KOMISJA
EUROPEJSKA

Strasburg, dnia 22.11.2022 r.
COM(2022) 781 final

SPRAWOZDANIE KOMISJI DLA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO, RADY I EUROPEJSKIEGO KOMITETU EKONOMICZNO-SPOŁECZNEGO

Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania 2023

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

{SWD(2022) 381 final}

European Commission

Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania na 2023

SPIS TREŚCI

Streszczenie 1

1. Otoczenie makroekonomiczne 8

2. Zakłócenia równowagi, czynniki ryzyka i korekta: główne zmiany 15

2.1. Sektor zagraniczny 15

2.2. Konkurencyjność 22

2.3. Przedsiębiorstwa niefinansowe 29

2.4. Rynki mieszkaniowe i zadłużenie gospodarstw domowych 36

2.5. Sektor instytucji rządowych i samorządowych 44

2.6. Sektor finansowy 49

3. Sekcja dotycząca państw 54

Załącznik 1: Uwaga do tabel w sekcji dotyczącej państw 128

Załącznik 2: Prognozy i prognozy teraźniejszości dotyczące wskaźników zawartych w tabeli wyników 129

Załącznik 3: Tabela wyników procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej 131

Niniejsze sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania rozpoczyna dwunasty roczny cykl procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Celem procedury jest wykrywanie zakłóceń równowagi, które negatywnie wpływają lub mogą negatywnie wpływać na właściwe funkcjonowanie gospodarki jednego z państw członkowskich, unii gospodarczej i walutowej lub całej Unii, zapobieganie takim zakłóceniom i ich korygowanie, a także 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 (art. 1 i 2 rozporządzenia (UE) nr 1176/2011).

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 (art. 5 rozporządzenia (UE) nr 1176/2011). 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. Szczegółowe oceny sytuacji zostaną opublikowane wiosną 2023 r. i będą stanowić podstawę dokonywanej przez Komisję oceny dotyczącej występowania i stopnia zakłóceń równowagi makroekonomicznej oraz określenia luk w polityce. Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania zawiera również analizę skutków, jakie dla całej strefy euro wywołują zakłócenia równowagi makroekonomicznej w państwach członkowskich.

Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania opiera się na interpretacji ekonomicznej tabeli wyników zawierającej wybrane wskaźniki, która to tabela stanowi narzędzie pozwalające wykryć dowody *prima facie* świadczące o możliwym ryzyku i możliwej podatności na zagrożenia. Zgodnie z rozporządzeniem (UE) nr 1176/2011 rolą Komisji jest poddanie wartości z tabeli wyników interpretacji ekonomicznej, która pozwala na głębsze zrozumienie ogólnego kontekstu gospodarczego i uwzględnienie kwestii specyficznych dla poszczególnych państw([1]). Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania opiera się na narzędziach analitycznych i ramach oceny, a także na dodatkowych opublikowanych danych, szczególnie danych tegorocznych([2]).

Opierając się na podejściu przyjętym w poprzednich latach, pierwszy przegląd pod kątem występowania zakłóceń równowagi w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania ma charakter perspektywiczny, co ma na celu wcześniejsze wykrywanie ryzyka nowych zakłóceń równowagi. Może to oznaczać przeprowadzanie szczegółowych ocen sytuacji, gdy negatywne tendencje wskazują na wysokie ryzyko narastania zakłóceń. W tym celu w niniejszym sprawozdaniu wykorzystuje się prognozy, prognozy teraźniejszości i projekcje, aby lepiej ocenić ewentualne zmiany ryzyka dla stabilności makroekonomicznej. Wartości zmiennych zawartych w tabeli wyników na 2022 r. i kolejne lata oszacowano na podstawie danych prognostycznych Komisji, a prognozy teraźniejszości są oparte na danych tegorocznych (zob. szczegółowe informacje w załączniku 2). Prognozy te są obarczone znaczną niepewnością i należy o tym pamiętać, aby przestrzegać zasad przejrzystości w odniesieniu do analizy i wykorzystanych danych oraz zachować ostrożność co do wniosków.

([1]) 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.

([2]) Data graniczna dla danych w tabeli wyników, tj. dzień, w którym na potrzeby niniejszego sprawozdania dokonano ekstrakcji danych z bazy danych Eurostatu, to 21 października 2022 r. W odniesieniu do wszelkich innych danych datą graniczną był 3 listopada 2022 r.

Obecne podejście do sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania jest zgodne z przedstawionym w kontekście przeglądu zarządzania gospodarczego wnioskiem Komisji w sprawie przyszłości nadzoru nad zakłóceniami równowagi makroekonomicznej([3]). W szczególności podejście to ma wzmocnić zapobiegawczą rolę procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, ponieważ obecna sytuacja charakteryzuje się nowymi rodzajami ryzyka. Ocena zakłóceń równowagi opierałaby się w większym stopniu na zmianach ryzyka i działaniach politycznych. Zreformowana procedura dotycząca zakłóceń równowagi makroekonomicznej byłaby skoncentrowana na kwestiach makroekonomicznych mających wpływ na państwa członkowskie, a jednocześnie nadałaby większą widoczność tym aspektom zakłóceń równowagi, które dotyczą UE i strefy euro.

([3]) Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Banku Centralnego, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów, „Komunikat w sprawie kierunków reformy unijnych ram zarządzania gospodarczego", COM(2022) 583 final.

STRESZCZENIE

W niniejszym sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania uwzględniono zmiany zakłóceń równowagi w czasie, gdy gospodarka UE przechodzi od fazy odbudowy po pandemii COVID-19 do silnego spowolnienia wzrostu w warunkach presji inflacyjnej. Na początku 2022 r. prawie wszystkie gospodarki UE nadrobiły straty spowodowane spadkiem PKB z 2020 r. w związku z wybuchem pandemii i odnotowywały silny wzrost gospodarczy, mimo pewnych utrzymujących się wąskich gardeł po stronie podaży i rosnących niedoborów siły roboczej. Od rozpoczęcia przez Rosję wojny napastniczej przeciwko Ukrainie w lutym 2022 r. gwałtowny wzrost kosztów energii spowodował znaczne pogorszenie perspektyw dla gospodarki UE. Obecne perspektywy cechuje połączenie wysokiej inflacji oraz malejącego zaufania konsumentów i producentów. Panuje wysoka niepewność związana z możliwą skalą i prawdopodobnym czasem trwania kryzysu energetycznego. Działalność gospodarcza spada, a według prognoz w ostatnim kwartale 2022 r. dynamika wzrostu będzie ujemna. Warunki finansowania wyraźnie się zaostrzyły, zwłaszcza poza strefą euro, ponieważ władze monetarne podejmują działania mające na celu przeciwdziałanie presji inflacyjnej. Poza UE sytuacja na świecie naznaczona jest spowolnieniem w Chinach i niepokojem na rynkach wschodzących.

Przed pogorszeniem warunków ekonomicznych wznowiono proces zmniejszania niektórych długotrwałych zakłóceń równowagi, które nasiliły się w czasie pandemii, a jednocześnie nastąpiło przyspieszenie wzrostu cen nieruchomości mieszkalnych. Wraz z ożywieniem gospodarczym w wielu przypadkach wznowiono prowadzone w wielu krajach przez ostatnie dziesięć lat zmniejszenie wysokiego poziomu długu prywatnego i publicznego, ale z wyższego poziomu wyjściowego. Stopniowo przywracano równowagę zewnętrzną. W czasie pandemii działania te przerwano, ponieważ w wielu dużych państwach będących dłużnikami netto o prężnie działającej branży turystycznej pogorszyły się obroty bieżące, a jednocześnie utrzymywały się duże nadwyżki obrotów bieżących. Dług publiczny, który wraz z kryzysem związanym z COVID-19 znacznie wzrósł, biorąc pod uwagę silną recesję i konieczność wspierania gospodarki, zaczynał się zmniejszać od 2021 r. W czasie pandemii przyspieszył wzrost cen nieruchomości mieszkalnych i znaczny wzrost utrzymywał się podczas odbudowy po pandemii. W niektórych krajach silny wzrost płac zwiększył obawy o konkurencyjność kosztową, które w niektórych przypadkach narastały w okresie przed pandemią.

Interpretacja ekonomiczna tabeli wyników, która odzwierciedla wyniki za 2021 r., opiera się na centralnym scenariuszu prognozy Komisji z jesieni 2022 r. oraz na rozwoju sytuacji gospodarczej w tym roku. Oprócz scenariusza centralnego obserwuje się zwiększone ryzyko i podatność na zagrożenia związane z podwyższoną niepewnością co do rozwoju obecnej sytuacji gospodarczej, jak omówiono poniżej. Interpretacja ekonomiczna prowadzi do następujących wniosków tematycznych:

- W 2021 r. **obroty bieżące** większości państw członkowskich powróciły do poziomu zbliżonego do tego w 2019 r., a więc przed kryzysem związanym z COVID-19, pomimo rezydualnego wpływu tego kryzysu w niektórych krajach o rozbudowanej branży turystycznej. Obroty bieżące większości państw będących dłużnikami netto pozostawały poniżej poziomu sprzyjającego ich szybkiej korekcie, podczas gdy niektóre duże nadwyżki obrotów bieżących wzrosły. Duże pozycje zewnętrzne uległy głównie zmniejszeniu, dzięki wyższemu wzrostowi PKB, ale nadal pozostają znaczne. W całym 2022 r. nastąpiło **znaczne zmniejszenie sald obrotów bieżących,**

zarówno deficytów, jak i nadwyżek, spowodowane znacznie wyższymi cenami energii. W niektórych przypadkach towarzyszyło im zmniejszenie bilansu handlowego w sektorach innych niż sektor energetyczny, przy czym pewną rolę odgrywają tu skutki zmian kursów wymiany walut obcych. Środki fiskalne mające na celu złagodzenie skutków kryzysu energetycznego zmieniają względny udział pozycji wierzytelności i zadłużenia netto sektora publicznego i prywatnego oraz przyczyniają się do zwiększenia deficytów i zmniejszenia nadwyżek obrotów bieżących.

- Zmiany **jednostkowych kosztów pracy** w ostatnich latach były trudne do zinterpretowania ze względu na poważne zakłócenia w pomiarach wydajności, ale ogółem koszty te rosły. W niektórych państwach w 2021 r. nastąpił silny wzrost płac, co wskazuje na ryzyko utraty **konkurencyjności kosztowej** w obrębie strefy euro, w szczególności w krajach, w których jeszcze przed pandemią obserwowano trwałą presję. W niektórych krajach zasoby rynku pracy szczególnie się kurczą, co może częściowo wynikać ze szczególnego wpływu pandemii. W 2022 r. wzrost płac przyspieszył, choć nie był współmierny do wydajności, co doprowadziło do dalszych presji na konkurencyjność; jednak w związku z wysoką inflacją realny dochód do dyspozycji gospodarstw domowych spada. **Realne efektywne kursy walutowe** oparte na inflacji **jak dotąd nie uległy ogólnej aprecjacji** w strefie euro ze względu na deprecjację jednej waluty, ale między państwami występują znaczne różnice. Rolę w tym zakresie odgrywa różny wpływ wstrząsu spowodowanego wzrostem cen energii na dynamikę cen, wynikający z różnic w koszyku energetycznym, w strukturze rynków energii i we wsparciu rządowym. Występuje również znaczne zróżnicowanie efektywnych kursów walutowych opartych na inflacji bazowej: państwa, w których występuje większa presja cenowa, odnotowują w bieżącym roku aprecjację w stosunku do strefy euro. W państwach spoza strefy euro odnotowuje się zarówno znaczną deprecjację, jak i aprecjację, co częściowo odzwierciedla różną dynamikę nominalnych kursów walutowych, która w niektórych – choć nie wszystkich – przypadkach wynika z kursu polityki pieniężnej.

- W 2021 r. **nadwyżka obrotów bieżących strefy euro** wzrosła do poziomów sprzed pandemii. Dane tegoroczne wskazują na **gwałtowny spadek w 2022 r.**, spowodowany głównie wzrostem przywozu, przy czym najbardziej znaczącym czynnikiem, ze względu na wyraźne skutki cenowe, jest import energii. W rezultacie prognozuje się, że obroty bieżące strefy euro znacznie spadną w 2022 r., a w 2023 r. pozostaną w dużej mierze niezmienione, mimo że realny popyt będzie się utrzymywał. Zmiany jednostkowych kosztów pracy w okresie pandemii spowodowały tymczasowe zahamowanie **symetrycznej korekty pozycji zewnętrznych w strefie euro** łącznie w latach 2020 i 2021. Wzrost był zasadniczo podobny dla państw o wysokiej dodatniej i wysokiej ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. Od 2022 r. symetryczna korekta powinna się ponownie rozpocząć i trwać przez cały horyzont prognozy, przy czym jednostkowe koszty pracy będą rosły najsilniej w niektórych krajach, w których odnotowuje się nadwyżki.

- Współczynniki **zadłużenia przedsiębiorstw** spadły w 2021 r. wraz z ponownym wzrostem gospodarczym. Przedsiębiorstwa charakteryzują się zwiększoną płynnością częściowo łagodzącą bezpośrednie ryzyko związane z saldem zadłużenia przedsiębiorstw. Niemniej jednak w wielu państwach członkowskich saldo zadłużenia pozostaje znaczne, a w niektórych przypadkach przekracza poziom sprzed pandemii. W 2022 r. w dalszym ciągu następuje redukcja zadłużenia przedsiębiorstw w relacji do PKB, ponieważ w obliczu ciągłych przepływów finansowych wzrost gospodarczy pozostaje dodatni, ale będzie to prawdopodobnie ograniczone przez trudną sytuację makroekonomiczną. W niektórych państwach w 2022 r. zaczęto odnotowywać wzrost odsetka kredytów zagrożonych i liczby przypadków upadłości przedsiębiorstw.

- Po latach trwałego wzrostu w większości państw członkowskich w 2021 r. nastąpiło przyspieszenie wzrostu **cen nieruchomości mieszkalnych**. W pierwszej połowie 2022 r.

nastąpił dalszy wzrost cen, ale prognozuje się jego spowolnienie. Wskaźniki zadłużenia gospodarstw domowych ponownie wykazywały tendencję spadkową w 2021 r., ale w niektórych państwach pozostają wysokie i przekraczają poziomy sprzed pandemii. Mimo prognozowanego dalszego spadku w relacji do PKB w 2022 r. obciążenie gospodarstw domowych odsetkami prawdopodobnie wzrośnie. Poza strefą euro oprocentowanie kredytów hipotecznych znacznie wzrosło w 2022 r., natomiast w strefie euro wzrost stóp procentowych jest bardziej ograniczony, ale oczekuje się, że będzie kontynuowany.

- Relacja **długu publicznego** do PKB zmniejszyła się w prawie wszystkich państwach członkowskich w 2021 r., ale w niemal wszystkich przypadkach utrzymywała się znacznie powyżej poziomu z 2019 r. Deficyty pozostały na wysokim poziomie, ale silny wzrost gospodarczy wpłynął na obniżenie wskaźników zadłużenia. Wskaźniki długu publicznego ogólnie spadły w 2022 r. w wyniku utrzymującego się wzrostu gospodarczego, któremu towarzyszyło dalsze obniżenie deficytów mimo znacznych pakietów wsparcia dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w związku z wysokimi cenami energii. Perspektywy na 2023 r. różnią się w zależności od kraju, choć wśród państw o największym zadłużeniu przewiduje się dalsze spadki wskaźników długu publicznego. Nowe środki z zakresu polityki zmierzające do złagodzenia skutków kryzysu energetycznego mogą zwiększyć poziom zadłużenia. Od 2021 r., w związku z zaostrzeniem warunków finansowych po latach bardzo sprzyjających warunków, zaczęły rosnąć koszty obsługi zadłużenia. Najwyraźniej widać to w państwach spoza strefy euro, które odnotowały silniejszy wzrost spreadów rentowności obligacji skarbowych.

- **Sektor bankowy** jest dobrze wyposażony w kapitał i w całym okresie pandemii wykazał się odpornością. W 2021 r. i w bieżącym 2022 r. kontynuowano zmniejszanie udziału zastanych kredytów zagrożonych, ale nie można wykluczyć możliwości rozwoju więzi bank–państwo. Choć rentowność banków wzrosła, pozostaje strukturalnie słaba i mimo wzrostu krańcowych stóp procentowych oczekuje się jej ponownego spadku, ponieważ pogarszające się perspektywy gospodarcze wpływają na aktywa i ryzyko kredytowe. W 2021 r. nadal udzielano kredytów nawet po wygaśnięciu gwarancji publicznych i pewnych obostrzeniach makroostrożnościowych. W związku z opóźnionym wpływem wycofania środków wsparcia wdrożonych w czasie pandemii i obecnymi pogarszającymi się perspektywami gospodarczymi oczekuje się pewnego wzrostu odsetka kredytów zagrożonych.

Biorąc pod uwagę otoczenie gospodarcze, istnieją szczególne rodzaje ryzyka, które mogą doprowadzić do większych zakłóceń równowagi. Mogą pojawić się bardziej niekorzystne scenariusze niż ten opisany powyżej, prowadzące do bardziej dotkliwych albo dłużej trwających zmian, które mogą zagrażać stabilności makroekonomicznej i funkcjonowaniu gospodarek w ujęciu bardziej ogólnym:

- Przedłużający się kryzys energetyczny, przy **utrzymujących się wysokich kosztach energii**, mógłby doprowadzić do większego i dłuższego pogorszenia koniunktury, zwiększając bezpośrednio i pośrednio saldo zadłużenia i prowadząc do szeregu skutków ubocznych poprzez wpływ na konsumentów, pracowników, przedsiębiorstwa i sektor bankowy. Niezmiennie wysokie koszty energii mogą spowodować utrzymywanie się większych deficytów obrotów bieżących w niektórych państwach, wywierając presję na ich stabilność zewnętrzną.

- Perspektywa większych **przekształceń strukturalnych** polegających na odejściu od dużej zależności energetycznej od energii z paliw kopalnych, w szczególności od Rosji, jest pozytywna, ale wiąże się z ryzykiem i kosztami dostosowania. Odejście w łańcuchach wartości od przedsiębiorstw europejskich, które bardziej odczuły skutki kryzysu i zmagają się z wyższymi cenami nakładów na świecie, może obniżyć rentowność i doprowadzić do większej liczby przypadków upadłości przedsiębiorstw, skoncentrowanych w sektorach i regionach dotkniętych

skutkami kryzysu, oraz do spadku udziału w wywozie i wzrostu potencjalnego w krajach bardziej narażonych.

- **Aktualizacja wyceny ryzyka** na całym świecie może odbić się na rynkach finansowych, prowadząc do niestabilności i wzrostu kosztów finansowania zewnętrznego dla państw i pożyczkobiorców prywatnych, być może w sposób niesystematyczny.

Gorsze warunki ekonomiczne zwiększyły podatność na zagrożenia i ryzyko związane z istniejącymi wcześniej zakłóceniami równowagi. Mimo trwającego silnego spowolnienia działalności gospodarczej prognozuje się, że wzrost nominalnego PKB pomoże obniżyć wskaźniki zadłużenia zarówno w 2022, jak i w 2023 r., głównie dzięki wpływowi inflacji. Osłabienie działalności gospodarczej i zaostrzone warunki finansowania zwiększają jednak ryzyko związane z wysokimi poziomami zadłużenia. Wzrost odsetka kredytów zagrożonych i liczby przypadków upadłości to ryzyko zarówno dla przedsiębiorstw, jak i dla gospodarstw domowych. Przedsiębiorstwa stoją w obliczu wzrostu kosztów produkcji i mogą mieć ograniczoną zdolność do przenoszenia tych kosztów na innych, przy czym przedsiębiorstwa bardziej podatne na zagrożenia są skoncentrowane w konkretnych sektorach i obszarach geograficznych. Z kolei gospodarstwa domowe w większości państw zmagają się z mniejszym realnym dochodem do dyspozycji, przy czym wzrost płac jest niższy niż inflacja, ale wyższy niż wzrost wydajności. W wielu państwach członkowskich wzrost cen nieruchomości mieszkalnych ulega korekcie w związku z rosnącym oprocentowaniem kredytów hipotecznych i coraz większą presją na dochód do dyspozycji. Utrzymujący się silny wzrost cen nieruchomości mieszkalnych w niektórych krajach stwarzałby ryzyko nieuporządkowanego odwrócenia tendencji, zwłaszcza gdy towarzyszą mu kredyty hipoteczne o zmiennym oprocentowaniu. Presje na przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe mogą się nawzajem potęgować i rozprzestrzeniać na całą gospodarkę, co będzie miało konsekwencje również dla sektora finansowego. Dodatkowe środki mające na celu wsparcie gospodarstw domowych znajdujących się w trudnej sytuacji i bardziej narażonych przedsiębiorstw spowodowałyby przeniesienie części kosztów kryzysu energetycznego na sektor instytucji rządowych i samorządowych i zwiększyły dług publiczny, co dla państw o wysokim wyjściowym poziomie zadłużenia i deficytu może stanowić szczególne wyzwanie, wymagające ukierunkowanych i tymczasowych środków oraz wspólnych europejskich rozwiązań. Mówiąc konkretnie, Komisja ponownie oceni potrzeby w odniesieniu do REPowerEU. Ponadto wyższe stopy procentowe i słabszy lub ujemny wzrost PKB utrudniają redukcję długu publicznego, zwłaszcza w przypadku państw o wysokim zadłużeniu. Może to wywołać efekt domina w innych sektorach, co będzie miało negatywny wpływ na wzrost gospodarczy.

Wraz z zahamowaniem silnego wzrostu po pandemii mogą pojawić się nowe zakłócenia równowagi, a także ryzyko rozbieżnych skutków cenowych wynikających ze wspólnego wstrząsu po stronie podaży. Mimo że wzrost cen surowców i ryzyko związane z dostawami gazu są wspólnym wstrząsem dla UE, skutki tego wstrząsu są bardzo rozbieżne. Choć oczekuje się, że inflacja zacznie stopniowo spadać, po jej ustąpieniu może nastąpić skokowa zmiana we względnym poziomie cen i kosztów w różnych krajach. Może to spowodować utratę konkurencyjności kosztowej, której odwrócenie może być kosztowne. Dotyczy to szczególnie państw strefy euro i tych, w których pojawiły się deficyty bilansu płatniczego, choć wyższa inflacja w krajach o dużej nadwyżce obrotów bieżących mogłaby ułatwić przywrócenie równowagi w strefie euro. W niektórych państwach spoza strefy euro deprecjacja waluty może przyczynić się do zachowania konkurencyjności kosztowej dzięki zrównoważeniu niektórych gwałtownie rosnących kosztów pracy, ale może też jeszcze bardziej napędzić inflację. To z kolei może prowadzić do zaostrzenia warunków finansowania, podczas gdy deprecjacja zwiększa również koszty pożyczek zagranicznych i obsługi zadłużenia.

Strefa euro wykazuje pewne oznaki przywracania równowagi w perspektywie krótkoterminowej, ale jej ogólne wyniki w przyszłości wymagają dalszej ścisłej

koordynacji reakcji politycznej. Przywracaniu w pewnym stopniu równowagi w strefie euro sprzyjają większe zmiany jednostkowych kosztów pracy w niektórych państwach będących wierzycielami netto. Dynamika obrotów bieżących w ostatnim czasie, wynikająca z niekorzystnego wstrząsu zewnętrznego, również zasadniczo sprzyja przywróceniu równowagi, przy czym państwa będące wierzycielami netto wykazują większą redukcję swoich dużych nadwyżek. Problemem są różnice w skali interwencji politycznych mających na celu złagodzenie skutków wysokich cen energii, które to interwencje rozłożyły ciężar kryzysu energetycznego między sektor przedsiębiorstw, sektor gospodarstw domowych i sektor publiczny, a także częste stosowanie nieukierunkowanych środków cenowych. Rodzaj i struktura tych środków pod względem ich wpływu na zapotrzebowanie na energię i ceny energii, jak również ich skutków dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, mogą wywołać skutki uboczne w pozostałej części strefy euro i zagrozić równym warunkom działania. W związku z tym środki te powinny być ukierunkowane i tymczasowe. Brak koordynacji środków z zakresu polityki może doprowadzić do zwiększenia rozbieżności, utrudniając transmisję polityki pieniężnej i potęgując niejednorodne skutki kryzysu energetycznego.

Analiza przedstawiona w niniejszym sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania wskazuje na potrzebę ścisłego monitorowania rozwoju sytuacji i czynników ryzyka związanych ze wspólnymi tendencjami, wpływającymi zarówno na państwa członkowskie, w których wcześniej występowały zakłócenia równowagi, jak i na te, w których pojawiają się nowe podatności na zagrożenia. Skutki wojny prowadzonej przez Rosję w Ukrainie wraz z globalnymi ograniczeniami po stronie podaży i presją inflacyjną stanowią wspólne wstrząsy, które mogą nieść ze sobą ryzyko dla stabilności makroekonomicznej i funkcjonowania gospodarki UE jako całości, a w szczególności strefy euro. Ze względu na ich wspólny charakter należy je rozpatrywać we wspólnych ramach, aby zapewnić kontekst dla wszelkich zróżnicowanych analiz dotyczących poszczególnych państw.

W ramach analitycznych podstaw przyszłych szczegółowych ocen sytuacji dotyczących poszczególnych państw służby Komisji przeprowadzą szczegółowe oceny tematyczne dotyczące trzech kwestii o kluczowym znaczeniu w obecnej sytuacji. Oceny te będą dotyczyły kwestii wspólnych dla wielu państw członkowskich. Zostaną w nich określone wspólne czynniki istotne dla analizy dotyczącej poszczególnych państw i będą one skoncentrowane bardziej szczegółowo na krajach, które w niniejszym sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania oceniono jako najbardziej dotknięte tymi problemami. Oceny te zostaną również przedstawione Komitetowi Polityki Gospodarczej na początku 2023 r., a odpowiednie państwa członkowskie zostaną zaproszone do wniesienia wkładu w dyskusję. Na tej podstawie w ramach pakietu wiosennego europejskiego semestru zostaną opracowane szczegółowe oceny sytuacji dotyczące poszczególnych państw. Przygotowane zostaną następujące noty tematyczne:

- W szczegółowej nocie tematycznej dotyczącej **rozwoju sytuacji na rynku mieszkaniowym** omówione zostaną rodzaje ryzyka i czynniki związane ze zmianami cen nieruchomości mieszkalnych, z rynkami kredytów hipotecznych i zadłużeniem gospodarstw domowych. Nota będzie dotyczyła Czech, Estonii, Niemiec, Węgier, Łotwy, Litwy, Luksemburga, Niderlandów, Portugalii, Słowacji i Szwecji.

- W szczegółowej nocie tematycznej dotyczącej **dynamiki konkurencyjności** ocenione zostaną zakres i wpływ przenoszenia kosztów energii na inflację oraz zmiany płac. Nota ta będzie dotyczyła Czech, Estonii, Węgier, Łotwy, Litwy, Rumunii i Słowacji.

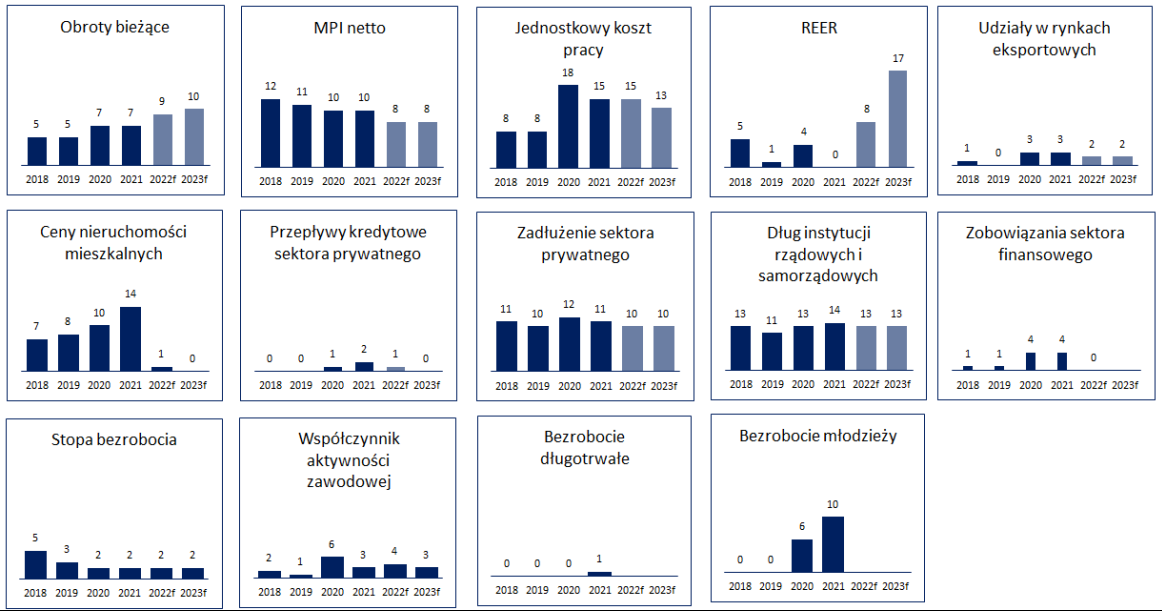
- W szczegółowej nocie tematycznej dotyczącej **stabilności i równowagi zewnętrznej** omówiona zostanie redukcja bilansu handlowego w ramach podejścia horyzontalnego. Nota ta będzie dotyczyła Cypru, Grecji, Niemiec, Węgier, Łotwy, Litwy, Niderlandów, Portugalii, Rumunii i Słowacji.

Na podstawie oceny przedstawionej w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania szczegółowe oceny sytuacji będą również obejmować dodatkowe problemy i kwestie dotyczące poszczególnych państw. Będzie to obejmowało wpływ obecnej sytuacji na zakłócenia równowagi zidentyfikowane w szczegółowych ocenach sytuacji z 2022 r. (dotyczących **Cypru, Francji, Niemiec, Grecji, Włoch, Niderlandów, Portugalii, Rumunii, Hiszpanii** i **Szwecji**).

W niniejszym sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania stwierdza się, że w przypadku tych państw członkowskich, w których występują zakłócenia lub nadmierne zakłócenia równowagi, przeprowadzenie szczegółowej oceny sytuacji jest uzasadnione. W przypadku państw członkowskich, w których wcześniej stwierdzono występowanie zakłóceń lub nadmiernych zakłóceń równowagi, przedmiotem szczegółowych ocen sytuacji w 2023 r. będzie ustalenie, czy te zakłócenia równowagi pogłębiają się, czy są korygowane lub zostały skorygowane, a ich celem będzie zaktualizowanie obecnych ocen i oszacowanie ewentualnych pozostałych potrzeb w zakresie polityki. Dotyczy to **Cypru, Francji, Niemiec, Grecji, Włoch, Niderlandów, Portugalii, Rumunii, Hiszpanii** i **Szwecji**.

Ponadto szczegółowe oceny sytuacji zostaną przeprowadzone w odniesieniu do państw członkowskich, w których występuje szczególne ryzyko wystąpienia nowych zakłóceń równowagi. Informacje, które posłużą jako podstawa do szczegółowych ocen sytuacji, będą pochodziły ze szczegółowych not tematycznych dotyczących oceny, które zapewnią kontekst dla analizy. W sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania stwierdza się, że szczegółowe oceny sytuacji są również uzasadnione w przypadku **Czech, Estonii, Węgier, Łotwy, Litwy, Luksemburga, i Słowacji**, które to państwa nie były objęte takimi ocenami w poprzednim cyklu, ale mogą być narażone na szczególne ryzyko zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Wykres 1: **Liczba państw członkowskich odnotowujących zmienne tabeli wyników przekraczające wartość progową**

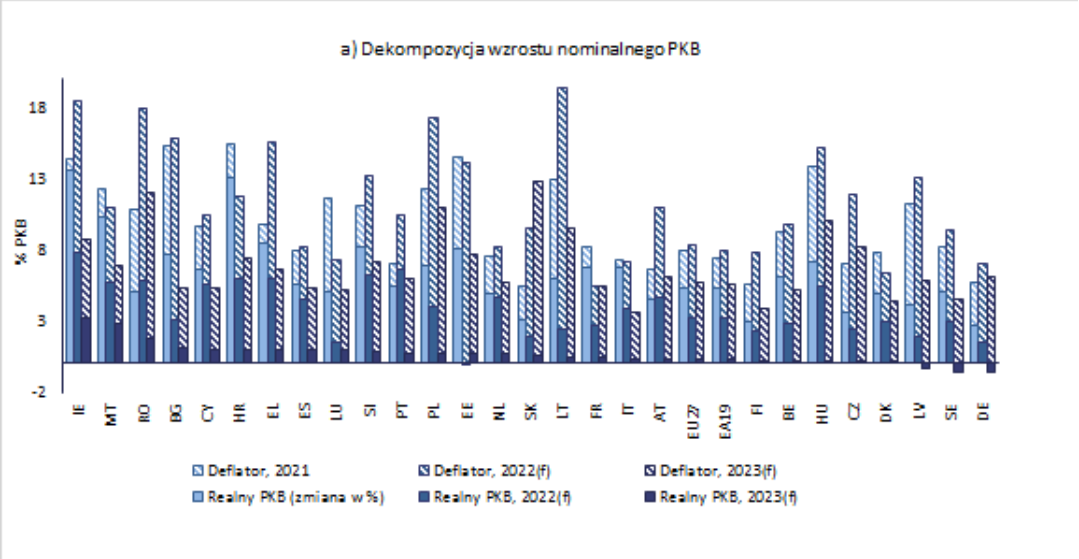


Liczbę państw członkowskich odnotowujących zmienne tabeli wyników przekraczające odpowiednie wartości progowe w danym roku podano na podstawie rocznika tabeli wyników publikowanego wraz z odpowiednim rocznym sprawozdaniem przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania. Ze względu na możliwe rewizje ex post danych liczba wartości przekraczających progi obliczona przy użyciu najnowszych danych dla zmiennych tabeli wyników może być inna niż liczba podana na powyższym wykresie. Przykładowo, wzrost liczby państw członkowskich, w których wartości sald obrotów bieżących przekraczają wartości progowe, jeżeli chodzi o roczniki danych za 2019–2020, zaobserwowany na powyższym wykresie, wynika głównie z rewizji danych. Prognozy dotyczące zobowiązań sektora finansowego sporządzono wyłącznie na 2022 r.; prognoz dotyczących bezrobocia długotrwałego ani bezrobocia młodzieży nie sporządzono.
Źródło: dane Eurostatu i obliczenia służb Komisji (zob. załącznik 2).

1. OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE

W następstwie inwazji Rosji na Ukrainę gospodarka UE znalazła się w punkcie zwrotnym: przechodzi od fazy odbudowy po pandemii COVID-19 do spowolnienia wzrostu w warunkach presji inflacyjnej. Na początku 2022 r. prawie wszystkie gospodarki UE nadrobiły straty spowodowane spadkiem PKB, do którego doszło w czasie pandemii w 2020 r., i odnotowywały silny wzrost gospodarczy. Wraz z rosyjską inwazją na Ukrainę w lutym 2022 r. perspektywy gospodarki UE znacznie się zmieniły. Zgodnie z prognozą Komisji z jesieni 2022 r. oczekuje się spadku tempa wzrostu realnego w UE z poziomu 5,4 % w 2021 r. do 3,3 % w 2022 r. i 0,3 % w 2023 r., przy czym stabilny wzrost produktu w pierwszej połowie 2022 r. zamaskuje odnotowywane w ujęciu rocznym pogorszenie (wykres 1.1)([4]). Do września 2022 r. inflacja w UE osiągnęła nowy rekordowy poziom 10,9 % w ujęciu rok do roku, w porównaniu ze stopą inflacji przed pandemią na poziomie poniżej 2 %. W samej strefie euro w październiku inflacja osiągnęła najwyższy w historii poziom 10,7 %. Oczekuje się, że kraje UE, które w większym stopniu opierają się na gazie jako źródle energii, w większym stopniu odczują skutki tego niedawnego wstrząsu (wykres 1.2 b). W warunkach tak dużej niepewności zaufanie konsumentów i producentów spadło. Warunki finansowania stały się wyraźnie trudniejsze, ponieważ władze monetarne zaczęły zaostrzać politykę w celu przeciwdziałania wysokiej presji inflacyjnej, która – jak się oczekuje – pozostanie na stosunkowo wysokim poziomie w 2023 r.

Wykres 1.1: **Spowolnienie wzrostu PKB**



Źródło: Eurostat i baza danych Ameco. Państwa w kolejności według prognoz realnego wzrostu PKB na 2023 r.

Gwałtownie rosnące ceny energii były głównym czynnikiem napędzającym inflację, ale na zwiększenie ogólnej presji cenowej wpłynęło szereg innych czynników. Szybkie ożywienie gospodarcze na świecie po pierwszej fali pandemii spowodowało wzrost zapotrzebowania na energię i inne surowce oraz wzrost ich cen. Był to pierwszy etap wzrostu inflacji związanej

([4]) Komisja Europejska (2022), Europejska prognoza gospodarcza – jesień 2022 r., Institutional Paper 187, listopad 2022 r. Począwszy od 2022 r., roczne dane liczbowe pokrywają się z prognozą Komisji Europejskiej.

z energią([5]). W UE towarzyszyła temu presja po stronie popytu, wynikająca ze stłumionej konsumpcji i uwolnienia dużych oszczędności gospodarstw domowych zgromadzonych w najtrudniejszej fazie pandemii, co doprowadziło do szybkiego wzrostu popytu krajowego, gdy ograniczenia zostały złagodzone([6]). Bodźce fiskalne również w dalszym ciągu wspierały popyt w UE, poza najtrudniejszym okresem na początku pandemii. Tej presji po stronie popytu towarzyszyły faktyczne wąskie gardła w podaży, które wywierały presję na wzrost cen produktów wytwarzanych. Po inwazji Rosji na Ukrainę w lutym 2022 r. zakłócenie dostaw rosyjskiego gazu do Europy spowodowało gwałtowny wzrost cen energii, przez co stały się one głównym czynnikiem napędzającym inflację HICP (wykres 1.2 a).

Zmiany poziomu dochodów gospodarstw domowych w czasie pandemii utorowały drogę do silnego ożywienia po zniesieniu ograniczeń, a w niektórych krajach i sektorach warunki na rynku pracy zaczęły się zaostrzać. W latach 2020 i 2021 ochronę dochodów gospodarstw domowych zapewnił szereg środków z zakresu polityki, w tym środki wspierające zatrudnienie. W rezultacie realny dochód do dyspozycji gospodarstw domowych wzrósł w latach 2019–2021 w większości krajów UE, choć w sposób bardzo zróżnicowany. Jednocześnie w wielu państwach gospodarstwa domowe zgromadziły w czasie pandemii oszczędności netto, w czym pewną rolę odegrały ograniczone możliwości konsumpcji. Wyższy wzrost dochodu do dyspozycji w 2021 r. umożliwił gospodarstwom domowym poradzenie sobie z szerszym wzrostem cen bez ograniczenia popytu, co z kolei pozwoliło niektórym przedsiębiorstwom niefinansowym zachować lub nawet zwiększyć zyski w tym okresie([7]). Efekt ten prawdopodobnie ustąpi, ponieważ prognozuje się, że w większości krajów UE w 2022 r. realny dochód do dyspozycji brutto ulegnie zmniejszeniu (zob. sekcja 2.4). Choć dzięki środkom z zakresu polityki udało się ustabilizować bezrobocie, w kolejnych miesiącach 2020 r. panował coraz większy ogólny zastój na rynku pracy. Od tego czasu, wraz z ożywieniem po stronie popytu i gwałtownym wzrostem liczby wakatów w 2021 r., sytuacja na rynku pracy się poprawia([8]). Do kurczenia się zasobów rynku pracy w różnych krajach UE mogły się również przyczynić długofalowa tendencja do zmniejszania się liczby ludności w wieku produkcyjnym w związku ze starzeniem się społeczeństwa oraz zmiany w tendencjach migracyjnych. Zastój na rynku pracy w drugim kwartale 2022 r. był niewielki w szeregu państw UE, w których odnotowano wysoką inflację bazową (wykres 1.2 d).

Mimo szeroko zakrojonych środków z zakresu polityki mających na celu ograniczenie wzrostu cen energii ceny te są źródłem poważnej presji i niepewności gospodarczej. Wzrost cen energii stanowi wstrząs spowodowany niekorzystnymi warunkami handlowymi, który wywołuje koszty dla gospodarki UE. Rządy w całej UE starają się ograniczyć ciężar wynikający z wyższych cen energii dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych przez rozłożenie obciążenia, ale nie są w stanie wyeliminować ogólnego wpływu na gospodarkę. Przyjmowane w poszczególnych państwach środki są bardzo różne: od zamrożenia cen i obniżenia podatków po programy wsparcia

([5]) Zob. C. Buelens i V. Zdarek (2022), „Euro area inflation shaped by two years of COVID-19 pandemic" [Kształtowanie się inflacji w strefie euro w ciągu dwóch lat pandemii COVID-19], Kwartalne sprawozdanie na temat strefy euro, Dyrekcja Generalna ds. Gospodarczych i Finansowych (DG ECFIN), Komisja Europejska, t. 21(1), s. 7–20, gdzie przedstawiono analizę inflacji w strefie euro przed rosyjską agresją na Ukrainę.

