KOMISJA
EUROPEJSKA

Strasburg, dnia 25.11.2025 r.
COM(2025) 956 final

KOMUNIKAT KOMISJI DO PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO, RADY I EUROPEJSKIEGO KOMITETU EKONOMICZNO-SPOŁECZNEGO

Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania 2026

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

{SWD(2025) 900 final} - {SWD(2025) 956 final}

KOMUNIKAT – SPRAWOZDANIE PRZEDKŁADANE W RAMACH MECHANIZMU OSTRZEGANIA

W sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania wskazuje się – na podstawie interpretacji ekonomicznej tabeli wskaźników do celów procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej (PdZRM) – państwa członkowskie, w których zdaniem Komisji mogą występować zakłócenia równowagi lub które są narażone na takie zakłócenia. Interpretacja ekonomiczna tabeli wyników opiera się na danych dotyczących wyniku za 2024 r. (wykres 1). Dane te interpretuje się w sposób perspektywiczny, z uwzględnieniem, w stosownych przypadkach, zmian gospodarczych w bieżącym roku (2025) oraz prognoz na lata 2025, 2026 i 2027 przedstawionych w prognozie Komisji z jesieni 2025 r. (wykres 2). W niniejszym komunikacie przedstawiono interpretację ekonomiczną tabeli wskaźników, natomiast w załącznikach do niego zawarto dalszą prezentację istotnych zmian w zakresie danych[1]. Równolegle europejskie sprawozdanie makroekonomiczne[2] – opublikowane w tym roku po raz pierwszy – zawiera analizę szerszych zmian w zakresie podatności na zagrożenia oraz zakłóceń równowagi w gospodarkach UE i jej państw członkowskich, a zmiany w poszczególnych państwach objętych badaniem w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej (PdZRM) są w nim osadzone w szerszym kontekście.

Gospodarka światowa stoi w obliczu zmian strukturalnych i wyższego poziomu niepewności politycznej, co sprawia, że otoczenie zewnętrzne UE staje się wymagające. W ostatnich latach bariery handlowe coraz częściej wykorzystuje się jako narzędzia polityki geopolitycznej i przemysłowej, a w ciągu ostatniego roku Stany Zjednoczone znacznie zwiększyły cła przywozowe. Gospodarka światowa przechodzi okres dostosowania do tego nowego ładu, co wpływa na przepływy handlowe i kursy walutowe. Ponadto ten okres niepewności następuje po serii burzliwych zdarzeń gospodarczych, które wywołały inflację i sprawiły, że stopy procentowe były wyższe niż w poprzednich latach. Te wydarzenia geopolityczne uwypukliły również potrzebę zwiększenia przez UE wydatków na obronę w nadchodzących latach, aby wspierać geostrategiczną niezależność Unii.

Chociaż inflacja w całej UE spada, w niektórych państwach członkowskich presja inflacyjna pozostaje wysoka, odzwierciedlając częściowo dynamiczne kształtowanie się płac. Po osiągnięciu szczytowego poziomu w latach 2022–2023 inflacja spadła w całej UE. Od 2024 r. inflacja konsumpcyjna w UE ustabilizowała się na poziomie około 2,5 %. Deflator PKB, odzwierciedlający presję kosztową na rynku krajowym, również spadł, choć w wolniejszym tempie. Pomimo trudnych warunków gospodarczych w ostatnich latach rynek pracy wykazał się

[1] Dokument roboczy służb Komisji, Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania 2026, SWD(2025) 956; dokument roboczy służb Komisji, Załącznik statystyczny towarzyszący sprawozdaniu przedkładanemu w ramach mechanizmu ostrzegania 2026, SWD(2025) 900.

[2] Europejskie sprawozdanie makroekonomiczne ma dostarczyć informacje przydatne przy podejmowaniu strategicznych decyzji politycznych mających na celu wzmocnienie strefy euro i odporności UE w obliczu szybko zmieniającego się ładu światowego i zawiera ocenę słabych punktów gospodarki UE. Europejskie sprawozdanie makroekonomiczne 2026, SWD(2025) 957.

odpornością, przy historycznie niskim bezrobociu i wysokim poziomie zatrudnienia. Płace w ujęciu realnym niemal zrównały się ze średnim poziomem z 2019 r., choć między państwami członkowskimi występuje znaczne zróżnicowanie: w części z nich odnotowano wyraźne realne wzrosty płac, podczas gdy w innych nadal obserwuje się spadki. W państwach członkowskich, w których inflacja pozostaje stosunkowo wysoka w porównaniu ze średnimi historycznymi oraz z innymi państwami członkowskimi UE lub strefy euro, czynnik płacowy często odgrywał szczególnie istotną rolę. Ostatnio na rynkach pracy pojawiły się jednak oznaki osłabienia, co prawdopodobnie będzie sprzyjać stopniowemu łagodzeniu presji płacowej.

