8,1	-1,7
EE	1,2	79,1	1,3	11,9	9,8	-1,0	24,4	0,2	21,9	0,3	3,8	-0,7	5,2	-1,4
IE	3,2	72,9	2,1	13,8	10,1	-4,2	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych
EL	1,7p	68,2	13,6	39,9	14,1	-3,1	31,8	-3,9	18,5	-2,9	16,7	-5,5	14,6	-2,2
ES	2,2p	73,7	6,4	34,3	12,4	-3,2	26,1	-2,5	21,5	-0,6	5,4	-1,0	10,7	-4,7
FR	1,0p	71,9	3,8	20,7	11,1	-0,9	17,4	-0,3	13,4	-0,2	4,7	0,2	8,0	-0,6
HR	1,8d	66,3	3,4	23,4	13,6	-4,5	24,8	-4,3	19,3	-0,7	8,6	-5,1	11,2	-3,2
IT	0,9	65,6	6,2	32,2	19,2	-2,2	27,3	-1,4	20,3	0,4	8,5	-3,0	11,3	-0,4
CY	4,1p	75,0	2,7	20,2	13,2	-2,1	23,9	-5,0	15,4	-0,8	10,2	-5,2	8,6	-2,3
LV	1,6	77,7	3,1	12,2	7,8	-2,7	28,4	-2,5	23,3	0,8	9,5	-6,9	7,6	-0,2
LT	1,4	77,3	2,0	11,1	8,0	-1,2	28,3	-1,0	22,9	0,7	11,1	-2,8	9,0	-0,2
LU	3,7	71,1	1,4	14,1	5,3	-0,9b	21,9	3,4	18,3	3,0	1,3	-0,7	8,3	2,6
HU	2,4	71,9	1,4	10,2	10,7	-0,9b	19,6	-8,6	12,8	-2,1	10,1	-9,3	5,7	-3,7
MT	5,4	74,7	1,1	9,1	7,3	-3,2	19,0	-4,0	16,8	0,2	3,0	-5,5	5,5	-3,7
NL	2,5p	80,3	1,4	7,2	4,2	-0,5	16,7	0,3	13,3	1,7	2,4	-0,2	8,6	-1,6
AT	1,7	76,8	1,4	9,4	6,8	-0,7	17,5	-0,8	14,3	0,4	2,8	-0,8	7,3	-0,9
PL	0,3p	70,1	1,0	11,7	8,7b	-2,3b	18,9	-4,5	14,8	-2,8	4,7	-3,4	5,6	-1,3
PT	2,3p	75,1	3,1	20,3	8,4	-2,9	21,6	-5,0	17,3	-2,2	6,0	-3,6	7,2	-3,7
RO	0,2p	67,8	1,8	16,2	14,5	-3,6	32,5	-4,9	23,5	-1,9	16,8	-5,9	7,4	-0,5
SI	3,2	75,0	2,2	8,8	6,6	-2,9	16,2	-3,0	13,3	-1,0	3,7	-2,1	5,4	-2,0
SK	2,0	72,4	4,0	14,9	10,2	-3,5	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych
FI	2,6	77,9	1,6	17,0	8,5	-2,1	16,5	-0,3	12,0	-0,4	2,8	0,6	10,8	0,0
SE	1,9	82,9	1,2	16,8	6,1	-0,6	18,0	-0,6	16,4	0,1	1,6	0,5	9,1	0,4
UK	1,2	77,9	1,1	11,3	10,4	-0,7	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	4,6p	-1,5p	brak danych	brak danych

Oznaczenia: b: przerwa w szeregu czasowym, d: różnica definicji, p: dane wstępne.

1) Wskaźnik zatrudnienia dla HR d: w przypadku danych dotyczących zatrudnienia wykorzystano koncepcję krajową a nie unijną. 2) Młodzież niepracująca, niekształcąca ani nieszkoląca się dla PL: zmiany w procedurze ważenia. 3) Oficjalny termin przekazania danych za 2018 r. dotyczących wskaźników dochodów i warunków życia (EU-SILC) upłynął w dniu 30 listopada 2019 r.; ekstrakcji danych dokonano w dniu 25 października 2019 r.

Źródło: Komisja europejska, Eurostat