([6]) Zob. również R. Reis (2022), „The Burst of High Inflation in 2021–22: How and Why Did We Get Here?" [Fala wysokiej inflacji w latach 2021–2022: jak do tego doszło i dlaczego?], dokument otwierający debatę CEPR SP17514, aby zapoznać się z dywagacjami na temat roli szybkiego ożywienia gospodarczego w napędzaniu inflacji.

([7]) Zob. również Narodowy Bank Czeski (2022), Sprawozdanie dotyczące polityki pieniężnej – lato 2022 r., ramka 1.

([8]) Według danych Eurostatu zastój na rynku pracy odnosi się do sumy wszystkich niezaspokojonych potrzeb w zakresie zatrudnienia i obejmuje cztery grupy osób: 1) osoby bezrobotne zgodnie z definicją Międzynarodowej Organizacji Pracy (MOP), 2) osoby zatrudnione w niepełnym wymiarze czasu pracy nie z własnej woli (tj. osoby pracujące w niepełnym wymiarze czasu pracy, które chciałyby pracować więcej), 3) osoby, które są dostępne do podjęcia pracy, ale jej nie poszukują, oraz 4) osoby, które poszukują pracy, ale nie są dyspozycyjne.

dochodu, a rozważa się również dalsze wsparcie. Środki te nie mogą całkowicie zrekompensować pełnego wpływu wzrostu cen energii na gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa, które ponoszą znacznie większe koszty, choć w zależności od zużycia energii i narażenia na wyższe ceny detaliczne występują tu duże różnice. Inflacja cen energii elektrycznej jest zróżnicowana w całej UE, nie tylko ze względu na politykę rządową, ale także różnice w koszyku energetycznym i ustaleniach umownych poszczególnych krajów oraz związane z tym przeniesienie hurtowych cen energii elektrycznej na ceny detaliczne. To ogromna zmiana w kosztach i cenach względnych, która w zależności od czasu trwania i intensywności może spowodować znaczne i długotrwałe przemiany strukturalne we wszystkich państwach i sektorach.

Wysoka presja inflacyjna wykracza już poza sektor energetyczny, co stwarza ryzyko utrwalenia się rozbieżności w inflacji. Inflacja bazowa wzrosła znacząco we wszystkich krajach UE i państwach strefy euro w 2022 r., przy czym rozszerzenie to częściowo odzwierciedla pośredni wpływ wyższych cen energii. Istnieją duże różnice między krajami, jeśli chodzi o inflację bazową z 2022 r. – w krajach UE waha się ona od 2,8 % do 11,5 %, a w strefie euro wynosi od 2,8 % do 9,8 %. Niejednorodność reakcji politycznej na wstrząs spowodowany wzrostem cen energii znajduje odzwierciedlenie w różnych stosowanych miarach inflacji, takich jak deflatory handlu i deflator PKB. Choć pewną rolę odgrywa tu przenoszenie się inflacji związanej z energią, istotne będą prawdopodobnie także inne czynniki, takie jak wąskie gardła w podaży i pozostały nagromadzony popyt. Efekty drugiej rundy wynikające ze wzrostu kosztów płac nie są jeszcze widoczne, ale mogą się rozwijać w niektórych krajach UE. Ceny nieruchomości mieszkalnych, napędzane przez długotrwałe ograniczenia podaży, wzrosły do bardzo wysokiego poziomu, a ich dalszy wzrost mimo rosnących kosztów finansowania może z czasem stanowić dodatkowy czynnik stymulujący inflację.

Wąskie gardła w łańcuchu dostaw mogą się zmniejszać, ale nadal ograniczają podaż w wielu sektorach. Presja wynikająca z zakłóceń w łańcuchu dostaw utrzymuje się nadal w 2022 r., chociaż w niektórych sektorach może się ona zmniejszać([9]). Dane za styczeń/luty 2022 r. dotyczące wskaźników PMI (ang. Purchasing Managers' Indices) w odniesieniu do czasu realizacji dostaw przez dostawców oraz dynamiczna analiza czynników obejmująca inne wskaźniki (zaległości w pracy, stosunek zamówień do stanu zapasów, ceny nakładów pośrednich i koszty wysyłki) sugerują, że presja w łańcuchu dostaw w UE, choć nadal jest na rekordowo wysokim poziomie, osiągnęła już swój szczyt i zaczęła słabnąć. PMI z października 2022 r. nadal wskazuje na skrócenie czasu dostaw i spadający popyt łagodzący wąskie gardła w podaży([10]). Ewentualne zakłócenia związane z wojną w Ukrainie mogą jednak doprowadzić do komplikacji. Rosnące ceny energii w połączeniu z szerszymi napięciami geopolitycznymi powodują znaczne zakłócenia w kluczowych sektorach, takich jak sektory energochłonne, oraz ograniczają ich dostęp do surowców krytycznych. W zależności od udziału w łańcuchu dostaw zmiany te mogą również prowadzić do różnego kształtowania się inflacji bazowej w UE.

Mimo wzrostu jednostkowych kosztów pracy w niektórych krajach płace nominalne ogólnie nie nadążają za inflacją, co prowadzi do zmniejszenia siły nabywczej. Oczekuje się, że w 2022 r. w strefie euro wynagrodzenie na pracownika wzrośnie o 4,2 %([11]), a wydajność pracy – o 1,2 %, co doprowadzi do wzrostu jednostkowych kosztów pracy o 3 %. Zmiany jednostkowych

([9]) https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202202_01~272e32f7f4.pl.html

([10]) https://ihsmarkit.com/research-analysis/flash-pmi-data-to-highlight-recession-risks-and-varying-inflation-trends-at-start-of-fourth-quarter-October2022.html

([11]). Pracownicy powracający do pracy po uczestnictwie w programach utrzymania miejsc pracy, którzy zamiast płacy od pracodawcy otrzymywali bezpośrednie przelewy z programu, podnoszą szacunkowe jednostkowe koszty pracy ze względu na zmianę źródła ich wynagrodzenia.

kosztów pracy są jednak różne w zależności od państwa (wykres 1.2 e). Oczekuje się, że płace nominalne nie będą nadążać za inflacją. Wprawdzie pomaga to chronić firmy przed dalszym wzrostem kosztów produkcji i utrzymuje zatrudnienie, ale oznacza także utratę siły nabywczej gospodarstw domowych. Utrata siły nabywczej wpływa na popyt i zwiększa ryzyko presji bilansowych dla gospodarstw domowych znajdujących się w trudnej sytuacji.

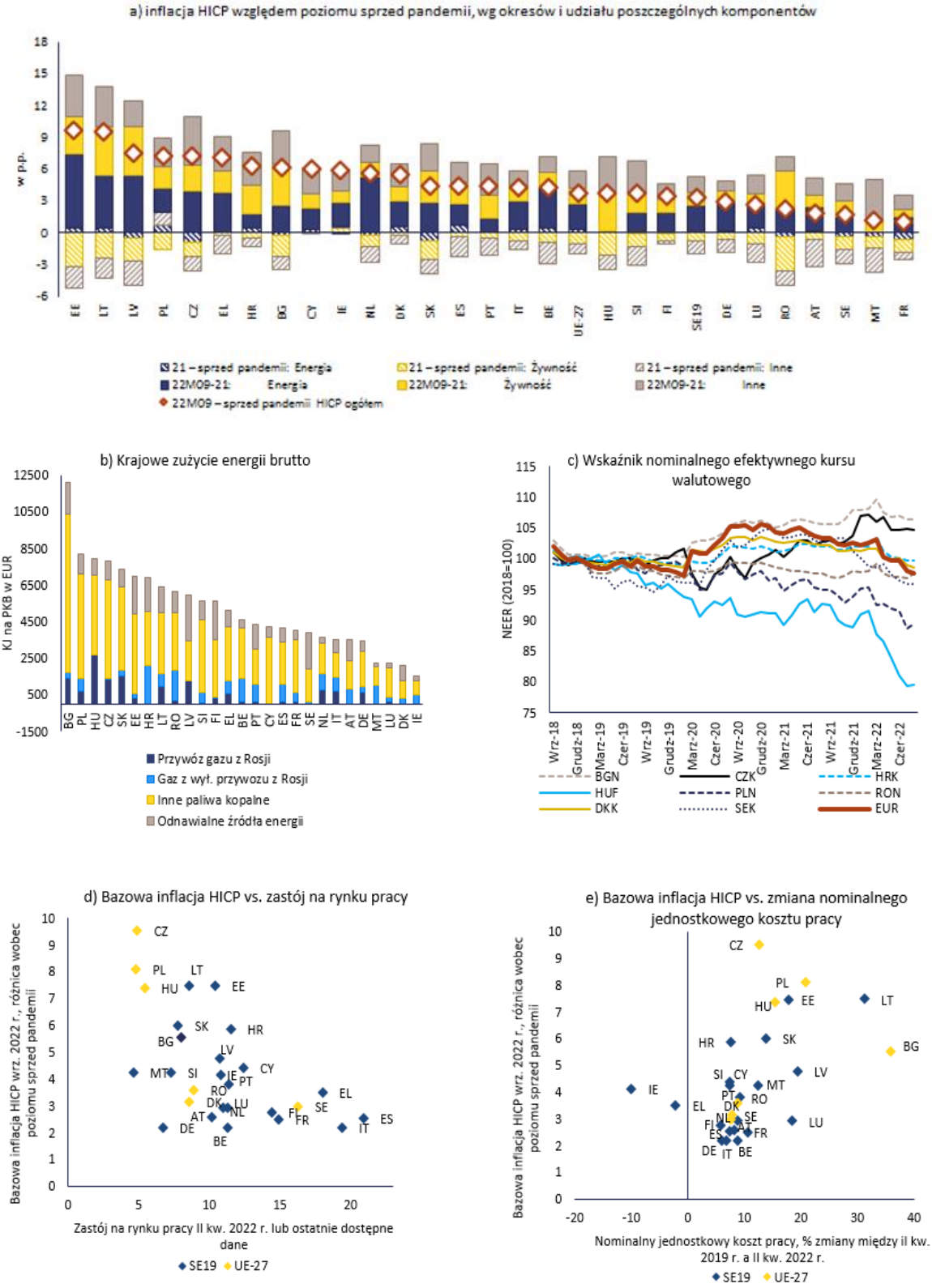
Polityka pieniężna zaczęła się normalizować, powodując wzrost kosztów finansowania i wywołując korekty cen aktywów. W lipcu tego roku po zmniejszeniu wielkości zakupów aktywów EBC poczynił kolejny krok na drodze do normalizacji polityki: podniósł trzy główne stopy procentowe o 50 punktów bazowych, sygnalizując tym samym dalszą normalizację i zatwierdzając instrument ochrony transmisji (ang. Transmission Protection Instrument, TPI). Kolejne podwyżki stóp procentowych nastąpiły we wrześniu i w październiku. Wyższe koszty finansowania ponoszone przez banki przełożyły się częściowo na wyższe oprocentowanie kredytów bankowych, w szczególności dla gospodarstw domowych, natomiast ceny aktywów w niektórych przypadkach uległy korekcie w dół. W strefie euro normy kredytowe zaostrzyły się w odniesieniu do wszystkich kategorii pożyczek w drugim kwartale 2022 r. i były w dalszym ciągu zaostrzane w trzecim kwartale ze względu na obawy dotyczące ryzyka, na jakie narażeni są kredytobiorcy w niepewnym otoczeniu makroekonomicznym. Rentowność obligacji skarbowych w strefie euro była zmienna i wyraźnie wzrosła w 2022 r., chociaż oczekuje się, że ryzyko znacznych spreadów nominalnych stóp procentowych między państwami strefy euro zostanie złagodzone przez wprowadzenie TPI. Warunki monetarne również uległy zaostrzeniu w państwach członkowskich UE spoza strefy euro, ponieważ banki centralne spoza strefy euro zaostrzyły kurs polityki w związku z wysoką inflacją, co doprowadziło do wzrostu kosztów finansowania dla sektora publicznego i prywatnego.

Nominalny efektywny kurs walutowy euro uległ osłabieniu, a zmiany w kursach walut państw członkowskich UE spoza strefy euro były mieszane. Kurs euro w stosunku do dolara podlegał dużej zmienności w 2022 r., ale panowała presja na deprecjację euro, ponieważ amerykański bank centralny zaostrzał politykę pieniężną szybciej niż EBC. Euro jest również narażone na ryzyko geopolityczne i gospodarcze związane z wojną w Ukrainie, specyficzne dla UE, podczas gdy dolar korzysta z przepływów w ramach bezpiecznej przystani, jak zwykle w czasach niepewności. Biorąc pod uwagę różny stopień narażenia państw członkowskich strefy euro na pozaunijne przepływy handlowe i finansowe, zmiany kursu euro same w sobie stanowią asymetryczne wstrząsy, które mogą prowadzić do różnych zmian nominalnych efektywnych kursów walutowych, co zostało udokumentowane w literaturze przedmiotu([12]). Wśród walut państw członkowskich UE spoza strefy euro korona czeska odnotowała znaczną aprecjację w wyniku wyraźnego zaostrzenia polityki pieniężnej połączonego z interwencją walutową (wykres 1.2 c). Polski złoty i – szczególnie – węgierski forint mimo zaostrzania krajowej polityki pieniężnej wykazywały stałą deprecjację. W marcu 2022 r. waluty obu tych państw uległy silnej deprecjacji w warunkach zwiększonej niepewności po agresji Rosji na Ukrainę i zaostrzeniu globalnych warunków finansowych. Chorwacja podejmowała działania zmierzające do dalszej stabilizacji jej waluty względem euro, natomiast Dania utrzymała sztywny kurs walutowy względem euro, a Bułgaria prowadzi zarząd walutą polegający na powiązaniu z euro. Po ponad dwóch latach bezproblemowego uczestnictwa kuny w ERM II w styczniu 2023 r. Chorwacja ma dołączyć do strefy euro([13]). W ubiegłym roku korona szwedzka uległa osłabieniu mimo ciągłego zaostrzania polityki pieniężnej.

([12]) Zob. Honohan, P., i P.R. Lane (2003), „Divergent inflation rates in EMU" [Rozbieżne stopy inflacji w UGW], Economic Policy, 18(37), 357–394; oraz Angeloni, I., i M. Ehrmann (2007), „Euro area inflation differentials" [Różnice w inflacji w strefie euro], The BE Journal of Macroeconomics, 7(1).

([13]) Kurs wymiany ustalony przez Radę wynosi 7,53450 HKR/EUR. ROZPORZĄDZENIE RADY w sprawie zmiany rozporządzenia (WE) nr 2866/98 w odniesieniu do kursu wymiany na euro dla Chorwacji, lipiec 2022 r.

Wykres 1.2: **Otoczenie makroekonomiczne**



(1) Inflacja przed pandemią odpowiada średniemu rocznemu współczynnikowi zmiany obserwowanemu w latach 2017–2019 w przypadku zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych (HICP). Inflację bazową za okres pierwszych dziewięciu miesięcy 2022 r. oblicza się jako średnią HICP z wyłączeniem energii, żywności, alkoholu i tytoniu z pierwszych dziewięciu miesięcy 2022 r. w porównaniu ze średnią za ten sam okres w 2021 r.
Źródło: Eurostat i baza danych Ameco.

Ramka 1.1: Zatrudnienie i zmiany społeczne

Przed rosyjską agresją na Ukrainę w UE nastąpiło silne ożywienie na rynku pracy. Zdecydowanemu ożywieniu gospodarczemu, które nastąpiło po recesji związanej z COVID-19, towarzyszyły szybkie tempo tworzenia miejsc pracy i spadek bezrobocia (wykres 1.3 a). Stopa bezrobocia w UE (wśród osób w wieku 15–74 lat) wyniosła 6,4 % pod koniec 2021 r., a w 2022 r. nadal spadała, by w sierpniu i wrześniu osiągnąć poziom 6 %, najniższy od ponad dwóch dziesięcioleci. W 2022 r. ogólne warunki na rynku pracy nadal się poprawiały za sprawą pełnego otwarcia gospodarek, poprawy sytuacji epidemiologicznej, efektu nagromadzonego popytu oraz dobrego sezonu turystycznego będącego następstwem łatwiejszej mobilności. Stagnacja zatrudnienia w przetwórstwie przemysłowym trwała jednak nadal. W związku z szybkim wzrostem popytu niedobory siły roboczej osiągnęły niespotykane rozmiary i chociaż wystąpiły w różnych sektorach, to z większym nasileniem w usługach niż w przetwórstwie przemysłowym. Wzrost zatrudnienia wyniósł niemal 1,5 %, a wskaźnik zatrudnienia w UE (wśród osób w wieku 20–64 lat) osiągnął w czwartym kwartale 2021 r. 74,1 %, chociaż w przetwórstwie przemysłowym pozostał 2 punkty procentowe poniżej poziomu sprzed pandemii. Natomiast w usługach wymagających mniejszej liczby kontaktów (jak np. w sektorach opieki zdrowotnej, administracji publicznej i technologii informacyjno-komunikacyjnych) oraz w budownictwie tworzenie miejsc pracy charakteryzowało się dość solidną dynamiką (wykres 1.3 b).

W związku z pogarszającymi się perspektywami gospodarczymi oczekuje się spowolnienia na rynku pracy. W 2022 r. rynek pracy pozostał odporny dzięki utrzymującemu się pozytywnemu wpływowi ożywienia, które nastąpiło po ponownym otwarciu gospodarki po obostrzeniach. Wzrost cen energii stanowi jednak poważne ryzyko również dla rynku pracy w przyszłości. Wyższe koszty energii są wprawdzie odczuwane silniej przez sektory bardziej zależne od energii, ale wywołują efekt domina w prawie wszystkich sektorach. Wpływ wstrząsu związanego z cenami gazu na zatrudnienie w poszczególnych krajach może być różny, w zależności od ich konkurencyjności. Szacunki ekonometryczne sugerują, że wzrost cen gazu ziemnego o 10 % może przełożyć się po dwóch latach na ograniczenie produkcji o 0,6 %, podczas gdy zatrudnienie spadłoby o 0,3 %, a płace realne o 0,2 %([14]). Wpływ na zatrudnienie można by ograniczyć, zmniejszając liczbę godzin pracy przypadających na jedną osobę zatrudnioną. We wzroście bezrobocia większą rolę od sektora przetwórstwa przemysłowego może odegrać sektor usług, ponieważ w przypadku tego pierwszego powszechniejsze jest chomikowanie pracy, podczas gdy w przypadku tego drugiego, charakteryzującego się względnie wyższym udziałem pracowników tymczasowych, zatrudnienie jest bardziej wrażliwe na cykl koniunkturalny([15]).

- W porównaniu z danymi rocznymi za 2021 r. w drugim kwartale 2022 r. stopa bezrobocia spadła we wszystkich państwach, szczególnie wyraźnie w Grecji (-2,5 pp.), Hiszpanii (-2,3 pp.), Irlandii (-1,9 pp.), Austrii (-1,8 pp.) i na Litwie (-1,6 pp.). Różnica między najwyższą stopą bezrobocia w Hiszpanii (12,5 %) a najniższą w Czechach (2,4 %) zmniejszyła się do 10,1 pp. i jest najniższa od października 2008 r.

- W 2021 r. w prawie wszystkich państwach członkowskich wskaźniki zatrudnienia (wśród osób w wieku 20–64 l.) szybko wróciły do normy i przekroczyły poziom sprzed pandemii. W okresie 2020–2021 największy wzrost ich wartości odnotowano w Grecji (4,3 pp.), Irlandii (2,8 pp.),

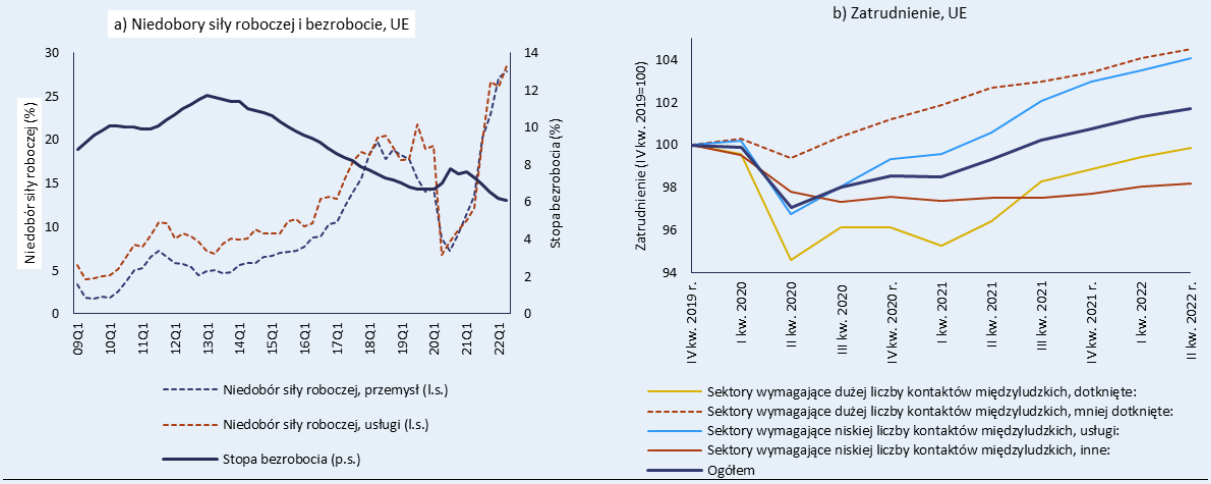
([14]) Bardziej dogłębne omówienie tego tematu można znaleźć w sprawozdaniu Komisji Europejskiej z 2022 r. „Labour Market and Wage Developments in Europe" [Rynki pracy i zmiany poziomu wynagrodzeń w Europie] (w przygotowaniu).

([15]) Spadek łącznej liczby godzin przepracowanych przez pracowników tymczasowych w okresie recesji związanej z COVID-19 nastąpił głównie w wyniku utraty miejsc pracy, podczas gdy w przypadku pracowników stałych wynikał ze spadku liczby godzin przypadających na jednego pracownika.

Polsce (2,7 pp.), Hiszpanii (2 pp.) i Luksemburgu (2 pp.). Wartość wskaźnika zatrudnienia obniżyła się jedynie w przypadku Łotwy (-1,6 pp.). W pierwszej połowie 2022 r. wskaźnik zatrudnienia wciąż rósł we wszystkich państwach, szczególnie w Irlandii (średnio +3,6 pp. w pierwszej połowie 2022 r. w stosunku do wartości rocznej z 2021 r.) i Grecji (średnio +3,8 pp. w pierwszej połowie 2022 r. w stosunku do wartości rocznej z 2021 r.).

- W drugim kwartale 2022 r. w kilku państwach członkowskich, w tym w Bułgarii, Rumunii, Hiszpanii, Polsce, na Słowacji i w Niemczech, zatrudnienie w przetwórstwie przemysłowym utrzymywało się znacznie poniżej poziomu sprzed pandemii.

Wykres 1.3: **Zatrudnienie, bezrobocie i niedobory siły roboczej**



Uwagi: (1) Sektory wymagające dużej liczby kontaktów międzyludzkich, silnie dotknięte pandemią: handel hurtowy i detaliczny; transport, zakwaterowanie, sztuka, działalność gospodarstw domowych. Sektory wymagające dużej liczby kontaktów międzyludzkich, mniej dotknięte pandemią: budownictwo, administracja publiczna, opieka zdrowotna, edukacja. Sektory wymagające niskiej liczby kontaktów międzyludzkich, usługi: informacja i komunikacja, działalność finansowa, działalność zawodowa, działalność związana z nieruchomościami. Sektory wymagające niskiej liczby kontaktów międzyludzkich, inne: przetwórstwo przemysłowe, górnictwo, sektor wodny, rolnictwo.
Źródło: służby Komisji Europejskiej.

2. ZAKŁÓCENIA RÓWNOWAGI, CZYNNIKI RYZYKA I KOREKTA: GŁÓWNE ZMIANY

2.1. SEKTOR ZAGRANICZNY

W 2021 r. w saldach obrotów bieżących większości państw członkowskich odnotowano niewielkie lub umiarkowane zmiany, często stanowiące jedynie częściowe odwrócenie zmian sprzed roku. Do częściowej poprawy sytuacji w zakresie obrotów bieżących w niektórych państwach będących dużymi dłużnikami netto przyczyniła się w szczególności poprawa bilansu podróży. Pomimo polepszenia sytuacji w 2021 r. obroty bieżące niektórych z tych państw nadal charakteryzowały się znacznym deficytem, a ich międzynarodowe pozycje inwestycyjne netto (MPI netto) pozostawały zdecydowanie ujemne. Zarazem wzrosły niektóre duże nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, zbliżając się, po niewielkim spadku w 2020 r., do poziomu z 2019 r. Ogólnie rzecz biorąc, wysokie nadwyżki na rachunku obrotów bieżących w niektórych krajach nadal znacznie przekraczały wielkości, które można wyjaśnić fundamentalnymi parametrami gospodarczymi([16]). W niektórych innych krajach nastąpiły niewielkie spadki, a w kilku przypadkach salda były znacznie niższe niż w 2019 r. (wykres 2.1.1 a).

W 2022 r. salda obrotów bieżących znacząco się obniżają, przede wszystkim z powodu wysokich cen energii (wykres 2.1.1 a). Dwie najważniejsze siły stojące za zmianami w obrotach bieżących w 2021 r. i do chwili obecnej w 2022 r. to niższy bilans handlowy w sektorze energetycznym ([17]) oraz ożywienie w sektorze podróży międzynarodowych, mające odwrotny wpływ niż pierwszy czynnik. Ożywienie w branży turystycznej przynosi korzyści głównie państwom będącym dłużnikami netto, ale pozostaje częściowe; większość państw, których gospodarka jest silnie uzależniona od eksportu usług turystycznych, wciąż odnotowuje bilans podróży poniżej poziomu sprzed pandemii, chociaż dane za główny sezon turystyczny będą dostępne dopiero w trzecim kwartale 2022 r. Ponadto skutki poprawy bilansu podróży często przewyższa wpływ wysokich cen energii, który dotyka prawie wszystkie państwa (wykresy 2.1.3 d i e). W przypadku szeregu państw w 2022 r. trwa również zauważalne pogorszenie bilansu handlowego w sektorach innych niż sektor energetyczny. Niekiedy przyczyną tego stanu rzeczy jest odporny popyt krajowy. Ogólnym rezultatem tego stanu rzeczy jest znaczny spadek obrotów bieżących w 2022 r., przy czym szereg krajów, które w poprzednich latach miały nadwyżki, popadło w deficyt. Prognoza na 2023 r.

([16]) 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.

([17]) Bilans energetyczny odpowiada w Międzynarodowej Standardowej Klasyfikacji Handlu (SITC) pozycji „3 – Paliwa mineralne, smary i materiały powiązane" bilansowi handlu towarami.

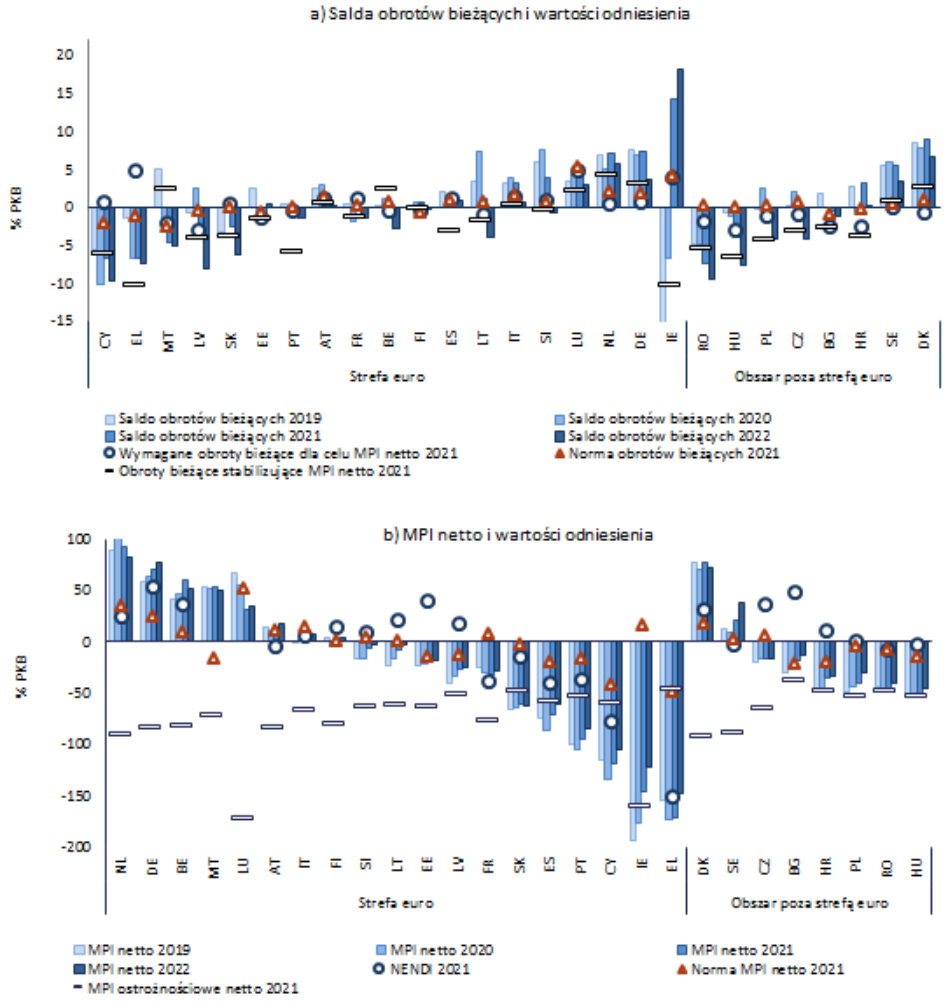
wskazuje na pewne niewielkie wzrosty obrotów bieżących w przypadku wielu, ale nie wszystkich państw UE, choć często są to wzrosty o wyraźnie mniejszej skali niż spadki odnotowane w 2022 r.

W 2021 r. znaczący wzrost nominalnego PKB przyczynił się do zmniejszenia zarówno ujemnych, jak i dodatnich międzynarodowych pozycji inwestycyjnych netto (MPI netto). W 2021 r. silny efekt mianownika spowodowany wyraźną poprawą dynamiki wzrostu gospodarczego ograniczył, ale nie w każdym przypadku w pełni zniwelował, rozproszenie w MPI netto, które występowało w 2020 r. (wykres 2.1.1 b i wykres 2.1.3 a). Wzorzec ten utrzymuje się w 2022 r., przy czym wskaźniki MPI netto w stosunku do PKB państw będących dużymi dłużnikami netto często wykazują dalszą znaczną poprawę, aczkolwiek wartość większości z nich pozostaje poniżej poziomów ostrożnościowych określonych dla MPI netto([18]). W przypadku większości państw będących dłużnikami netto najnowsze salda obrotów bieżących kształtują się poniżej poziomów sprzyjających szybkiej korekcie ujemnych sald tych państw, wyrażonych w obrotach bieżących wymaganych do osiągnięcia określonego celu w zakresie MPI netto, chociaż w przypadku Hiszpanii i Portugalii różnica ta jest nieznaczna (wykres 2.1.1 a i b). Z drugiej strony MPI netto szeregu państw będących wierzycielami netto pozostały na znacznie wyższym poziomie niż sugerowałyby to fundamentalne parametry gospodarcze.

Z perspektywy sektorowej w sektorze gospodarstw domowych w 2022 r. poziom wierzytelności netto zmniejsza się w wyniku spadku siły nabywczej. W 2021 r. w większości państw członkowskich pozycje wierzytelności/zadłużenia netto charakteryzowały się zadłużeniem netto sektora rządowego i dodatnimi poziomami wierzytelności w sektorze prywatnym, zarówno w przypadku gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw (wykres 2.1.3 b). W 2020 r. wyjątkowe wsparcie fiskalne mające na celu złagodzenie kryzysu związanego z pandemią zostało w nieznacznym stopniu wycofane, co – ogólnie rzecz biorąc – zrównoważyło niewielki spadek pozycji wierzytelności netto w sektorze prywatnym. Oczekuje się, że w 2022 r. wsparcie fiskalne zostanie utrzymane, nawet jeśli większość państw członkowskich będzie nadal odnotowywać poprawę pozycji zadłużenia netto sektora rządowego (wykres 2.1.3 c). Zarazem oczekuje się, że dominującą tendencją w pozycjach wierzytelności netto w sektorze gospodarstw domowych będzie spadek, który w większości przypadków przyczyni się do obniżenia ogólnej pozycji netto w zakresie zadłużenia/wierzytelności.

([18]) Wartość odniesienia dla salda obrotów bieżących stabilizującego MPI netto definiuje się jako saldo obrotów bieżących wymagane do utrzymania MPI netto na obecnym poziomie przez następne 10 lat. Saldo obrotów bieżących wymagane do osiągnięcia określonego celu w zakresie MPI netto jest saldem obrotów bieżących wymaganym do osiągnięcia progu ostrożnościowego w okresie najbliższych 10 lat lub do zmniejszenia o połowę dystansu do MPI netto zgodnie z fundamentalnymi parametrami gospodarczymi, w zależności od tego, która z tych wartości jest wyższa. 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. MPI netto zgodną z fundamentalnymi parametrami gospodarczymi (normy dla MPI netto) otrzymuje się przez kumulację w czasie wartości norm dla salda obrotów bieżących. Metodologia obliczania wartości odniesienia dla progów MPI netto i fundamentalnych parametrów gospodarczych – 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.

Wykres 2.1.1: **Salda obrotów bieżących i międzynarodowe pozycje inwestycyjne netto (MPI netto)**



Państwa przedstawiono w rosnącej kolejności pod względem salda obrotów bieżących w 2021 r. oraz w malejącej kolejności relacji MPI netto do PKB w 2021 r. „OB" oznacza obroty bieżące. NENDI to MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą. Normy dla salda obrotów bieżących: zob. przypis 16. Pojęcia normy dla MPI netto, progu ostrożnościowego dla MPI netto i wartości odniesienia dla salda obrotów bieżących stabilizującego MPI netto i wymaganych OB – zob. przypis 18.
Źródło: Eurostat, obliczenia służb Komisji.

Zaostrzenie polityki pieniężnej na świecie, w obliczu wysokiej inflacji, jak również podwyższone ryzyko geopolityczne, mogły oddziaływać na warunki finansowania zewnętrznego niektórych państw członkowskich spoza strefy euro. Jak opisano w sekcji 1, zarówno pandemia, jak i niedawno wzmożona niepewność po agresji Rosji na Ukrainę, spowodowały zmiany niektórych kursów walut spoza strefy euro, w tym deprecjację polskiego złotego i węgierskiego forinta. Gdyby pojawiło się ryzyko (re-)finansowania zewnętrznego, kraje o znacznych rezerwach walutowych, a także te odnotowujące znaczne nadwyżki w przepływach zewnętrznych, byłyby mniej na to ryzyko narażone. W tym kontekście pewną rolę odgrywają potrzeby w zakresie finansowania zewnętrznego, w tym sektora instytucji rządowych i samorządowych (zob. sekcja 2.6 dotycząca sektora instytucji rządowych i samorządowych).

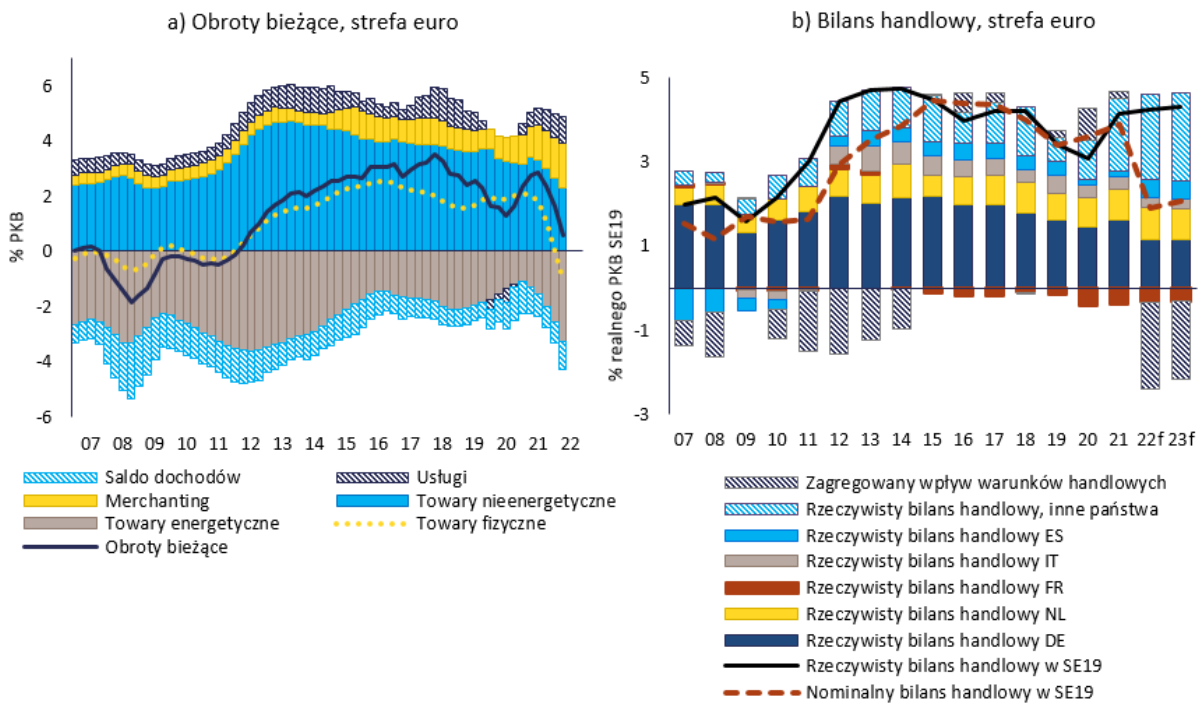
W 2022 r. nadwyżkę obrotów bieżących strefy euro dotknął gwałtowny spadek. Najważniejszym czynnikiem decydującym o silnym spadku obrotów bieżących w strefie euro w ciągu roku są koszty energii (wykres 2.1.2 a). Od 2021 r. globalne problemy z zaopatrzeniem

powodują wyraźne wzrosty cen importowych towarów w stopniu przekraczającym wzrosty cen surowców. Znajduje to odzwierciedlenie w bilansie handlowym strefy euro względem Chin, który w porównaniu z 2019 r. zmniejszył się o ponad jeden punkt procentowy PKB. Znaczny wolumen przywozu zapasów i ceny importowe w przypadku przywozu z Chin częściowo wyjaśniają silny spadek nadwyżki handlowej w szczególności w Niemczech. Ponadto zmniejsza się globalny popyt na europejski wywóz, ponieważ spowolnienie gospodarcze w Chinach i zaostrzenie polityki pieniężnej w USA wpływają na popyt nie tylko u tych dwóch partnerów handlowych, ale także na większości rynków wschodzących. Jak stwierdzono w sekcji 1, nastąpiło silne osłabienie euro, w szczególności w stosunku do dolara amerykańskiego. Obciąża to bilans handlowy strefy euro, ponieważ udział przywożonych towarów denominowanych w dolarach, w szczególności produktów energetycznych, znacznie przekracza wywóz denominowany w dolarach. Dochody z aktywów zagranicznych denominowanych w dolarach, jak również przychody z pośrednictwa handlowego (merchantingu) i handlu surowcami na świecie nieco jednak złagodziły ogólny wpływ wstrząsu związanego z niekorzystnymi warunkami handlu na saldo obrotów z zagranicą.

Spadek bilansu handlowego strefy euro w 2022 r. był wynikiem wstrząsu spowodowanego niekorzystnymi warunkami handlowymi, przy czym realny popyt pozostał na wysokim poziomie. Skutki tego wstrząsu utrzymywały się w 2022 r. ze względu na znacznie wyższe ceny importowe energii i słabsze euro, co przyczyniło się do pogorszenia nominalnego bilansu handlowego strefy euro, a tym samym do spadku obrotów bieżących (wykres 2.1.2 b). Przewiduje się, że w 2022 r. bilans handlowy w ujęciu realnym, tj. w cenach stałych, nieco się wzmocni, ponieważ realny zagregowany popyt powinien wzrosnąć nieco mniej niż PKB. Zgodnie z prognozami, w 2022 r. wzrost realnego popytu przewyższy wzrost produkcji w dużych państwach będących wierzycielami netto i zmniejszy ich wkład w nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących strefy euro (wykres 2.1.2 b). Sytuacja ta ma się utrzymać w 2023 r. Realny bilans handlowy kilku państw będących dłużnikami netto poprawił się, ponieważ popyt nie nadążał za odbudowującym się wzrostem PKB. To właśnie te mniejsze kraje łącznie są motorem stabilności realnego bilansu handlowego w 2022 r. i przeciwdziałają spadkowi realnego bilansu Niemiec, największego płatnika w strefie euro.