Umiarkowana inflacja w strefie euro przyczyniła się do znacznego poluzowania polityki pieniężnej, podczas gdy koszty finansowania zewnętrznego sektora instytucji rządowych i samorządowych pozostawały w większości przypadków na zasadniczo stabilnym poziomie. Poluzowanie polityki pieniężnej poskutkowało korzystniejszymi warunkami finansowania dla sektora prywatnego. Oprocentowanie kredytów bankowych spada od 2024 r., a zaciąganie pożyczek i kredytów przez sektor prywatny powoli przyspiesza. W przypadku sektora instytucji rządowych i samorządowych rentowność długoterminowych obligacji skarbowych nieznacznie się zmieniła w latach 2024–2025, co przyczyniło się do wzrostu średniego kosztu długu, w zależności również od struktury długu oraz poziomów deficytu i długu sektora instytucji rządowych i samorządowych w państwach członkowskich.

Perspektywy dotyczące zakłóceń równowagi

Utrzymująca się nadwyżka zewnętrzna strefy euro i UE odzwierciedla chroniczne zakłócenie równowagi między oszczędnościami a inwestycjami, co osłabia długoterminowy potencjał wzrostu gospodarczego Unii. W 2024 r. obrót bieżący strefy euro/UE wzrósł, co odzwierciedla spadek inwestycji przy stabilnym poziomie oszczędności. Zmniejszenie inwestycji, biorąc pod uwagę nadal wysokie koszty finansowania i niepewność gospodarczą, wpływa na zdolność UE do utrzymania wzrostu gospodarczego i finansowania kluczowych obszarów, takich jak transformacja cyfrowa i klimatyczna, a także do wzmocnienia gotowości obronnej Europy. Jednocześnie nadwyżka obrotów bieżących strefy euro/UE zmniejszyła się w porównaniu z poziomem sprzed pandemii, podczas gdy nadwyżka obrotów bieżących Chin wzrosła, a deficyt obrotów bieżących USA zwiększył się, co skutkuje malejącym udziałem strefy euro/UE w globalnych zakłóceniach równowagi.

Na szczeblu państw członkowskich występują zarówno nadwyżki, jak i deficyty obrotów bieżących, przy czym każda z tych sytuacji kryje w sobie specyficzne ryzyka. Występujące w niektórych państwach członkowskich znaczne nadwyżki obrotów bieżących uległy w ostatnim czasie dalszemu powiększeniu, co było napędzane stłumionym popytem. Wieloletnie nadwyżki doprowadziły do zgromadzenia znacznych aktywów netto, narażając te państwa członkowskie na wahania w gospodarce światowej, takie jak ryzyko walutowe, ryzyko wyceny i niepewność polityki handlowej. Jednocześnie w wielu państwach członkowskich utrzymuje się znaczny deficyt bilansu płatniczego. Choć w ostatnich latach udało im się ograniczyć relację długu zewnętrznego do PKB dzięki wysokiemu wzrostowi nominalnemu, ten proces pasywnego zmniejszenia zadłużenia dobiega końca w warunkach słabnięcia presji inflacyjnych. Duże uzależnienie od zewnętrznych przepływów finansowania stanowi czynnik podatności na zagrożenia w przypadku pogorszenia się postrzegania ryzyka przez podmioty finansujące.

Zróżnicowany wzrost poziomów cen i kosztów w ciągu ostatnich pięciu lat doprowadził do pogorszenia konkurencyjności kosztowej niektórych państw członkowskich, przy czym w niektórych przypadkach nastąpiło zahamowanie konwergencji gospodarczej. W niektórych państwach członkowskich rosnące ceny i koszty nadal podtrzymują tę dywergencję. Brak jednak przesłanek wskazujących na to, by państwa członkowskie, które doświadczyły największego pogorszenia konkurencyjności kosztowej, odnotowały nieproporcjonalne pogorszenie wyników wywozu. Choć wyższe różnice inflacyjne mogą pojawiać się jako produkt uboczny konwergencji gospodarczej, warto zauważyć, że w niektórych państwach członkowskich o największym pogorszeniu konkurencyjności kosztowej – w szczególności w Czechach i Estonii oraz, w mniejszym stopniu, w Łotwie – konwergencja gospodarcza wydaje się zahamowana.

Gospodarstwa domowe odnotowały wzrost dochodów i spadek zadłużenia, podczas gdy rentowność przedsiębiorstw i ich zdolność do obsługi zadłużenia uległy obniżeniu. Wzrost realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych przekroczył 2 % w 2024 r., natomiast zobowiązania finansowe spadły o 7 % w ujęciu realnym od 2019 r. To zmniejszenie zadłużenia wynika w dużej mierze z niedawnego okresu wysokiej inflacji, który obecnie dobiegł końca. Chociaż zadłużenie przedsiębiorstw spadło w 2024 r., ich podatność na zagrożenia wzrosła, ponieważ zmniejszyła się ich zdolność do obsługi zadłużenia. Przedsiębiorstwa wykorzystują swoje rezerwy gotówkowe zgromadzone w okresie pandemii i bezpośrednio po niej, kiedy zyski były wysokie, przez co ich bufory uległy zmniejszeniu.