Prognoza na 2023 r. zakłada ogólną stabilność bilansu handlowego strefy euro, w tym jego składu, ale jest to obciążone dużą niepewnością. W 2023 r. wąskie gardła w łańcuchu dostaw i ceny importowe prawdopodobnie nieco się zmniejszą, lecz wciąż będą obciążać bilans handlowy strefy euro. Spadający popyt globalny osłabi perspektywy wywozu, ale może przynieść pewne wytchnienie, jeżeli chodzi o ceny surowców. W związku z tym przewiduje się, że wpływ niekorzystnych warunków handlowych nieco zelżeje, co przyniesie niewielką poprawę bilansu handlowego strefy euro jako całości. Natomiast w kontekście dynamiki salda obrotów strefy euro z zagranicą w 2023 r. kluczowym czynnikiem pozostaje wzrost popytu wewnętrznego. Przewiduje się, że pod względem składu zmiana polegająca na zmniejszeniu udziału dużych państw będących wierzycielami netto utrzyma się.

Wykres 2.1.2: **Saldo obrotów bieżących i bilans handlowy strefy euro**



„Towary fizyczne" odnoszą się do bilansu handlowego ogółem w ramach SITC; „towary energetyczne" odpowiadają bilansowi handlowemu dla kategorii SITC3, natomiast „towary nieenergetyczne" – różnica między dwoma pierwszymi. „pośrednictwo handlowe (merchanting)" odnosi się do różnicy między bilansem handlu towarami z bilansu płatniczego a „towarami fizycznymi".
Źródło: służby Komisji Europejskiej.

Państwa, których saldo obrotów bieżących (średnia z 3 lat) wyrażone w % PKB wyniosło powyżej 6 % lub poniżej -4 % w 2021 r., zaznaczone na niebiesko																								
BE	BG	CZ	**DK**	**DE**	EE	**IE**	**EL**	ES	FR	HR	IT	**CY**	LV	LT	LU	HU	MT	**NL**	AT	PL	PT	**RO**	SI	SK	FI	SE

Państwa, w których MPI netto (% PKB) wyniosła poniżej -35 % w 2021 r., zaznaczone na niebiesko																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	**IE**	**EL**	**ES**	FR	**HR**	IT	**CY**	LV	LT	LU	**HU**	MT	NL	AT	**PL**	**PT**	**RO**	SI	**SK**	FI	SE

Na szczeblu krajowym warto zwrócić uwagę na następujące zmiany:

- W 2021 r. salda obrotów bieżących czterech państw członkowskich, oparte na średnich trzyletnich, kształtowały się poniżej wartości progowej określonej w tabeli wyników, wynoszącej -4 % PKB. Dotyczyło to Cypru, Grecji, Irlandii i Rumunii. Jednocześnie średnie dla trzech państw członkowskich przekraczały górną wartość progową wynoszącą 6 % PKB – były to Dania, Niemcy i Niderlandy. Jeśli chodzi o wyniki z zakresu MPI netto, wartości poniżej wartości progowej określonej w tabeli wyników wynoszącej -35 % PKB odnotowano w przypadku dziesięciu państw członkowskich: Chorwacji, Cypru, Grecji, Węgier, Irlandii, Polski, Portugalii, Rumunii, Słowacji i Hiszpanii.

- Obroty bieżące niektórych państw będących dużymi dłużnikami netto, takich jak Cypr, a w szczególności Grecja, wykazywały znaczne deficyty, aczkolwiek w przypadku Cypru odnotowano umiarkowaną poprawę. W 2021 r. nieznacznie wzrosła niewielka nadwyżka Hiszpanii, natomiast umiarkowany deficyt Portugalii pozostał na niezmienionym poziomie. W omawianych krajach, z wyjątkiem Hiszpanii, obroty bieżące utrzymują się poniżej poziomów sugerowanych przez fundamentalne parametry gospodarcze, choć dystans, jaki dzieli je od tych

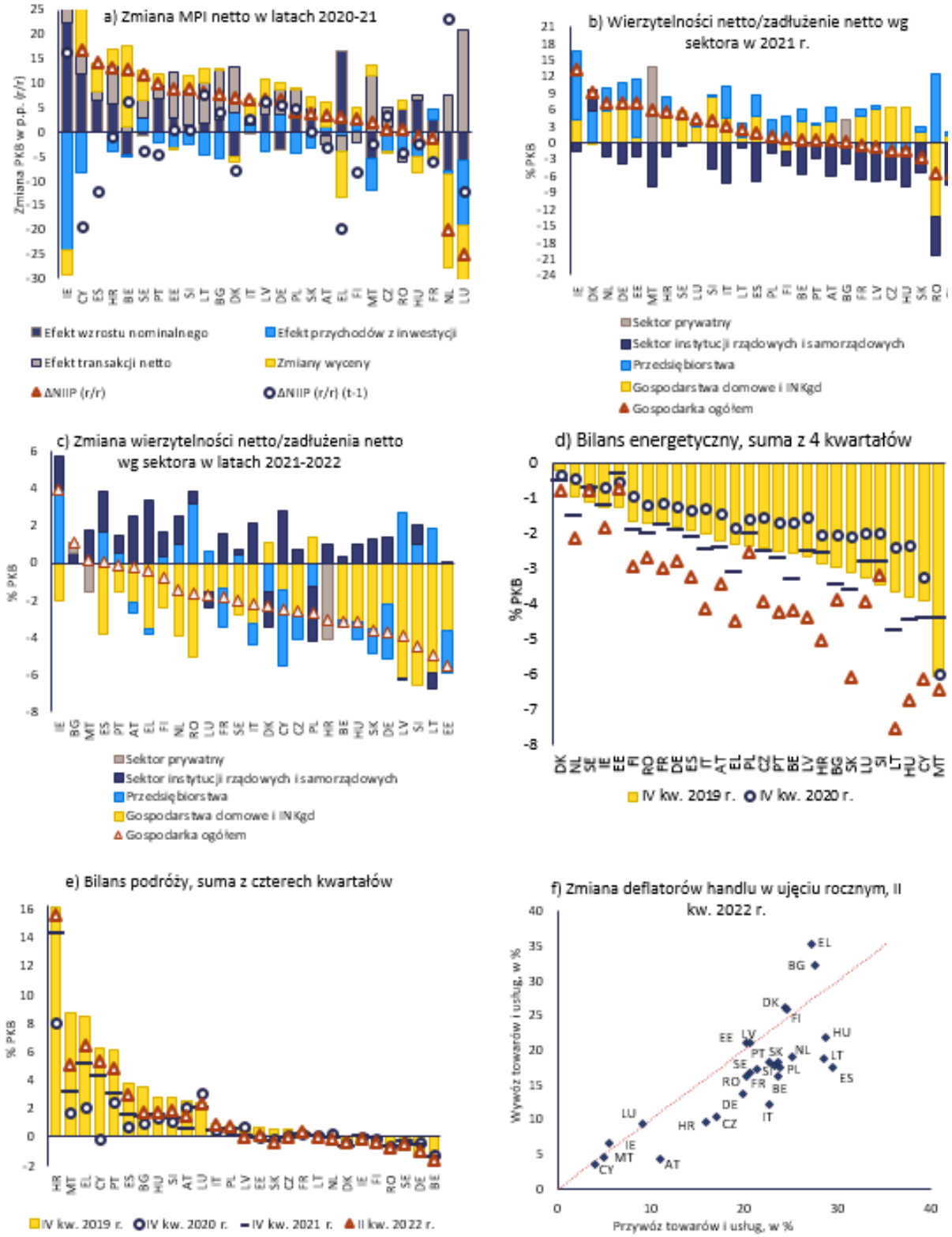
poziomów, jest zróżnicowany. W dwóch pierwszych kwartałach 2022 r. dalsze zdecydowane ożywienie w zakresie podróży międzynarodowych, w połączeniu z rosnącymi cenami w tym sektorze, wyraźnie wspiera nadwyżki tych krajów związane z bilansem podróży, szczególnie w przypadku Portugalii, a w nieco mniejszym stopniu także Cypru, Grecji i Hiszpanii, przy czym główny sezon turystyczny ma nastąpić dopiero w trzecim kwartale roku. W przypadku tych krajów, nie licząc Hiszpanii, oczekuje się jednak osłabienia wyników w zakresie obrotów bieżących dla tego roku jako całości, głównie z powodu gorszych bilansów energetycznych. Ich wyraźnie ujemne MPI netto poprawiają się głównie dzięki silnemu nominalnemu wzrostowi gospodarczemu, choć w przypadku Grecji poprawę tę osłabiły nieco skutki negatywnych zmian wyceny.

- Deficyty obrotów bieżących są bardzo znaczące, a w przypadku Węgier i Rumunii osiągają najwyższe poziomy od lat. Obroty bieżące Rumunii uległy dalszego pogorszeniu z poziomu już wysokiego deficytu i w 2022 r. będą się nadal osłabiać, przy czym w przyszłym roku nie należy się spodziewać znaczącej poprawy. Również Węgry odnotowują wyraźne pogorszenie sytuacji w tym zakresie, przy czym w 2023 r. spodziewana jest w ich przypadku jedynie łagodna poprawa, co świadczy o jednym z najbardziej dotkliwych pogorszeń bilansu energetycznego. Spadek wartości węgierskiego forinta zwiększa obawy o rozwój sektora zagranicznego. W przypadku obu tych państw MPI netto są wyraźnie ujemne, ale znaczną ich część stanowią napływające bezpośrednie inwestycje zagraniczne. Sprawia to, że MPI netto tych państw, z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (NENDI), są bardziej korzystne.

- Obroty bieżące Łotwy, Malty i Słowacji charakteryzował w 2021 r. znaczący deficyt. W wielu przypadkach przewiduje się znaczne pogorszenie sytuacji w tym zakresie w latach 2022 i 2023. Z kolei w odniesieniu do Czech, Bułgarii i Polski przewiduje się zwiększenie umiarkowanych deficytów obrotów bieżących odnotowanych w 2021 r. Spadek wartości złotego zwiększa obawy dotyczące zmian w sektorze zagranicznym w Polsce. Przewiduje się, że w 2022 r. Belgia i Litwa popadną w zauważalny deficyt. Słowacja i Litwa odnotowały jedne z największych spadków w zakresie bilansu handlowego w wyniku pogorszenia się bilansu energetycznego. Oczekuje się, że deficyt Słowacji będzie się dalej pogłębiał, przekraczając poziom sprzed pandemii. W przypadku Polski i Słowacji, których MPI netto są wyraźnie ujemne, a także innych państw członkowskich w Europie Środkowej i Wschodniej, znaczną część ich zobowiązań zagranicznych stanowią bezpośrednie inwestycje zagraniczne. Sprawia to, że ich NENDI są bardziej korzystne.

- Duże nadwyżki Danii, Niemiec, Niderlandów i Szwecji przekraczają dotyczące ich normy dla salda obrotów bieżących. Podczas gdy w 2021 r. nadwyżki na rachunku obrotów bieżących w tych krajach, z wyjątkiem Szwecji, wzrosły, w 2022 r. oczekuje się ich wyraźnego spadku. W szczególności zauważalnie spadają obroty bieżące Niemiec, Niderlandów i Szwecji, w sposób przewyższający pogorszenie się bilansu energetycznego. Choć w pierwszej połowie roku nadwyżka Danii rosła, to jednak ogólnie przewiduje się jej spadek w 2022 r. MPI netto Niderlandów, Danii, Niemiec i Belgii kształtują się znacznie powyżej poziomów sugerowanych przez fundamentalne parametry gospodarcze.

Wykres 2.1.3: **Sektor zagraniczny: wybrane wykresy**



Źródło: służby Komisji Europejskiej.

2.2. KONKURENCYJNOŚĆ

W latach 2020–2021 jednostkowy koszt pracy rósł szybciej niż w okresie przed pandemią, a w 2022 r. tempo jego wzrostu się zwiększa. W 2020 r. w większości państw członkowskich odnotowano znaczny wzrost jednostkowego kosztu pracy, spowodowany automatycznymi spadkami mierzonej wydajności, ponieważ programy utrzymania miejsc pracy złagodziły spadek zatrudnienia pomimo wyraźnie niższej produkcji. W 2021 r. tendencja ta częściowo się odwróciła, ponieważ poprawa wydajności sprawiła, że w prawie całej UE nastąpił spadek jednostkowego kosztu pracy albo widoczne spowolnienie jego wzrostu (wykres 2.2.1 a). Przewiduje się, że wskaźnik ten wzrośnie w tym i przyszłym roku, w niektórych przypadkach znacznie (wykres 2.2.1 b). Zakłada się, że przyczyną jego wzrostu będzie wyraźnie rosnące wynagrodzenie nominalne na pracownika, które powinno znacznie przewyższyć realny wzrost wydajności pracy w niemal wszystkich państwach UE (wykres 2.2.3 a i b), często w warunkach niskiego i spadającego bezrobocia. W niektórych przypadkach skutki te mogą być kontynuacją tendencji, które przed kryzysem związanym z COVID-19 powodowały obawy o potencjalną presję wywołaną przegrzaniem rynku. W miarę spowolnienia dynamiki gospodarczej wzrost wydajności stanie się słabszy i będzie tłumił jednostkowy koszt pracy w mniejszym stopniu niż miało to miejsce ostatnio.

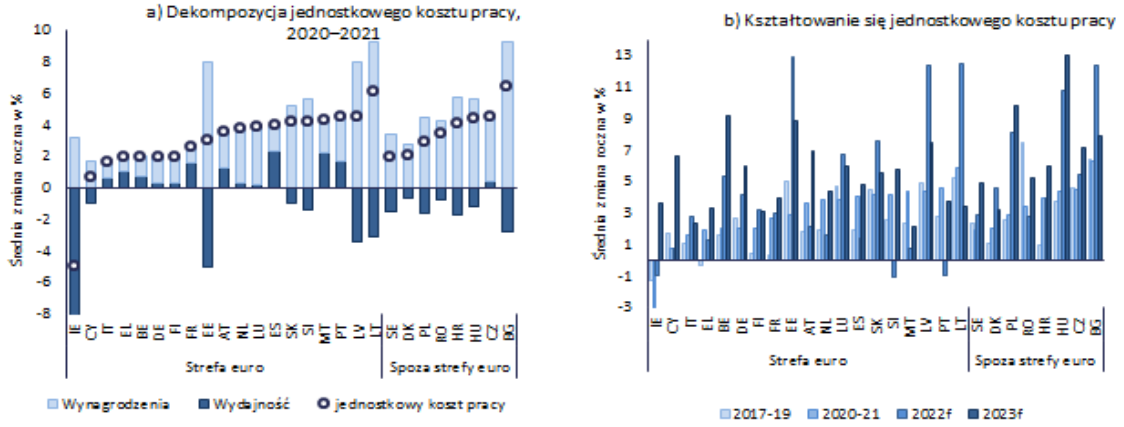
Dynamika realnych kursów walutowych w ujęciu ogólnym nie jest jeszcze znaczna, chociaż występują pewne rozbieżności, szczególnie poza strefą euro. W 2021 r. zmiany realnych efektywnych kursów walutowych (REER) opartych na HICP pozostały ograniczone, chociaż niewielkie spadki odnotowano w większej liczbie państw niż w 2020 r. Zmiany REER opartych na HICP i na deflatorze PKB w okresie trzech lat do 2021 r. również były ograniczone (wykres 2.2.3 c). W 2022 r. nominalny efektywny kurs walutowy (NEER) ulegał jak dotąd osłabieniu w prawie wszystkich państwach członkowskich strefy euro, odzwierciedlając deprecjację euro, podczas gdy zmiany w REER opartym na HICP pozostały umiarkowane, z wyjątkiem kilku przypadków, w których inflacja była znacznie wyższa niż gdzie indziej lub w których deprecjacja NEER była większa (wykres 2.2.3 e). W niektórych państwach spoza strefy euro zmiany REER w ciągu roku są bardziej wyraźne. REER oparty na deflatorze PKB nie wykazuje silnych oznak pogorszenia się konkurencyjności cenowej w większości państw członkowskich, chociaż istnieją pewne znaczące różnice między nimi (wykres 2.2.3 d). W przyszłości w strefie euro mogą pojawić się wyzwania dotyczące REER ze względu na rozbieżności w stopach inflacji i różnice w ekspozycji na zmiany nominalnego kursu euro w poszczególnych państwach strefy euro. W państwach spoza strefy euro należy się spodziewać większej heterogeniczności, częściowo odzwierciedlającej odmienną dynamikę nominalnych kursów walutowych.

Wysokie i rozbieżne stopy inflacji, jeżeli się utrwalą, stanowią zagrożenie dla konkurencyjności, przy czym szczególne ryzyko w tym zakresie występuje w strefie euro. Jak stwierdzono w sekcji 1, stopy inflacji są nie tylko wysokie, ale bardzo rozbieżne, również w strefie euro. Ogólnie rzecz biorąc, rozbieżności te wynikają z różnej energochłonności poszczególnych gospodarek i przyczyniają się do nich skala i struktura środków rządowych. Pomimo faktu, że inflacja jest w dużej mierze stymulowana wzrostem kosztów energii i oczekuje się jej spadku, rozbieżność stóp inflacji niesie ze sobą ryzyko dla konkurencyjności pod dwoma względami. Po pierwsze, ceny energii mogą nie wrócić do poprzedniego poziomu, lecz ustabilizować się na wyższym. Wiązałoby się to z dużymi kosztami dla określonych sektorów, na przykład energochłonnych. W zakresie, w jakim koszty te okażą się trwałe, w państwach, w których inflacja

jest wyższa ze względu na bezpośredni wpływ kosztów energii, poziom cen będzie trwale wyższy. Ten względny wzrost cen może negatywnie oddziaływać na konkurencyjność tych państw i powodować ryzyko delokalizacji, co w ostateczności przełoży się na spadek udziału w wywozie i niższy potencjalny wzrost w krajach bardziej narażonych. Z czasem może to doprowadzić do konieczności zmiany modelu biznesowego tych państw, co z kolei mogłoby wiązać się z kosztownymi zmianami strukturalnymi. Po drugie, różnice w inflacji mogą być przyczyną wzrostu innych cen niż ceny energii. Różnice między państwami odnoszą się nie tylko do ogólnych stóp inflacji, ale są również coraz bardziej widoczne w przypadku inflacji bazowej. W ramce 2.2.1 omówiono ryzyko utrwalenia się tych różnic i dalszych związanych z nimi podwyżek, w tym podwyżek płac. Takie pogłębiające się różnice mogą powodować aprecjację realną, zmniejszającą konkurencyjność. Wynikające z tego względne zmiany w konkurencyjności mogłyby doprowadzić do ponownej równowagi w strefie euro, gdyby kraje z istniejącymi wcześniej słabościami w zakresie konkurencyjności zyskały w stosunku do innych, porównywalnych krajów. W chwili obecnej najbardziej wyraźne różnice w inflacji nie dotyczą jednak państw będących dużymi wierzycielami lub dłużnikami netto. Ponadto niejednorodne przewidywania inflacyjne mogą prowadzić w pewnych przypadkach do zwiększenia podatności na zagrożenia w strefie euro, jeżeli zbyt niskie oczekiwane realne stopy procentowe w niektórych państwach spowodują nadmierną akumulację zadłużenia. Poza strefą euro deprecjacja waluty pociąga za sobą inne ryzyka, na przykład w zakresie pożyczek zagranicznych i kosztów obsługi zadłużenia.

Obecny kontekst, w którym wzrasta zróżnicowanie inflacji, jest inny niż w okresie poprzedzającym globalny kryzys finansowy, ale również może wiązać się z ryzykiem zakłócenia równowagi makroekonomicznej. W okresie poprzedzającym kryzys finansowy wysoka inflacja w niektórych państwach strefy euro wywoływała cykl, w którym niskie realne stopy procentowe sprzyjały nadmiernemu popytowi i akumulacji długu, stymulując aprecjację realnych kursów walutowych. Tym razem odczuwany wstrząs ma jednak w przeważającej mierze skutki restrykcyjne związane z inflacją kosztową wynikającą ze wzrostu cen energii, a nie ekspansywne. O ile w tym przypadku wysoka inflacja w najbardziej dotkniętych nią państwach może przyczynić się do utrzymania realnych stóp procentowych na niskim poziomie i zapewnić pewne złagodzenie bardziej niekorzystnego wpływu na popyt w najbliższym czasie ze względu na wyższe rachunki za energię, o tyle pojawienie się trwałych podwyżek cen lub wynagrodzeń może skomplikować działania zmierzające do obniżenia inflacji, co z kolei może być przyczyną utraty konkurencyjności, a w dalszej perspektywie – osłabienia wzrostu gospodarczego.

Wykres 2.2.1: **Jednostkowy koszt pracy**



(1) Państwa przedstawiono w rosnącej kolejności według jednostkowego kosztu pracy w latach 2020–2021
Źródło: baza danych Ameco; dane za lata 2022 i 2023 pochodzą z prognozy Komisji Europejskiej z jesieni 2022 r. Dane dotyczą liczby zatrudnionych i liczby pracujących.

Zmiany udziałów w rynkach eksportowych w 2021 r. odzwierciedlają częściowe odwrócenie efektów kryzysu związanego z COVID-19, choć w najbliższej przyszłości udziały te będą prawdopodobnie maleć ze względu na wyższe koszty energii i spowolnienie wymiany handlowej. Wskutek pandemii zmniejszyły się udziały w rynkach eksportowych gospodarek z liczącym się sektorem turystyki międzynarodowej, z których kilka ma bardziej negatywną pozycję zewnętrzną, oraz zwiększyły udziały w rynkach eksportowych kilku państw będących wierzycielami netto w stosunku do poziomu tych udziałów sprzed kryzysu. Przewiduje się, że w 2023 r. udziały w eksporcie w większości państw UE będą się zmniejszać, do czego przyczyni się szczególnie wysoki wzrost kosztów energii w Europie, a także pewne zakłócenia w łańcuchu dostaw. W przypadku niektórych państw będących wierzycielami netto, w których istnieje rozbudowany sektor przetwórstwa przemysłowego, oczekuje się silniejszych skutków.

Zmiany w konkurencyjności ponownie ogólnie sprzyjają bardziej symetrycznemu rozłożeniu pozycji zewnętrznych w strefie euro. (Wykres 2.2.3 f). Zmiany jednostkowego kosztu pracy są nieco bardziej umiarkowane w państwach będących dłużnikami netto niż w państwach będących wierzycielami netto. Ewolucja inflacji, a w szczególności inflacji bazowej, w państwach będących wierzycielami netto była jednak albo zasadniczo podobna, albo czasami bardziej ograniczona, co może w przyszłości hamować proces przywracania równowagi, chyba że ze względu na różnice w rozmiarach zastoju na rynku pracy dynamika płac będzie nadal rozbieżna. Podczas gdy państwa będące dłużnikami netto zazwyczaj więcej zyskują na osłabieniu euro ze względu na ich większy udział w handlu poza strefą euro, w tym przypadku dynamika udziałów w rynkach eksportowych wskazuje na równowagę zewnętrzną, ponieważ państwa będące dłużnikami netto odzyskują część utraconych rynków eksportowych, podczas gdy udziały państw będących wierzycielami netto powinny w przyszłości spadać.

Państwa, w których wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy (zmiana w %, 3 l.) przekroczył 9 % (EA) lub 12 % (spoza EA) w 2021 r., zaznaczone na niebiesko																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Państwa, w których REER, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.) przekroczył +/- 5 % (EA) i +/- 11 % (spoza EA) w 2021 r., zaznaczone na niebiesko																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Państwa, w których udział w rynkach eksportowych wyrażony w % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.) wyniósł poniżej -6 % w 2021 r., zaznaczone na niebiesko																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Na szczeblu krajowym warto zwrócić uwagę na następujące zmiany w dziedzinie konkurencyjności:

- Wzrost jednostkowego kosztu pracy, skumulowany w okresie trzech lat do 2021 r., przekroczył wartość progową określoną w tabeli wyników w 15 państwach członkowskich: Austrii, Bułgarii, Czechach, Estonii, na Węgrzech, Łotwie, Litwie, w Luksemburgu, na Malcie, w Niderlandach, Portugalii, Rumunii, Słowenii, na Słowacji i w Hiszpanii. W przypadku REER opartych na HICP te trzyletnie zmiany były bardziej stonowane i żadne państwo członkowskie nie przekroczyło wartości progowych określonych w tabeli wyników. W 2021 r. zmiany udziałów w rynkach eksportowych w okresie pięciu lat nie przekroczyły wartości progowej określonej w tabeli wyników we Francji, Włoszech i Hiszpanii. Podczas gdy spadek we Francji wynikał głównie z malejącego udziału wywozu towarów, w Hiszpanii i we Włoszech był spowodowany malejącym udziałem eksportu usług. We wszystkich tych trzech krajach opisane wyżej spadki były najbardziej widoczne podczas pandemii w 2020 r.

- Od kilku lat w niektórych państwach utrzymują się poważne obawy dotyczące presji kosztowej, które nasilają się lub nie ustępują w wystarczającym stopniu, między innymi w Bułgarii, Czechach, Estonii, na Węgrzech, Łotwie, Litwie, w Luksemburgu, Rumunii i na Słowacji. Problemy te były zazwyczaj już znaczne przed kryzysem związanym z COVID-19, i w większości przypadków – z uwagi na względne ograniczenie zasobów rynków pracy – znalazły w 2021 r. i w pierwszej połowie 2022 r. kontynuację. Przewiduje się, że w przyszłym roku tempo wzrostu jednostkowego kosztu pracy w większości tych państw pozostanie wysokie lub ponownie silnie przyspieszy. Kilka z nich boryka się z dodatkowym ryzykiem dla swojej konkurencyjności, związanym z gwałtownym wzrostem inflacji, która jest znacznie wyższa niż w pozostałych państwach UE i w porównywalnych państwach strefy euro. Podczas gdy w odniesieniu do większości tych państw przewiduje się w 2023 r. deprecjację REER, w przypadku Słowacji spodziewana jest niewielka aprecjacja.

- W okresie przed pandemią COVID-19 na Malcie i w Słowenii wystąpiły podobne efekty jak w państwach wymienionych powyżej, ale obawy o utratę konkurencyjności, jeśli w ogóle się pojawiły, były w 2021 r. bardziej umiarkowane i oczekuje się, że również w obecnym roku będą niewielkie. W Belgii i Polsce przewiduje się silny wzrost jednostkowego kosztu pracy w tym i przyszłym roku. Z kolei we Włoszech wzrost jednostkowego kosztu pracy był i zgodnie z prognozami będzie bardziej stonowany, co wskazuje na niewielką względną poprawę konkurencyjności.

- W niektórych państwach będących dużymi dłużnikami netto, w tym na Cyprze, w Grecji, Portugalii i Hiszpanii, obawy o konkurencyjność kosztową ustępują. W szczególności jednostkowe koszty pracy zwiększają się tam w nieco mniejszym stopniu niż u partnerów handlowych i w pozostałej części strefy euro.

Ramka 2.2.1: Potencjalne utrwalenie się inflacji i utraty konkurencyjności

Wysoka i zróżnicowana inflacja, którą obserwuje się w całej Unii od końca 2021 r., może negatywnie oddziaływać na konkurencyjność, zwłaszcza jeśli się utrzyma. Jeżeli spadek siły nabywczej pracowników zostanie w pełni lub częściowo zrekompensowany przez wzrost płac, to ten ostatni znajdzie odzwierciedlenie w wyższym jednostkowym koszcie pracy, chyba że zostanie zrównoważony wzrostem wydajności. Taki wzrost jednostkowego kosztu pracy może w takiej sytuacji prowadzić do efektów drugiej rundy i ryzyka wyższej inflacji w przyszłości([19]). Różnice w konkurencyjności między państwami członkowskimi należącymi do strefy euro mogą wystąpić w sytuacji, gdy szok inflacyjny jest w poszczególnych państwach bardzo różny lub gdy pociągnie za sobą bardzo zróżnicowane efekty drugiej rundy. Jeżeli jednak w żądaniach wzrostu wynagrodzeń uwzględni się fakt, że inflacja prawdopodobnie się zmniejszy, wówczas ryzyko spirali cen i płac pozostaje ograniczone. W sprawozdaniu Komisji na temat strefy euro w 2023 r. omówiono rolę oczekiwań dotyczących inflacji we wzroście płac([20]). W większości państw członkowskich we wzroście poziomu cen dużą rolę odgrywają gwałtownie rosnące ceny energii. Jeżeli jednak inflacja w znacznym stopniu objęła swoim zasięgiem nie tylko energię, ale również inne towary i usługi, to utrzymanie poziomu życia nie będzie możliwe, jeżeli wzrostowi cen nie będzie towarzyszył wzrost dochodów, nawet jeżeli ceny energii spadną. Komponenty energetyczne i żywnościowe ogólnych indeksów cen mogą być dość zmienne i stosunkowo niezależne od decyzji podejmowanych w ramach polityki pieniężnej, ponieważ pozostają zazwyczaj pod silnym wpływem rynków międzynarodowych, przynajmniej w dłuższym okresie, tzn. przy braku interwencji z zakresu polityki regulacyjnej lub fiskalnej. Dlatego banki centralne stosują miary inflacji bazowej, aby lepiej uchwycić tendencję z nią związaną([21]).

Jednostkowy koszt pracy w szeregu państw UE, w tym w Estonii, na Łotwie, Litwie i w Luksemburgu oraz w dwóch państwach członkowskich spoza strefy euro, Bułgarii i Polsce, gwałtownie wzrastał w ciągu roku aż do drugiego kwartału 2022 r. (wykres 2.2.2 a). Ten skokowy wzrost był spowodowany bardzo wysokim wzrostem wynagrodzeń na pracownika, który przekroczył granicę 10 % lub bardzo się do niej zbliżył. Jednak tylko w czterech państwach członkowskich wynagrodzenie na pracownika zwiększyło się bardziej niż ceny, przy czym różnica ta była szczególnie duża w Bułgarii. Zmiany wydajności nie były wystarczające, aby złagodzić wzrost jednostkowego kosztu pracy, a w niektórych przypadkach wręcz go wzmocniły. W Bułgarii i Luksemburgu jednostkowy koszt pracy wzrósł bardziej niż ceny, natomiast w Estonii, na Łotwie, Litwie i w Polsce jego wzrost przekroczył inflację bazową. Chociaż to ostatnie dotyczy również Belgii, Francji, Włoch i Rumunii, to jednak w tych krajach wzrost jednostkowego kosztu pracy był nieco bardziej ograniczony. Taka przewaga tego kosztu nad wzrostem cen stwarza ryzyko dalszych podwyżek cen służących zachowaniu przez przedsiębiorstwa marż cena–koszt.

([19]) Niedawna analiza MFW wskazuje, że ryzyko spirali cen i płac może być stosunkowo ograniczone. Wniosek ten opiera się na porównaniu obecnego rozwoju inflacji, płac i bezrobocia z podobnymi epizodami historycznymi w gospodarkach rozwiniętych, z zastrzeżeniem, że tamte epizody nie muszą być w pełni reprezentatywne dla obecnych wydarzeń, zwłaszcza biorąc pod uwagę swoisty charakter wstrząsu związanego z COVID-19. Ponadto w analizie nie uwzględniono rozwoju sytuacji w 2022 r., kiedy to w większości państw UE z pełną intensywnością wystąpił wstrząs związany z cenami energii. Zob. MFW (2022), „Wage dynamics post-COVID-19 and wage-price spiral risks" [Dynamika płac po pandemii COVID-19 i ryzyko spirali inflacyjnej], w: World Economic Outlook: Countering the cost-of-living crisis. [Światowe perspektywy gospodarcze: przeciwdziałanie kryzysowi kosztów utrzymania], rozdział 2, październik 2022 r.

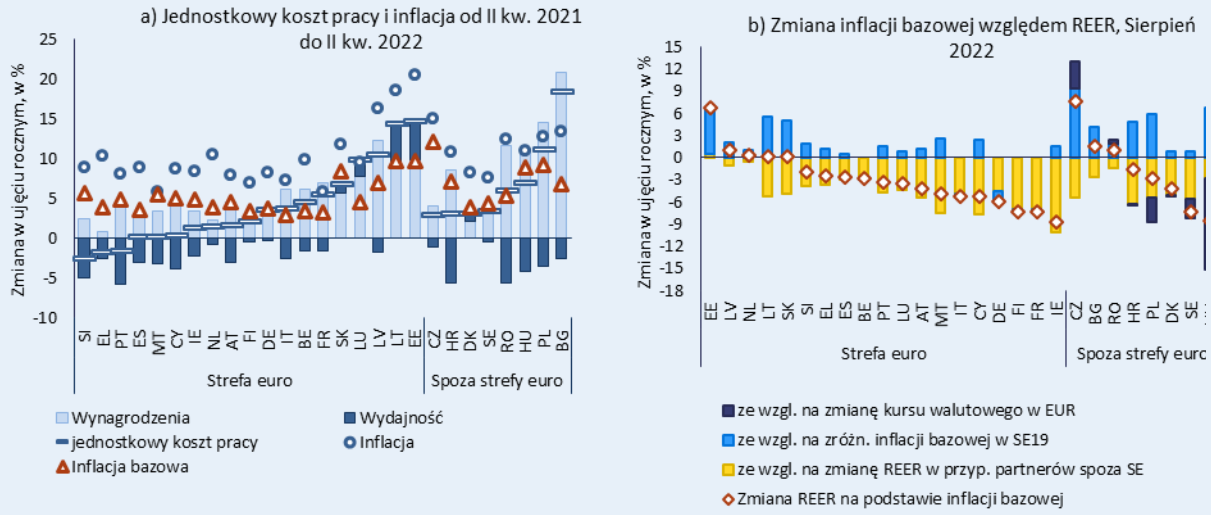
([20]) SWD(2022) 382. Dokument roboczy służb Komisji. Sprawozdanie na temat strefy euro w 2023 r. towarzyszące zaleceniu dotyczącemu zalecenia Rady w sprawie polityki gospodarczej w strefie euro.

([21]) Zob. M. Ehrmann i in. (2018), „Measures of underlying inflation for the euro area" [Miary inflacji bazowej dla strefy euro], biuletyn ekonomiczny EBC, wydanie 4/2018.

Niejednorodny rozwój inflacji bazowej i jednostkowego kosztu pracy może mieć znaczące i trwalsze konsekwencje dla konkurencyjności niektórych państw, co jest szczególnie istotne dla tych należących do strefy euro. Zmiana REER opartego na inflacji bazowej (wykres 2.2.2 b) wskazuje na wyraźną utratę konkurencyjności w przypadku Estonii, Litwy i Słowacji z powodu znacznie wyższej wartości tego wskaźnika niż w pozostałych państwach strefy euro. W przypadku tych dwóch ostatnich krajów zjawisko to kompensują zmiany REER w stosunku do państw spoza strefy euro. Z drugiej strony konkurencyjność Niemiec, a w mniejszym stopniu Finlandii, Francji i Włoch, zyskuje dzięki niższej niż w pozostałych państwach strefy euro inflacji bazowej. Do wzrostu ich konkurencyjności przyczynia się dodatkowo szeroko występująca deprecjacja REER w stosunku do państw spoza strefy euro.

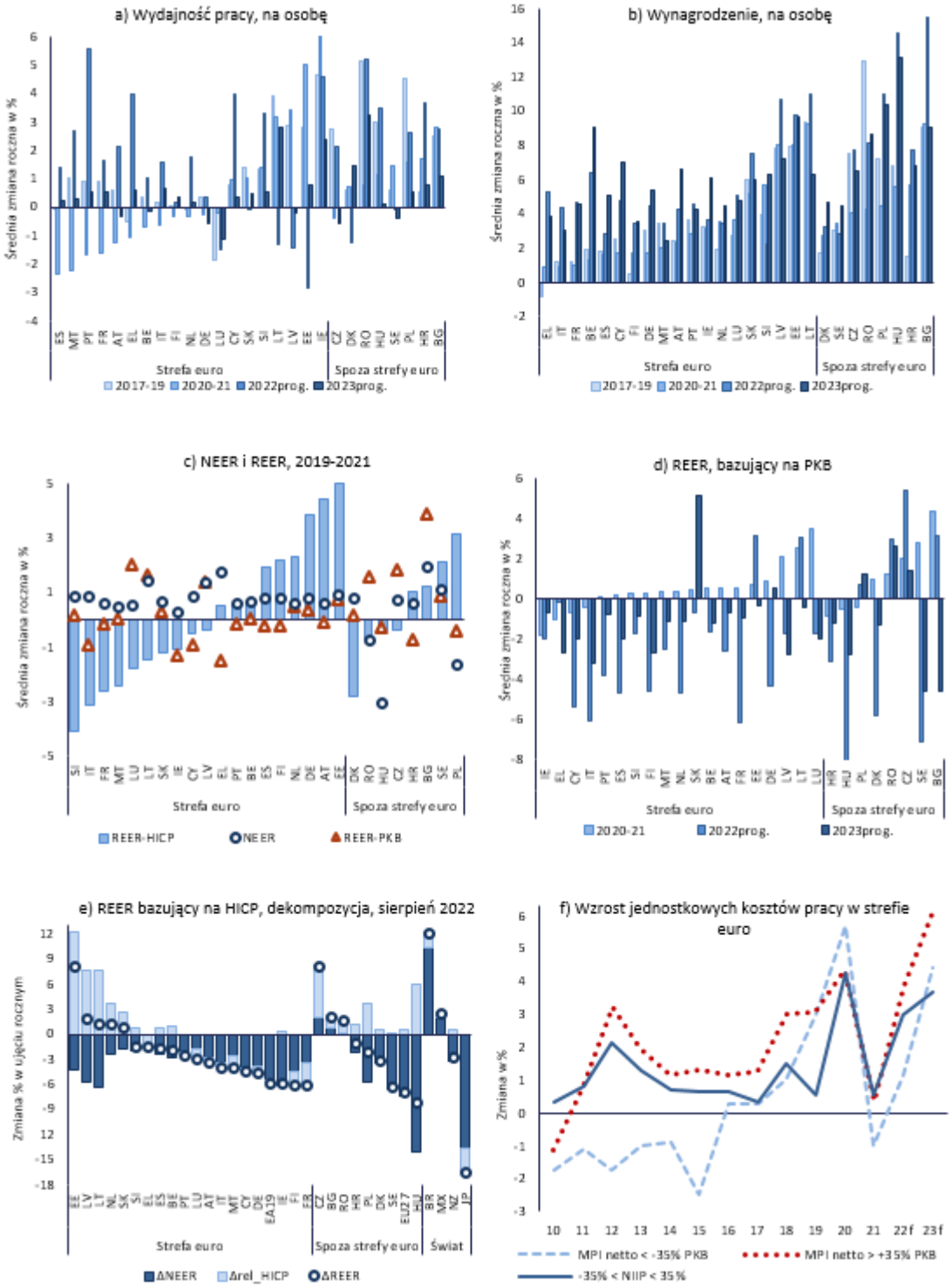
W przypadku niektórych państw spoza strefy euro duży wpływ na REER miały zmiany nominalnych kursów walutowych. Najbardziej uderzający jest przypadek Węgier, gdzie silna nominalna deprecjacja przyniosła wzrost konkurencyjności pomimo stosunkowo wysokiej inflacji bazowej. Podobne efekty można zaobserwować w Polsce i Szwecji. Z kolei w Czechach nastąpiła aprecjacja (efektywnego) nominalnego kursu walutowego, co wraz ze stosunkowo wysoką stopą inflacji bazowej doprowadziło do silnej aprecjacji realnej. Należy zauważyć, że chociaż dewaluacja waluty może złagodzić presję kosztową, to jednak może się wiązać z innymi ryzykami, takimi jak wyższe koszty obsługi zadłużenia denominowanego w walucie obcej, zarówno krajowego, jak i zagranicznego. Ryzyka te mogą ograniczyć stosowanie dewaluacji nominalnej jako instrumentu łagodzącego wpływ wzrostu kosztów na konkurencyjność.

Wykres 2.2.2: **Jednostkowy koszt pracy, inflacja (bazowa) i konkurencyjność**



Państwa przedstawiono w rosnącej kolejności zmian jednostkowego kosztu pracy, czyli w malejącej kolejności REER opartych na inflacji bazowej. Miara inflacji bazowej nie obejmuje energii, żywności, alkoholu i tytoniu. REER oparte na inflacji bazowej obliczono do celów analizy, w której przybliżone wartości stopy inflacji bazowej dla partnerów handlowych – Chin i Japonii – oszacowano za pomocą całkowitego wzrostu wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych, ponieważ miara bazowa nie była dostępna.
Źródło: Eurostat, obliczenia służb Komisji.

Wykres 2.2.3: **Konkurencyjność: wybrane wykresy**



Źródło: służby Komisji Europejskiej.

2.3. PRZEDSIĘBIORSTWA NIEFINANSOWE

W 2021 r. w wielu krajach relacja długu do PKB przedsiębiorstw niefinansowych utrzymywała się na wysokim poziomie, choć jej wartość nadal malała. W następstwie zdecydowanej redukcji długu, która miała miejsce w ostatniej dekadzie w wielu państwach członkowskich, relacja długu do PKB przedsiębiorstw niefinansowych w 2021 r. w większości państw członkowskich była niższa od szczytowych wartości sprzed pandemii. Niezależnie od tego w 2021 r. wskaźniki zadłużenia przekraczały poziomy sugerowane zarówno przez fundamentalne parametry gospodarcze, jak i przez standardy ostrożnościowe w prawie połowie państw UE, a w wielu z nich przewyższały poziomy odnotowane w 2019 r., przed początkiem pandemii COVID-19 (wykres 2.3.1 a i b)([22]). W 2021 r. relacja długu przedsiębiorstw do PKB zmniejszyła się w większości państw członkowskich, głównie dzięki wyraźnemu ożywieniu wzrostu PKB (wykres 2.3.3 a). Przepływy kredytowe netto do przedsiębiorstw niefinansowych były dodatnie w całej UE, a w 2021 r. zaczęły rosnąć w większości państw członkowskich, w tym w wielu przypadkach przy wysokim zadłużeniu tych przedsiębiorstw, w związku z poprawą sytuacji inwestycyjnej (wykres 2.3.3 c).

Proces redukcji zadłużenia, który rozpoczął się ponownie w 2021 r., w 2022 r. trwa nadal, ale w przyszłości będzie prawdopodobnie utrudniony przez niekorzystny kontekst makroekonomiczny. W pierwszej połowie 2022 r. relacja długu przedsiębiorstw do PKB wciąż się zmniejszała niemal we wszystkich państwach członkowskich, mimo intensyfikacji akcji kredytowej, która może również odzwierciedlać rosnące potrzeby płynnościowe. Wpływ nowych kredytów netto na relację długu przedsiębiorstw do PKB został z nawiązką zrównoważony przez wzrost realnego PKB i ostry wzrost inflacji (wykres 2.3.3 b). Ogólnie oczekuje się, że bierna redukcja zadłużenia będzie kontynuowana, bardziej pod wpływem rosnącej inflacji niż wzrostu realnego PKB, ale istnieje znaczne ryzyko, że spadek wskaźników zadłużenia może ulec spowolnieniu lub odwróceniu. Rosnąca inflacja może ograniczyć marże zysku, jeżeli zwiększające się koszty nie będą mogły być przeniesione na klientów i spowodują ogólny spadek popytu. W pierwszej połowie 2022 r. udział w zyskach przedsiębiorstw zaczął się obniżać, ale pozostaje powyżej poziomu z okresu przed pandemią COVID-19. W prawie wszystkich państwach strefy euro wysoki udział nowych kredytów o krótkich terminach zapadalności dla przedsiębiorstw oznacza, że zaostrzenie warunków udzielania kredytów i wzrost stóp procentowych mogą dość szybko dotknąć przedsiębiorstwa([23]). W kilku państwach członkowskich spoza strefy euro odnotowano znaczny wzrost oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw, a źródłem dodatkowych podatności na zagrożenia jest wysoki udział kredytów dla przedsiębiorstw denominowanych w walutach obcych.

([22]) Wartości odniesienia dotyczące długu dla poszczególnych państw zostały opracowane 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 J.C. Bricongne, L. Coutinho, A. Turrini i S. Zeugner, „Is Private Debt Excessive?" [Czy zadłużenie prywatne jest nadmierne?], Open Economies Review, 3, 471–512, 2020 r. Wartości odniesienia oparte na fundamentalnych parametrach gospodarczych pozwalają ocenić zadłużenie sektora prywatnego 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 ze względu na ograniczenie do minimum prawdopodobieństwa przeoczenia kryzysu i fałszywych alarmów.

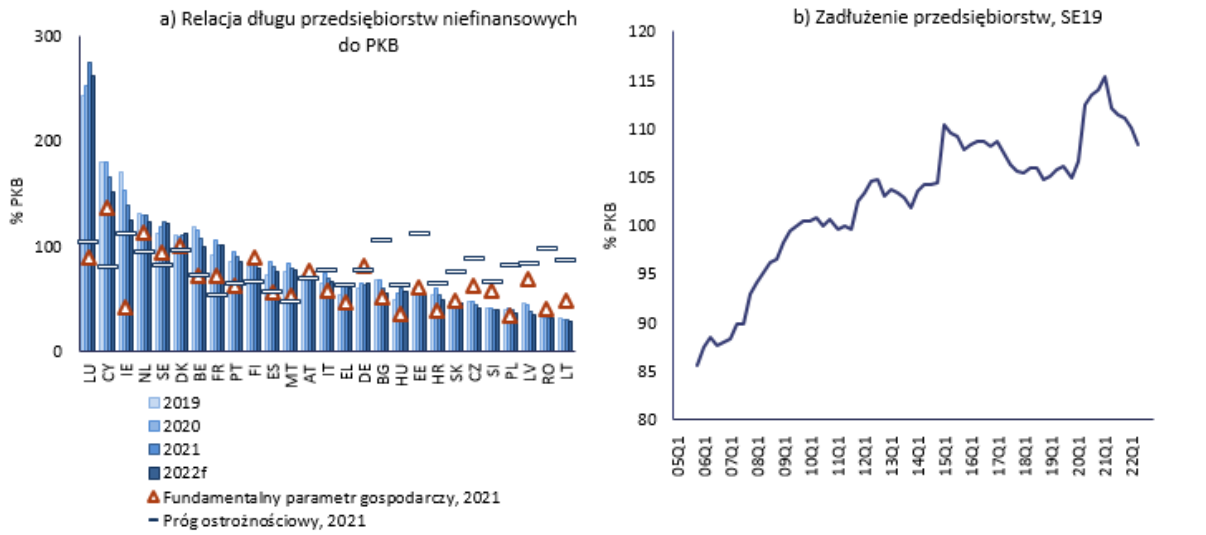
([23]) Europejski Bank Centralny (2022), Financial Stability Review – maj 2022 r. Dane dotyczące 2021 r. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr202205~f207f46ea0.en.pdf

Rosnące obawy związane z kredytami zagrożonymi i upadłością przedsiębiorstw zwiększają ogólną podatność sektora korporacyjnego i finansowego na zagrożenia po wstrząsie związanym z COVID-19. Kryzys związany z COVID-19 silnie dotknął niektóre branże, takie jak zakwaterowanie i transport([24]). Od 2020 r. w większości państw członkowskich wskaźniki kredytów zagrożonych i upadłości przedsiębiorstw maleją, nawet po stopniowym znoszeniu moratoriów na spłatę zadłużenia. Jednakże udział przedsiębiorstw podatnych na zagrożenia po pandemii COVID-19 w niektórych państwach o wysokim odsetku kredytów zagrożonych jest szczególnie wysoki (wykres 2.3.3 f). Podczas gdy w większości państw członkowskich jeszcze w pierwszej połowie 2022 r. wskaźnik kredytów zagrożonych dla przedsiębiorstw nadal spadał, w niektórych zaczął rosnąć (wykres 2.3.3 e). Ponadto w pierwszej połowie 2022 r. w niektórych państwach członkowskich odnotowano wzrost liczby przypadków upadłości przedsiębiorstw. Ponadto chociaż koszty kredytów gwałtownie rosną, w znacznym stopniu zaostrzają się normy kredytowe, a ich obecny poziom jest najwyższy od 2013 r. (wykres 2.3.3 c oraz d). Chociaż w ostatnich latach zwiększono zabezpieczenia przed utratą płynności, a oszczędności netto wzrosły, trudne otoczenie makroekonomiczne w połączeniu z przekształceniami strukturalnymi i zakłóceniami w funkcjonowaniu łańcucha dostaw może doprowadzić do pogorszenia bilansów i zmniejszenia marży zysku oraz może wpłynąć na obsługę długu oraz oszczędności i inwestycje przedsiębiorstw (zob. ramka 2.3.1).

Kryzys energetyczny szczególnie silnie wpłynie na niektóre gałęzie przemysłu poprzez wzrost cen i zakłócenia dostaw, a także może mieć długotrwały wpływ skutkujący przekształceniami strukturalnymi. Szczególnie narażone są sektory energochłonne, które mogą stanąć w obliczu presji na ich bilanse. Kryzys energetyczny powoduje przyspieszenie przekształceń strukturalnych. Chociaż oczekuje się normalizacji cen i dostaw energii, może dojść do trwałej zmiany strukturalnej, która może mieć szeroko zakrojony wpływ na zdolność produkcyjną i wzrost potencjalny bardziej dotkniętych państw, w zależności od ich energochłonności i specjalizacji produkcji. Okres najgłębszego kryzysu energetycznego może skutkować zamknięciem przedsiębiorstw lub przeniesieniem popytu na produkcję z innych – mniej dotkniętych – lokalizacji, co spowoduje trwały offshoring. Normalizacja cen i płac na wyższym poziomie może przyczynić się do zwiększenia kosztów związanych z transformacją energetyczną i ogólnie może doprowadzić do utraty konkurencyjności, szczególnie w niektórych sektorach energochłonnych, a także może mieć zróżnicowany wpływ w poszczególnych państwach.

([24]) Zob. L. Archanskaia, P. Nikolov i W. Simons (2022), Estimates of corporate cleansing during COVID-19 – using firm-level data to measure its productivity impact [Szacunki dotyczące oczyszczania przedsiębiorstw podczas COVID-19 – wykorzystywanie danych na poziomie przedsiębiorstw do pomiaru wpływu na wydajność], sprawozdanie kwartalne w sprawie strefy euro (QREA), tom 21 nr 2 (2022).

Wykres 2.3.1: **Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych**



Państwa przedstawiono w porządku malejącym relacji zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych do PKB w 2021 r.
Źródło: Eurostat, sektorowe finansowe konta bilansowe – pożyczki (F4) plus dłużne papiery wartościowe (F3), baza danych Ameco i szacunki służb Komisji.

Interwencje polityczne odgrywają ważną rolę w ochronie gospodarek krajowych przed napięciami finansowymi w przedsiębiorstwach, ale brak koordynacji może budzić obawy z perspektywy strefy euro i rynku wewnętrznego. Dzięki krajowym interwencjom politycznym ciężar kryzysu energetycznego rozkłada się bardziej sprawiedliwie między sektorem przedsiębiorstw, sektorem gospodarstw domowych i sektorem publicznym. Interwencje te będą miały szczególne znaczenie dla ochrony narażonych sektorów przemysłu oraz dla uniknięcia ograniczenia działalności, zamykania zakładów, offshoringu i niewykonania zobowiązań z tytułu pożyczki. W przypadku braku takich środków napięcia finansowe w przedsiębiorstwach mogłyby rozprzestrzenić się na całe gospodarki krajowe. Chociaż jak dotąd nie ma na to dowodów, warunki finansowe i dostępna przestrzeń fiskalna mogą ostatecznie odegrać rolę w możliwej skali i zakresie interwencji krajowych, a różne podejścia w poszczególnych państwach mogą przyczyniać się do zwiększenia rozbieżności w zakresie ryzyka płynności lub niewypłacalności przedsiębiorstw, szczególnie w przypadku pogłębiania lub przedłużania się kryzysu. To z kolei miałoby wpływ na ceny, ponieważ różnice w inwestycjach przedsiębiorstw i zachowaniach w zakresie ustalania cen mogłyby prowadzić do rozbieżności w zakresie wzrostu popytu i mechanizmu transmisji polityki pieniężnej, biorąc pod uwagę istniejące i powstające różnice w zakresie inflacji i konkurencyjności w strefie euro. Dalsze działania na rzecz integracji mogą pomóc w podjęciu tych wyzwań, a także w zmniejszeniu podatności przedsiębiorstw na zagrożenia oraz rozbieżności w zakresie wzrostu i wydajności. Z perspektywy krajowej odpowiednie zasady postępowania w przypadku stwierdzenia niewypłacalności są ważne w celu zminimalizowania długoterminowych skutków gospodarczych wszelkich przypadków niewypłacalności przedsiębiorstw.

Na szczeblu krajowym warto zwrócić uwagę na następujące zmiany:

- Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych jest bardzo duże, przekracza 100 % PKB, a w Szwecji i Danii przekracza fundamentalne i ostrożnościowe wartości odniesienia, a ponadto występują dodatkowe oznaki podatności na zagrożenia. W Szwecji relacja długu przedsiębiorstw do PKB jest nadal wyższa od najwyższego poziomu sprzed kryzysu związanego z COVID-19 i wciąż rośnie. W Danii depozyty przedsiębiorstw spadły z już niskiego poziomu.

- W Belgii, na Cyprze, w Irlandii, Luksemburgu i Niderlandach relacja długu przedsiębiorstw niefinansowych do PKB jest również bardzo wysoka i przekracza 100 % PKB oraz przewyższa fundamentalne i ostrożnościowe wartości odniesienia. Wynika to jednak również ze znacznego udziału kredytów i pożyczek na bezpośrednie inwestycje zagraniczne i zaciągania transgranicznych kredytów i pożyczek wewnątrz przedsiębiorstw, co może przyczynić się do częściowego ograniczenia podatności na zagrożenia.

- Wysokie relacje długu przedsiębiorstw niefinansowych do PKB, przekraczające fundamentalne i ostrożnościowe wartości odniesienia, we Francji, w Grecji, na Malcie i w Portugalii wykazują tendencję spadkową. We Francji i na Malcie znaczne zabezpieczenia przed utratą płynności przyczyniają się do zmniejszenia wysokiego poziomu zadłużenia. W Austrii relacja długu przedsiębiorstw do PKB przekracza próg ostrożnościowy, a wzrost akcji kredytowej jest silny. Kryzys związany z COVID-19 w nieproporcjonalny sposób wpłynął na szereg gałęzi przemysłu, przez co sektory przedsiębiorstw w państwach, takich jak Grecja i Włochy, stały się podatne na zagrożenia.

- Relacja długu przedsiębiorstw do PKB w Hiszpanii przekracza fundamentalne i ostrożnościowe wartości odniesienia. W Bułgarii relacja długu przedsiębiorstw do PKB jest umiarkowana, chociaż przekracza fundamentalną wartość odniesienia i jest wyższa w porównaniu z innymi państwami w regionie.

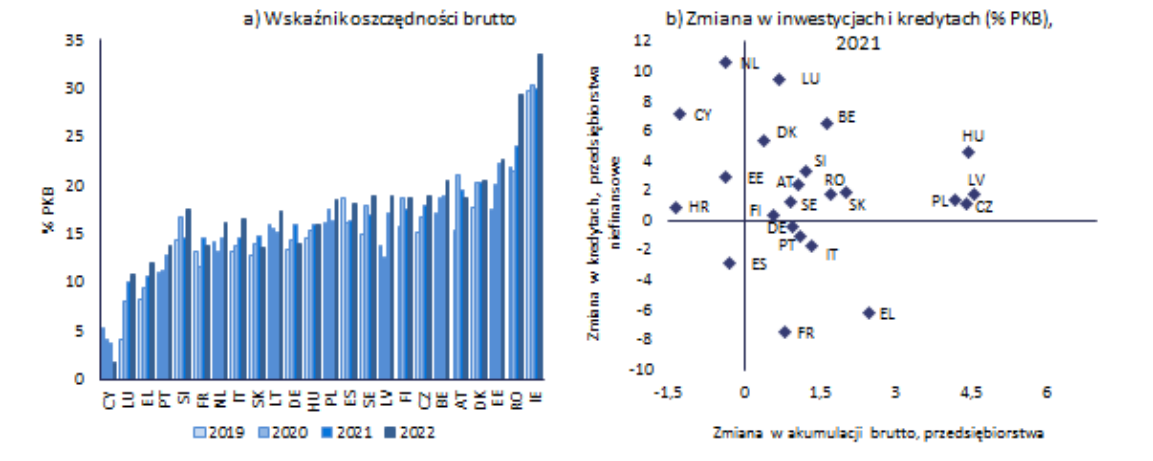
Ramka 2.3.1: Zmiany w zakresie oszczędności i inwestycji przedsiębiorstw

Zmiany w zakresie oszczędności i inwestycji przedsiębiorstw mogą dostarczyć przydatnych informacji na temat kondycji przedsiębiorstw i ich podatności na zagrożenia związane z saldem zadłużenia przedsiębiorstw. Wzrost zadłużenia przedsiębiorstw w celu finansowania inwestycji różni się pod względem gospodarczym od wzrostu w celu pokrycia nieoczekiwanych kosztów, ponieważ dodatkowe pożyczki zaciągnięte w celu sfinansowania inwestycji zazwyczaj prowadzą do zwiększenia wydajności i zdolności produkcyjnej, a tym samym do poprawy kondycji przedsiębiorstwa. Jednocześnie podatność przedsiębiorstw na zagrożenia związane z wysokim zadłużeniem można częściowo złagodzić przez zwiększenie oszczędności lub depozytów. W niniejszej ramce bardziej szczegółowo omówiono rolę zmian w zakresie oszczędności i inwestycji przedsiębiorstw w ograniczaniu podatności przedsiębiorstw na zagrożenia w kontekście odbudowy po pandemii COVID-19 i niedawnego spowolnienia gospodarczego.

Oszczędności przedsiębiorstw wzrosły w wielu państwach członkowskich od czasu pandemii COVID-19 (wykres 2.3.2 a). Wiele przedsiębiorstw zgromadziło oszczędności zapobiegawcze na początku pandemii COVID-19, aby poprawić swój poziom płynności, co częściowo ułatwiły środki wsparcia. W czwartym kwartale 2021 r. odnotowano spadek poziomu oszczędności przedsiębiorstw brutto, a w pierwszej połowie 2022 r. spadek ten był gwałtowny w stosunku do roku wcześniejszego, ale w większości państw poziom oszczędności przedsiębiorstw pozostaje wyższy niż poziom sprzed pandemii COVID-19. Według prognoz oszczędności przedsiębiorstw wyrażone jako odsetek PKB wzrosną jednak w większości państw członkowskich w 2022 r. w ujęciu ogólnym (wykres 2.3.2 a). W pierwszej połowie 2022 r. w większości państw członkowskich odnotowano spadek w zakresie depozytów, ponieważ wiele przedsiębiorstw potrzebuje znacznej płynności, aby poradzić sobie z gwałtownym wzrostem kosztów produkcji, ich poziom pozostał jednak wyższy niż w 2019 r. Udział w zyskach przedsiębiorstw niefinansowych w UE zaczął się obniżać w pierwszej połowie 2022 r., ale pozostaje powyżej swojego poziomu z okresu przed pandemią COVID-19.

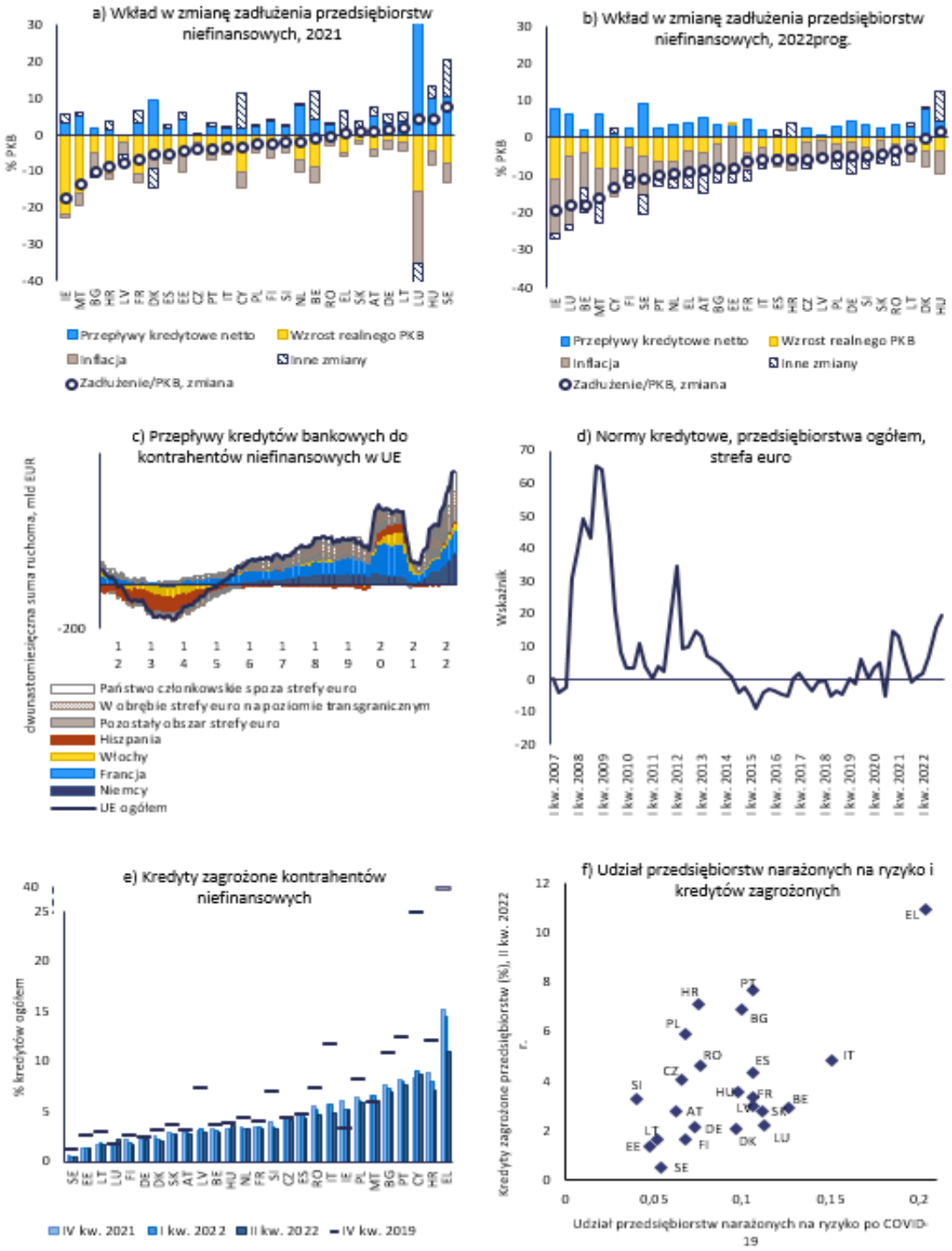
Inwestycje przedsiębiorstw gwałtownie zmalały wraz z nadejściem kryzysu związanego z COVID-19, ale w 2021 r. w większości państw wróciły do normy. Odbudowa po pandemii charakteryzowała się wysoką dynamiką, przy czym relacje akumulacji brutto przedsiębiorstw do PKB w 2021 r. przekroczyły poziom z 2019 r. w 16 z 24 państw członkowskich, w odniesieniu do których dostępne są dane, z wyjątkiem Austrii, Cypru, Hiszpanii, Irlandii, Luksemburga, Niderlandów, Niemiec i Słowacji. W 2021 r. w wielu państwach członkowskich wzrosły przepływy inwestycji i przepływy kredytowe netto, oba wyrażane w procentach PKB (wykres 2.3.2 b). Sugeruje to, że w niektórych państwach do finansowania inwestycji wykorzystano dodatkowe pożyczki. Konieczność finansowania nakładów na środki trwałe stała się znacznie mniej istotnym czynnikiem popytu na pożyczki i kredyty w 2022 r., jak wynika z przeprowadzonego przez EBC badania akcji kredytowej banków (ang. Bank Lending Survey). W ujęciu realnym w pierwszej połowie 2022 r. inwestycje w UE w ujęciu ogólnym nadal nieznacznie wzrosły, ale w dużo niższym tempie niż poprzednio i nie wróciły jeszcze do poziomu z 2019 r.

Wykres 2.3.2: **Inwestycje, kredyty i oszczędności przedsiębiorstw niefinansowych**



(1) Irlandię usunięto z wykresu po prawej stronie, ponieważ inwestycje podlegały istotnym wahaniom w 2021 r.
Źródło: Eurostat i baza danych Ameco.

Wykres 2.3.3: **Przedsiębiorstwa niefinansowe: wybrane wykresy**



Przepływy kredytowe netto (transakcje dotyczące zadłużenia) odpowiadają transakcjom dotyczącym pożyczek (F4) i dłużnych papierów wartościowych (F3) z sektorowych finansowych rachunków transakcji (Eurostat).
Średnie normy kredytowe dla przedsiębiorstw, podaż kredytów, ważona wartość procentowa netto (zaostrzone minus złagodzone lub odwrócone) w oparciu o udział każdego państwa w całkowitej kwocie niespłaconych kredytów w całym obszarze. Definicja przedsiębiorstw narażonych na ryzyko znajduje się w przypisie 24.
Źródło: baza danych Ameco, Eurostat, EBC.

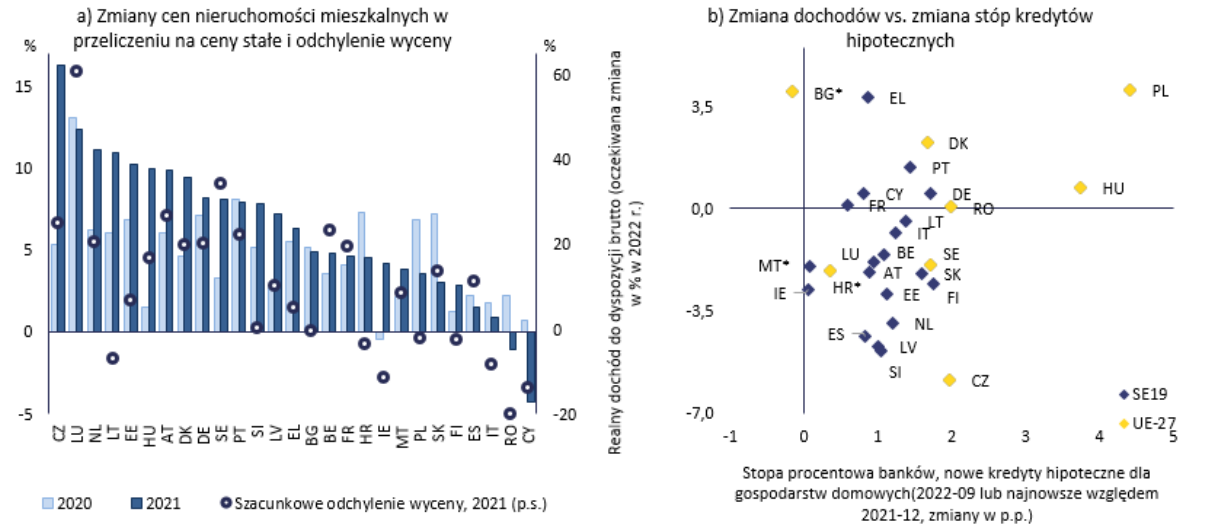
2.4. RYNKI MIESZKANIOWE I ZADŁUŻENIE GOSPODARSTW DOMOWYCH

W 2021 r. nastąpiło dalsze przyspieszenie tempa wzrostu cen nieruchomości mieszkalnych i szacuje się, że w połowie państw członkowskich UE ceny te zawyżono o ponad 10 %. Od czasu wybuchu pandemii COVID-19 tempo wzrostu cen nieruchomości mieszkalnych przyspieszyło i szacuje się, że pod koniec 2021 r. ceny były zawyżone o ponad 10 % w szeregu państw członkowskich, a w wielu o ponad 20 % (wykres 2.4.1 a)([25]). Przyspieszenie tempa wzrostu cen nieruchomości mieszkalnych jest bardziej widoczne w ujęciu nominalnym, ale nawet realne ceny nieruchomości mieszkalnych w okresie wysokiej inflacji wzrosły w przyspieszonym tempie w większości państw. Na rynku mieszkaniowym nadal występują ograniczenia podaży i wraz z wysokimi kosztami budowy przyczyniają się do wyższych cen nieruchomości mieszkalnych, przy jednoczesnym silnym popycie.

W pierwszej połowie 2022 r. odnotowano rekordowe stopy wzrostu cen nieruchomości mieszkalnych, natomiast w perspektywie krótko- i średnioterminowej oczekuje się ich umiarkowanego wzrostu. Niskie oprocentowanie kredytów hipotecznych i wzrost dochodów wiązały się ze wzrostem zarówno liczby kredytów, jak i cen nieruchomości mieszkalnych w ostatniej dekadzie, chociaż od czasu wybuchu pandemii przyspieszenie to jest zbyt duże, aby można je było tłumaczyć tymi czynnikami. Oczekuje się, że wzrost stóp procentowych będzie sprzyjał pewnemu ograniczeniu cen nieruchomości mieszkalnych i z ostatnich danych z 2022 r. wynika, że taka sytuacja ma miejsce w wielu, lecz nie we wszystkich, państwach UE. Oprocentowanie kredytów hipotecznych pozostaje znacznie niższe niż inflacja, czego wynikiem są rekordowo ujemne realne stopy procentowe i zachęta do dalszych zakupów nieruchomości, ale spodziewany wzrost kosztów nowych kredytów hipotecznych powinien w przyszłości przyczynić się do bardziej umiarkowanego popytu na nieruchomości mieszkalne i umiarkowanych cen nieruchomości mieszkalnych. Podobnie spadek siły nabywczej spowodowany wyższą inflacją, jak również niepewność co do siły gospodarki i dochodów gospodarstw domowych powinny również sprzyjać zahamowaniu popytu na nieruchomości mieszkalne, a tym samym przyczyniać się do spowolnienia wzrostu cen nieruchomości mieszkalnych. W niektórych państwach odnotowano już znaczny wzrost oprocentowania kredytów hipotecznych, podczas gdy realne dochody w większości państw UE maleją lub nie zmieniają się (wykres 2.4.1 b).

([25]) Odchylenia wyceny nieruchomości mieszkalnych oblicza się w odniesieniu do wartości odniesienia w celu uwzględnienia wpływu cen tych nieruchomości w poszczególnych krajach. Odchylenia wyceny syntetycznej opierają się na odchyleniu obliczonym 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 popytu i podaży (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.).

Wykres 2.4.1: **Zmiany cen nieruchomości mieszkalnych i fundamentalne parametry gospodarcze**



(1) Na wykresie a państwa przedstawiono w porządku malejącym pod względem wzrostu realnych cen nieruchomości mieszkalnych w 2021 r. Więcej szczegółowych informacji i metodyka znajdują się w przypisie 25.
(2) Na wykresie b bankowe stopy procentowe nowych kredytów hipotecznych dla gospodarstw domowych są średnią całkowitej wartości kredytów i pożyczek obliczoną przez ważenie wolumenów średnią ruchomą (określoną dla celów kosztów finansowania zewnętrznego) w odniesieniu do państw strefy euro (niebieskie romby) oraz średnią miesięczną obliczaną bez ważenia wolumenów w odniesieniu do państw spoza strefy euro (żółte romby). (*) Realny dochód do dyspozycji brutto, którego wskaźnikiem zastępczym jest realne wynagrodzenie pracowników. Ostatnia stopa procentowa dostępna dla Węgier pochodzi z sierpnia 2022 r.
Źródło: Eurostat, baza danych Ameco, EBC, prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej z jesieni 2022 r. oraz szacunki służb Komisji dotyczące szacunkowych odchyleń wyceny nieruchomości mieszkalnych w 2021 r.

Po wzroście w 2020 r. relacja zadłużenia gospodarstw domowych do PKB uległa zmniejszeniu w 2021 r. w większości państw UE, chociaż przepływy kredytowe netto wzrosły. W 2021 r. relacje zadłużenia gospodarstw domowych do PKB zmniejszyły się w stosunku do 2020 r. ze względu na wzrost PKB, ale w szeregu państw pozostały wyższe niż w 2019 r. i nie oczekuje się, że w 2022 r. nastąpi zasadnicza zmiana (wykres 2.4.3 a oraz b). Przepływy kredytowe netto do gospodarstw domowych były jednak dodatnie w prawie wszystkich państwach UE i wzrastały nawet w krajach, gdzie zadłużenie gospodarstw domowych już było wysokie. Zadłużenie gospodarstw domowych wydaje się wysokie w niemal połowie UE w porównaniu z wartościami odniesienia, w których uwzględnia się fundamentalne parametry gospodarcze poszczególnych państw, oraz z wartościami progowymi, w których uwzględnia się kwestie ostrożnościowe([26]).

Zmiany, jakie nastąpiły w zakresie kredytów bankowych w 2022 r., były nierównomierne w całej UE, przy czym wzrost akcji kredytowej uległ spowolnieniu zwłaszcza w państwach spoza strefy euro. Poza strefą euro oprocentowanie kredytów hipotecznych znacznie wzrosło wraz ze stopami rynku pieniężnego. Dotyczy to zwłaszcza państw, w których doszło do deprecjacji nominalnego kursu walutowego. Zmiany, jakie miały miejsce w strefie euro, są bardziej nierównomierne, ale koszt kredytu również wzrósł w ostatnim czasie (wykres 2.4.1 b). Jedynie w bardzo niewielkiej liczbie państw strefy euro odnotowano spowolnienie przepływów kredytów bankowych netto, natomiast w państwach spoza strefy euro spowolnienie to jest bardziej widoczne (wykres 2.4.2 b).

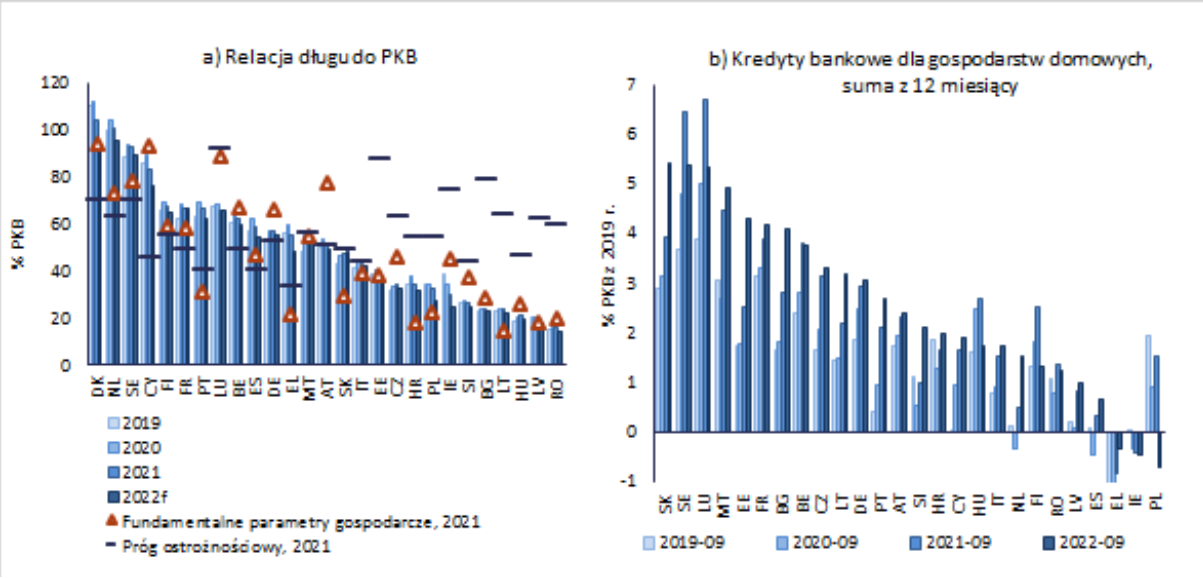
([26]) Zob. przypis 22.

W przyszłości będzie istniało ryzyko związane ze zdolnością gospodarstw domowych do spłaty kredytów hipotecznych. W większości państw członkowskich udział kredytów i pożyczek ze stałym oprocentowaniem na okres do pięciu lat jest wysoki – powyżej 80 % w ośmiu państwach UE i między 40 % a 80 % w kolejnych dziewięciu, co oznacza, że gospodarstwa domowe w tych państwach są bardziej narażone na wzrost stóp procentowych. Dochody gospodarstw domowych będą pod presją, a rosnące rachunki za energię przyczynią się do ograniczenia dostępnych dochodów na inne wydatki. Te dwa czynniki stwarzają ryzyko presji bilansowych pomimo bardzo niskich, a nawet ujemnych realnych stóp procentowych. Głębsze lub przedłużające się pogorszenie koniunktury gospodarczej mające negatywny wpływ na zatrudnienie może spowodować dalsze trudności i zwłokę w spłacie kredytu.

Zagrożenia dla gospodarki wynikające ze znaczącej korekty cen nieruchomości mieszkalnych w dół są nieco łagodzone dzięki mniejszej wadze tego sektora w gospodarce i dzięki środkom makroostrożnościowym, ale nie można ich pominąć. W 2021 r. aktywność w sektorze budownictwa była wyższa w państwach, w których ceny nieruchomości mieszkalnych są najbardziej zawyżane, ale nadal pozostają na poziomie poniżej szczytowych poziomów. Może to przyczynić się do ograniczenia wpływu dowolnej korekty w dół na ceny, ponieważ wpływ na wartość dodaną i zatrudnienie byłby mniejszy niż przed globalnym kryzysem finansowym, chociaż ograniczenie wzrostu konsumpcji gospodarstw domowych byłoby możliwe przez efekt bogactwa. Ponadto każda obniżka cen nieruchomości mieszkalnych będzie prawdopodobnie bardziej umiarkowana, ponieważ czynniki strukturalne, które doprowadziły do ograniczenia podaży na rynku mieszkaniowym, pozostaną niezmienne. Obowiązujące środki makroostrożnościowe przyczyniły się również do zmniejszenia ryzyka dla ogólnej stabilności finansowej związanego z rynkiem mieszkaniowym (zob. ramka 2.4.1). Pomimo tych czynników łagodzących nadal istnieją zagrożenia, które mogą mieć negatywny wpływ na inne sektory i mogą przyczynić się do powstania więzi bank–państwo świadczącej o niedociągnięciach systemowych.

Różna dynamika rynku mieszkaniowego w poszczególnych państwach w połączeniu ze wspólną polityką pieniężną może prowadzić do rozbieżnych tendencji w strefie euro. Nawet jeżeli ryzyko znacznych korekt cen nieruchomości mieszkalnych wydaje się ograniczone, występują wyzwania związane z wysokim poziomem zadłużenia hipotecznego, szczególnie w przypadku gdy okres obowiązywania stałych stóp procentowych jest krótki, terminy zapadalności kredytów hipotecznych są długie, a wyceny nieruchomości mieszkalnych przewyższają fundamentalne parametry gospodarcze. Sytuacja jest bardzo zróżnicowana w poszczególnych państwach strefy euro, co może stanowić pewne wyzwanie w kontekście wspólnej polityki pieniężnej. Obecne zaostrzenie warunków monetarnych i warunków finansowania w strefie euro może być niewystarczające do ograniczenia cen nieruchomości mieszkalnych w państwach, w których podaż na rynku mieszkaniowym jest bardzo ograniczona. Z drugiej strony w państwach charakteryzujących się bardziej elastyczną podażą zaostrzenie warunków finansowych może spowodować spadek cen nieruchomości mieszkalnych, co będzie miało negatywny wpływ na sektor budowlany. Może być to szczególnie ważne dla strategii politycznych poszczególnych państw, szczególnie związanych z opodatkowaniem nieruchomości mieszkalnych oraz zadłużeniem gospodarstw domowych i spłatą tego zadłużenia, a także środków makroostrożnościowych i strategii politycznych po stronie podaży.

Wykres 2.4.2: **Zadłużenie gospodarstw domowych i kredyty bankowe dla gospodarstw domowych**



(1) Na wykresie a państwa przedstawiono w porządku malejącym relacji zadłużenia gospodarstw domowych do PKB w 2021 r. Zadłużenie obejmuje kredyty i pożyczki (F4) oraz dłużne papiery wartościowe (F3). Więcej szczegółowych informacji i odniesienie do metodyki znajdują się w przypisie 25.
(2) Na wykresie b państwa przedstawiono w porządku malejącym relacji kredytów bankowych do PKB. Kredyty to skorygowane kredyty (przepływy netto) zgodnie z informacjami przekazanymi przez EBC. Brak danych dotyczących Danii.
Źródło: Eurostat, baza danych Ameco, EBC, prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej z jesieni 2022 r. oraz szacunki służb Komisji.

Państwa, w których wzrost wskaźnika cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.) przekroczył 6 % w 2021 r., zaznaczone na niebiesko																							
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Na szczeblu krajowym warto zwrócić uwagę na następujące zmiany na rynku mieszkaniowym i zmiany w zakresie zadłużenia gospodarstw domowych:

- W 2021 r. wzrost realnych cen nieruchomości mieszkalnych przekroczył wartość progową określoną w tabeli wyników wynoszącą 6 % w 14 państwach członkowskich: Austrii, Czechach, Danii, Estonii, Grecji, na Litwie, w Luksemburgu, na Łotwie, w Niderlandach, Niemczech, Portugalii, Słowenii, Szwecji i na Węgrzech. W drugim kwartale 2022 r. wzrost cen nieruchomości mieszkalnych nadal przyspieszał, a ceny wzrosły o ponad 20 % w ujęciu nominalnym w porównaniu z poprzednim rokiem w Czechach, Estonii, na Litwie i Węgrzech; w 12 innych państwach członkowskich, Austrii, Bułgarii, Chorwacji, Irlandii, Luksemburgu, na Łotwie, w Niderlandach, Niemczech, Polsce, Portugalii, na Słowacji i w Słowenii wzrost cen wyniósł od 10 % do 20 %.