W sektorze instytucji rządowych i samorządowych wysokie deficyty spowodowały, że dług utrzymuje się ogólnie powyżej poziomu sprzed pandemii, pomimo silnych efektów mianownika związanych z wysokim wzrostem nominalnym oraz przy rysujących się na horyzoncie dużych potrzebach inwestycyjnych. W przyszłości te efekty mianownika osłabną, co utrudni proces zmniejszenia zadłużenia. Ponadto skutki wyższych stóp procentowych w porównaniu z okresem sprzed 2022 r. nie ujawniły się jeszcze w pełni, ponieważ istniejący dług jest nadal refinansowany po wyższych stopach, co podbija koszty odsetkowe. Wyższe płatności odsetkowe nakładają się na konieczność zwiększenia określonych kluczowych kategorii wydatków, takich jak wydatki na obronność lub wydatki związane ze starzeniem się społeczeństwa, a także na potrzebę finansowania inwestycji publicznych, co rodzi poważne wyzwania dla polityki fiskalnej w wielu państwach członkowskich.

Wysokie ceny nieruchomości mieszkaniowych stają się coraz poważniejszym problemem gospodarczym w całej UE. Po przerwie w latach 2022–2023 powrócił silny wzrost cen nieruchomości mieszkalnych, ponieważ popyt wzrósł, a podaż pozostała ograniczona. Wysokie ceny nieruchomości mieszkalnych stanowią wyzwanie gospodarcze i społeczne w coraz większej liczbie państw członkowskich, a w niektórych przypadkach silny wzrost cen utrzymuje się od wielu lat. Chociaż ograniczone zaciąganie kredytów hipotecznych i ograniczona aktywność budowlana zmniejszają ryzyko dla sektora bankowego oraz ryzyko nagłej korekty w tym sektorze, mogą one poważnie wpłynąć na przystępność cenową mieszkań dla gospodarstw domowych, ograniczyć mobilność pracowników i ogólnie zaszkodzić regionalnej i krajowej konkurencyjności. W szczególności brak przystępności cenowej mieszkań koncentruje się w regionach o najwyższej wydajności, takich jak stolice, i w przeważającym stopniu dotyka młodszych grup wiekowych. Utrudnia to dostosowanie się podaży pracy do popytu i prowadzi do tego, że młodzi ludzie mają mniej dzieci, co pogłębia długoterminową presję demograficzną. Wysokie ceny nieruchomości mieszkalnych mogą również zmniejszyć konsumpcję, ponieważ większa część dochodów przeznaczana jest na koszty mieszkaniowe.

Sektor bankowy jest odporny, ale pozabankowy sektor finansowy rozwija się w ostatnich latach i może stać się źródłem podatności na zagrożenia, a ponadto pojawiają się także nowe rodzaje ryzyka. Sektor bankowy strefy euro i UE pozostał odporny, utrzymując wysoką rentowność i wysokie współczynniki kapitałowe. Niemniej jednak ekspozycja na rynek nieruchomości oraz na sektor instytucji rządowych i samorządowych nadal stanowi źródło podatności na zagrożenia, a sektor nieruchomości komercyjnych pozostaje pod presją. Równolegle sektor pośredników finansowych niebędących bankami, który w ostatnich latach szybko się rozwijał, jest narażony na szczególne ryzyko, a jego powiązania z sektorem bankowym stanowią źródło podatności na zagrożenia. Ponadto sektor finansowy UE jest narażony na nowe zagrożenia, które trudno oszacować. Obejmują one m.in. ryzyko w cyberprzestrzeni, a także rosnące znaczenie kryptoaktywów i ich powiązania z systemem finansowym.

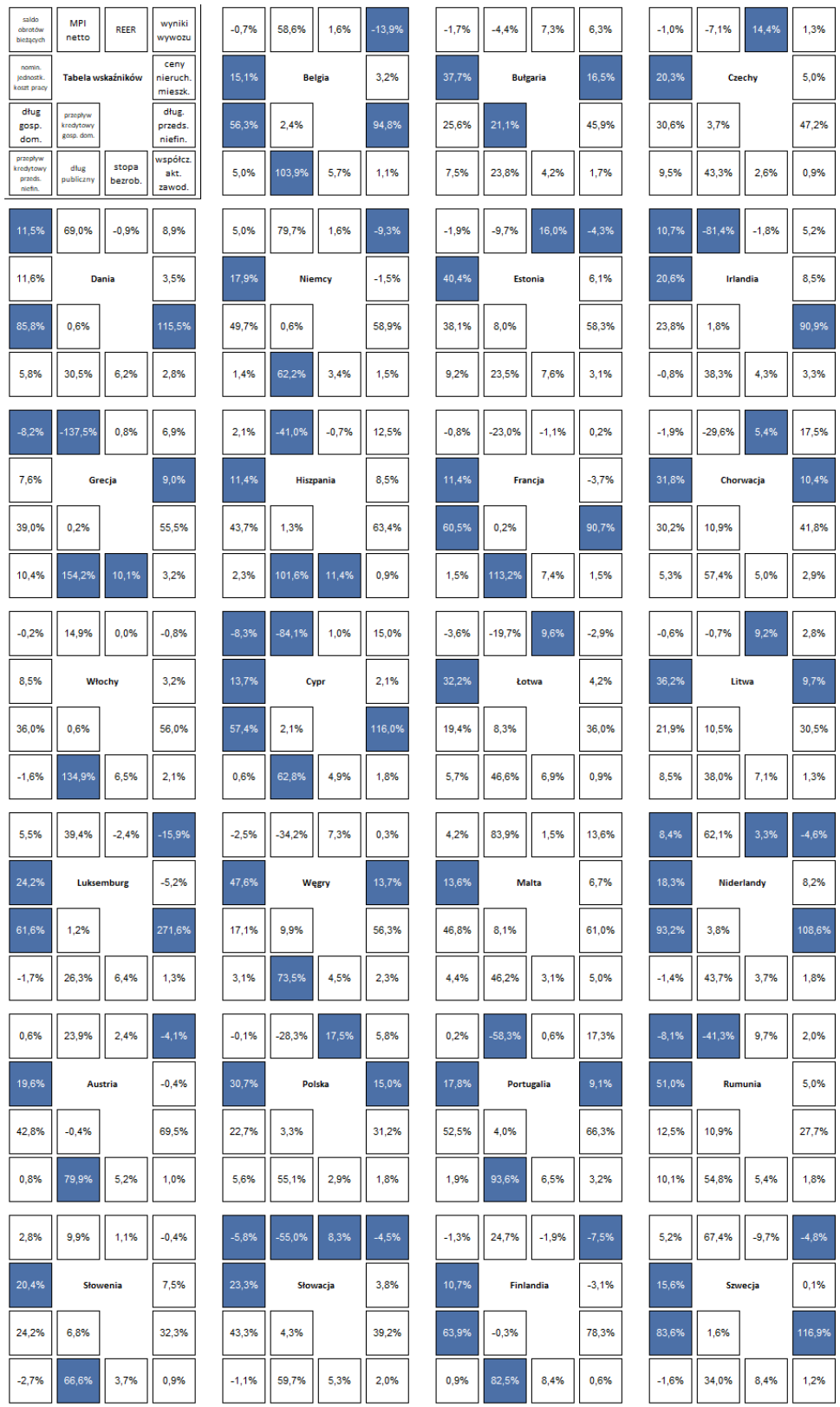
Wnioski dotyczące poszczególnych krajów i nadzór następczy

W 2026 r. przygotowane zostaną szczegółowe oceny sytuacji dotyczące siedmiu państw członkowskich, w których stwierdzono występowanie zakłóceń równowagi lub nadmiernych zakłóceń równowagi wiosną 2025 r. W załączniku do niniejszego komunikatu przedstawiono przegląd najważniejszych danych leżących u podłoża tych zakłóceń. W szczegółowych ocenach sytuacji z 2026 r., które zostaną opublikowane w pierwszej połowie 2026 r., przeprowadzona zostanie ocena ekonomiczna, aby stwierdzić, czy te zakłócenia pogarszają się, czy są poddawane korekcie, czy też zostały już skorygowane, z myślą o aktualizacji dotychczasowych ocen i analizie ewentualnych utrzymujących się potrzeb w zakresie polityki. Dotyczy to Grecji, Włoch, Węgier, Niderlandów, Rumunii, Słowacji i Szwecji.

Na tym etapie nie ma potrzeby przeprowadzania szczegółowej oceny sytuacji w pozostałych państwach członkowskich.