- Do państw członkowskich, w których szacuje się, że ceny nieruchomości mieszkalnych są zawyżone o ponad 20 %, należą Austria, Belgia, Czechy, Dania, Luksemburg, Niderlandy, Niemcy, Portugalia i Szwecja. We Francji i w Szwecji zadłużenie gospodarstw domowych przekracza poziomy ostrożnościowe, akcja kredytowa na rzecz gospodarstw domowych jest wysoka i szacuje się, że pod koniec 2022 r. zadłużenie gospodarstw domowych będzie wyższe niż w 2019 r. Podczas gdy w przypadku Francji większość kredytów hipotecznych ma stałe oprocentowanie, w Szwecji ponad dwie trzecie kredytów hipotecznych ma zmienne

oprocentowanie, przy czym okres obowiązywania stałych stóp procentowych wynosi jedynie do jednego roku, przez co gospodarstwa domowe są bardziej narażone na ryzyko zwiększonych płatności z tytułu kredytu hipotecznego z powodu wyższych stóp procentowych. W Luksemburgu poziom zawyżenia cen nieruchomości mieszkalnych jest najwyższy w UE, a zadłużenie gospodarstw domowych jest bardzo wysokie w stosunku do ich dochodów; ponadto akcja kredytowa szybko się rozwija. W Austrii, Czechach i Niemczech zadłużenie gospodarstw domowych jest niższe niż poziomy ostrożnościowe lub jest z nimi zgodne, ale przepływy kredytowe do gospodarstw domowych są zwiększone. Austria i Niemcy otrzymały ostatnio od ERRS zalecenie dotyczące rynku nieruchomości mieszkalnych. W Belgii zadłużenie gospodarstw domowych przekracza poziomy ostrożnościowe, a w Portugalii przekracza zarówno poziomy ostrożnościowe, jak i fundamentalne. Ponadto w Portugalii dwie trzecie kredytów hipotecznych ma stałe oprocentowanie tylko na okres do jednego roku, a oprocentowanie pozostałych kredytów hipotecznych jest stałe na okres od jednego roku do pięciu lat.

- W 2021 r. w Estonii, Francji, Grecji, Hiszpanii, na Łotwie, Malcie, Słowacji i Węgrzech ceny nieruchomości mieszkalnych były również zawyżone i szybko rosły w pierwszej połowie 2022 r. W państwach tych, z wyjątkiem Estonii i Łotwy, zadłużenie gospodarstw domowych również przekracza próg ostrożnościowy lub rośnie i zbliża się do wartości odniesienia. Na Słowacji w miarę upływu czasu zadłużenie gospodarstw domowych rośnie, jest wyższe niż fundamentalna wartość odniesienia i przewiduje się, że w tym roku przekroczy próg ostrożnościowy.

- W Bułgarii, Chorwacji, Irlandii, na Litwie, w Polsce i Słowenii nominalne ceny nieruchomości mieszkalnych również rosną w szybkim tempie – ponad 10 % w stosunku do poprzedniego roku, w pierwszej połowie 2022 r.;

- Wydaje się, że na Cyprze i w Finlandii ceny nieruchomości mieszkalnych nie są zawyżone, istnieją jednak problemy związane z zadłużeniem gospodarstw domowych. Na Cyprze zadłużenie gospodarstw domowych maleje i jest poniżej fundamentalnej wartości odniesienia, ale szacuje się, że znacznie przekracza próg ostrożnościowy. W Finlandii zadłużenie gospodarstw domowych również przekracza poziom fundamentalny i ostrożnościowy. W obu państwach ponad 90 % kredytów hipotecznych ma zmienne oprocentowanie lub jest ono stałe tylko na okres do jednego roku.

Ramka 2.4.1: Ocena podatności na zagrożenia w sektorze nieruchomości mieszkalnych przeprowadzona przez ERRS

Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego (ERRS) od 2016 r. systematycznie ocenia średnioterminową podatność na zagrożenia w sektorze nieruchomości mieszkalnych w krajach Europejskiego Obszaru Gospodarczego (EOG)([27]). ERRS aktywnie ocenia podatności na zagrożenia w sektorze nieruchomości mieszkalnych w całym EOG i po wydaniu pierwszego zestawu ostrzeżeń w 2016 r. wydała następnie zestaw zaleceń dla poszczególnych krajów w 2019 r. wraz z dalszymi ostrzeżeniami w sprawie podatności na zagrożenia w sektorze nieruchomości mieszkalnych w średnim okresie. ERRS może wydawać ostrzeżenia, jeżeli dostrzega potrzebę wskazania podatności na zagrożenia i tendencji, które mogą zakłócić stabilność finansową, natomiast zalecenia wydaje się nie tylko w celu wskazania ryzyka dla stabilności finansowej, ale również w celu wskazania niezbędnych działań zaradczych. Ostatnią ocenę opublikowano w lutym 2022 r.

W ocenie ERRS z lutego 2022 r. stwierdzono, że w szeregu państw nadal rośnie ryzyko związane z nieruchomościami mieszkalnymi wynikające z szybkiego wzrostu cen nieruchomości mieszkalnych i rosnącego zadłużenia gospodarstw domowych. Kluczowe elementy podatności na zagrożenia wskazane w ocenie ERRS mają charakter średniookresowy i – w zależności od państwa – dotyczą szybkiego wzrostu cen nieruchomości mieszkalnych i ewentualnego zawyżenia ich wartości (w miarę pogłębiania się różnicy między wzrostem cen nieruchomości mieszkalnych a dochodem do dyspozycji gospodarstw domowych), poziomu i dynamiki zadłużenia gospodarstw domowych, wzrostu kredytów hipotecznych oraz oznak rozluźnienia standardów kredytowania. Poszczególne elementy podatności na zagrożenia różnią się w zależności od państwa, a szczegółowe informacje dotyczące istotniejszych przypadków znajdują się w poszczególnych ostrzeżeniach i zaleceniach. Poza kwestiami związanymi z polityką makroostrożnościową w wielu państwach możliwe byłoby skuteczniejsze złagodzenie niektórych podstawowych podatności na zagrożenia dzięki reformom polityki mieszkaniowej i podatkowej.

Tabela 2.4.1:

		LU	SE	NL	DK	AT	CZ	DE	PT	BE	SK	MT	EE	HU	SI	HR	BG	LT	FR	PL	FI	IE	LV	ES	EL	IT	CY	RO
Ocena ryzyka ERRS w 2022 r.	Ryzyko związane z zapasami	W	W	W	W	Ś	Ś	Ś	Ś	Ś	Ś	Ś	Ś	N	N	N	N	N	Ś	Ś	Ś	Ś						
	Ryzyko związane z przepływami	W	W	W	W	W	W	W	W	W	W	W	W	W	W	W	W	W	Ś	Ś	Ś	Ś						
	Ryzyko ogółem	W	W	W	W	Ś	Ś	Ś	Ś	Ś	Ś	Ś	Ś	Ś	Ś	Ś	Ś	Ś	Ś	Ś	Ś	Ś	Nd.	Nd.	Nd.	Nd.	Nd.	Nd.
Odpowiednie i wystarczające względem polityki, 2022		**Nie**	**Nie**	**Nie**	**Nie**	**Nie**	Tak	**Nie**	Tak	Tak	**Nie**	Tak	Tak	**Nie**	Tak	**Nie**	**Nie**	Tak	Tak	Tak	**Nie**	Tak						
Ostrzeżenie (O) lub Zalecenie (Z) w	2016	0	0	0	0	0				0											0							
	2019	**Z**	**Z**	**Z**	**Z**		0	0		**Z**									0		**Z**							
	2022					**Z**		**Z**			0			0		0	0											

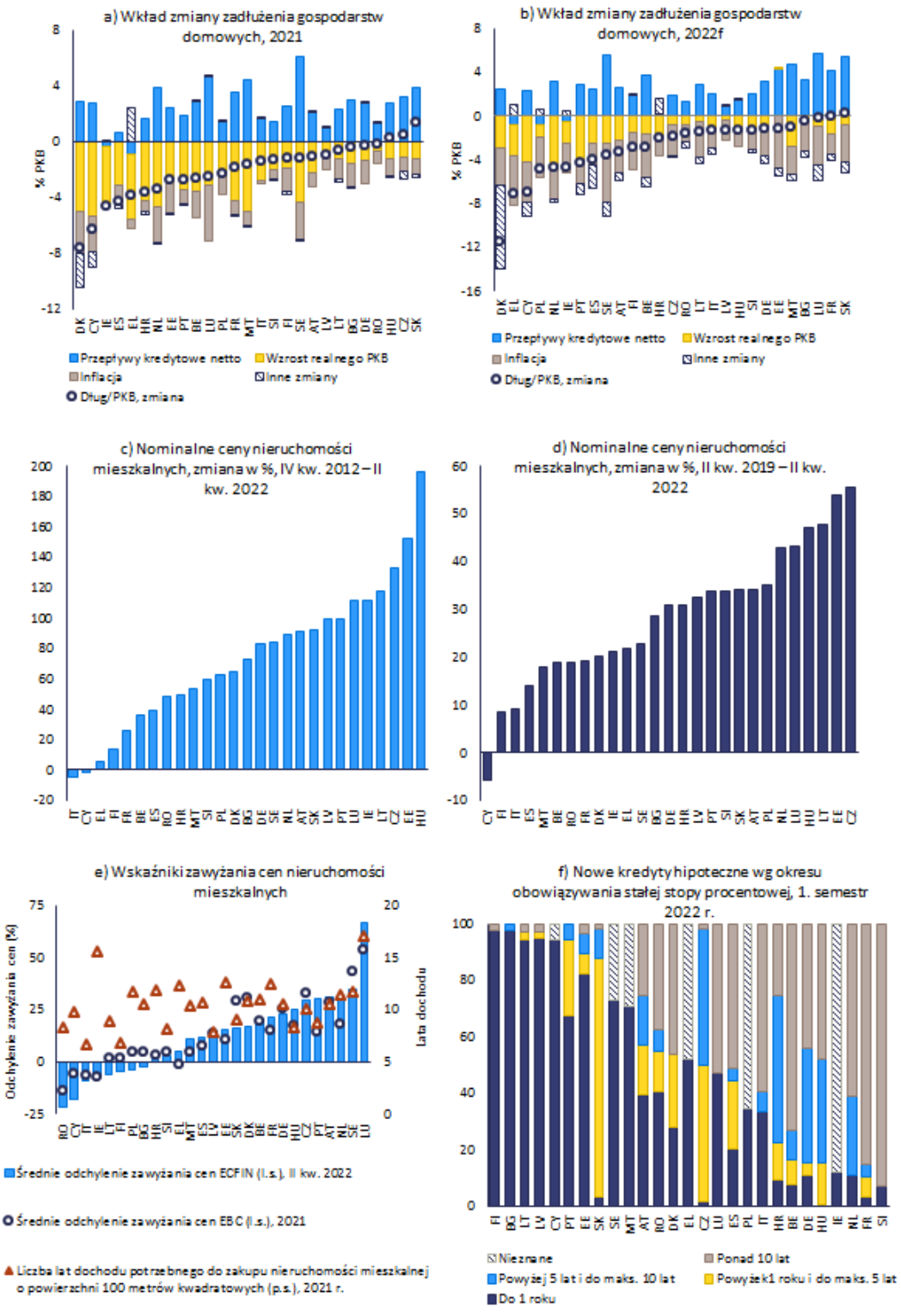
(1) Nd. – brak oceny.
Źródło: ERRS

Po przeprowadzeniu oceny ERRS wydała cztery ostrzeżenia dotyczące poszczególnych państw oraz dwa zalecenia dotyczące średniookresowych podatności na zagrożenia w sektorze nieruchomości mieszkalnych w państwach UE. Ostrzeżenia wydano dla czterech państw UE, w których wykryto nowe przypadki podatności na zagrożenia: Bułgarii, Chorwacji, Słowacji i Węgier. Zalecenia wydano Austrii i Niemcom, które odpowiednio w 2016 r. i 2019 r. otrzymały już ostrzeżenia ERRS, a których problemy związane z podatnością na zagrożenia nie zostały skutecznie rozwiązane. Podatność na zagrożenia w sektorze nieruchomości mieszkalnych pozostaje zwiększona w państwach, które

([27]) ERRS (2016) „Vulnerabilities in the EU residential real estate sectors" [„Podatność na zagrożenia w unijnych sektorach nieruchomości mieszkalnych"], listopad 2016 r., ERRS (2019), „Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries" [„Podatność na zagrożenia w sektorach nieruchomości mieszkalnych w krajach EOG"], wrzesień 2019 r. oraz ERRS (2022), „Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries" [„Podatność na zagrożenia w sektorach nieruchomości mieszkalnych w krajach EOG"], luty 2022 r.

otrzymały zalecenia ERRS w 2019 r. W Danii, Finlandii, Luksemburgu, Niderlandach i Szwecji podatności na zagrożenia utrzymały się pomimo niedawno wprowadzonych środków ukierunkowanych na ich wyeliminowanie. W większości tych przypadków ceny nieruchomości mieszkalnych nadal rosły lub rosły jeszcze szybciej niż wcześniej, co skutkowało niezmiennym lub zwiększonym zawyżaniem cen nieruchomości mieszkalnych. W szeregu państw ryzyko związane z zadłużeniem gospodarstw domowych również pozostało bez zmian lub wzrosło. W przypadku pozostałych krajów EOG Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego albo nie stwierdziła narastania istotnych podatności na zagrożenia w sektorze nieruchomości mieszkalnych, albo podatności takie stwierdzono, ale obecny kurs polityki ocenia się jako wystarczający do ich wyeliminowania.

Wykres 2.4.3: **Zadłużenie gospodarstw domowych i ceny nieruchomości mieszkalnych: wybrane wykresy**



Źródło: baza danych Ameco, Eurostat, EBC, służby Komisji.

2.5. SEKTOR INSTYTUCJI RZĄDOWYCH I SAMORZĄDOWYCH

Wskaźniki długu publicznego zmniejszyły się w większości państw członkowskich w 2021 r., ale utrzymują się znacznie powyżej poziomów sprzed pandemii. W 2021 r. relacja długu do PKB zmniejszyła się w niemal wszystkich państwach UE, przy czym wartość zagregowana dla całej UE spadła o około dwa punkty procentowe. Spadek ten jest wynikiem ożywienia nominalnego PKB po 2020 r., przy jednoczesnym utrzymaniu korzystnych warunków finansowania. Z kolei deficyty budżetowe, choć niższe niż w 2020 r., często pozostawały znaczące i wynosiły średnio 5,1 % PKB w przypadku strefy euro oraz 4,6 % PKB w przypadku UE, ponieważ polityka fiskalna pozostała ekspansywna. W szczególności deficyty budżetowe nadal odzwierciedlały wpływ znaczących tymczasowych środków nadzwyczajnych związanych z COVID-19 ukierunkowanych na wsparcie gospodarstw domowych i przedsiębiorstw dotkniętych pandemią, które odpowiadały około 3¼ % PKB dla całej UE.

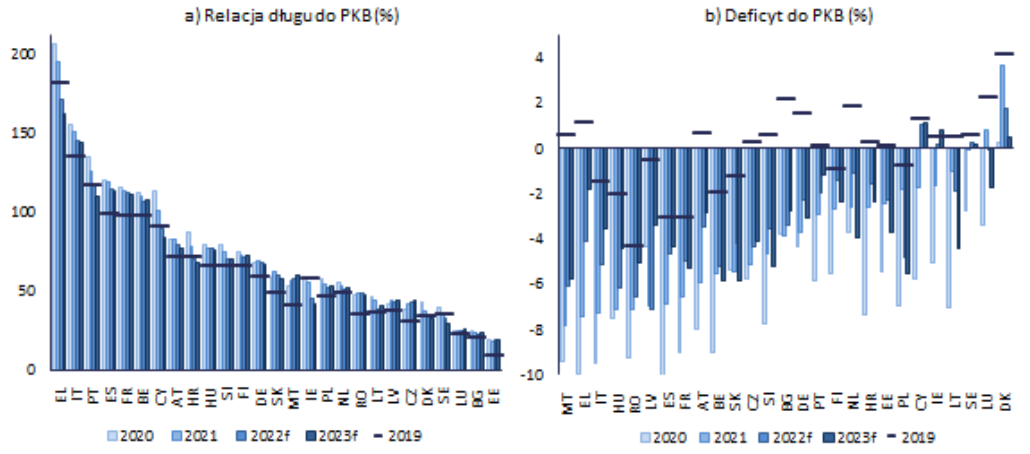
Oczekuje się, że w 2022 r. w większości państw UE relacja długu publicznego do PKB będzie dalej malała. W większości państw członkowskich przewiduje się, że dług publiczny zmniejszy się w 2022 r. łącznie o 3½ punktu procentowego, ale nadal będzie wyższy niż w 2019 r., w niektórych przypadkach o blisko 15 punktów procentowych. Poprawa wynika z utrzymującego się nominalnego wzrostu gospodarczego, który jest wyższy niż koszt ukryty długu i któremu towarzyszy dalsze obniżenie deficytów mimo znacznych pakietów wsparcia dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w związku z wysokimi cenami energii, po dwóch latach znacznego wsparcia fiskalnego udzielonego w kontekście pandemii COVID-19. Obniżenie wskaźnika zadłużenia było bardziej znaczące w najbardziej zadłużonych państwach, ponieważ wzrost gospodarczy ma silniejszy efekt w zakresie redukcji długu, gdy relacja długu do PKB jest większa. W niektórych państwach charakteryzujących się niskimi lub umiarkowanymi wskaźnikami długu publicznego oczekuje się ich dalszego wzrostu.

Perspektywy na 2023 r. przewidują łagodniejsze spadki lub stabilizację wskaźników długu publicznego w większości państw UE. Przewiduje się, że w 2023 r. osłabienie działalności gospodarczej spowoduje mniejsze obniżenie wskaźnika zadłużenia, natomiast deficyty sektora instytucji rządowych i samorządowych wzrosną w ujęciu ogólnym, z pewnymi różnicami w poszczególnych państwach. Zgodnie z prognozami wskaźniki długu publicznego osiągną wartości sprzed COVID-19 do 2023 r. jedynie w niewielu państwach członkowskich (wykres 2.5.1). W nadchodzących miesiącach mogą pojawić się dodatkowe ukierunkowane środki mające na celu wsparcie gospodarstw domowych i przedsiębiorstw znajdujących się w trudnej sytuacji, które spowodowałyby przeniesienie części kosztów kryzysu energetycznego na sektor instytucji rządowych i samorządowych i zwiększyły dług publiczny. Ponadto dalsze zaostrzenie warunków finansowania lub wahania kursów walutowych mogą mieć niekorzystny wpływ na wyniki budżetowe, szczególnie w państwach spoza strefy euro, w których udział zadłużenia denominowanego w walucie obcej jest często znaczny. Wyższa inflacja może przyczynić się do zmniejszenia wysokości zadłużenia, o ile spowoduje wzrost nominalnego PKB, ale wysokie premie za ryzyko i osłabiona działalność gospodarcza mogą przyczynić się do zwiększenia wskaźników długu publicznego, a to z kolei może stanowić wyzwanie nie tylko dla stabilności budżetowej, ale również dla innych części gospodarki (zob. ramka 2.5.1).

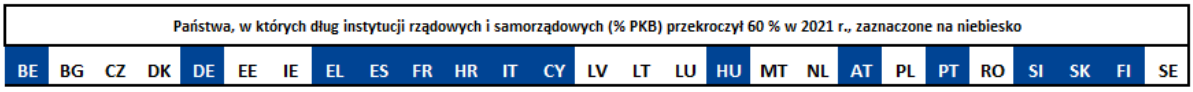
Koszty obsługi zadłużenia mogą wzrosnąć ze względu na wyższe nominalne stopy procentowe. Obecnie przewiduje się, że w ujęciu realnym stopy procentowe w strefie euro pozostaną ujemne. W 2022 r. dochód z obligacji skarbowych wzrósł w całej strefie euro, a spready nieco się zwiększyły w miarę wyceny ryzyka przez rynki. Pomimo zaostrzania polityki pieniężnej nadal przewiduje się, że realne stopy procentowe pozostaną ujemne, a dochód z obligacji skarbowych strefy euro należy do najniższych na świecie. W trzecim kwartale odnotowano jednak nieco większy wzrost dochodów z obligacji w państwach członkowskich o wysokim poziomie zadłużenia, ale dłuższe terminy zapadalności długu pomagają w osłabieniu tego wpływu. Nie można wykluczyć ewentualnego wzrostu stóp procentowych i ujemnego nominalnego PKB, co byłoby bardziej niekorzystne niż obecna prognoza. W takim przypadku stopy procentowe mogą przekroczyć wzrost nominalnego PKB, co spowoduje wzrost presji na poprawę sytuacji fiskalnej w niektórych wysoce zadłużonych państwach. Wprowadzenie przez EBC w lipcu 2022 r. instrumentu ochrony transmisji w celu zapewnienia uporządkowanej transmisji polityki pieniężnej we wszystkich państwach członkowskich strefy euro stanowi pewne zabezpieczenie przed silnym pogorszeniem warunków finansowania, o ile zostaną spełnione warunki dotyczące polityki gospodarczej.

Państwa członkowskie spoza strefy euro ponoszą wyższe koszty obsługi zadłużenia ze względu na rosnące spready rentowności obligacji skarbowych oraz narażenie na zadłużenie denominowane w walutach obcych. Globalne zaostrzenie warunków finansowania miało bardziej wyraźny wpływ poza strefą euro. Dochody z obligacji skarbowych są szczególnie wysokie w Polsce, Rumunii i na Węgrzech. Ponadto państwa spoza strefy euro mają znaczący udział długu publicznego denominowanego w walutach obcych, szczególnie Bułgaria ([28]) (74 %) i Rumunia (52 %), ale także Węgry (22 %), Polska (22 %) i Szwecja (17 %).

Wykres 2.5.1: **Dług publiczny i deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w stosunku do PKB**



(1) Państwa przedstawiono w porządku malejącym relacji długu do PKB i relacji deficytu do PKB w 2021 r.
Źródło: baza danych Ameco i służby Komisji Europejskiej.



Na szczeblu krajowym warto zwrócić uwagę na następujące zmiany w sektorze instytucji rządowych i samorządowych:

([28]) Bułgaria utrzymuje sztywny kurs walutowy w stosunku do euro dzięki systemowi zarządu walutą i wspólnemu mechanizmowi kursowemu II (ERM II) w lipcu 2020 r.

- Na koniec 2021 r. relacje długu publicznego do PKB przekraczały 60 % w Austrii, Chorwacji, Finlandii, Niemczech, na Słowacji, w Słowenii, i na Węgrzech, a w Grecji, we Włoszech, w Portugalii, Hiszpanii, Francji, Belgii i na Cyprze przekraczały 100 %. W 2021 r. relacja długu do PKB zmniejszyła się we wszystkich tych państwach członkowskich, z wyjątkiem Niemiec i Słowacji, i w większości z nich prognozuje się jej dalszy spadek w 2022 r. i 2023 r.

- Stwierdzono, że w Grecji odnotowuje się wysokie ryzyko dla stabilności budżetowej w perspektywie krótkoterminowej (zob. ramka 2.5.1). Relacja długu publicznego do PKB w Grecji jest najwyższa w UE i znacznie przekracza 100 %, a deficyt budżetowy pozostaje znaczny, ale oczekuje się jego znacznego zmniejszenia. Przewiduje się, że w nadchodzących latach potrzeby finansowe brutto będą się zmniejszać.

- W perspektywie średnioterminowej ocenia się, że dziewięć państw członkowskich, a mianowicie Belgia, Francja, Grecja, Hiszpania, Portugalia, Rumunia, Słowacja, Słowenia i Włochy, stoi w obliczu wysokiego ryzyka dla stabilności budżetowej. Państwa z najwyższym wskaźnikiem zadłużenia są szczególnie podatne na zmiany warunków finansowania. W przypadku scenariusza, w ramach którego zakłada się zwiększenie różnicy między wzrostem gospodarczym a stopami procentowymi o 1 punkt procentowy, zadłużenie we Włoszech, w Grecji, Hiszpanii i Portugalii wzrośnie do 2023 r. o ponad 10 punktów procentowych PKB (zob. ramka 2.5.1).

- Rumunia i Węgry charakteryzują się utrzymującymi się wysokimi poziomami deficytów budżetowych oraz rosnącymi dochodami z obligacji, a zadłużenie denominowane w walutach obcych jest istotne w przypadku obu państw, szczególnie w przypadku pierwszego z nich. Na Węgrzech dług publiczny również przekracza 60 % PKB, a potrzeby finansowe brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych są duże. Przewiduje się, że w Rumunii relacja długu publicznego do PKB nieznacznie spadnie w związku z oczekiwanymi lepszymi wynikami budżetowymi.

Ramka 2.5.1: Zmiana warunków finansowania – niekorzystny scenariusz „r-g" (różnica między stopą procentową a stopą wzrostu)

Komisja ocenia krótko-, średnio- i długoterminowe zagrożenia dla stabilności państw członkowskich. Stwierdza, że w przypadku Grecji występują podatności na zagrożenia w perspektywie krótkoterminowej ze względu na zmienne budżetowe i makrofinansowe([29]). W perspektywie średnioterminowej ocenia się, że dziewięć państw członkowskich, a mianowicie Belgia, Francja, Grecja, Hiszpania, Portugalia, Rumunia, Słowacja, Słowenia i Włochy, stoi w obliczu wysokiego ryzyka dla stabilności budżetowej. Ryzyko to wynika z:

- wysokich lub rosnących wskaźników zadłużenia, w szczególności związanych ze słabą sytuacją fiskalną,
- większej niepewności co do prognoz bazowych,
- podatności na niekorzystne scenariusze makrofinansowe,
- zakresu wymaganej korekty budżetowej w celu doprowadzenia relacji długu do PKB do poziomu 60 % w perspektywie średnioterminowej, tj. wskaźnika S1.

Poza analizą zadłużenia i klasyfikacją ryzyka istnieją inne czynniki, które mogą wpływać na stabilność budżetową ([30]). Z drugiej strony zobowiązania warunkowe, których poziom jest wysoki dla całej UE, ale które są również wysoce zróżnicowane w poszczególnych państwach, mogą mieć znaczący wpływ na dług i deficyt publiczny. Dotyczy to również ryzyka związanego ze zobowiązaniami warunkowymi pochodzącymi z sektora bankowego. Z drugiej strony ryzyko dla stabilności budżetowej jest ograniczone przez przedłużenie terminu zapadalności długu, które odnotowuje się w ostatnich latach, lub przez wpływ reform w sektorze nieruchomości mieszkalnych i inwestycji na rzecz wzrostu PKB, którego można oczekiwać raczej w perspektywie średnio- i długoterminowej.

Niepewność i zmieniające się otoczenie gospodarcze mogą odgrywać kluczową rolę w przypadku stabilności budżetowej. W ostatniej dekadzie warunki finansowania były korzystne, ponieważ otoczenie niskich stóp procentowych wynikało ze starzenia się społeczeństw, niższego wzrostu wydajności i polityki pieniężnej prowadzonej przez banki centralne. Ujemna różnica „r-g", w przypadku której wzrost gospodarczy przewyższa stopy procentowe, przyczynia się do złagodzenia w pewnym stopniu wyzwań fiskalnych, ale nie powoduje ich eliminacji, ponieważ różnica ta może ulec odwróceniu wraz ze zmianą warunków. Właśnie dlatego ocena zagrożeń dla stabilności ma szczególne znaczenie teraz, gdy wartość „r" (stopy procentowe) rośnie wraz ze spadkiem wartości „g" (stopa wzrostu), ze względu na zmianę warunków finansowania i ogólne osłabienie sytuacji gospodarczej.

Wpływ niekorzystnego scenariusza „r-g" na

państwo	Wpływ
IT	11,86
EL	10,92
FR	8,62
ES	8,42
BE	7,89
PT	7,48
HU	5,97
HR	5,61
AT	5,47
SI	5,20
FI	5,00
DE	4,95
PL	4,65
CY	4,45
NL	4,33
SK	4,23
MT	4,21
RO	4,00
CZ	3,62
LT	2,75
LV	2,72
BG	2,20
IE	1,98
DK	1,85
EE	1,84
LU	1,66
SE	1,38

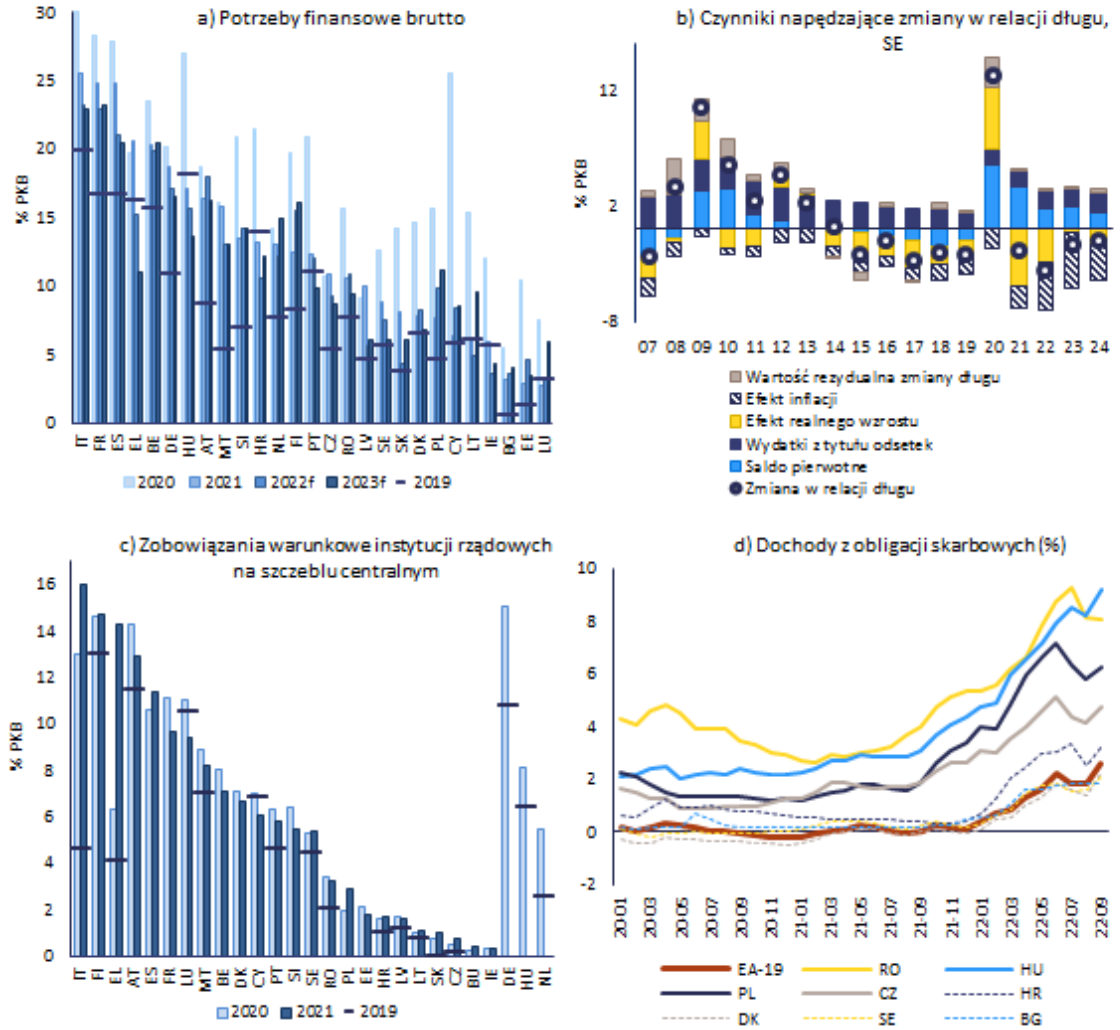
Źródło: służby Komisji Europejskiej

([29]) Klasyfikacja ryzyka dla stabilności budżetowej opiera się na prognozie Komisji z wiosny 2022 r. (przedstawionej również w sekcji dotyczącej państw w niniejszym sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania).

([30]) Komisja Europejska (2022): Sprawozdanie dotyczące stabilności budżetowej, Institutional Paper 171.

Słabsze wyniki dotyczące wzrostu lub wyższe stopy procentowe w następnej dekadzie mogą doprowadzić do wyższych wskaźników zadłużenia w przypadku braku środków z zakresu polityki. Podstawową analizę stabilności budżetowej przeprowadzono przy założeniu korzystnych warunków finansowania. Ponadto opracowano niekorzystny scenariusz, aby uwzględnić wzrost lub nawet odwrócenie wartości „r-g". W ramach tego scenariusza oczekuje się, że w większości państw UE prognoza dotycząca „r-g" pozostanie ujemna w 2032 r., ale będzie wyższa niż zakładana w scenariuszu bazowym. W rezultacie dług prognozowany w scenariuszu niekorzystnym byłby wyższy w ujęciu do 2032 r. w porównaniu ze scenariuszem bazowym.

Wykres 2.5.2: **Sektor instytucji rządowych i samorządowych: wybrane wykresy**



Źródło: służby Komisji Europejskiej.

2.6. SEKTOR FINANSOWY

Unijny sektor bankowy wykazał się odpornością na skutki pandemii w 2021 r., ale nadal boryka się z problemem strukturalnie niskiej rentowności. Współczynnik kapitału podstawowego Tier I (współczynnik CET1) w ostatnim roku (III kw. 2021 r.–II kw. 2022 r.) utrzymywał się na wysokim i stabilnym poziomie (wykres 2.6.1 a). Stopa zwrotu z kapitału własnego wzrosła w porównaniu z poziomem sprzed pandemii dzięki wyższym przychodom operacyjnym i niższym rezerwom odnotowanym w tym okresie, ale rentowność pozostaje wyzwaniem strukturalnym w całej UE ze względu na nadwyżkę mocy produkcyjnych i małą oszczędność kosztową([31]). W 2021 r. i w pierwszej połowie 2022 r. kontynuowano zbywanie dotychczasowych kredytów zagrożonych, przy czym nie odnotowano znaczącego wzrostu nowych kredytów zagrożonych, pomimo stopniowego wycofywania moratoriów na spłaty kredytów wprowadzonych po wybuchu pandemii COVID-19 (wykres 2.6.1 b). Udzielanie kredytów przedsiębiorstwom niefinansowym było kontynuowane pomimo stopniowego wygasania gwarancji rządowych udzielonych podczas pandemii COVID-19 oraz, w niektórych państwach, zaostrzenia środków makroostrożnościowych. W 2021 r. nastąpił stabilny wzrost w zakresie udzielania kredytów gospodarstwom domowym w obliczu gwałtownego wzrostu cen nieruchomości mieszkalnych w całej UE (wykres 2.6.2 a). W drugiej połowie 2021 r. zaczęto zaostrzać warunki udzielania kredytów, a oprocentowanie kredytu i pożyczki wzrosło wraz z zaostrzaniem polityki pieniężnej, zwłaszcza w państwach spoza strefy euro (wykres 2.6.2 b oraz c).

W przyszłości pogarszające się perspektywy gospodarcze prawdopodobnie będą miały niekorzystny wpływ na jakość aktywów i rentowność banków. Chociaż wpływ rosyjskiej inwazji na Ukrainę na unijny sektor finansowy był jak dotąd ograniczony ze względu na niskie bezpośrednie ekspozycje finansowe, istnieje ryzyko wystąpienia efektu drugiej rundy. Pogarszające się perspektywy gospodarcze i opóźniony wpływ wycofania środków wsparcia mogą spowodować wzrost wskaźników kredytów zagrożonych, które w odniesieniu do mediany dużych unijnych banków wynosiły 1,8 % na koniec drugiego kwartału 2022 r.([32]). Sprzyja temu częste udzielanie zwłoki i wysoki udział kredytów zakwalifikowanych do kategorii nierentownych (kredytów w fazie 2) (wykres 2.6.2 d), który w drugim kwartale 2022 r. w strefie euro wynosił 9,5 % ([33]) ([34]). Jest to znacznie powyżej poziomów sprzed pandemii, a napływ utrzymuje się w przypadku sektorów, które nie odbudowały się w pełni po pandemii([35]). Współczynniki kapitałowe nieznacznie spadły na początku 2022 r. w związku ze wzrostem aktywów ważonych ryzykiem, ale w drugim kwartale 2022 r. pozostały stabilne, a łączny współczynnik CET1 dla dużych banków pozostał na poziomie 15 %([36]). W drugim kwartale 2022 r. stopa zwrotu z kapitału własnego wyniosła 7,9 % i sprzyjał jej

([31]) EBC, Financial Stability Review [Przegląd stabilności finansowej], maj 2022 r.

([32]) Kluczowe wskaźniki ryzyka EUNB (ang. EBA Key Risk Indicators).

([33]) Zgodnie z MSSF 9 właściwe podmioty muszą obecnie podzielić instrumenty finansowe na trzy odrębne fazy obejmujące kredyty „niezagrożone" (faza 1), „nierentowne" (faza 2) i „zagrożone" (faza 3). Faza 2 odnosi się do kredytów charakteryzujących się znacznym wzrostem ryzyka kredytowego od momentu ich początkowego ujęcia.

([34]) Dane bankowe EBC dotyczące nadzoru (ang. ECB Supervisory Banking Data).

([35]) Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (EUNB) rozpoczął we wrześniu 2022 r. coroczne ogólnounijne ćwiczenie w zakresie przejrzystości i spodziewa się, że na początku grudnia opublikuje informacje dotyczące ekspozycji banków i jakości aktywów wraz ze sprawozdaniem z oceny ryzyka.

([36]) Kluczowe wskaźniki ryzyka EUNB (ang. EBA Key Risk Indicators). W lipcu 2022 r. EUNB opublikował projekt metodyki w zakresie ogólnounijnego testu warunków skrajnych na 2023 r., który jest przedmiotem dyskusji z przedstawicielami

wynik odsetkowy netto([37]). Wyższe ceny energii i pogarszające się perspektywy gospodarcze stanowią ograniczenie dla wielu kredytobiorców, a oczekiwany wzrost ryzyka kredytowego znalazł już odzwierciedlenie w spadku wycen sektora finansowego w 2022 r., choć zasadniczo zgodnie z ogólną tendencją rynkową. Z badań akcji kredytowej banków w strefie euro wynika, że w 2022 r. banki nadal zaostrzały standardy kredytowania zarówno w odniesieniu do gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw, a znaczne ich zaostrzenie nastąpiło w trzecim kwartale 2022 r.([38]) We wrześniu 2022 r. Rada Generalna Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (ERRS) wydała ostrzeżenie w sprawie podatności systemu finansowego UE na zagrożenia, podkreślając, że nastąpił wzrost ryzyka dla stabilności finansowej w UE oraz prawdopodobieństwa urzeczywistnienia się scenariuszy ryzyka zdarzeń skrajnych. Zidentyfikowane ryzyko dotyczy: (i) pogorszenia perspektywy makroekonomicznej, (ii) ryzyka dla stabilności finansowej wynikającego z możliwej ostrej korekty cen aktywów oraz (iii) konsekwencji takich zmian w odniesieniu do jakości aktywów([39]).

Rosnące stopy procentowe stanowią zarówno szansę, jak i wyzwanie dla europejskiego sektora finansowego, przy czym wiążą się ze wzrostem ryzyka. Utrzymujące się niskie stopy procentowe stanowiły wyzwanie dla sektora finansowego UE w poprzedniej dekadzie i były jedną z przyczyn jego niskiej rentowności. Podczas gdy wzrost stóp procentowych powoduje podnoszenie dochodów odsetkowych banków, w przyszłości może również przyczynić się do podniesienia ich kosztów finansowania. Ponadto wyższe stopy procentowe mogą niekorzystnie wpływać na wyceny aktywów bankowych i zabezpieczeń, w tym nieruchomości, oraz papierów wartościowych. Banki i inwestorzy instytucjonalni, zwłaszcza zakłady ubezpieczeń, mogą również stanąć przed wyzwaniem w postaci płaskich lub odwróconych krzywych dochodowości w warunkach zbliżającego się ryzyka recesji. Można oczekiwać, że wzrost kosztów finansowania w połączeniu z wysoką inflacją i niskim wzrostem gospodarczym będzie powodem presji wywieranej na podatnych kredytobiorców([40]). Utrzymujące się lub rosnące rozdrobnienie kosztów finansowania państwowego w strefie euro może mieć niekorzystny wpływ na sektory bankowe o silnym nastawieniu krajowym. Chociaż wyższe stopy procentowe są pozytywną zmianą dla zakładów ubezpieczeń, których portfele aktywów są w większości inwestowane w aktywa o niskim ryzyku, fundusze inwestycyjne i emerytalne mogą ucierpieć z powodu strat wynikających z wyceny ich portfeli o stałej stopie zwrotu. Rosnące stopy procentowe wraz z ponowną wyceną aktywów wpływają również na nieruchomości komercyjne, a banki są w coraz większym stopniu narażone na ryzyko z nimi związane([41]). Złożoność rynku nieruchomości komercyjnych wraz z obecnością instytucji niebędących bankami i podmiotów międzynarodowych, a także znaczące luki w danych utrudniają jednak ocenę ryzyka([42]).

---

sektora. Zakres metodyki obejmuje wszystkie obszary ryzyka i opiera się na metodyce opracowanej na potrzeby ogólnounijnego testu warunków skrajnych z 2021 r., przy czym wprowadzono pewne usprawnienia metodyczne, a testowi poddano większą próbę banków.

([37]) Tablica wskaźników ryzyka EUNB, II kw. 2022 r. oraz statystyki bankowe EBC dotyczące nadzoru, II kw. 2022 r.

([38]) Badanie akcji kredytowej banków w strefie euro przeprowadzone przez EBC (ang. ECB Euro area Bank Lending Survey), III kwartał 2022 r.