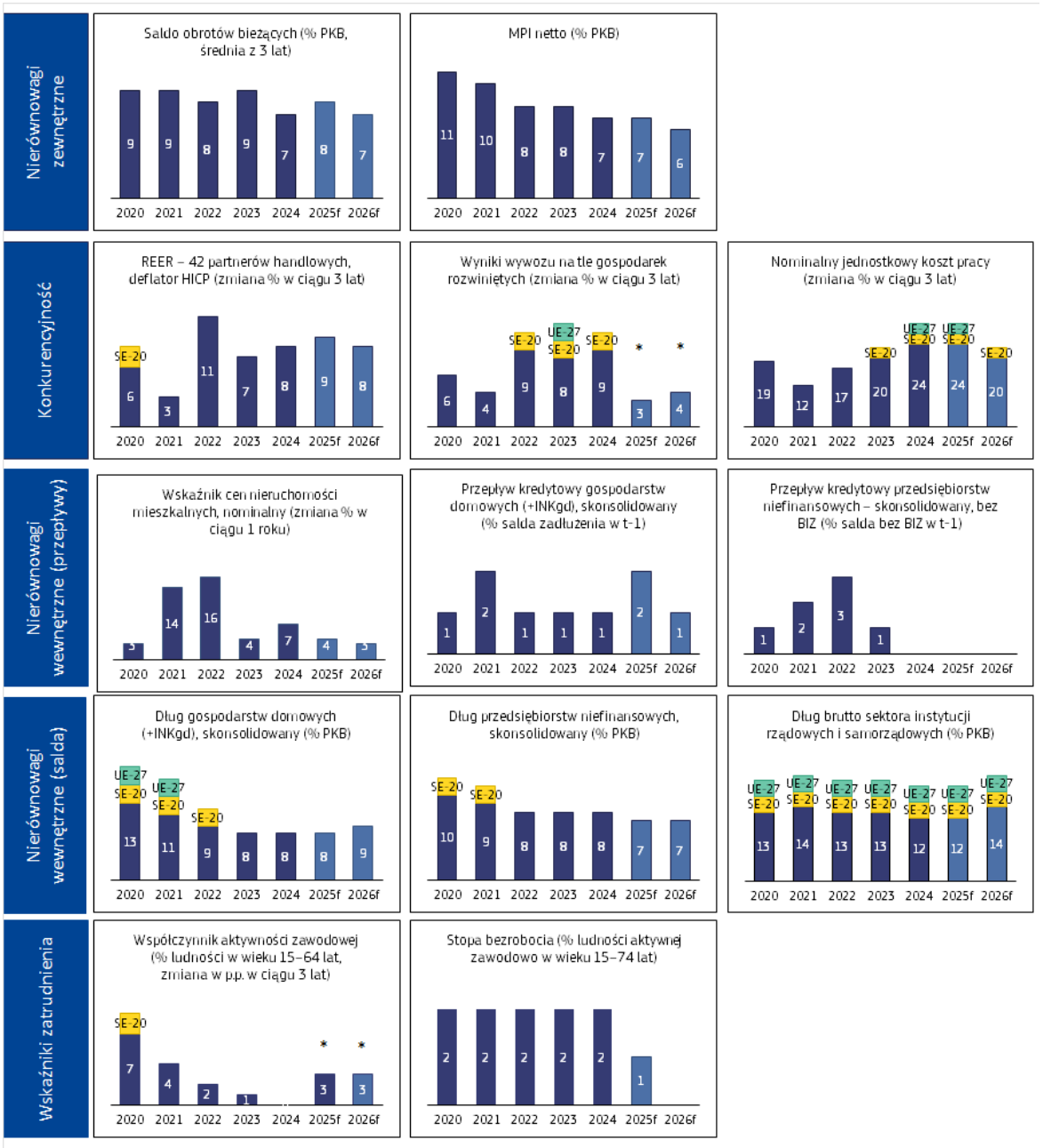
W przypadku szeregu państw członkowskich interpretacja ekonomiczna tabeli wyników prowadzi do wniosku, że szczegółowa ocena zmian nie jest potrzebna, ale kilka kwestii zasługuje na uwagę. W **Bułgarii** ceny mieszkań rosną bardzo dynamicznie, czemu towarzyszy silny wzrost zadłużenia gospodarstw domowych, a utrzymujące się bardzo silne wzrosty jednostkowych kosztów pracy stanowią czynnik ryzyka dla presji cenowej. Jednocześnie pozycja zewnętrzna pozostaje korzystna, mimo niewielkiego pogorszenia, co wraz z trwającym procesem nominalnej konwergencji ogranicza ryzyka. Wiosną tego roku **Estonia** została objęta szczegółową oceną sytuacji i nie stwierdzono zakłóceń równowagi. Niemniej jednak utrzymuje się utrata konkurencyjności kosztowej, a różnice inflacyjne w stosunku do strefy euro niespodziewanie zwiększyły się w 2025 r., czemu towarzyszyło wstrzymanie lub zakończenie konwergencji gospodarczej. Dynamicznie kształtowały się również ceny nieruchomości mieszkaniowych i wzrost akcji kredytowej. Saldo obrotów bieżących wykazuje jedynie umiarkowany deficyt, ale może on wzrosnąć wraz ze wzrostem popytu. W **Chorwacji** problem stanowią presja cenowa i zmiany konkurencyjności kosztowej. Ponadto ceny nieruchomości znacznie wzrosły, a banki chętnie udzielają kredytów na zakup nieruchomości, co wymaga monitorowania. **Łotwa** odnotowała jeden z największych skumulowanych wzrostów cen w UE w ostatnich latach, a wzrost jednostkowych kosztów pracy pozostaje wysoki, mimo spowolnienia. Presja cenowa negatywnie wpływa na konkurencyjność kosztową, co wraz ze słabą koniunkturą zewnętrzną mogło przyczynić się do spadku wywozu.

Wykres 1:**Zmienne tabeli wskaźników sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania, 2024 r., według państw członkowskich**



Źródło: Eurostat i Komisja Europejska.

Wykres 2:**Liczba państw członkowskich odnotowujących zmienne tabeli wskaźników przekraczające wartość progową**



Liczba państw członkowskich odnotowujących zmienne tabeli wskaźników przekraczające odpowiednie wartości progowe w danym roku odzwierciedla dane według stanu na datę graniczną sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania na 2026 r. (31 października 2025 r.). Ze względu na możliwe rewizje *ex post* danych liczba wartości przekraczających progi obliczona przy użyciu danych za poprzednie lata dla zmiennych tabeli wskaźników może być inna niż liczba opublikowana w poprzednich edycjach sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania. * Brak dostępnych danych dla agregatów strefy euro i UE w okresie prognozy.

Źródło: prognozy Eurostatu i Komisji Europejskiej.

Sektorowa interpretacja tematyczna zmian gospodarczych w 2024 r.

- W 2024 r. **saldo obrotów bieżących wzrosło w prawie wszystkich państwach członkowskich**. Bilanse handlowe powróciły do poziomu sprzed pandemii, ponieważ ceny energii nadal spadały, a popyt utrzymywał się na niskim poziomie. Redukcja wyników pierwotnych spowolniła wzrost ogólnego salda obrotów bieżących i koncentruje się w niewielkiej liczbie państw członkowskich, co zazwyczaj odzwierciedla działalność spółek celowych, z silnymi transgranicznymi powiązaniami finansowymi, ale ograniczonymi powiązaniami z gospodarkami krajowymi. Salda obrotów bieżących utrzymują się poniżej poziomów sprzed pandemii ogólnie na poziomie strefy euro/UE i w większości państw członkowskich. Dotyczy to w szczególności Rumunii oraz niektórych wysoko zadłużonych państw członkowskich, takich jak Grecja i Cypr. Z kolei inne wysoko zadłużone państwa członkowskie, takie jak Portugalia i Hiszpania, mają obecnie salda obrotów bieżących, które nie tylko są wyższe niż przed pandemią, lecz także wykazują nadwyżkę. Z drugiej strony utrzymują się zasadniczo wysokie nadwyżki, które w niektórych przypadkach znacznie wzrosły. Dotyczy to przede wszystkim państw członkowskich, w których dane odzwierciedlają wyjątkowo duże znaczenie przedsiębiorstw wielonarodowych lub spółek specjalnego przeznaczenia, lub rolę tych państw członkowskich jako międzynarodowych ośrodków finansowania. Jak dotąd w 2025 r. stopniowa poprawa popytu krajowego prowadzi do niewielkich spadków zarówno bilansu handlowego, jak i salda obrotów bieżących, pomimo stałej poprawy w zakresie *terms of trade*. W porównaniu z sytuacją sprzed pandemii nastąpiła zmiana w zakresie udzielania i zaciągania pożyczek w różnych sektorach gospodarki. Podczas gdy sektor instytucji rządowych i samorządowych zwiększył swoje zadłużenie netto, sektor prywatny zwiększył swoje wierzytelności netto. W samym 2024 r. największą zmianą był wzrost oszczędności netto w sektorze gospodarstw domowych, które to oszczędności obecnie są na rekordowo wysokim poziomie.

- **Duże ujemne pozycje zewnętrzne netto** znacznie się zmniejszyły drugi rok z rzędu, tj. w 2024 r. Poprawa ta wynika zarówno z ogólnie dodatnich sald obrotów bieżących, jak i z efektu mianownika wywołanego silną inflacją. W większości przypadków silne efekty wyceny doprowadziły do dalszego zmniejszania się tych pozycji, w odzwierciedleniu zmian kursów walutowych. Gwałtownie wzrosły również duże **dodatnie pozycje zewnętrzne netto**. Chociaż efekt mianownika nadal sprzyjał zmniejszeniu pozycji, jego wpływ był mniejszy niż w ostatnich latach i nie był tak znaczący jak rosnący wpływ bardzo dodatnich sald obrotów bieżących. Ogólnie rzecz biorąc, nastąpiło pewne zrównoważenie **pozycji zewnętrznych w strefie euro** pomimo znacznego wzrostu międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto państw członkowskich będących wierzycielami. Wynika to przede wszystkim z faktu, że państwa członkowskie o dużym sektorze turystyki – które zazwyczaj mają dużą ujemną międzynarodową pozycję inwestycyjną netto – rozwijały się szybciej niż państwa członkowskie intensywnie korzystające z produkcji, przy czym pewną rolę odgrywają również korzystne wskaźniki *terms of trade*. Jednak utrzymująca się różnica sald obrotów bieżących będzie prowadzić do dalszego pogłębiania rozbieżności w pozycjach, ponieważ od 2025 r. oczekuje się spowolnienia wzrostu nominalnego PKB.

- Wzrost **jednostkowych kosztów pracy** (ULC) utrzymywał się na wysokim poziomie w 2024 r., ale spadł w porównaniu z 2023 r., zarówno ogółem, jak i w większości państw członkowskich. W 2024 r. wzrost jednostkowych kosztów pracy wynikał głównie ze wzrostu płac, przekraczającego inflację, przy czym wydajność zapewniała jedynie niewielki efekt kompensacyjny, i to nie we wszystkich państwach członkowskich. Utrzymują się znaczne różnice we wzroście jednostkowych

kosztów pracy w poszczególnych państwach członkowskich. W niektórych państwach członkowskich spadek wydajności doprowadził do większego wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Oczekuje się, że w 2025 r. płace ostatecznie nieznacznie przekroczą poziomy z 2019 r. w ujęciu realnym. W niektórych gospodarkach UE pojawiły się pewne oznaki zastoju, co oznacza początek bardziej umiarkowanego wzrostu płac w przyszłości. Chociaż wzrost płac ma spowolnić, prognozuje się, że pozostanie on wysoki w ujęciu nominalnym, zwłaszcza w państwach członkowskich, które już skumulowały znaczny wzrost kosztów i cen w latach 2019–2024.