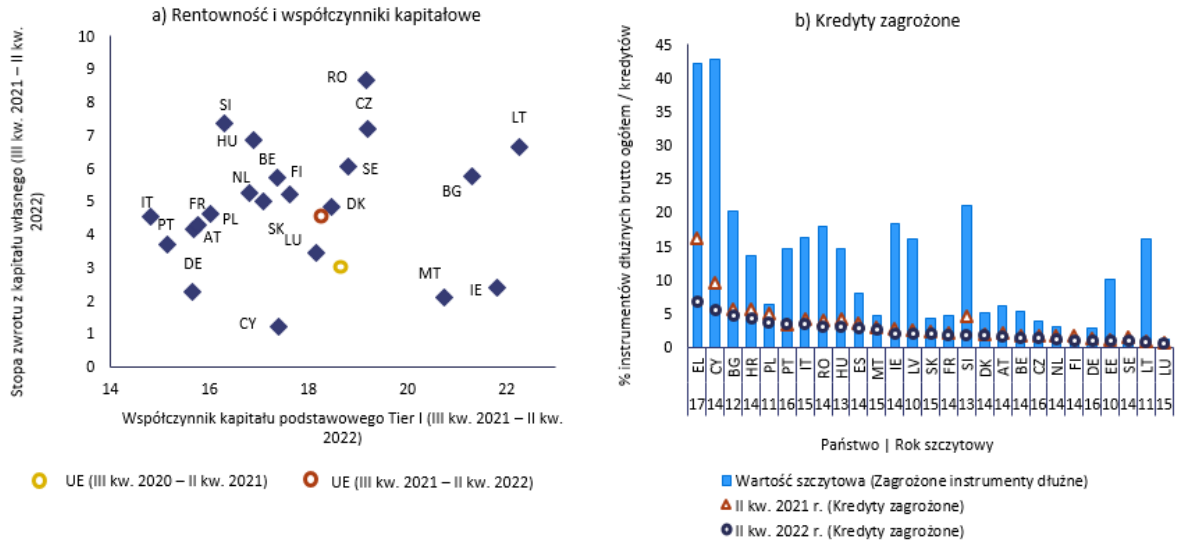
([39]) ERRS/2022/7.

([40]) EBC, Financial Stability Review [Przegląd stabilności finansowej], maj 2022 r.

([41]) Nieruchomości komercyjne stanowią ponad 9 % ekspozycji banków strefy euro na ryzyko. W strefie euro z 12,6 % wzrostu wartości kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych między IV kw. 2019 r. a II kw. 2022 r. prawie połowa (5,6 pp.) była przeznaczona na nieruchomości i usługi profesjonalne.

([42]) „Commercial real estate and financial stability – new insights from the euro area credit register" [„Nieruchomości komercyjne i stabilność finansowa – nowe dane z rejestru kredytowego strefy euro"], ECB Macroprudential Bulletin, wydanie 19, październik 2022 r.

Wykres 2.6.1: **Banki: rentowność, współczynniki kapitałowe i kredyty zagrożone**



Współczynnik kapitału podstawowego Tier I (współczynnik CET1) obejmuje akcje zwykłe i zyski zatrzymane. Współczynnik kapitału Tier I i stopa zwrotu z kapitału własnego są średnią wynikającą z danych kwartalnych z ostatniego roku (III kw. 2021 r.–II kw. 2022 r.). Średnia wartość dla UE nie jest ważona wielkością gospodarki. Grecji, charakteryzującej się wysoce ujemną stopą zwrotu z kapitału własnego (-6 %), nie uwzględniono na wykresie po lewej stronie. Dane dotyczące wartości szczytowej odnoszą się do relacji zagrożonych instrumentów dłużnych brutto do instrumentów dłużnych brutto ogółem; wskaźniki kredytów zagrożonych podaje się za II kw. 2021 r. i II kw. 2022 r.; liczba pod kodem państwa oznacza rok, w którym odnotowano najwyższą wartość wskaźnika zagrożonych instrumentów dłużnych.
Źródło: skonsolidowane dane bankowe EBC (ang. ECB Consolidated Banking Data), służby Komisji Europejskiej.

W ciągu ostatniego roku znacznie wzrosło globalne ryzyko dla stabilności finansowej. W 2022 r. ryzyko dla stabilności finansowej wzrosło na całym świecie w związku z wysoką inflacją, zaostrzeniem warunków finansowych i zwiększonymi wahaniami rynkowymi([43]). Aktualizacja wyceny ryzyka na całym świecie może odbić się na rynkach finansowych i doprowadzić do niestabilności, a także do wzrostu kosztów finansowania zewnętrznego dla państw i pożyczkobiorców prywatnych, czasem nawet w sposób niesystematyczny. Wiąże się to z różnymi wyzwaniami dla poszczególnych części sektora finansowego, a wzajemne powiązania światowego systemu finansowego sprawiają, że trudno jest przewidzieć, gdzie wystąpią podatności na zagrożenia.

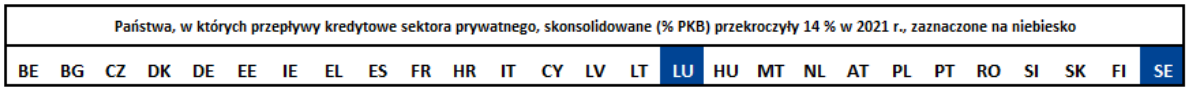
System finansowy jest narażony na nowe ryzyko systemowe, które może mieć zróżnicowane skutki zarówno w UE, jak i w strefie euro. Prawdopodobieństwo wystąpienia niektórych niekorzystnych czynników ryzyka systemowego, w szczególności ryzyka nieprawidłowego funkcjonowania rynku i utraty płynności, wzrosło w całej UE i może mieć wpływ zarówno na bankowe instytucje finansowe, jak i instytucje niebędące bankami([44]). Pojawienie się tego ryzyka systemowego może mieć zróżnicowane skutki w całej UE. Podczas gdy w strefie euro niejednorodne zmiany mogą być wywołane przez różnorodne interwencje polityczne państw członkowskich, państwa członkowskie spoza strefy euro są narażone na dodatkowe ryzyko związane z utratą płynności i funkcjonowaniem rynku walutowego. Oczekuje się, że ryzyko operacyjne pozostaje wysokie, co wiąże się z w większym ryzykiem cyberataków w warunkach postępującej cyfryzacji([45]).

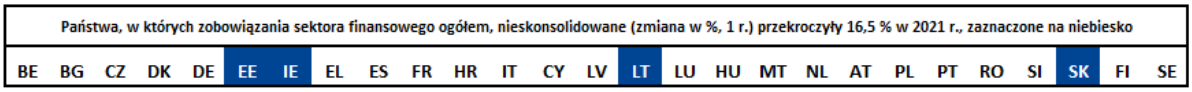
([43]) MFW (2022): Global Financial Stability Report: Navigating the High-Inflation Environment [Sprawozdanie na temat stabilności finansowej na świecie: poruszanie się w środowisku wysokiej inflacji], październik 2022 r.

([44]) Ostrzeżenie ERRS w sprawie podatności systemu finansowego UE na zagrożenia (ERRS/2022/7), październik 2022 r.

([45]) tablica wskaźników ryzyka EUNB, II kw. 2022 r.

Ryzyko klimatyczne i rosnąca ekspozycja na kryptoaktywa stanowią szczególne wyzwanie dla niektórych instytucji niebędących bankami.





Na szczeblu krajowym warto zwrócić uwagę na następujące zmiany w sektorze finansowym:

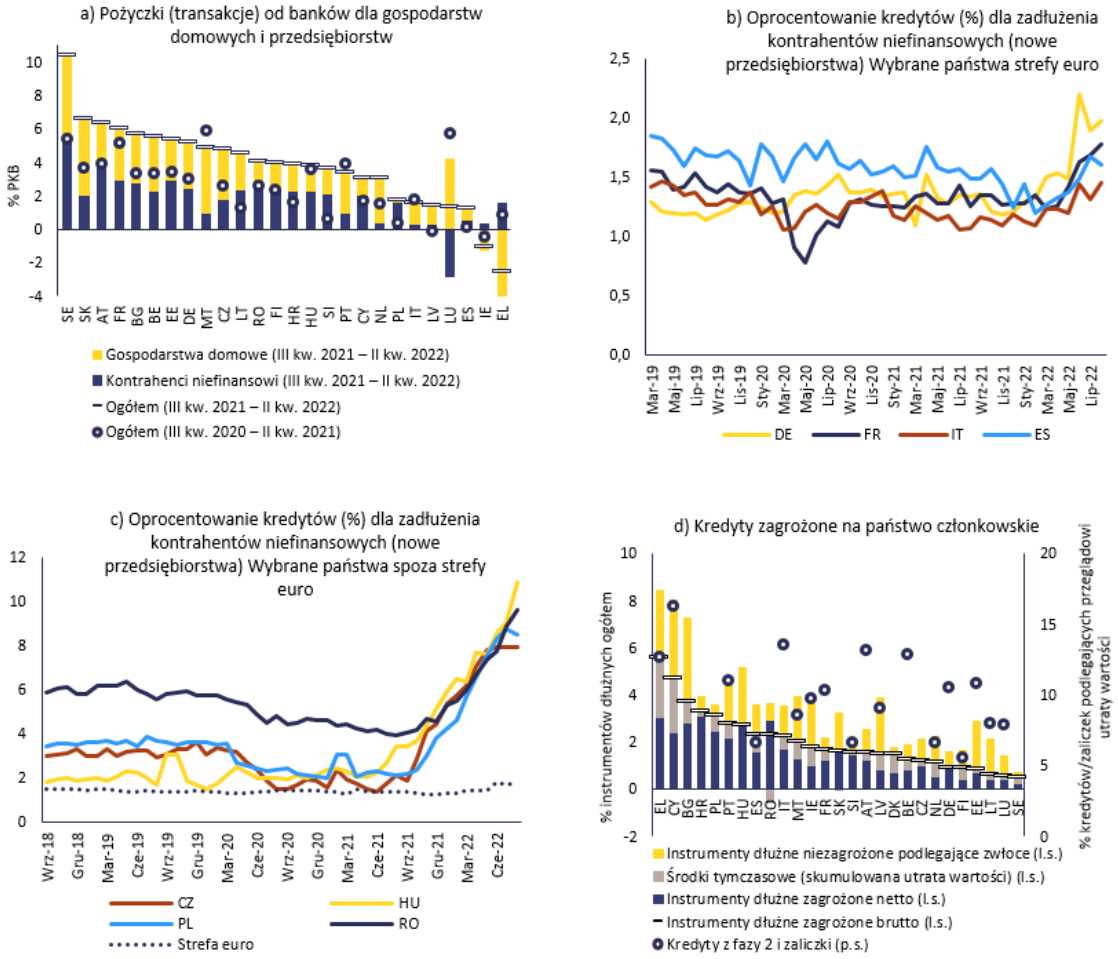
- Kilka państw, w tym Cypr, Grecja i Włochy, cierpi z powodu połączenia słabej rentowności sektora finansowego, podatnego na zagrożenia sektora przedsiębiorstw i wysokiego długu publicznego, co zwiększa ryzyko powstania negatywnych sprzężeń zwrotnych. Wszystkie trzy państwa odnotowały znaczną poprawę w zakresie swoich wskaźników kredytów zagrożonych, które nadal pozostają jednak powyżej średniej UE (tylko nieznacznie w przypadku Włoch), podczas gdy wskaźniki kredytów w fazie 2 i kredytów restrukturyzowanych są podwyższone. W Grecji wskaźnik kredytów zagrożonych banków znacznie się obniżył dzięki sprzedaży takich kredytów, która skutkowała wyeliminowaniem ryzyka dla banków, ale częściowo przeniesieniem go na niektóre instytucje finansowe spoza sektora bankowego. Dodatkowe obawy wynikają z ujemnej rentowności banków i negatywnych przepływów kredytowych w 2021 r., podczas gdy współczynnik kapitałowy pozostawał jednym z najniższych w UE. W 2021 r. banki cypryjskie również odnotowały bardzo niską rentowność, podczas gdy współczynnik kapitałowy był zbliżony do średniej UE. Banki włoskie odnotowują wskaźnik kapitałowy poniżej średniej oraz wysoką ekspozycję na dług publiczny.

- Jakość aktywów banków stanowi problem w Bułgarii, gdzie w kontekście podwyższonego zadłużenia restrukturyzowanego kredyty zagrożone pozostają na wysokim poziomie, mimo że ich liczba maleje. W strefie euro kredyty w fazie 2 są szczególnie wysokie w Austrii. W 2021 r. na Węgrzech znacznie wzrósł wskaźnik zadłużenia restrukturyzowanego.

- Sektor bankowy w Niemczech, na Malcie i w Irlandii nadal charakteryzuje się bardzo niską rentownością, a pogarszające się prognozy gospodarcze stwarzają ryzyko dalszego jej obniżenia.

- W 2021 r. zobowiązania sektora finansowego wzrosły powyżej wartości progowej określonej w tabeli wyników dla procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej wynoszącej 16,5 % w Estonii, Irlandii, na Litwie i Słowacji. Przepływy kredytowe sektora prywatnego przekroczyły wartość progową określoną w tabeli wyników dla procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej wynoszącą 14 % w Luksemburgu i Szwecji.

Wykres 2.6.2: **Sektor finansowy: wybrane wykresy**



Źródło: EBC.

3. SEKCJA DOTYCZĄCA PAŃSTW

3.1. BELGIA

W Belgii relacje długu sektora prywatnego i długu publicznego do PKB są wysokie, choć związane z tym ryzyko wydaje się ograniczone. Pojawiają się obawy dotyczące konkurencyjności kosztowej, przy czym nominalne jednostkowe koszty pracy będą silnie rosły. Dług publiczny Belgii pozostaje wysoki pomimo jego niedawnej redukcji.

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Komisja nie dokonała szczegółowej oceny sytuacji i nie stwierdziła zakłóceń równowagi makroekonomicznej w Belgii. W tym roku Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania dalszej szczegółowej analizy w odniesieniu do Belgii.

Przewiduje się, że wzrost realnego PKB wyniesie 2,8 % w 2022 r. i 0,2 % w 2023 r. Inflacja jest wysoka. W ujęciu rok do roku wzrosła ona do 13,1 % w październiku, przy czym inflację bazową szacuje się na 4,8 %. Ceny mają rosnąć szybciej niż płace.

Interpretacja tabeli wyników dla Belgii pokazuje, że w 2021 r. trzy wskaźniki przekroczyły swoje orientacyjne wartości progowe, a mianowicie zadłużenie sektora prywatnego, dług publiczny oraz zmiana poziomu bezrobocia młodzieży. W interpretacji ekonomicznej tabeli wyników podkreśla się następujące istotne zmiany:

- Pojawiają się obawy dotyczące **konkurencyjności kosztowej**. W 2021 r. nominalne jednostkowe koszty pracy nieznacznie spadły, po silnym wzroście związanym z pandemią w 2020 r., ale przewiduje się ich wyraźny wzrost w latach 2022 i 2023 ze względu na stosunkowo duży wzrost płac nominalnych. Wzrost ten oznacza przyspieszenie w stosunku do okresu bezpośrednio poprzedzającego pandemię i jest bardziej wyraźny niż w przypadku porównywalnych z Belgią państw strefy euro. W 2021 r. realny efektywny kurs walutowy bazujący na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych (HICP) nieznacznie wzrósł. W ujęciu rok do roku uległ jednak spadkowi do sierpnia 2022 r.

- Relacja **długu przedsiębiorstw niefinansowych do PKB** pozostaje jedną z najwyższych w UE, ale wykazuje tendencję spadkową. W 2021 r. spadła ona umiarkowanie, do 106,9 %, ponieważ silny wzrost zrównoważył powrót przepływów kredytowych. W pierwszej połowie 2022 r. nadal się obniżała, ale istnieją czynniki ryzyka związane z otoczeniem makroekonomicznym. Zadłużenie jest obecnie o 11 punktów procentowych niższe niż w 2019 r., ale pozostaje powyżej zarówno wartości odniesienia opartych na fundamentalnych parametrach gospodarczych, jak i ostrożnościowych wartości odniesienia. Wysoki udział transgranicznych pożyczek wewnątrzgrupowych w zadłużeniu przedsiębiorstw ogranicza ryzyko.

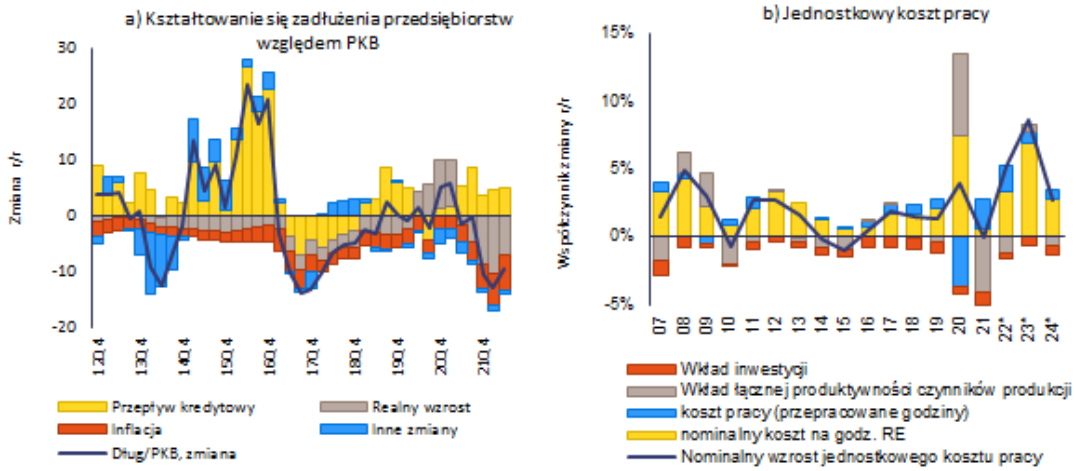
- Relacja **zadłużenia gospodarstw domowych** do PKB wykazuje tendencję spadkową, ale pozostaje podwyższona. Po silnym wzroście w 2020 r. nastąpił jej spadek w 2021 r., ponieważ oczekuje się, że przepływy kredytowe netto pozostaną umiarkowane. W pierwszej połowie 2022 r. wskaźnik zadłużenia gospodarstw domowych również nieznacznie spadł, zbliżając się do poziomu sprzed pandemii. W 2022 r. nominalny wzrost produkcji będzie prawdopodobnie nadal przyczyniać się do zmniejszenia zadłużenia, biorąc pod uwagę stopę inflacji. Zadłużenie gospodarstw domowych znajduje się powyżej wartości odniesienia opartej na fundamentalnych parametrach gospodarczych, ale poniżej ostrożnościowej wartości odniesienia. Zadłużenie

zagrożone gospodarstw domowych utrzymuje się na niskim poziomie; wysoki udział kredytów hipotecznych o długim okresie obowiązywania stałego oprocentowania oraz przewidywany realny wzrost wynagrodzeń skutkują zmniejszeniem ryzyka związanego z zadłużeniem gospodarstw domowych w perspektywie krótkoterminowej.

- Rosną obawy związane ze zmianami **cen nieruchomości mieszkalnych**. W 2021 r. wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych przyspieszył do 7,1 %. W drugim kwartale 2022 r. wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych w ujęciu rok do roku wyniósł 5,9 %. Szacuje się, że w 2021 r. ceny nieruchomości mieszkalnych były zawyżone o 23,4 %.

- Istnieją zagrożenia związane z wysokim **długiem publicznym** Belgii. W 2021 r. dług publiczny zmniejszył się do 109,2 % PKB, ponieważ silny wzrost gospodarczy przyniósł wyraźny efekt mianownika. Nadal jest on o około 12 punktów procentowych wyższy od poziomu z 2019 r. Przewiduje się, że w 2022 r. dług publiczny ponownie się zmniejszy, ale w latach 2023 i 2024 prognozuje się jego wzrost. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych pozostaje wysoki, chociaż w 2021 r. zmniejszył się do 5,6 % i przewiduje się jego nieznaczne zmniejszenie w 2022 r., a następnie ponowny wzrost. Ryzyka dla stabilności fiskalnej są wysokie, zarówno w perspektywie średnio-, jak i długoterminowej, ze względu na długoterminowe prognozy dotyczące zmian w zakresie zadłużenia i rosnących kosztów związanych ze starzeniem się społeczeństwa.

Wykres 3.1.1: **Wybrane wykresy: Belgia**



Źródło: baza danych Ameco, Eurostat i służby Komisji Europejskiej.

Tabela 3.1.1: **Główne wskaźniki gospodarcze i finansowe – Belgia**

	Progi	*Wartość odniesienia I*	*Wartość odniesienia II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognoza *2022*	prognoza *2023*
Pozycja zewnętrzna								
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB, średnia z 3 lat)	**-4%/6%**			**0,0**	**0,1**	**0,5**	**-0,4**	**-1,7**
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB)		0,8 (1)	2,2 (2)	0,1	1,1	0,4	-2,7	-2,9
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	**-35%**	**-81,5 (3)**	**11,1 (4)**	**40,9**	**47,0**	**59,9**	**51,7**	**45,7**
NENDI – MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB) (5)				36,1	34,6	37,3		
Konkurencyjność								
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, 3 l.)	**9% (SE) 12% (Nie SE)**			**4,8**	**7,1 p**	**5,4 p**	**9,6**	**15,0**
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, r/r)				1,4	4,1 p	-0,1 p	5,4	9,2
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.)	**±5% (SE) ±11% (Nie SE)**			**2,7**	**2,5**	**0,6**	**-1,9**	**-5,0**
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 1 l.)				-1,2	1,3	0,5	-3,6	-2,0
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	**-6%**			**-2,3**	**10,1**	**2,4**	**2,2**	**2,4**
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 1 l.)				-0,5	4,7	-0,5	0,1	-1,3
Zadłużenie sektora prywatnego								
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**133%**			**178,3**	**180,9 p**	**169,0 p**	**159,9**	**154,1**
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**14%**			**4,7**	**-3,3 p**	**3,8 p**	**5,9**	**7,6**
Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (% PKB)		48,8 (6)	66,8 (7)	60,4	65,6	62,1	60,7	60,3
Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych, dane skonsolidowane (% PKB)		72,3 (6)	71,9 (7)	117,9	115,3	106,9	99,2	93,8
Rynek mieszkaniowy								
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	**6%**			**2,5**	**3,3**	**4,5**	**-2,1**	**-1,4**
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny nominalne (zmiana w %, 1 r.)		23,4 (8)		4,0	4,2	7,1	3,5	1,1
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	**60%**			**97,6**	**112,0**	**109,2**	**106,2**	**107,9**
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)				-1,9	-9,0	-5,6	-5,2	-5,8
Sektor bankowy								
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	**16,50%**			**5,8**	**8,8**	**7,5**	**6,1**	
Stopa zwrotu z kapitału własnego (%)				8,6	5,9	9,9		
Współczynnik kapitału podstawowego Tier I		10,6 (9)		15,5	17,1	17,6		
Kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne (% kredytów brutto)				2,1e	2,1e	1,6p	1,4	
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	**10%**			**6,2 b**	**5,8**	**5,9**	**6,0**	**6,2**
Stopa bezrobocia (poziom w ujęciu rocznym)		6,4 (10)		5,5	5,8	6,3	5,8	6,4
Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności w wieku 15–64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**-0,2 pp.**			**1,4**	**0,4 b**	**1,1**	**1,9**	**2,3**
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**0,5 pp.**			**-1,6**	**-1,0**	**0,0**		
Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**2 pp.**			**-5,8**	**-3,5**	**2,2**		

Uwagi: Zob. załącznik 1.

Źródło: służby Komisji, Eurostat i EBC; Komisja Europejska w przypadku prognozowanych wartości (prognoza z jesieni 2022 r.)

3.2. BUŁGARIA

W Bułgarii istnieją obawy związane z konkurencyjnością kosztową oraz zadłużeniem przedsiębiorstw, choć związane z tym ryzyko wydaje się ograniczone. W ostatnich latach nominalne jednostkowe koszty pracy silnie rosły i oczekuje się, że wzrost ten utrzyma się w kontekście bardzo wysokiej inflacji bazowej i silnego wzrostu płac nominalnych. Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych zmniejsza się, ale pozostaje stosunkowo wysokie.

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Komisja nie dokonała szczegółowej oceny sytuacji i nie stwierdziła zakłóceń równowagi makroekonomicznej w Bułgarii. W tym roku Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania dalszej szczegółowej analizy w odniesieniu do Bułgarii.

Przewiduje się, że wzrost realnego PKB wyniesie 3,1 % w 2022 r. i 1,1 % w 2023 r. Inflacja jest wysoka, również w porównaniu z wieloma partnerami handlowymi Bułgarii ze strefy euro. W ujęciu rok do roku wzrosła ona do 15,6 % we wrześniu, przy czym inflację bazową szacuje się na 9,4 %. Płace mają szybko rosnąć wraz z cenami.

Interpretacja tabeli wyników dla Bułgarii pokazuje, że w 2021 r. jeden wskaźnik przekroczył swoją orientacyjną wartość progową, a mianowicie wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy. W interpretacji ekonomicznej tabeli wyników podkreśla się następujące istotne zmiany:

- Nie wyczuwa się wyraźnie obaw dotyczących **stabilności zewnętrznej**. W 2021 r. na rachunku obrotów bieżących odnotowano niewielki deficyt w wysokości 0,5 % PKB, który w przyszłości ma się pogłębić. Ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto), na którą składają się głównie bezpośrednie inwestycje zagraniczne, poprawiła się w 2021 r. i oczekuje się, że do 2024 r. zbliży się do równowagi. MPI netto po odliczeniu instrumentów z gwarantowaną spłatą jest dodatnia i wysoka.

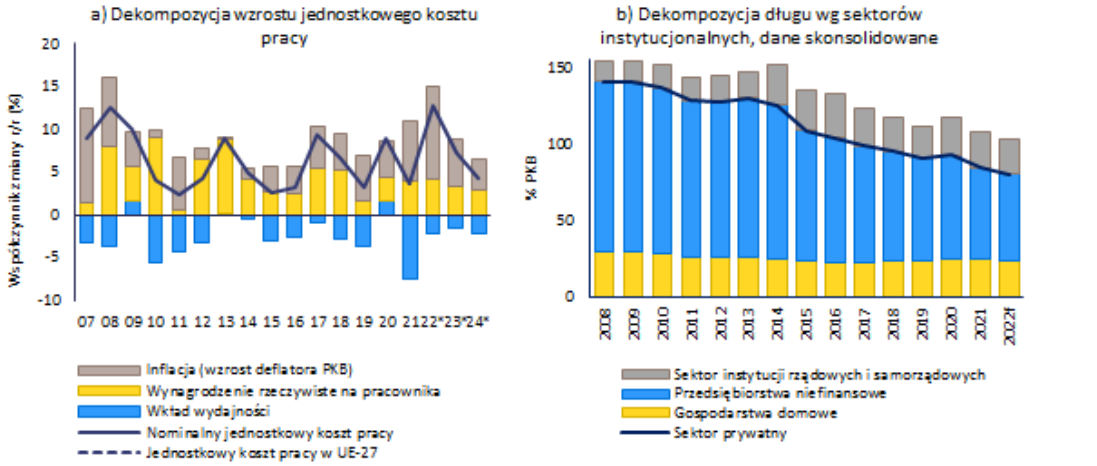
- Utrzymuje się presja na **konkurencyjność kosztową**, która istniała już przed pandemią COVID-19. W ostatnich latach nominalne jednostkowe koszty pracy silnie rosły i oczekuje się, że wzrost ten utrzyma się w kontekście bardzo wysokiej inflacji bazowej, niedoborów siły roboczej i silnego wzrostu płac nominalnych. W 2021 r. realny efektywny kurs walutowy bazujący na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych (HICP) nieznacznie wzrósł, a do sierpnia 2022 r. nastąpił dalszy wzrost.

- **Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych** pozostaje wysokie w porównaniu z innymi państwami w regionie i przekracza fundamentalne parametry gospodarcze, ale wykazuje tendencję spadkową. Po pewnym wzroście w 2020 r. podczas kryzysu związanego z COVID-19 w 2021 r. relacja długu przedsiębiorstw niefinansowych do PKB spadła ponownie do 59,5 %. W pierwszej połowie 2022 r. nadal się obniżała, ale istnieje ryzyko związane z otoczeniem makroekonomicznym. Podobnie jak w wielu innych państwach członkowskich spoza strefy euro udział kredytów dla przedsiębiorstw denominowanych w walucie obcej jest wysoki. Zadłużeniu przedsiębiorstw towarzyszą wysokie zabezpieczenia przed utratą płynności, co łagodzi ryzyko, ale obecne są kredyty zagrożone. Relacja zadłużenia gospodarstw domowych do PKB kształtuje się poniżej wartości odniesienia opartych na fundamentalnych parametrach gospodarczych i ostrożnościowych wartości odniesienia, ale przewaga zmiennego oprocentowania w przypadku kredytów mieszkaniowych skutkuje narażeniem zadłużonych gospodarstw domowych na ryzyko związane z wyższymi stopami procentowymi.

- Istnieją obawy związane ze zmianami **cen nieruchomości mieszkalnych**. W 2021 r. wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych przyspieszył z 4,6 % do 8,7 %. W drugim kwartale 2022 r. wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych w ujęciu rok do roku zwiększył się do 14,6 %. Wskaźniki odchyleń wyceny nie wykazują jednak oznak możliwego zawyżenia.

- W **sektorze bankowym** utrzymują się obawy związane głównie z jakością jego aktywów. W 2021 r. wskaźnik kredytów zagrożonych uległ dalszemu obniżeniu do 4,8 %, ale nadal pozostaje znacznie powyżej średniej UE. Wysoki pozostaje również wskaźnik kredytów nierentownych (kredytów w fazie 2) oraz kredytów restrukturyzowanych, który wzrósł po pandemii. Moratorium na spłatę kredytów udzielonych przez podmioty prywatne wygasło dopiero w grudniu 2021 r. Podczas gdy współczynnik kapitału Tier I jest znacznie powyżej średniej UE, stopa zwrotu z kapitału własnego jest niska.

Wykres 3.2.1: **Wybrane wykresy: Bułgaria**



Źródło: baza danych Ameco, Eurostat i służby Komisji Europejskiej.

Tabela 3.2.1: **Główne wskaźniki gospodarcze i finansowe – Bułgaria**

	Progi	*Wartość odniesienia I*	*Wartość odniesienia II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognoza *2022*	prognoza *2023*
Pozycja zewnętrzna								
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB, średnia z 3 lat)	**-4%/6%**			**2,0**	**0,9**	**0,5**	**-0,6**	**-1,6**
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB)		-0,8 (1)	-4,0 (2)	1,9	0,0	-0,5	-1,2	-3,0
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	**-35%**	**-37,2 (3)**	**-20,9 (4)**	**-30,2**	**-26,1**	**-18,4**	**-13,7**	**-13,3**
NENDI – MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB) (5)				40,2	47,9	49,8		
Konkurencyjność								
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, 3 l.)	**9% (SE) 12% (Nie SE)**			**20,4**	**19,9**	**16,4**	**26,9**	**25,5**
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, r/r)				3,1	9,0	3,6	12,3	7,8
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.)	**±5% (SE) ±11% (Nie SE)**			**4,6**	**7,1**	**3,8**	**4,6**	**-1,6**
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 1 l.)				0,0	2,9	0,8	1,0	-3,5
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	**-6%**			**15,1**	**15,7**	**12,2**	**10,6**	**9,2**
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 1 l.)				2,7	-0,7	5,0	3,1	-1,1
Zadłużenie sektora prywatnego								
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**133%**			**90,7**	**92,5**	**84,4**	**80,0**	**75,2**
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**14%**			**5,6**	**3,6**	**4,4**	**7,1**	**6,0**
Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (% PKB)		78,6 (6)	28,5 (7)	23,0	24,4	24,9	24,1	25,5
Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych, dane skonsolidowane (% PKB)		105,3 (6)	52,0 (7)	67,7	68,1	59,5	55,9	49,7
Rynek mieszkaniowy								
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	**6%**			**3,9**	**5,2**	**2,5 p**	**0,9**	**0,5**
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny nominalne (zmiana w %, 1 r.)		-0,5 (8)		6,0	4,6	8,7	9,3	5,3
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	**60%**			**20,0**	**24,5**	**23,9**	**22,5**	**23,6**
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)				2,1	-3,8	-3,9	-3,4	-2,8
Sektor bankowy								
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	**16,50%**			**5,2**	**10,6**	**9,5**	**2,6**	
Stopa zwrotu z kapitału własnego (%)				11,2	4,9	8,8		
Współczynnik kapitału podstawowego Tier I		10,6 (9)		18,4	22,0	22,0		
Kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne (% kredytów brutto)				6,5e	5,9e	4,8p	4,3	
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	**10%**			**6,2**	**5,8**	**5,5**	**5,5**	**5,2**
Stopa bezrobocia (poziom w ujęciu rocznym)		4,9 (10)		5,2	6,1	5,3	5,2	5,2
Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności w wieku 15–64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**-0,2 pp.**			**4,5**	**0,9**	**0,6**	**0,6**	**1,7**
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**0,5 pp.**			**-2,1**	**-1,2**	**-1,0**		
Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**2 pp.**			**-8,3**	**1,3**	**-0,1**		

Uwagi: Zob. załącznik 1.

Źródło: służby Komisji, Eurostat i EBC; Komisja Europejska w przypadku prognozowanych wartości (prognoza z jesieni 2022 r.)

3.3. CZECHY

W Czechach utrzymują się obawy związane z konkurencyjnością kosztową i zmianami cen nieruchomości mieszkalnych, które istniały już przed pandemią COVID-19. Przewiduje się dalszy wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy, trwa aprecjacja realnego efektywnego kursu walutowego, a inflacja bazowa jest bardzo wysoka w zestawieniu z państwami strefy euro porównywalnymi z Czechami. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych należy do najwyższych w UE, a ceny nieruchomości mieszkalnych ocenia się jako zawyżone.

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Komisja nie dokonała szczegółowej oceny sytuacji i nie stwierdziła zakłóceń równowagi makroekonomicznej w Czechach. W tym roku Komisja uznała za stosowne zbadanie nowej podatności na zagrożenia i jej skutków w ramach szczegółowej oceny sytuacji w Czechach.

Przewiduje się, że wzrost realnego PKB wyniesie 2,5 % w 2022 r. i 0,1 % w 2023 r. Inflacja jest obecnie bardzo wysoka w porównaniu z partnerami handlowymi Czech ze strefy euro, czemu towarzyszy restrykcyjna polityka pieniężna. W ujęciu rok do roku inflacja wzrosła we wrześniu do 17,8 %, podczas gdy główna stopa ustalona w ramach polityki pieniężnej wzrosła do 7 %. We wrześniu inflację bazową szacowano na 13,7 %. Ceny mają rosnąć szybciej niż płace.

Interpretacja tabeli wyników dla Czech pokazuje, że w 2021 r. dwa wskaźniki przekroczyły swoje orientacyjne wartości progowe, a mianowicie wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy oraz wzrost realnych cen nieruchomości mieszkalnych. W interpretacji ekonomicznej tabeli wyników podkreśla się następujące istotne zmiany:

- Obawy dotyczące **stabilności zewnętrznej** pozostają ograniczone. Po siedmiu latach nadwyżek w 2021 r. saldo rachunku obrotów bieżących odnotowało deficyt wynoszący 0,8 % PKB, co wynika ze zmniejszonej nadwyżki towarów w związku z rosnącym przywozem oraz wyższymi kosztami energii. Przewiduje się, że deficyt będzie się powiększał, a tegoroczne dane wskazują na dalsze zmniejszenie salda towarów. Nieco ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto) uległa jednak dalszej poprawie, ale przewiduje się, że w przyszłości ulegnie nieznacznemu pogorszeniu. MPI netto po odliczeniu instrumentów z gwarantowaną spłatą jest dodatnia i wysoka.

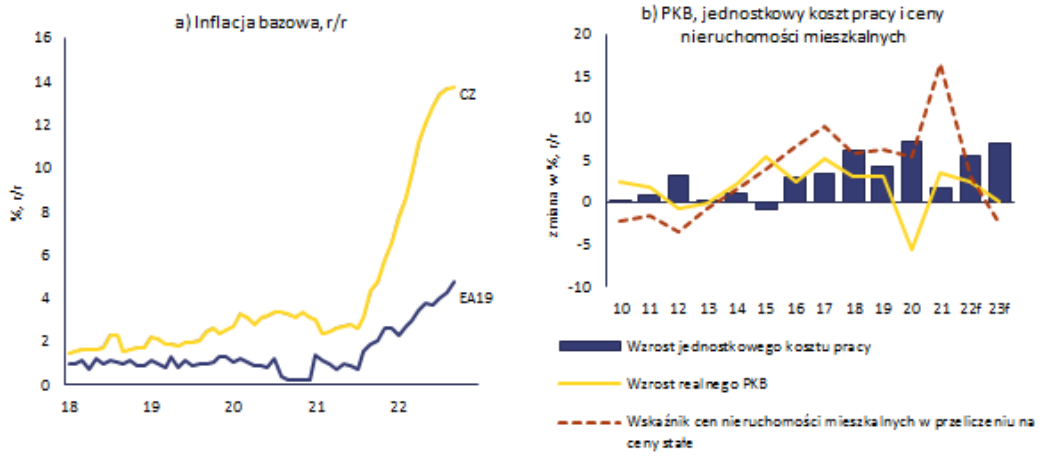
- Utrzymują się obawy dotyczące **konkurencyjności kosztowej**, które istniały już przed pandemią COVID-19. W ostatnich latach nominalne jednostkowe koszty pracy silnie rosły w kontekście kurczących się zasobów pracy. Po przejściowym umiarkowanym wzroście w 2021 r. przewiduje się, że w latach 2022 i 2023 wzrost jednostkowych kosztów pracy będzie ponownie wysoki. W 2021 r. realny efektywny kurs walutowy bazujący na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych (HICP) wzrósł, a w 2022 r. również ma miejsce wzrost. Do tego wzrostu przyczyniła się zarówno różnica w poziomie inflacji, jak i umocnienie nominalnego efektywnego kursu walutowego względem strefy euro.

- Nadal niepokojący jest bardzo wysoki wzrost **cen nieruchomości mieszkalnych**. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych przyspieszył z 8,5 % w 2020 r. do 19,7 % w 2021 r., co stanowiło tempo wzrostu należące do najwyższych w UE. W drugim kwartale 2022 r. wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych w ujęciu rok do roku zwiększył się do 23,1 %. Szacuje się, że w 2021 r. ceny nieruchomości mieszkalnych były zawyżone o 25 %. W 2021 r. nastąpił również znaczny wzrost kredytów hipotecznych, w tym nowych kredytów w oczekiwaniu na zaostrzenie polityki pieniężnej. Tendencja ta była odwrotna w 2020 r. po wprowadzeniu rygorystycznych środków makroostrożnościowych i znacznym wzroście oprocentowania kredytów hipotecznych. Relacja zadłużenia gospodarstw domowych do PKB pozostała zasadniczo niezmieniona i utrzymywała się poniżej wartości odniesienia.

- Ryzyko związane z **długiem publicznym** pozostaje stosunkowo niskie. Relacja długu publicznego do PKB jest nadal stosunkowo niska, choć w 2021 r. wzrosła do 42 % i według prognoz będzie nadal nieznacznie rosła. W 2021 r. deficyt publiczny zmniejszył się do 5,1 % i przewiduje się dalszą poprawę pod tym względem w przyszłości. Ponadto ze względu na starzenie się społeczeństwa ryzyka dla długoterminowej stabilności fiskalnej są wysokie.

- **Sektor bankowy** jest stabilny i odporny. Banki są dobrze wyposażone w kapitał, a ich rentowność jest wysoka. Wskaźnik kredytów zagrożonych pozostaje na niskim poziomie. Znaczne podwyższenie oprocentowania może spowodować spadek stosunkowo wysokiej akcji kredytowej i przyczynić się do pewnej korekty cen nieruchomości mieszkalnych.

Wykres 3.3.1: **Wybrane wykresy: Czechy**



Źródło: Eurostat i służby Komisji Europejskiej.

Tabela 3.3.1: **Główne wskaźniki gospodarcze i finansowe – Czechy**

	Progi	*Wartość odniesienia I*	*Wartość odniesienia II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognoza *2022*	prognoza *2023*
Pozycja zewnętrzna								
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB, średnia z 3 lat)	**-4%/6%**			**0,8**	**0,9**	**0,5**	**-1,0**	**-3,5**
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB)		0,8 (1)	-2,9 (2)	0,3	2,0	-0,8	-4,1	-5,4
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	**-35%**	**-64,0 (3)**	**6,5 (4)**	**-19,8**	**-16,3**	**-15,6**	**-17,1**	**-15,8**
NENDI – MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB) (5)				30,2	37,3	36,4		
Konkurencyjność								
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, 3 l.)	**9% (SE) 12% (Nie SE)**			**14,5**	**18,7**	**13,9**	**15,2**	**15,0**
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, r/r)				4,3	7,3	1,8	5,5	7,1
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.)	**±5% (SE) ±11% (Nie SE)**			**8,7**	**5,6**	**5,0**	**8,7**	**7,5**
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 1 l.)				0,3	0,7	3,9	3,9	-0,3
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	**-6%**			**4,8**	**8,1**	**-1,1**	**-1,6**	**-2,4**
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 1 l.)				-1,0	2,4	-4,5	0,7	0,1
Zadłużenie sektora prywatnego								
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**133%**			**78,6**	**81,7**	**78,8**	**74,9**	**69,4**
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**14%**			**1,4**	**0,6**	**2,9**	**5,9**	**5,6**
Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (% PKB)		62,8 (6)	46,3 (7)	31,5	33,9	34,4	34,1	33,7
Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych, dane skonsolidowane (% PKB)		88,5 (6)	63,1 (7)	47,1	47,8	44,4	40,8	35,7
Rynek mieszkaniowy								
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	**6%**			**6,2**	**5,4**	**16,4**	**3,8**	**-4,4**
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny nominalne (zmiana w %, 1 r.)		25,3 (8)		9,2	8,5	19,7	15,1	2,8
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	**60%**			**30,0**	**37,7**	**42,0**	**42,9**	**44,2**
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)				0,3	-5,8	-5,1	-4,3	-4,1
Sektor bankowy								
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	**16,50%**			**4,6**	**4,8**	**7,9**	**0,2**	
Stopa zwrotu z kapitału własnego (%)				13,9	6,7	10,6		
Współczynnik kapitału podstawowego Tier I		10,6 (9)		18,2	20,3	19,8		
Kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne (% kredytów brutto)				1,7e	1,9e	1,7p	1,4	
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	**10%**			**2,4**	**2,3**	**2,5**	**2,7**	**2,9**
Stopa bezrobocia (poziom w ujęciu rocznym)		2,7 (10)		2,0	2,6	2,8	2,7	3,3
Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności w wieku 15–64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**-0,2 pp.**			**1,7**	**0,5**	**0,0**	**-1,7**	**-0,9**
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**0,5 pp.**			**-1,1**	**-0,4**	**0,1**		
Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**2 pp.**			**-4,9**	**0,1**	**1,5**		

Uwagi: Zob. załącznik 1.

Źródło: służby Komisji, Eurostat i EBC; Komisja Europejska w przypadku prognozowanych wartości (prognoza z jesieni 2022 r.)

3.4. DANIA

W Danii wzrost cen nieruchomości mieszkalnych i zadłużenie sektora prywatnego są wysokie, choć związane z tym ryzyko wydaje się ograniczone. Nadwyżka obrotów bieżących jest znaczna. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych należy do najwyższych w UE, a ceny nieruchomości mieszkalnych ocenia się jako umiarkowanie zawyżone. Relacje zadłużenia gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych do PKB są wysokie i przekraczają zarówno wartości odniesienia oparte na fundamentalnych parametrach gospodarczych, jak i ostrożnościowe wartości odniesienia, ale zmniejszają się.

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Komisja nie dokonała szczegółowej oceny sytuacji i nie stwierdziła zakłóceń równowagi makroekonomicznej w Danii. W tym roku Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania dalszej szczegółowej analizy w odniesieniu do Danii.

Przewiduje się, że wzrost realnego PKB wyniesie 3,0 % w 2022 r. i 0 % w 2023 r. Inflacja jest wysoka, czemu towarzyszy znaczne zaostrzanie polityki pieniężnej. W ujęciu rok do roku inflacja wzrosła do 11,1 % we wrześniu, przy czym inflację bazową szacuje się na 5,2 %. Ceny mają rosnąć szybciej niż płace.

Interpretacja tabeli wyników dla Danii pokazuje, że w 2021 r. trzy wskaźniki przekroczyły swoje orientacyjne wartości progowe, a mianowicie saldo obrotów bieżących, wzrost realnych cen nieruchomości mieszkalnych oraz zadłużenie sektora prywatnego. W interpretacji ekonomicznej tabeli wyników podkreśla się następujące istotne zmiany:

- Kwestie związane z **sektorem zagranicznym** dotyczą bardzo wysokiej nadwyżki obrotów bieżących, która w 2021 r. wzrosła do 9 % PKB. Przewiduje się, że w 2022 r. nadwyżka ta się zmniejszy, ale pozostanie wyraźnie powyżej górnej wartości progowej ustalonej w procedurze dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, ponieważ saldo usług staje się mocniejsze. Skumulowane nadwyżki doprowadziły do wysokiej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPI netto), która w 2021 r. osiągnęła 77 % PKB, choć przewiduje się jej spadek w przyszłości. Wysoka MPI netto generuje dodatni dochód pierwotny netto, który wzmacnia dużą nadwyżkę obrotów bieżących.

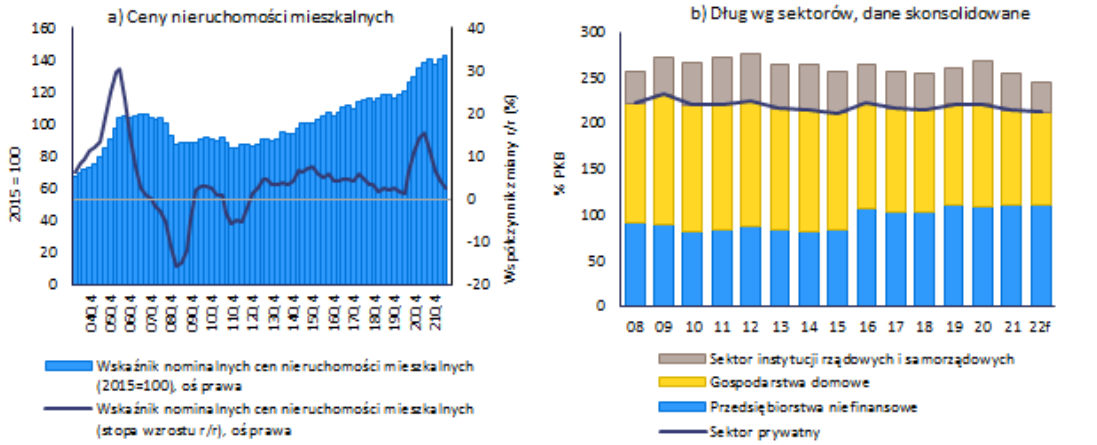
- Obawy dotyczące **konkurencyjności kosztowej** są nadal ograniczone. W 2021 r. nominalne jednostkowe koszty pracy nieznacznie wzrosły i prognozuje się, że w latach 2022 i 2023 wzrosną w większym stopniu. W 2021 r. realny efektywny kurs walutowy bazujący na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych (HICP) nieznacznie zmalał. W ujęciu rok do roku ulegał on dalszemu spadkowi do sierpnia 2022 r.

- **Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych** jest wysokie i w 2021 r. wzrosło umiarkowanie do 110,4 % PKB. Pozostaje powyżej zarówno wartości odniesienia opartych na fundamentalnych parametrach gospodarczych, jak i ostrożnościowych wartości odniesienia. Przepływy kredytowe przedsiębiorstw niefinansowych w % PKB są wysokie, ale spadły w drugim kwartale 2022 r.

- Relacja **zadłużenia gospodarstw domowych** do PKB pozostaje najwyższa w UE i przekracza zarówno wartości odniesienia oparte na fundamentalnych parametrach gospodarczych, jak i ostrożnościowe wartości odniesienia. W 2021 r. nastąpił jednak jej spadek, który utrzymywał się w pierwszej połowie 2022 r., ponieważ przepływy kredytowe netto pozostają umiarkowane. Oczekuje się, że w 2022 r. nominalny PKB będzie nadal przyczyniał się do zmniejszenia zadłużenia. Zadłużenie zagrożone gospodarstw domowych utrzymuje się na niskim poziomie. Około połowa kredytów hipotecznych ma zmienne oprocentowanie lub jest ono stałe na okres do pięciu lat.

- Nadal niepokojący jest bardzo wysoki **wzrost cen nieruchomości mieszkalnych**. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych przyspieszył z 5,1 % do 11,7 % w 2021 r. i rósł w tempie należącym do najwyższych w UE. W drugim kwartale 2022 r. wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych w ujęciu rok do roku wyhamował do 2,8 %. Szacuje się, że w 2021 r. ceny nieruchomości mieszkalnych były zawyżone o 20 %.

Wykres 3.4.1: **Wybrane wykresy: Dania**



Źródło: Eurostat, EBC i służby Komisji Europejskiej.

Tabela 3.4.1: **Główne wskaźniki gospodarcze i finansowe – Dania**

	Progi	*Wartość odniesienia I*	*Wartość odniesienia II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognoza *2022*	prognoza *2023*
Pozycja zewnętrzna								
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB, średnia z 3 lat)	**-4%/6%**			**7,9**	**7,9**	**8,5**	**7,9**	**7,7**
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB)		1,1 (1)	2,7 (2)	8,5	7,9	9,0	6,7	7,4
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	**-35%**	**-91,7 (3)**	**19,9 (4)**	**77,7**	**70,0**	**77,0**	**71,7**	**80,6**
NENDI – MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB) (5)				29,0	32,6	32,1		
Konkurencyjność								
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, 3 l.)	**9% (SE) 12% (Nie SE)**			**3,4**	**6,7**	**6,1**	**8,9**	**8,6**
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, r/r)				1,9	3,5	0,6	4,6	3,2
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.)	**±5% (SE) ±11% (Nie SE)**			**-0,2**	**0,9**	**-1,1**	**-4,9**	**-8,7**
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 1 l.)				-1,8	1,5	-0,9	-5,5	-2,5
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	**-6%**			**1,7**	**10,6**	**6,5**	**8,7**	**9,3**
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 1 l.)				2,3	6,6	-2,3	1,5	1,0
Zadłużenie sektora prywatnego								
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**133%**			**221,2**	**221,3**	**214,7**	**212,2**	**206,9**
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**14%**			**10,5**	**5,0**	**12,3**	**10,4**	**13,6**
Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (% PKB)		69,7 (6)	93,7 (7)	110,6	111,9	104,3	100,5	97,8
Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych, dane skonsolidowane (% PKB)		96,2 (6)	99,6 (7)	110,6	109,4	110,4	111,7	109,1
Rynek mieszkaniowy								
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	**6%**			**1,4**	**4,7**	**9,5**	**-6,3**	**-1,6**
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny nominalne (zmiana w %, 1 r.)		20,0 (8)		2,4	5,1	11,7	1,1	-0,7
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	**60%**			**33,7**	**42,2**	**36,6**	**33,7**	**32,8**
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)				4,1	0,2	3,6	1,8	0,5
Sektor bankowy								
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	**16,50%**			**13,4**	**5,6**	**11,7**	**0,3**	
Stopa zwrotu z kapitału własnego (%)				8,7	4,5	8,2		
Współczynnik kapitału podstawowego Tier I		10,6 (9)		18,0	19,1	18,7		
Kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne (% kredytów brutto)				1,9e	1,9e	1,8p	1,5	
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	**10%**			**5,3 b**	**5,2**	**5,2**	**5,1**	**5,0**
Stopa bezrobocia (poziom w ujęciu rocznym)		4,7 (10)		5,0	5,6	5,1	4,5	5,5
Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności w wieku 15–64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**-0,2 pp.**			**1,6 b**	**1,1 b**	**1,4**	**3,0**	**2,6**
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**0,5 pp.**			**-0,4**	**-0,3**	**0,0**		
Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**2 pp.**			**-2,1**	**-0,8**	**0,3**		

Uwagi: Zob. załącznik 1.
Źródło: służby Komisji, Eurostat i EBC; Komisja Europejska w przypadku prognozowanych wartości (prognoza z jesieni 2022 r.)

3.5. NIEMCY

Duża nadwyżka obrotów bieżących Niemiec uległa ostatnio znacznemu zmniejszeniu w wyniku pogorszenia warunków handlowych spowodowanego niekorzystnym wstrząsem zewnętrznym. Do początku 2022 r. wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych należał do najwyższych w UE, a ceny nieruchomości mieszkalnych ocenia się jako zawyżone. Inflacja bazowa i wzrost płac w Niemczech mogą ułatwić przywrócenie równowagi w strefie euro.

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Komisja dokonała szczegółowej oceny sytuacji i stwierdziła, że w Niemczech występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej. W tym roku Komisja uznała za stosowne zbadanie utrzymywania się zakłóceń równowagi lub postępów w ich ograniczaniu w ramach szczegółowej oceny sytuacji Niemiec.

Przewiduje się, że wzrost realnego PKB wyniesie 1,6 % w 2022 r. i -0,6 % w 2023 r. W październiku inflacja wyniosła 11,6 % w ujęciu rok do roku i była wysoka, choć niższa niż w większości państw strefy euro, a inflację bazową oszacowano na 5,1 %. Ceny mają rosnąć szybciej niż płace.

Interpretacja tabeli wyników dla Niemiec pokazuje, że w 2021 r. trzy wskaźniki przekroczyły swoje orientacyjne wartości progowe, a mianowicie saldo obrotów bieżących, wzrost realnych cen nieruchomości mieszkalnych oraz dług publiczny. W interpretacji ekonomicznej tabeli wyników podkreśla się następujące istotne zmiany:

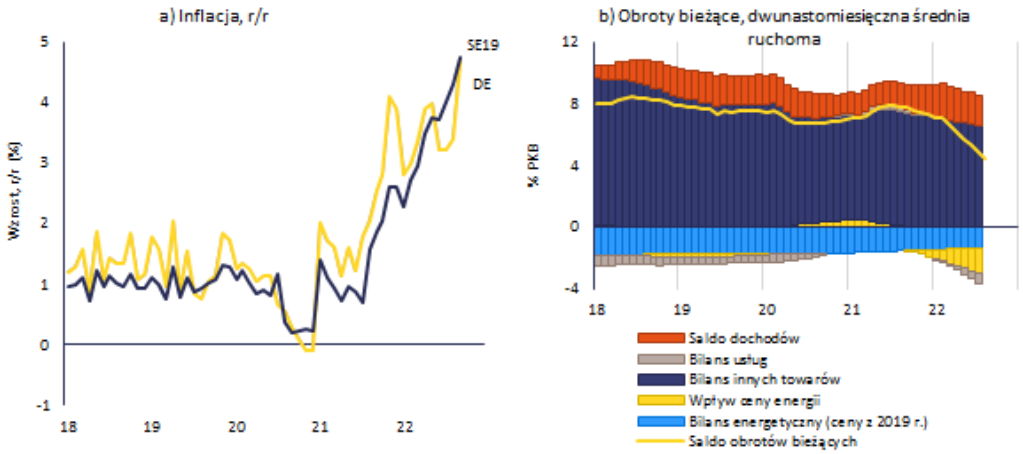
- W 2021 r. **nadwyżka obrotów bieżących** wzrosła nieznacznie, do 7,4 % PKB, co ma związek ze stłumionymi inwestycjami prywatnymi i publicznymi pomimo korzystnych warunków finansowania. W 2022 r. nadwyżka obrotów bieżących może po raz pierwszy od 2010 r. spaść do poziomu znacznie poniżej 6 % PKB. Spadek ten odzwierciedla gwałtownie rosnące ceny energii i związane z tym pogorszenie warunków handlowych, stosunkowo odporny popyt krajowy oraz wzrost zapasów. Przewiduje się, że w 2023 r. nadwyżka ponownie wzrośnie, jednak pozostanie znacznie poniżej 6 % PKB.

- Zmiany w zakresie **konkurencyjności kosztowej** mogą ułatwić przywrócenie równowagi w strefie euro. Wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy pozostał umiarkowany pomimo kurczących się zasobów pracy, ale przewiduje się jego przyspieszenie w latach 2022 i 2023. W 2022 r. spadł realny efektywny kurs walutowy bazujący na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych (HICP).

- Nadal niepokojący jest wzrost **cen nieruchomości mieszkalnych**. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych przyspieszył z 7,8 % do 11,5 % w 2021 r. i rósł w tempie należącym do najwyższych w UE. Nastąpiło dalsze przyspieszenie pod względem nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych i w drugim kwartale 2022 r. osiągnęły one 10,2 % w ujęciu rok do roku, przy zasadniczo niezmienionym stosunku cen do dochodów. Szacuje się, że w 2021 r. ceny nieruchomości mieszkalnych były zawyżone o 21 %.

- Ryzyko związane z **długiem publicznym** pozostaje ograniczone. Relacja długu publicznego do PKB przekroczyła wartość progową 60 % PKB określoną w tabeli wyników i w 2021 r. wzrosła do 68,6 %. Przewiduje się, że w przyszłości będzie się ona zmniejszać, a ryzyka dla stabilności fiskalnej w perspektywie długoterminowej uznaje się za średnie. W 2021 r. deficyt budżetowy zmniejszył się do 3,7 % PKB, co oznacza mniejszy deficyt niż średnia dla strefy euro. Prognozuje się, że w 2022 r. będzie się on nadal zmniejszał, ale w 2023 r. wzrośnie.

Wykres 3.5.1: **Wybrane wykresy: Niemcy**



Źródło: Eurostat i służby Komisji Europejskiej.

Tabela 3.5.1: **Główne wskaźniki gospodarcze i finansowe – Niemcy**

	Progi	*Wartość odniesienia I*	*Wartość odniesienia II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognoza *2022*	prognoza *2023*
Pozycja zewnętrzna								
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB, średnia z 3 lat)	**-4%/6%**			**7,8**	**7,5**	**7,3**	**6,0**	**5,2**
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB)		1,9 (1)	2,9 (2)	7,6	7,0	7,4	3,7	4,6
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	**-35%**	**-83,3 (3)**	**25,1 (4)**	**58,5**	**64,1**	**70,7**	**76,8**	**76,4**
NENDI – MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB) (5)				51,0	54,9	54,6		
Konkurencyjność								
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, 3 l.)	**9% (SE) 12% (Nie SE)**			**8,1 p**	**10,3 p**	**7,4 p**	**8,3**	**11,0**
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, r/r)				3,3 p	3,4 p	0,6 p	4,1	6,0
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.)	**±5% (SE) ±11% (Nie SE)**			**2,0**	**2,4**	**0,5**	**-2,3**	**-5,5**
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 1 l.)				-1,5	1,4	0,8	-4,3	-2,0
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	**-6%**			**-1,2**	**0,9**	**-5,9**	**-7,0**	**-7,3**
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 1 l.)				-1,9	2,1	-3,6	-2,4	-1,7
Zadłużenie sektora prywatnego								
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**133%**			**112,7 p**	**121,2 p**	**120,4 p**	**120,2**	**111,3**
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**14%**			**6,4 p**	**6,4 p**	**5,7 p**	**7,7**	**5,2**
Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (% PKB)		52,8 (6)	65,9 (7)	53,4	57,0	56,7	56,1	55,2
Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych, dane skonsolidowane (% PKB)		76,9 (6)	80,6 (7)	59,3	64,2	63,7	64,1	56,1
Rynek mieszkaniowy								
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	**6%**			**4,4**	**7,1**	**8,2 p**	**4,6**	**-0,9**
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny nominalne (zmiana w %, 1 r.)		20,5 (8)		5,8	7,8	11,5 p	8,2	2,2
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	**60%**			**58,9**	**68,0**	**68,6**	**67,4**	**66,3**
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)				1,5	-4,3	-3,7	-2,3	-3,1
Sektor bankowy								
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	**16,50%**			**7,3**	**11,4**	**7,2**	**9,7**	
Stopa zwrotu z kapitału własnego (%)				2,1	2,2	4,0		
Współczynnik kapitału podstawowego Tier I		10,6 (9)		15,5	16,0	15,7		
Kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne (% kredytów brutto)				1,2e	1,2e	1,1p	1,0	
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	**10%**			**3,3**	**3,3 b**	**3,4 b**	**3,5**	**3,4**
Stopa bezrobocia (poziom w ujęciu rocznym)		3,3 (10)		3,0	3,7 b	3,6	3,1	3,5
Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności w wieku 15–64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**-0,2 pp.**			**1,3**	**0,3 b**	**1,2**	**1,5**	**1,9**
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (zmiana w p.p., 3 l.	**0,5 pp.**			**-0,5**	**-0,4 b**	**-0,2**		
Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**2 pp.**			**-1,3**	**0,8 b**	**0,3**		

Uwagi: Zob. załącznik 1.
Źródło: służby Komisji, Eurostat i EBC; Komisja Europejska w przypadku prognozowanych wartości (prognoza z jesieni 2022 r.)

3.6. ESTONIA

W Estonii rosną obawy związane z konkurencyjnością kosztową. Wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy ma się zwiększyć, a inflacja bazowa jest wysoka w zestawieniu z państwami strefy euro porównywalnymi z Estonią. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych należy do najwyższych w UE, a ceny nieruchomości mieszkalnych ocenia się jako umiarkowanie zawyżone.

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Komisja nie dokonała szczegółowej oceny sytuacji i nie stwierdziła zakłóceń równowagi makroekonomicznej w Estonii. W tym roku Komisja uznała za stosowne zbadanie nowej podatności na zagrożenia i jej skutków w ramach szczegółowej oceny sytuacji w Estonii.

Przewiduje się, że wzrost realnego PKB wyniesie -0,1 % w 2022 r. i 0,7 % w 2023 r. Inflacja jest wysoka, nawet w porównaniu z partnerami handlowymi Estonii ze strefy euro. W ujęciu rok do roku w październiku inflacja zmalała do 22,4 %, przy czym inflację bazową we wrześniu szacuje się na 12,5 %. Ceny mają rosnąć szybciej niż płace.

Interpretacja tabeli wyników dla Estonii pokazuje, że w 2021 r. pięć wskaźników przekroczyło swoje orientacyjne wartości progowe, a mianowicie wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy, wzrost realnych cen nieruchomości mieszkalnych, wzrost zobowiązań sektora finansowego, zmiana współczynnika aktywności zawodowej oraz zmiana poziomu bezrobocia młodzieży. W interpretacji ekonomicznej tabeli wyników podkreśla się następujące istotne zmiany:

- Obawy dotyczące **stabilności zewnętrznej** pozostają ograniczone. Chociaż w 2021 r. saldo obrotów bieżących odnotowało deficyt w wysokości 1,8 % PKB, przewiduje się, że w 2022 r. wystąpi w nim niewielka nadwyżka, a w przyszłości ulegnie ono dalszej poprawie. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych zmniejszył się do 2,4 % PKB w 2021 r. i prognozuje się, że w 2022 r. pozostanie zasadniczo niezmieniony, ale w 2023 r. zacznie się zwiększać. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto) jest ujemna, lecz poprawiła się w 2021 r. Prognozuje się, że po tymczasowym pogorszeniu w 2022 r. będzie ona dalej poprawiać się w 2023 r. Ponieważ skumulowane bezpośrednie inwestycje zagraniczne stanowią większość zobowiązań, MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą jest dodatnia i wysoka.

- Rosną obawy dotyczące **konkurencyjności kosztowej**. Nominalne jednostkowe koszty pracy nieznacznie wzrosły w 2021 r. i prognozuje się, że w latach 2022 i 2023 wzrosną znacząco w kontekście wysokiego wzrostu płac nominalnych w Estonii, któremu nie towarzyszy wzrost wydajności. W 2021 r. realny efektywny kurs walutowy bazujący na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych (HICP) umocnił się, a w 2022 r. ma miejsce silniejsza aprecjacja.

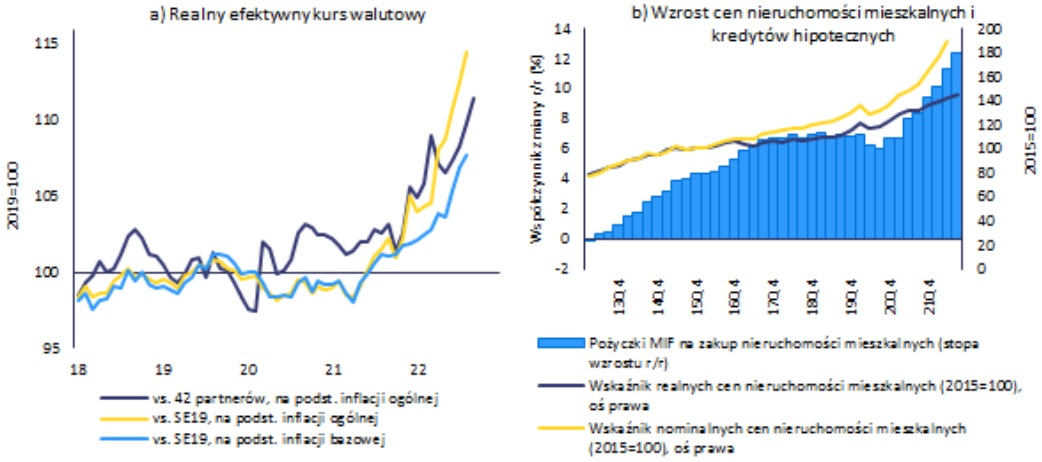
- Nadal niepokojący jest wysoki **wzrost cen nieruchomości mieszkalnych**. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych przyspieszył z 6 % w 2020 r. do 15,1 % w 2021 r., co stanowiło tempo wzrostu należące do najwyższych w UE, i osiągnął 27,4 % w drugim kwartale 2022 r. Jeden z najwyższych w UE wskaźników ceny do dochodów budzi obawy o przystępność cenową. Szacuje się, że w 2021 r. ceny nieruchomości mieszkalnych były zawyżone o 7 %.

- Relacja **zadłużenia gospodarstw domowych** do PKB jest bliska wartości odniesienia opartej na fundamentalnych parametrach gospodarczych, a niższa od progu ostrożnościowego. Przepływy kredytowe netto do gospodarstw domowych były umiarkowane do 2021 r. i wynosiły około 2 % PKB. Chociaż przepływy kredytowe netto wzrosły w 2022 r. do blisko 4 % PKB, relacja długu do PKB nadal spadała w pierwszej połowie 2022 r.

- **Stopa bezrobocia** spadła do 6,2 % w 2021 r. i prognozuje się, że w 2022 r. nieznacznie zmaleje, ale w 2023 r. wzrośnie. Współczynnik aktywności zawodowej zmniejszył się w 2021 r.,

co nadal odzwierciedla ograniczenia związane z pandemią; w przyszłości ma on ponownie wzrosnąć. Bezrobocie młodzieży utrzymuje się na wysokim poziomie, choć zmalało.

Wykres 3.6.1: **Wybrane wykresy: Estonia**



Źródło: Eurostat, EBC (BSI) i służby Komisji Europejskiej.

Tabela 3.6.1: **Główne wskaźniki gospodarcze i finansowe – Estonia**

	Progi	*Wartość odniesienia I*	*Wartość odniesienia II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognoza *2022*	prognoza *2023*
Pozycja zewnętrzna								
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB, średnia z 3 lat)	**-4%/6%**			**1,8**	**0,8**	**-0,1**	**-0,8**	**-0,2**
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB)		-0,6 (1)	-2,6 (2)	2,4	-1,0	-1,8	0,4	0,7
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	**-35%**	**-61,6 (3)**	**-14,3 (4)**	**-22,6**	**-21,9**	**-13,0**	**-18,4**	**-14,2**
NENDI – MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB) (5)				31,0	41,5	39,9		
Konkurencyjność								
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, 3 l.)	**9% (SE) 12% (Nie SE)**			**15,8**	**15,7**	**10,7**	**19,5**	**25,2**
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, r/r)				4,7	3,9	1,8	12,9	8,8
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.)	**±5% (SE) ±11% (Nie SE)**			**6,1**	**5,3**	**1,9**	**0,0**	**-3,5**
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 1 l.)				0,0	0,7	1,2	-2,1	-2,9
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	**-6%**			**1,7**	**16,4**	**17,8**	**19,4**	**16,0**
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 1 l.)				2,6	4,8	7,8	1,2	-1,1
Zadłużenie sektora prywatnego								
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**133%**			**98,9**	**101,4**	**95,3**	**91,3**	**81,5**
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**14%**			**3,4**	**3,0**	**6,5**	**7,8**	**3,9**
Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (% PKB)		87,8 (6)	38,2 (7)	38,6	40,7	37,8	37,3	37,5
Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych, dane skonsolidowane (% PKB)		111,8 (6)	61,0 (7)	60,3	60,7	57,5	54,0	44,0
Rynek mieszkaniowy								
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	**6%**			**4,4**	**7,0**	**10,4**	**1,3**	**-0,6**
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny nominalne (zmiana w %, 1 r.)		6,9 (8)		7,0	6,0	15,1	20,8	7,0
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	**60%**			**8,5**	**18,5**	**17,6**	**18,7**	**19,3**
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)				0,1	-5,5	-2,4	-2,3	-3,7
Sektor bankowy								
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	**16,50%**			**11,6**	**17,9**	**17,5**	**1,5**	
Stopa zwrotu z kapitału własnego (%)				8,3	7,4	9,5		
Współczynnik kapitału podstawowego Tier I		10,6 (9)		25,7	27,0	23,3		
Kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne (% kredytów brutto)				1,6e	1,6e	1,1p	1,0	
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	**10%**			**5,2**	**5,6**	**5,9**	**6,4**	**6,3**
Stopa bezrobocia (poziom w ujęciu rocznym)		6,2 (10)		4,5	6,9	6,2	6,1	6,6
Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności w wieku 15–64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**-0,2 pp.**			**1,3**	**0,4**	**-0,2**	**4,8**	**2,0**
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**0,5 pp.**			**-1,3**	**-0,8**	**0,3**		
Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**2 pp.**			**-2,4**	**6,2**	**4,7**		

Uwagi: Zob. załącznik 1.

Źródło: służby Komisji, Eurostat i EBC; Komisja Europejska w przypadku prognozowanych wartości (prognoza z jesieni 2022 r.)

3.7. IRLANDIA

W Irlandii relacje zadłużenia zewnętrznego, zadłużenia gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych oraz długu publicznego do PKB są wysokie, ale nadal wyraźnie spadają. W rezultacie związane z tym obawy wydają się ograniczone. Na wskaźniki zadłużenia w Irlandii wpływa obecność przedsiębiorstw wielonarodowych. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych przyspiesza, a przystępność cen takich nieruchomości budzi obawy.

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Komisja dokonała szczegółowej oceny sytuacji i stwierdziła, że w Irlandii nie występują już zakłócenia równowagi makroekonomicznej. W tym roku Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania dalszej szczegółowej analizy w odniesieniu do Irlandii.

Przewiduje się, że wzrost realnego PKB wyniesie 7,9 % w 2022 r. i 3,2 % w 2023 r. Inflacja jest wysoka. W ujęciu rok do roku wzrosła ona do 9,6 % w październiku, przy czym inflację bazową we wrześniu szacuje się na 5,1 %. Ceny mają rosnąć szybciej niż płace.

Interpretacja tabeli wyników dla Irlandii pokazuje, że w 2021 r. cztery wskaźniki przekroczyły swoje orientacyjne wartości progowe, a mianowicie saldo obrotów bieżących, międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, zadłużenie sektora prywatnego oraz wzrost zobowiązań sektora finansowego. W interpretacji ekonomicznej tabeli wyników podkreśla się następujące istotne zmiany:

- W ostatnich latach obawy dotyczące **stabilności zewnętrznej** znacznie się zmniejszyły. Wyniki sektora zagranicznego są mocno zawyżone przez działalność przedsiębiorstw wielonarodowych. Na rachunku obrotów bieżących odnotowano w 2021 r. znaczną nadwyżkę w wysokości 14,2 % PKB i prognozuje się jej dalszy wzrost w 2022 r. Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących skorygowana o wpływ przedsiębiorstw wielonarodowych również utrzymywała się w 2021 r. na wysokim poziomie. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto) poprawiła się w 2021 r. do -145,5 % PKB. Na najbliższe dwa lata prognozowana jest stała poprawa MPI netto.

- **Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych** jest wysokie, ale wykazuje tendencję spadkową. W 2021 r. zmniejszyło się umiarkowanie, do 138 % PKB, czyli 252 % zmodyfikowanego dochodu narodowego brutto (DNB). Wskaźnik zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych zmniejszył się w pierwszej połowie 2022 r., ale istnieją czynniki ryzyka związane z otoczeniem makroekonomicznym. Utrzymuje się on powyżej zarówno progów wynikających z fundamentalnych parametrów gospodarczych, jak i progów ostrożnościowych, chociaż wysoki udział transgranicznych pożyczek wewnątrzgrupowych w zadłużeniu przedsiębiorstw ogranicza ryzyko. Udział kredytów dla przedsiębiorstw denominowanych w walucie obcej (12 %) jest jednym z najwyższych wśród państw strefy euro, ale jest związany z obecnością przedsiębiorstw wielonarodowych. Relacja **zadłużenia gospodarstw domowych** do PKB jest stosunkowo niska i wykazuje tendencję spadkową. Jest ona niższa od wartości odniesienia, ale irlandzki PKB jest zawyżony przez działalność przedsiębiorstw wielonarodowych. Jako odsetek dochodu krajowego brutto gospodarstw domowych zadłużenie gospodarstw domowych znacznie spadło, ale pozostaje bliskie 100 %. Odsetek kredytów hipotecznych o zmiennym oprocentowaniu jest stosunkowo niski – w 2021 r. wynosił 20 %.

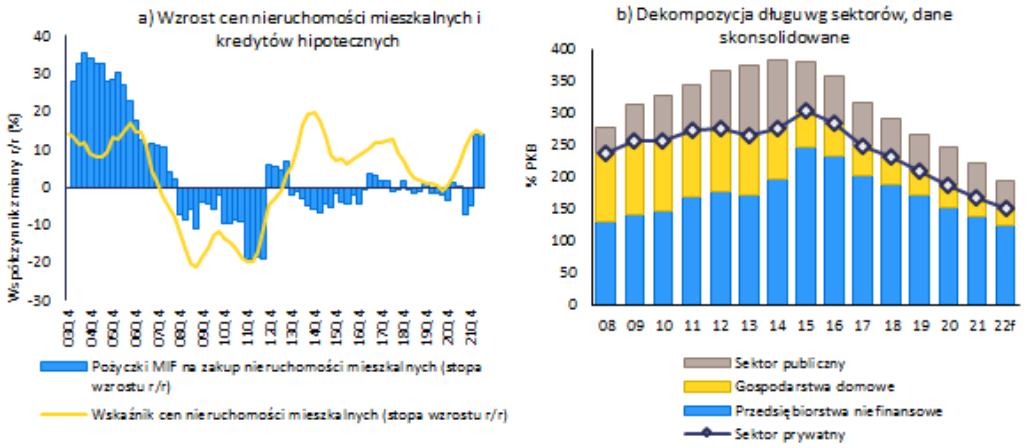
- Rosną obawy związane ze zmianami **cen nieruchomości mieszkalnych**. W 2021 r. wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych przyspieszył z 0,3 % do 8,3 %. W drugim kwartale 2022 r. wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych w ujęciu rok do roku wyniósł 14,4 %. Jeden z najwyższych w UE wskaźników ceny do dochodów budzi obawy o przystępność cenową. Wskaźniki odchyleń wyceny obliczone przez służby Komisji nie wykazują oznak możliwego zawyżenia.

- **Sektor bankowy** jest ogólnie stabilny. Banki są dobrze wyposażone w kapitał, a rentowność wzrosła w 2021 r., chociaż pozostała niska w porównaniu z bankami europejskimi. Liczba

kredytów zagrożonych nadal malała, chociaż ekspozycje z tytułu kredytów nierentownych (w fazie 2), w szczególności wobec przedsiębiorstw niefinansowych, pozostają stosunkowo wysokie. Irlandzki sektor finansowy instytucji niebędących bankami jest bardzo duży, ale jedynie w niewielkim stopniu powiązany z gospodarką krajową.

- **Ryzyko związane z relacją długu publicznego** do PKB jest raczej niskie. W 2021 r. relacja ta spadła do 55,4 % i prognozuje się, że w 2022 r. będzie nadal znacznie maleć. Natomiast dług publiczny w stosunku do DNB pozostaje duży – wynosi około 100 %. Prognozuje się, że w 2022 r. saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych odnotuje niewielką nadwyżkę i będzie się dalej poprawiać. Ryzyka dla długoterminowej stabilności budżetowej są średnie.

Wykres 3.7.1: **Wybrane wykresy: Irlandia**



Źródło: Eurostat, EBC (BSI) i służby Komisji Europejskiej.

Tabela 3.7.1: **Główne wskaźniki gospodarcze i finansowe – Irlandia**

	Progi	*Wartość odniesienia I*	*Wartość odniesienia II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognoza *2022*	prognoza *2023*
Pozycja zewnętrzna								
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB, średnia z 3 lat)	**-4%/6%**			**-4,7**	**-7,2**	**-4,2**	**8,5**	**16,9**
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB)		4,3 (1)	-4,9 (2)	-19,8	-6,8	14,2	18,2	18,3
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	**-35%**	**-159,0 (3)**	**17,0 (4)**	**-193,4**	**-177,0**	**-145,5**	**-121,4**	**-93,7**
NENDI – MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB) (5)				-282,6	-294,4	-335,1		
Konkurencyjność								
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, 3 l.)	**9% (SE) 12% (Nie SE)**			**-3,9**	**-6,3**	**-7,9**	**-10,0**	**-1,7**
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, r/r)				1,3	-5,1	-4,2	-1,0	3,6
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.)	**±5% (SE) ±11% (Nie SE)**			**-1,4**	**-1,2**	**-2,6**	**-6,1**	**-7,2**
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 1 l.)				-2,7	0,3	-0,1	-6,3	-0,9
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	**-6%**			**73,1**	**51,5**	**39,9**	**47,3**	**41,3**
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 1 l.)				9,7	23,2	-4,0	6,8	1,9
Zadłużenie sektora prywatnego								
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**133%**			**209,3 p**	**187,3 p**	**168,1 p**	**149,4**	**144,0**
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**14%**			**-9,6 p**	**-3,6 p**	**2,6 p**	**7,2**	**13,2**
Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (% PKB)		74,6 (6)	44,9 (7)	38,6p	34,4p	29,7p	24,6	22,9
Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych, dane skonsolidowane (% PKB)		112,8 (6)	42,0 (7)	170,7	152,9	138,4	124,8	121,1
Rynek mieszkaniowy								
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	**6%**			**0,5**	**-0,5**	**4,2**	**5,5**	**0,4**
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny nominalne (zmiana w %, 1 r.)		-11,5 (8)		2,3	0,3	8,3	12,5	12,7
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	**60%**			**57,0**	**58,4**	**55,4**	**44,7**	**41,2**
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)				0,5	-5,0	-1,7	0,2	0,8
Sektor bankowy								
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	**16,50%**			**15,4 p**	**7,4 p**	**18,8 p**	**2,1**	
Stopa zwrotu z kapitału własnego (%)				3,7	-2,2	4,5		
Współczynnik kapitału podstawowego Tier I		10,6 (9)		22,3	22,3	22,2		
Kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne (% kredytów brutto)				3,4e	3,4e	2,4p	2,0	
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	**10%**			**5,8**	**5,6**	**5,7**	**5,5**	**5,1**
Stopa bezrobocia (poziom w ujęciu rocznym)		5,1 (10)		5,0	5,9	6,2	4,4	4,8
Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności w wieku 15–64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**-0,2 pp.**			**0,6**	**-1,8**	**1,8**	**1,6**	**3,5**
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**0,5 pp.**			**-2,6**	**-1,6**	**-0,3**		
Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**2 pp.**			**-4,3**	**1,4**	**0,7**		

Uwagi: Zob. załącznik 1.

Źródło: służby Komisji, Eurostat i EBC; Komisja Europejska w przypadku prognozowanych wartości (prognoza z jesieni 2022 r.)

3.8. GRECJA

W Grecji utrzymują się obawy dotyczące relacji długu publicznego i zadłużenia zewnętrznego do PKB, chociaż po kryzysie związanym z COVID-19 relacje te powróciły na ścieżkę spadkową. Deficyt obrotów bieżących nadal rośnie i prognozuje się, że pozostanie duży. Utrzymują się obawy dotyczące sektora bankowego, który jest obciążony wysokim, choć znacznie zmniejszonym, poziomem kredytów zagrożonych. Słabości rynku pracy utrzymują się pomimo znacznej poprawy.

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Komisja dokonała szczegółowej oceny sytuacji i stwierdziła, że w Grecji występują nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej. W tym roku Komisja uznała za stosowne zbadanie utrzymywania się nadmiernych zakłóceń równowagi lub postępów w ich ograniczaniu w ramach szczegółowej oceny sytuacji Grecji.

Przewiduje się, że wzrost realnego PKB wyniesie 6 % w 2022 r. i 1 % w 2023 r. Inflacja jest wysoka. W ujęciu rok do roku zmalała ona do 9,8 % w październiku, przy czym inflację bazową szacuje się na 6,9 %. Ceny mają rosnąć szybciej niż płace.

Interpretacja tabeli wyników dla Grecji pokazuje, że w 2021 r. sześć wskaźników przekroczyło swoje orientacyjne wartości progowe, a mianowicie saldo obrotów bieżących, międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, wzrost realnych cen nieruchomości mieszkalnych, dług publiczny, zmiana stopy bezrobocia i zmiana współczynnika aktywności zawodowej. W interpretacji ekonomicznej tabeli wyników podkreśla się następujące istotne zmiany:

- **Stabilność zewnętrzna** nadal budzi obawy. Deficyt obrotów bieżących wzrósł w 2021 r. do 6,8 % PKB. Oczekuje się, że dobry sezon turystyczny poprawi równowagę usług i częściowo – ale nie w pełni – zrównoważy pogarszający się bilans handlu towarami, w tym energią. Prognozuje się, że deficyt obrotów bieżących wzrośnie w 2022 r. i pozostanie znacznie wyższy niż przed pandemią. MPI netto pozostaje na wysokim i ujemnym poziomie -171,9 % PKB w 2021 r., nieco mniejszym niż w 2020 r., i prognozuje się, że będzie nadal się poprawiać. Dużą część MPI netto stanowi dług publiczny na preferencyjnych warunkach i o długich terminach zapadalności.