- W 2024 r. euro ogólnie umocniło się, podobnie jak wszystkie waluty UE z wyjątkiem korony czeskiej i forinta węgierskiego. W rezultacie ogólne **realne efektywne kursy walutowe (REER)** w UE i strefie euro wzrosły pomimo stosunkowo niższej inflacji niż u głównych partnerów handlowych UE. W przypadku państw członkowskich takich jak Belgia, Estonia i Rumunia różnice inflacyjne również przyczyniły się do wzrostu realnego efektywnego kursu walutowego; w większości pozostałych państw członkowskich inflacja przynajmniej częściowo złagodziła aprecjację realnego efektywnego kursu walutowego. Bardziej znaczące różnice wewnątrz UE są widoczne, gdy przyjrzymy się realnym efektywnym kursom walutowym w odniesieniu do jednostkowych kosztów pracy. W niektórych państwach członkowskich odnotowujących wysoki wzrost jednostkowych kosztów pracy kursy walutowe uległy aprecjacji o ponad 5 %, pomimo ich nieznacznej deprecjacji w całej UE.

- W 2024 r. relacja **długu przedsiębiorstw do PKB** w UE wykazała spadek czwarty rok z rzędu, chociaż w jednej trzeciej państw członkowskich UE wskaźnik zadłużenia wzrósł – zazwyczaj z niskich poziomów. Łączny wskaźnik zadłużenia osiągnął najniższą wartość od prawie dwudziestu lat. Tempo zmniejszania zadłużenia zwolniło wraz ze zmniejszeniem się inflacji, co osłabiło efekt mianownika, który jednak pozostał głównym czynnikiem powodującym spadek. W niektórych państwach członkowskich do spadku wskaźników zadłużenia przyczyniły się również ujemne przepływy kredytowe netto. Ogólnie rzecz biorąc, przepływy kredytowe do przedsiębiorstw niefinansowych pozostały na niskim poziomie po gwałtownym spadku w 2023 r., ale najnowsze dane wskazują na pierwsze oznaki ożywienia. W 2024 r. inwestycje przedsiębiorstw spadły w ujęciu realnym. Chociaż zadłużenie przedsiębiorstw spadło w 2024 r., podatność przedsiębiorstw na zagrożenia wzrosła, ponieważ zmniejszyła się ich zdolność do obsługi zadłużenia. Oszczędności przedsiębiorstw spadły, a wskaźniki pokrycia odsetek przez przedsiębiorstwa nadal się obniżały ze względu na wzrost obciążeń odsetkami i spadek zysków, który miał miejsce w latach 2023 i 2024. W ostatnim czasie koszty finansowania zewnętrznego zaczęły spadać z poziomu szczytowego odnotowanego po pandemii, co wskazuje na poprawę zdolności obsługi zadłużenia w najbliższej przyszłości. W 2025 r. proces zmniejszania zadłużenia dalej wyhamowuje, ponieważ przepływy kredytowe powoli rosną, co towarzyszy stopniowemu – ale powolnemu – ożywieniu inwestycji przedsiębiorstw.

- W większości państw członkowskich UE nastąpiło ponowne przyspieszenie wzrostu **cen nieruchomości mieszkalnych** po korekcie, która rozpoczęła się pod koniec 2022 r. wraz ze wzrostem stóp procentowych. W niektórych państwach członkowskich spowolnienie gospodarcze w 2023 r. pozostało jednak ograniczone, a w ciągu ostatnich dwóch lat ceny nieruchomości mieszkalnych wzrosły łącznie o ponad 15 %, a nawet 20 %. Państwa członkowskie, w których ceny oszacowano na poziomie bliskim wartości godziwej lub jako niedoszacowane, odnotowały największy wzrost cen w 2024 r. Z kolei w niektórych państwach członkowskich, w których ceny były zazwyczaj znacznie przeszacowane, w 2024 r. ceny nadal spadały. Ogólnemu powrotowi do wzrostów cen towarzyszyło ożywienie na rynku transakcji. Brak inwestycji mieszkaniowych, które

ogólnie utrzymywały się na niskim poziomie w ciągu ostatniej dekady i załamały się od 2022 r., czemu towarzyszył gwałtowny spadek liczby pozwoleń na budowę, powoduje bardzo ograniczoną reakcję podaży na popyt na nieruchomości mieszkalne. W wyniku utrzymującej się ograniczonej podaży można oczekiwać, że ceny nieruchomości mieszkalnych będą nadal znacznie rosły.

- W 2024 r. **wskaźniki zadłużenia gospodarstw domowych** kontynuowały trend spadkowy z ostatnich lat, obniżając się w większości państw członkowskich i osiągając nowe rekordowo niskie poziomy. W 2024 r. tempo spadku spowolniło w porównaniu z ostatnimi latami, ponieważ efekt mianownika osłabł, natomiast przepływy kredytowe nieco wzrosły po ich gwałtownym spadku w 2023 r., chociaż w niektórych państwach członkowskich zaciąganie pożyczek i kredytów utrzymywało się na dynamicznym poziomie w ciągu ostatnich lat. Oprócz malejącego zadłużenia gospodarstwa domowe odnotowały wzrost dochodów i aktywów finansowych, co zwiększa ich zdolność do obsługi wyższych stóp procentowych, które pomimo pewnych spadków utrzymują się na poziomie zbliżonym do ostatnich wartości szczytowych. Bilans finansowy gospodarstw domowych w UE pozostaje ogólnie stabilny. Wynika to z faktu, że sektor gospodarstw domowych w ujęciu łącznym ma dodatnią pozycję netto w odniesieniu do oprocentowanych instrumentów finansowych, w związku z czym wzrost płatności odsetkowych następuje wraz z jeszcze większym wzrostem wpływów z odsetek, co ma ogólnie niewielki, ale pozytywny wpływ na dochód do dyspozycji. W 2024 r. realna wartość aktywów finansowych gospodarstw domowych przekroczyła poziom sprzed pandemii, podczas gdy zobowiązania finansowe spadły.

- Wzrost nominalnego PKB przyczynił się do stabilizacji wskaźników **długu sektora instytucji rządowych i samorządowych** w 2024 r. pomimo znacznych deficytów tego sektora. Pomimo redukcji głównie w latach 2021–2023 wskaźnik długu sektora instytucji rządowych i samorządowych pozostaje wysoki w UE i strefie euro i ogólnie przekracza poziom z 2019 r. Prognozuje się, że w latach 2025 i 2026 wskaźniki zadłużenia ponownie wzrosną w większości państw członkowskich oraz w strefie euro i całej UE. Wynika to z faktu, że różnica między stopą procentową a stopą wzrostu zmniejsza się, a nawet osiąga wartość dodatnią, podczas gdy w kilku państwach członkowskich deficyty pozostają znaczne. Niektóre – choć nie wszystkie – państwa członkowskie o wysokim zadłużeniu zaostrzyły jednak w ostatnich latach swoją politykę fiskalną i mają dodatnie saldo budżetowe. W przypadku niektórych państw członkowskich spoza strefy euro, w których stosunkowo duży udział długu i pożyczek sektora instytucji rządowych i samorządowych jest denominowany w walutach obcych, zmiany kursów walutowych mogą zwiększyć koszty finansowania zewnętrznego i długu.

- Ogólnie rzecz biorąc, **sektor finansowy** strefy euro i UE pozostał odporny w 2024 r., utrzymując wysoką rentowność i silne współczynniki kapitałowe. W 2024 r. łączny zwrot z kapitału własnego instytucji kredytowych strefy euro i UE utrzymywał się na wysokim poziomie, ponieważ wyższe opłaty i prowizje zrekompensowały niższe marże odsetkowe, a wskaźnik kapitału podstawowego Tier I instytucji kredytowych strefy euro i UE ustabilizował się na wysokim poziomie. Jakość aktywów banków w państwach strefy euro/UE jest stabilna, chociaż może nastąpić jej niewielkie pogorszenie. Łączny wskaźnik kredytów zagrożonych instytucji kredytowych ze strefy euro/UE nieznacznie wzrósł w 2024 r., ale utrzymuje się na niskim poziomie 2 %. Na poziomie krajowym wzrost w zakresie kredytów zagrożonych koncentrował się w państwach członkowskich o niskim poziomie tych kredytów, natomiast odpowiednie wskaźniki zmniejszyły się w państwach członkowskich o wyższych dotychczasowych

poziomach kredytów zagrożonych. Udział kredytów w fazie 2 nieznacznie wzrósł. Ekspozycja systemu bankowego na rynek nieruchomości oraz na sektor instytucji rządowych i samorządowych pozostaje źródłem podatności na zagrożenia, przy czym te dwa segmenty stanowią ponad połowę aktywów banków. Wysoka ekspozycja sektora bankowego na krajowy dług państwowy zwiększa ryzyko wystąpienia więzi bank–państwo w państwach członkowskich o wysokim zadłużeniu lub uzależnionych od finansowania w walutach obcych. Poza sektorem bankowym na szczególne ryzyko narażony jest sektor pośredników finansowych niebędących bankami, który w ostatnich latach szybko się rozwijał, a jego powiązania z sektorem bankowym stanowią źródło podatności na zagrożenia. Ponadto zarówno sektor bankowy, jak i pośrednicy finansowi niebędący bankami mają wpływ na sektor nieruchomości komercyjnych, który nadal znajduje się pod presją.