- Utrzymują się obawy dotyczące **relacji zadłużenia gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych** do PKB. Oba te wskaźniki przekraczają ostrożnościowe wartości odniesienia i wartości odniesienia oparte na fundamentalnych parametrach gospodarczych, ale wykazują tendencję spadkową. W pierwszej połowie 2022 r. wskaźnik zadłużenia gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych zmniejszył się. Ponad połowa kredytów hipotecznych ma zmienne oprocentowanie.

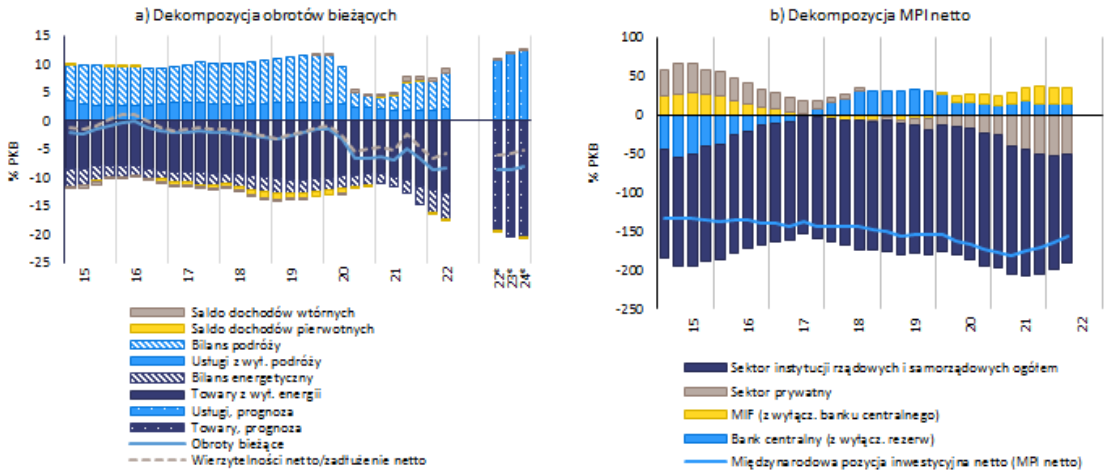
- **Dług publiczny** jest bardzo wysoki. Relacja długu publicznego do PKB należy do najwyższych w UE, chociaż w 2021 r. spadła o 12 punktów procentowych, do poziomu 194,5 % PKB, i przewiduje się jej dalszy spadek w 2022 r., poniżej poziomu z 2019 r., oraz w 2023 r. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych pozostaje wysoki, chociaż w 2021 r. zmniejszył się do 7,5 % i prognozuje się, że będzie nadal malał. Ponieważ dług Grecji znajduje się głównie w posiadaniu oficjalnych pożyczkodawców, korzystne stopy procentowe tych pożyczek zapewniają ograniczenie wydatków z tytułu odsetek w perspektywie krótko- i średnioterminowej. Ponadto Grecja nadal posiada znaczny bufor gotówkowy, który umożliwia skuteczne zarządzanie płynnością i zmniejsza ryzyko refinansowania. Spready rentowności obligacji skarbowych wzrosły, ale obecnie ustabilizowały się na poziomie wyższym niż średnia dla strefy euro. Ryzyka dla stabilności budżetowej w perspektywie krótko- i średnioterminowej są wysokie, ale w perspektywie długoterminowej są średnie.

- Nadal istnieją obawy dotyczące **sektora bankowego**. Jest on dalej obciążony wysokim, choć znacznie zmniejszonym, poziomem kredytów zagrożonych. W gospodarce występują związane

z tym ryzyka, ponieważ część dotychczasowego zagrożonego zadłużenia sektora prywatnego znajduje się w bilansach instytucji finansowych spoza sektora bankowego. W ubiegłym roku tworzenie netto nowych kredytów zagrożonych utrzymywało się na ograniczonym poziomie, ale udział kredytów nierentownych (w fazie 2) i kredytów restrukturyzowanych przekraczają średnią dla strefy euro. W 2021 r. rentowność osiągnęła znaczną ujemną wartość, a współczynnik kapitału podstawowego Tier I pozostaje jednym z najniższych w UE. Wzrost cen nieruchomości mieszkalnych pozostaje wysoki, ale na początku 2022 r. był umiarkowany.

- Słabości **rynku pracy** nadal budzą obawy pomimo znacznej poprawy. Stopa bezrobocia znacznie spadła, ale przy poziomie 14,7 % w 2021 r. nadal należy do najwyższych w UE. Przewiduje się, że w 2022 r. będzie nadal malała, ale w 2023 r. pozostanie zasadniczo niezmieniona. Współczynnik aktywności zawodowej jest stosunkowo niski, chociaż wzrósł w 2021 r. Stopy bezrobocia młodzieży i bezrobocia długotrwałego spadły, ale nadal są najwyższe w UE.

Wykres 3.8.1: **Wybrane wykresy: Grecja**



Źródło: służby Komisji Europejskiej.

Tabela 3.8.1: **Główne wskaźniki gospodarcze i finansowe – Grecja**

	Progi	Wartość odniesienia I	Wartość odniesienia II	2019	2020	2021	prognoza 2022	prognoza 2023
Pozycja zewnętrzna								
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB, średnia z 3 lat)	**-4%/6%**			**-2,1**	**-3,7**	**-5,0**	**-6,9**	**-7,1**
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB)		-1,1 (1)	-2,6 (2)	-1,5	-6,6	-6,8	-7,3	-7,4
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	**-35%**	**-45,7 (3)**	**-47,6 (4)**	**-154,1**	**-173,8**	**-171,9**	**-147,3**	**-143,8**
NENDI – MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB) (5)				-133,5	-155,1	-150,2		
Konkurencyjność								
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, 3 l.)	**9% (SE) 12% (Nie SE)**			**-1,1**	**6,2 p**	**4,0 p**	**5,3**	**1,4**
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, r/r)				0,0	7,2 p	-3,1 p	1,3	3,3
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.)	**±5% (SE) ±11% (Nie SE)**			**0,5**	**0,4**	**-3,1**	**-5,0**	**-9,9**
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 1 l.)				-2,1	0,4	-1,4	-3,9	-5,0
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	**-6%**			**3,2**	**-10,7**	**9,6**	**13,3**	**6,7**
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 1 l.)				0,7	-19,7	20,1	8,5	1,2
Zadłużenie sektora prywatnego								
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**133%**			**110,3**	**124,9 p**	**120,7 p**	**107,6**	**102,0**
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**14%**			**-1,0**	**5,1 p**	**-0,1 p**	**3,1**	**4,0**
Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (% PKB)		33,8 (6)	21,6 (7)	55,9	59,5	55,2	47,3	43,9
Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych, dane skonsolidowane (% PKB)		62,7 (6)	47,0 (7)	54,4	65,4	65,5	60,3	58,1
Rynek mieszkaniowy								
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	**6%**			**7,2 e**	**5,7 e**	**6,4 e**	**-0,9**	**-1,5**
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny nominalne (zmiana w %, 1 r.)		5,0 (8)		7,2	4,5	7,5	6,0	2,1
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	**60%**			**180,6**	**206,3**	**194,5**	**171,1**	**161,9**
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)				1,1	-9,9	-7,5	-4,1	-1,8
Sektor bankowy								
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	**16,50%**			**11,6**	**27,5**	**14,3**	**1,9**	
Stopa zwrotu z kapitału własnego (%)				0,7	-7,9	-20,1		
Współczynnik kapitału podstawowego Tier I		10,6 (9)		16,2	15,0	13,6		
Kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne (% kredytów brutto)				35,5e	26,5e	8,6p	6,8	
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	**10%**			**19,8**	**18,4**	**16,7**	**15,0**	**13,3**
Stopa bezrobocia (poziom w ujęciu rocznym)		8,8 (10)		17,9	17,6	14,7	12,6	12,6
Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności w wieku 15–64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**-0,2 pp.**			**0,3**	**-2,9**	**-0,8**	**-0,7**	**1,3**
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**0,5 pp.**			**-4,1**	**-3,8**	**-3,3**		
Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**2 pp.**			**-10,7**	**-6,5**	**-5,7**		

Uwagi: Zob. załącznik 1.

Źródło: służby Komisji, Eurostat i EBC; Komisja Europejska w przypadku prognozowanych wartości (prognoza z jesieni 2022 r.)

3.9. HISZPANIA

W Hiszpanii utrzymują się obawy dotyczące relacji zadłużenia gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych, długu publicznego oraz zadłużenia zewnętrznego do PKB, chociaż po kryzysie związanym z COVID-19 powróciły one na ścieżkę spadkową, a zadłużenie zewnętrzne i zadłużenie sektora prywatnego znacznie spadły w kontekście silnego wzrostu nominalnego PKB. Relacja długu publicznego do PKB jest bardzo wysoka, a deficyt budżetowy jest znaczny pomimo nieznacznej poprawy. Stopa bezrobocia, choć nadal wysoka, jest już niższa od poziomu sprzed kryzysu i oczekuje się, że w przyszłym roku pozostanie stabilna.

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Komisja dokonała szczegółowej oceny sytuacji i stwierdziła, że w Hiszpanii występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej. W tym roku Komisja uznała za stosowne zbadanie utrzymywania się zakłóceń równowagi lub postępów w ich ograniczaniu w ramach szczegółowej oceny sytuacji Hiszpanii.

Przewiduje się, że wzrost realnego PKB wyniesie 4,5 % w 2022 r. i 1 % w 2023 r. Inflacja jest wysoka. W ujęciu rok do roku zmalała ona do 7,3 % w październiku, przy czym inflację bazową we wrześniu szacuje się na 4,8 %. Ceny mają rosnąć szybciej niż płace.

Interpretacja tabeli wyników dla Hiszpanii pokazuje, że w 2021 r. sześć wskaźników przekroczyło swoje orientacyjne wartości progowe, a mianowicie międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, udział w rynkach eksportowych, wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy, zadłużenie sektora prywatnego, dług publiczny oraz zmiana stopy bezrobocia. W interpretacji ekonomicznej tabeli wyników podkreśla się następujące istotne zmiany:

- Obawy dotyczące **stabilności zewnętrznej** utrzymują się pomimo pewnej poprawy. Ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto) znacznie się poprawiła, do -71,5 % PKB w 2021 r., głównie ze względu na silne pozytywne skutki wyceny i wysoki wzrost nominalnego PKB. MPI netto będzie się nadal poprawiać, choć w słabszym tempie. Poprawa była głównie związana z MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą, która to pozycja wzrosła z -52,1 % do -39,7 % PKB. Utrzymała się niewielka nadwyżka salda obrotów bieżących, które w 2021 r. wynosiło 1,2 % PKB, ale prognozuje się jego nieznaczny spadek. Oczekuje się, że w 2022 r. dobry sezon turystyczny poprawi równowagę usług i częściowo zrównoważy pogarszający się bilans handlu towarami, w tym energią.

- Pewne obawy dotyczące **konkurencyjności kosztowej** pozostają ograniczone. W 2021 r. nominalne jednostkowe koszty pracy nieznacznie wzrosły i prognozuje się ich dalszy wzrost wraz ze wzrostem inflacji bazowej. W 2021 r. realny efektywny kurs walutowy bazujący na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych (HICP) nieznacznie umocnił się. W ujęciu rok do roku uległ jednak deprecjacji do sierpnia 2022 r.

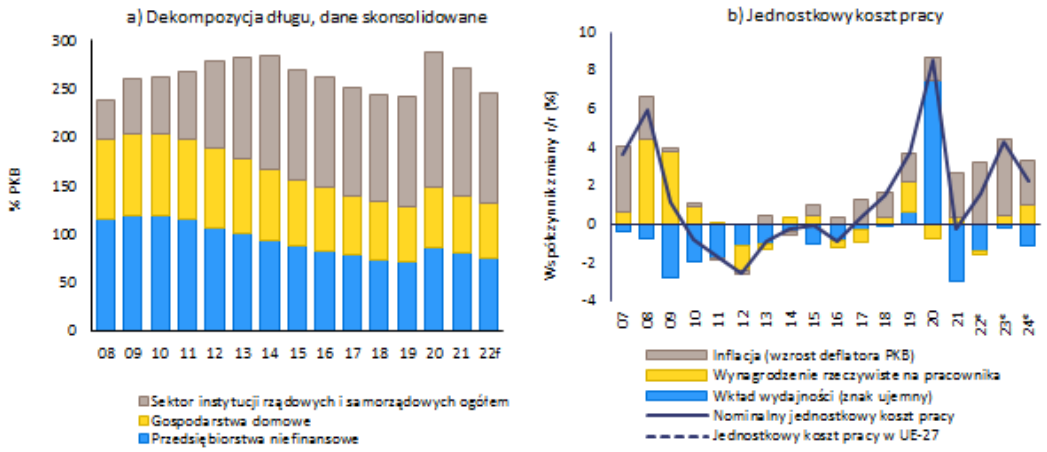
- Obawy związane z relacją **zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych** do PKB utrzymują się, chociaż wykazuje ona tendencję spadkową. Zmniejszyła się umiarkowanie, do 80 % w 2021 r., i nadal spadała w pierwszej połowie 2022 r., ale istnieją czynniki ryzyka związane z otoczeniem makroekonomicznym. Relacja ta utrzymuje się powyżej zarówno ostrożnościowych wartości odniesienia, jak i wartości odniesienia opartych na fundamentalnych parametrach gospodarczych i jest o 8 punktów procentowych wyższa niż w 2019 r. Relacja **zadłużenia gospodarstw domowych** do PKB jest nadal wyższa zarówno od ostrożnościowych wartości odniesienia, jak i od wartości odniesienia opartych na fundamentalnych parametrach gospodarczych, ale zbliżona do tych wartości i powróciła do tendencji spadkowej.

- Utrzymują się znaczne obawy związane z **długiem publicznym**. W 2021 r. dług ten nieznacznie zmalał, osiągając poziom 118,3 % PKB, i prognozuje się, że w latach 2022 i 2023 będzie nadal maleć. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych pozostawał wysoki, chociaż

w 2021 r. zmniejszył się do 6,9 %. Przewiduje się jego dalszy spadek w latach 2022 i 2023. Ryzyka dla stabilności budżetowej są wysokie w perspektywie średnioterminowej i średnie w perspektywie długoterminowej, również częściowo ze względu na koszty związane ze starzeniem się społeczeństwa.

- Słabości **rynku pracy** nadal budzą obawy pomimo wyraźnej poprawy. Stopa bezrobocia znacznie spadła w minionej dekadzie, ale przy poziomie 14,8 % w 2021 r. nadal należy do najwyższych w UE, w szczególności w odniesieniu do bezrobocia młodzieży i bezrobocia długotrwałego. Prognozuje się, że w 2022 r. zmniejszy się, ale później pozostanie zasadniczo niezmieniona. Pomimo niedawnych gwałtownych spadków stopy bezrobocia młodzieży i bezrobocia długotrwałego należą do najwyższych w UE. Na odporność rynku pracy korzystnie wpływają reformy podjęte w ramach planu odbudowy i zwiększania odporności, wspierające rynek pracy w kontekście pogarszających się perspektyw gospodarczych.

Wykres 3.9.1: **Wybrane wykresy: Hiszpania**



Źródło: Eurostat i służby Komisji Europejskiej.

Tabela 3.9.1: **Główne wskaźniki gospodarcze i finansowe – Hiszpania**

	Progi	*Wartość odniesienia I*	*Wartość odniesienia II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognoza *2022*	prognoza *2023*
Pozycja zewnętrzna								
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB, średnia z 3 lat)	**-4%/6%**			**2,3**	**1,5**	**1,2**	**0,8**	**0,9**
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB)		0,9 (1)	-1,6 (2)	2,1	0,6	1,0	0,9	0,8
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	**-35%**	**-58,0 (3)**	**-18,8 (4)**	**-73,7**	**-85,7**	**-71,5**	**-60,2**	**-54,9**
NENDI – MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB) (5)				-46,1	-52,1	-39,7		
Konkurencyjność								
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, 3 l,)	**9% (SE) 12% (Nie SE)**			**5,7**	**14,3 p**	**12,3 p**	**9,8**	**6,0**
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, r/r)				3,7	8,6 p	-0,3 p	1,4	4,8
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l,)	**±5% (SE) ±11% (Nie SE)**			**1,7**	**1,1**	**-0,5**	**-3,2**	**-6,4**
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 1 l,)				-1,7	0,7	0,5	-4,3	-2,7
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l,)	**-6%**			**2,3**	**-7,2**	**-10,5**	**0,9**	**2,1**
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 1 l,)				-0,9	-10,5	2,0	12,8	0,0
Zadłużenie sektora prywatnego								
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**133%**			**129,3**	**148,1 p**	**139,1 p**	**131,8**	**129,4**
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**14%**			**1,5**	**4,7 p**	**2,5 p**	**3,2**	**7,2**
Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (% PKB)		40,8 (6)	46,6 (7)	56,8	62,7	58,4	56,5	55,2
Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych, dane skonsolidowane (% PKB)		57,4 (6)	56,6 (7)	72,5	85,4	80,7	75,3	74,2
Rynek mieszkaniowy								
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r,)	**6%**			**4,1**	**2,2**	**1,5**	**-2,3**	**-2,7**
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny nominalne (zmiana w %, 1 r,)		11,5 (8)		5,2	2,2	3,7	6,0	0,8
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	**60%**			**98,2**	**120,4**	**118,3**	**114,0**	**112,5**
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)				-3,1	-10,1	-6,9	-4,6	-4,3
Sektor bankowy								
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r,)	**16,50%**			**1,6**	**9,8**	**6,6**	**2,5**	
Stopa zwrotu z kapitału własnego (%)				6,7	-3,5	10,2		
Współczynnik kapitału podstawowego Tier I		10,6 (9)		12,5	13,2	13,3		
Kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne (% kredytów brutto)				3,1e	2,8e	2,9p	2,7	
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	**10%**			**15,5**	**15,0**	**14,8 d**	**14,3**	**13,4**
Stopa bezrobocia (poziom w ujęciu rocznym)		11,8 (10)		14,1	15,5	14,8 d	12,7	12,7
Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności w wieku 15–64 l, (zmiana w p,p,, 3 l,)	**-0,2 pp.**			**-0,4**	**-1,7**	**0,0 d**	**-0,5**	**1,8**
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l, (zmiana w p,p,, 3 l	**0,5 pp.**			**-4,2**	**-2,7**	**-0,2 d**		
Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l, (zmiana w p,p,, 3 l,)	**2 pp.**			**-11,9**	**-0,3**	**0,5 d**		

Uwagi: Zob. załącznik 1.
Źródło: służby Komisji, Eurostat i EBC; Komisja Europejska w przypadku prognozowanych wartości (prognoza z jesieni 2022 r.)

3.10. FRANCJA

We Francji utrzymują się obawy związane z konkurencyjnością kosztową i wysoką relacją długu publicznego do PKB. Ponadto wysokie zadłużenie sektora prywatnego wymaga ścisłego monitorowania. Inflacja bazowa jest niższa niż w wielu innych państwach strefy euro. Z uwagi na obawy dotyczące stabilności zewnętrznej i konkurencyjności nadal jednak konieczne jest ścisłe monitorowanie. Relacja długu publicznego do PKB i deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych nadal są wysokie, choć maleją. Po gwałtownym wzroście w czasie pandemii zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych wykazuje tendencję spadkową.

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Komisja dokonała szczegółowej oceny sytuacji i stwierdziła, że we Francji występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej. W tym roku Komisja uznała za stosowne zbadanie utrzymywania się zakłóceń równowagi lub postępów w ich ograniczaniu w ramach szczegółowej oceny sytuacji Francji.

Przewiduje się, że wzrost realnego PKB wyniesie 2,6 % w 2022 r. i 0,4 % w 2023 r. Inflacja jest wysoka, choć niższa niż w większości państw strefy euro. W ujęciu rok do roku wzrosła ona do 7,1 % w październiku, przy czym inflację bazową szacuje się na 4,1 %. Ceny mają rosnąć szybciej niż płace.

Interpretacja tabeli wyników dla Francji pokazuje, że w 2021 r. trzy wskaźniki przekroczyły swoje orientacyjne wartości progowe, a mianowicie zmiana udziałów w rynkach eksportowych, zadłużenie sektora prywatnego oraz dług publiczny. W interpretacji ekonomicznej tabeli wyników podkreśla się następujące istotne zmiany:

- Problemy związane ze **stabilnością zewnętrzną** wymagają ścisłego monitorowania. Na rachunku obrotów bieżących odnotowano w 2021 r. niewielką nadwyżkę w wysokości 0,4 % PKB i powrócił on do poziomów sprzed pandemii. W latach 2022 i 2023 prognozuje się deficyt. MPI netto nadal się pogarszała w 2021 r., osiągając -32,1 % PKB, co wynikało z ujemnego salda obrotów bieżących i skutków wyceny. Prognozuje się, że w przyszłości poprawi się.

- Obawy dotyczące **konkurencyjności kosztowej**, które istniały już przed pandemią COVID-19, pozostają aktualne. Nominalne jednostkowe koszty pracy nieznacznie wzrosły w 2021 r. i prognozuje się, że w przyszłości będą silniej rosły w kontekście inflacji bazowej niższej niż w większości innych państw strefy euro. W 2021 r. realny efektywny kurs walutowy bazujący na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych (HICP) nieznacznie osłabł. W ujęciu rok do roku uległ on dalszej deprecjacji do sierpnia 2022 r.

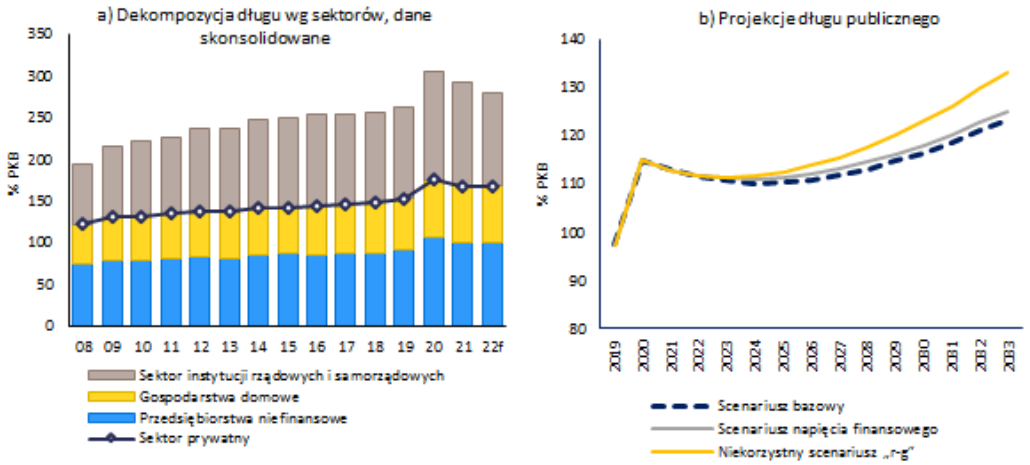
- Pomimo spadku do 101 % w 2021 r. relacja **zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych** do PKB pozostaje wysoka. W pierwszej połowie 2022 r. zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych nadal malało. Utrzymuje się ono powyżej zarówno ostrożnościowych wartości odniesienia, jak i wartości odniesienia opartych na fundamentalnych parametrach gospodarczych i jest nadal o 10 punktów procentowych wyższe niż w 2019 r. Zadłużeniu przedsiębiorstw towarzyszą wysokie i rosnące zabezpieczenia przed utratą płynności przez przedsiębiorstwa, co ogranicza ryzyko.

- Rosną obawy związane ze zmianami **cen nieruchomości mieszkalnych**. W 2021 r. wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych przyspieszył z 5,2 % do 6,3 %. W drugim kwartale 2022 r. wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych w ujęciu rok do roku zwiększył się do 7,1 %. Szacuje się, że w 2021 r. ceny nieruchomości mieszkalnych były zawyżone o 20 %. Relacja **zadłużenia gospodarstw domowych** do PKB przekracza zarówno ostrożnościowe wartości odniesienia, jak i wartości odniesienia oparte na fundamentalnych parametrach gospodarczych, a przepływy kredytowe do gospodarstw domowych są wysokie. Do ograniczenia

ryzyk przyczyniają się jednak wysoki udział kredytów o stałym oprocentowaniu, ostrożne standardy kredytowania i środki z zakresu polityki makroostrożnościowej.

- Obawy związane z **długiem publicznym** są znaczne. Już wysoka relacja długu publicznego do PKB, przekraczająca wartość progową określoną w tabeli wyników, nieznacznie zmalała w 2021 r. do 112,8 % PKB i prognozuje się, że w horyzoncie prognozy nie ulegnie znaczącym zmianom i utrzyma się powyżej poziomu z 2019 r. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych pozostaje wysoki, chociaż w 2021 r. zmniejszył się do 6,5 % i prognozuje się, że w 2022 r. będzie nadal malał. Ryzyka dla stabilności budżetowej pozostają wysokie w perspektywie średnioterminowej i średnie w perspektywie długoterminowej.

Wykres 3.10.1: **Wybrane wykresy: Francja**



W scenariuszu niekorzystnej stopy wzrostu odsetek zakłada się mniej korzystny efekt kuli śnieżnej niż w scenariuszu bazowym (tj. różnica między rynkowymi stopami procentowymi a wzrostem nominalnego PKB jest stale wyższa o 1 punkt procentowy). W scenariuszu napięcia finansowego kraj czasowo (przez jeden rok) boryka się z wyższymi rynkowymi stopami procentowymi w 2023 r. (tj. zakłada się, że rynkowe stopy procentowe czasowo wzrosną w 2023 r. o 1 punkt procentowy).
Źródło: Eurostat i służby Komisji Europejskiej.

Tabela 3.10.1: **Główne wskaźniki gospodarcze i finansowe – Francja**

	Progi	*Wartość odniesienia I*	*Wartość odniesienia II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognoza *2022*	prognoza *2023*
Pozycja zewnętrzna								
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB, średnia z 3 lat)	**-4%/6%**			**-0,4**	**-0,7**	**-0,3**	**-0,9**	**-0,4**
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB)		0,3 (1)	-1,7 (2)	0,5	-1,8	0,4	-1,4	-0,1
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	**-35%**	**-75,8 (3)**	**9,4 (4)**	**-24,6**	**-30,7**	**-32,1**	**-27,6**	**-27,5**
NENDI – MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB) (5)				-35,2	-41,3	-37,2		
Konkurencyjność								
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, 3 l.)	**9% (SE) 12% (Nie SE)**			**0,9 p**	**5,0 p**	**4,6 p**	**8,5**	**7,6**
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, r/r)				-0,7 p	4,8 p	0,5 p	3,0	4,0
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.)	**±5% (SE) ±11% (Nie SE)**			**1,6**	**2,7**	**-0,4**	**-5,9**	**-9,2**
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 1 l.)				-1,4	1,5	-0,5	-6,8	-2,2
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	**-6%**			**-0,7**	**-8,5**	**-11,4**	**-5,2**	**-5,1**
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 1 l.)				-1,0	-6,9	-1,1	3,7	0,4
Zadłużenie sektora prywatnego								
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**133%**			**153,1 p**	**175,0 p**	**167,8 p**	**168,4**	**158,2**
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**14%**			**8,4 p**	**13,5 p**	**6,5 p**	**9,2**	**7,3**
Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (% PKB)		49,1 (6)	58,6 (7)	62,2	68,6	66,7p	67,4	67,0
Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych, dane skonsolidowane (% PKB)		54,2 (6)	72,5 (7)	90,9	106,4		101,0	91,2
Rynek mieszkaniowy								
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	**6%**			**2,5**	**4,1**	**4,7**	**2,5**	**-0,5**
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny nominalne (zmiana w %, 1 r.)		19,6 (8)		3,3	5,2	6,3	5,2	1,2
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	**60%**			**97,4**	**115,0**	**112,8**	**111,7**	**110,8**
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)				-3,1	-9,0	-6,5	-5,0	-5,3
Sektor bankowy								
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	**16,50%**			**6,0 b**	**11,3**	**7,3 p**	**4,3**	
Stopa zwrotu z kapitału własnego (%)				6,0	4,1	7,1		
Współczynnik kapitału podstawowego Tier I		10,6 (9)		15,2	16,0	16,2		
Kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne (% kredytów brutto)				2,5e	2,2e	1,9p	1,8	
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	**10%**			**8,9**	**8,5**	**8,1 d**	**7,9**	**7,9**
Stopa bezrobocia (poziom w ujęciu rocznym)		8,1 (10)		8,4	8,0	7,9 d	7,7	8,1
Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności w wieku 15–64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**-0,2 pp.**			**0,3**	**-0,4**	**0,2 d**	**1,3**	**2,4**
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**0,5 pp.**			**-0,8**	**-1,0**	**-0,2 d**		
Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**2 pp.**			**-5,3**	**-2,0**	**-3,1 d**		

Uwagi: Zob. załącznik 1.

Źródło: służby Komisji, Eurostat i EBC; Komisja Europejska w przypadku prognozowanych wartości (prognoza z jesieni 2022 r.)

3.11. CHORWACJA

W Chorwacji relacja długu publicznego, zadłużenia sektora prywatnego i zadłużenia zewnętrznego do PKB nadal spada, a powiązane ryzyka wydają się ograniczone. Relacja długu publicznego do PKB pozostaje wysoka, ale deficyt budżetowy maleje. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych przyspiesza, ale wskaźniki odchyleń wyceny nie świadczą o możliwym zawyżeniu cen tych nieruchomości.

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Komisja dokonała szczegółowej oceny sytuacji i stwierdziła, że w Chorwacji nie występują już zakłócenia równowagi makroekonomicznej. W tym roku Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania dalszej szczegółowej analizy w odniesieniu do Chorwacji.

Przewiduje się, że wzrost realnego PKB wyniesie 6 % w 2022 r. i 1 % w 2023 r. Inflacja jest wysoka i w latach 2022 i 2023 ma utrzymać się powyżej średniej dla strefy euro. W ujęciu rok do roku we wrześniu utrzymała się na poziomie 12,6 %, a inflacja bazowa wyniosła 9,8 %. Ceny mają rosnąć szybciej niż płace.

Interpretacja tabeli wyników dla Chorwacji pokazuje, że w 2021 r. dwa wskaźniki przekroczyły swoje orientacyjne wartości progowe, a mianowicie międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto oraz dług publiczny. W interpretacji ekonomicznej tabeli wyników podkreśla się następujące istotne zmiany:

- Obawy dotyczące **stabilności zewnętrznej** znacznie się zmniejszyły. W 2021 r. saldo obrotów bieżących wzrosło i odnotowano na nim nadwyżkę w wysokości 3,1 % PKB. Prognozuje się, że umiarkowanie ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto), wynosząca w 2021 r. -35,1 % PKB, będzie się nadal poprawiać w 2022 r. MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą osiągnęła wartość dodatnią i wyniosła w 2021 r. 12 % PKB.

- Obawy dotyczące **konkurencyjności kosztowej** wydają się ograniczone. Wysoka inflacja stanowi ryzyko, chociaż indeksacja płac nie jest przeważająca. W 2021 r. nominalne jednostkowe koszty pracy spadły, ale prognozuje się, że w latach 2022 i 2023 znacznie wzrosną. W 2021 r. realny efektywny kurs walutowy bazujący na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych (HICP) nieznacznie umocnił się. W ujęciu rok do roku zaobserwowano niewielką deprecjację do sierpnia 2022 r.

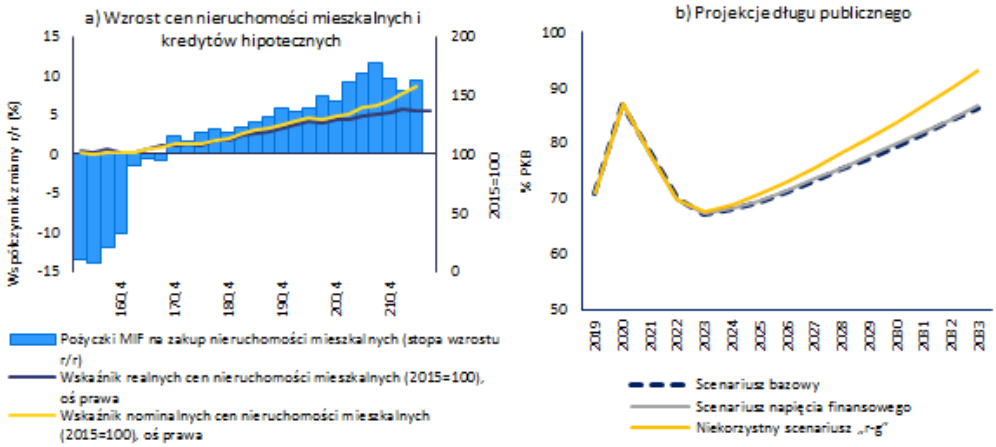
- Relacja **zadłużenia gospodarstw domowych** do PKB przekracza wartość odniesienia opartą na fundamentalnych parametrach gospodarczych, ale pozostaje znacznie poniżej poziomu ostrożnościowego. W latach 2021 i 2022 przepływy kredytowe netto do gospodarstw domowych były umiarkowane. W pierwszej połowie 2022 r. relacja zadłużenia gospodarstw domowych do PKB nadal spadała. Udział kredytów mieszkaniowych o zmiennym oprocentowaniu jest stosunkowo niski.

- Rosną obawy związane ze zmianami **cen nieruchomości mieszkalnych**. W 2021 r. wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych wyhamował do 7,3 %, ale w drugim kwartale 2022 r. wzrósł do 13,6 % w ujęciu rok do roku. Wskaźniki odchyleń wyceny nie wykazują oznak możliwego zawyżenia. Chociaż **sektor bankowy** jest dobrze wyposażony w kapitał, a jego rentowność jest wysoka, charakteryzuje się on również stosunkowo wysokim – choć malejącym – wskaźnikiem kredytów zagrożonych. Udział kredytów nierentownych (w fazie 2) znacznie wzrósł od początku pandemii i od tego czasu nie obniżył się znacząco.

- Ryzyka związane z długiem publicznym są istotne. Relacja **długu publicznego** do PKB spadła do 78,4 % w 2021 r., pozostając powyżej wartości progowej określonej w tabeli wyników, wynoszącej 60 %. Prognozuje się, że w 2022 r. będzie ona dalej maleć i spadnie poniżej poziomu z 2019 r. Spready rentowności obligacji skarbowych zmniejszyły się, ale utrzymują się powyżej

średniej dla strefy euro. Ryzyko walutowe związane z długiem publicznym zostanie wyeliminowane wraz z przyjęciem euro od 1 stycznia 2023 r. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych zmniejszył się do 2,6 % PKB w 2021 r. i prognozuje się jego dalszy spadek w 2022 r. Ryzyka dla stabilności budżetowej są średnie w perspektywie krótko- i długoterminowej.

Wykres 3.11.1: **Wybrane wykresy: Chorwacja**



W scenariuszu niekorzystnej stopy wzrostu odsetek zakłada się mniej korzystny efekt kuli śnieżnej niż w scenariuszu bazowym (tj. różnica między rynkowymi stopami procentowymi a wzrostem nominalnego PKB jest stale wyższa o 1 punkt procentowy). W scenariuszu napięcia finansowego kraj czasowo (przez jeden rok) boryka się z wyższymi rynkowymi stopami procentowymi w 2023 r. (tj. zakłada się, że rynkowe stopy procentowe czasowo wzrosną w 2023 r. o 1 punkt procentowy).

Źródło: Eurostat i służby Komisji Europejskiej.

Tabela 3.11.1: **Główne wskaźniki gospodarcze i finansowe – Chorwacja**

	Progi	*Wartość odniesienia I*	*Wartość odniesienia II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognoza *2022*	prognoza *2023*
Pozycja zewnętrzna								
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB, średnia z 3 lat)	**-4%/6%**			**2,6**	**1,3**	**1,8**	**0,9**	**0,9**
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB)		-0,2 (1)	-4,0 (2)	2,8	-0,5	3,1	0,2	-0,6
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	**-35%**	**-46,7 (3)**	**-18,5 (4)**	**-47,0**	**-48,1**	**-35,1**	**-33,3**	**-26,0**
NENDI – MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB) (5)				1,2	3,0	12,0		
Konkurencyjność								
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, 3 l.)	**9% (SE) 12% (Nie SE)**			**2,8**	**13,7 p**	**6,4 p**	**12,4**	**8,8**
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, r/r)				0,0	9,8 p	-3,1 p	3,9	5,9
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.)	**±5% (SE) ±11% (Nie SE)**			**1,5**	**0,5**	**-1,5**	**-4,7**	**-7,5**
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 1 l.)				-1,5	-0,5	0,5	-4,6	-3,6
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	**-6%**			**22,0**	**-1,3**	**7,9**	**27,8**	**25,2**
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 1 l.)				4,2	-16,1	19,1	21,2	-0,9
Zadłużenie sektora prywatnego								
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**133%**			**88,3**	**98,0 p**	**88,5 p**	**80,5**	**79,4**
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**14%**			**1,1**	**1,3 p**	**3,0 p**	**2,8**	**4,4**
Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (% PKB)		54,6 (6)	18,3 (7)	34,1	38,0	34,7	32,0	33,1
Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych, dane skonsolidowane (% PKB)		65,2 (6)	39,3 (7)	54,2	60,0	53,8	48,5	46,3
Rynek mieszkaniowy								
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	**6%**			**7,8**	**7,3**	**4,5**	**0,8**	**-0,5**
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny nominalne (zmiana w %, 1 r.)		-3,4 (8)		9,0	7,7	7,3	9,8	4,2
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	**60%**			**71,0**	**87,0**	**78,4**	**70,0**	**67,2**
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)				0,2	-7,3	-2,6	-1,6	-2,4
Sektor bankowy								
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	**16,50%**			**6,8**	**7,3**	**11,7**	**0,7**	
Stopa zwrotu z kapitału własnego (%)				9,1	4,7	7,7		
Współczynnik kapitału podstawowego Tier I		10,6 (9)		21,7	22,7	23,8		
Kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne (% kredytów brutto)				5,2e	5,3e	4,2p	3,7	
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	**10%**			**8,8**	**7,5**	**7,2**	**7,1**	**6,7**
Stopa bezrobocia (poziom w ujęciu rocznym)		7,4 (10)		6,6	7,5	7,6	6,3	6,3
Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności w wieku 15–64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**-0,2 pp.**			**0,9**	**0,7**	**2,4**	**2,6**	**2,3**
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**0,5 pp.**			**-4,2**	**-2,5**	**-0,6**		
Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**2 pp.**			**-14,7**	**-6,3**	**-1,8**		

Uwagi: Zob. załącznik 1.

Źródło: służby Komisji, Eurostat i EBC; Komisja Europejska w przypadku prognozowanych wartości (prognoza z jesieni 2022 r.)

3.12. WŁOCHY

We Włoszech obawy związane z wysoką relacją długu publicznego do PKB pozostają bez zmian. Słabości rynku pracy mogą ponownie wzrosnąć. Pomimo poprawy w sektorze bankowym ryzyko powstania więzi bank–państwo wzrasta ze względu na kontekst makroekonomiczny i wymaga ścisłego monitorowania.

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Komisja dokonała szczegółowej oceny sytuacji i stwierdziła, że we Włoszech występują nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej. W tym roku Komisja uznała za stosowne zbadanie utrzymywania się nadmiernych zakłóceń równowagi lub postępów w ich ograniczaniu w ramach szczegółowej oceny sytuacji Włoch.

Przewiduje się, że wzrost realnego PKB wyniesie 3,8 % w 2022 r. i 0,3 % w 2023 r. Inflacja jest wysoka. W ujęciu rok do roku wzrosła ona do 12,8 % w październiku, przy czym inflację bazową szacuje się na 4,5 %. Ceny mają rosnąć szybciej niż płace.

Interpretacja tabeli wyników dla Włoch pokazuje, że w 2021 r. trzy wskaźniki przekroczyły swoje orientacyjne wartości progowe, a mianowicie zmiana udziału w rynkach eksportowych, dług publiczny oraz zmiana współczynnika aktywności zawodowej. W interpretacji ekonomicznej tabeli wyników podkreśla się następujące istotne zmiany:

- Obawy dotyczące **konkurencyjności kosztowej** wydają się ograniczone. W 2021 r. nominalne jednostkowe koszty pracy pozostały niezmienione, ale prognozuje się, że w przyszłości wzrosną. W 2021 r. realny efektywny kurs walutowy bazujący na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych (HICP) nieznacznie osłabł. W ujęciu rok do roku uległ on dalszej deprecjacji do sierpnia 2022 r. Wzrost wydajności natomiast od dziesięcioleci pozostaje w tyle za porównywalnymi państwami UE.

- Relacja **zadłużenia gospodarstw domowych** do PKB pozostaje zbliżona do wartości odniesienia, a przepływy kredytowe netto do gospodarstw domowych utrzymywały się na umiarkowanym poziomie w latach 2021 i 2022. W pierwszej połowie 2022 r. relacja zadłużenia gospodarstw domowych do PKB nie ulegała znaczącym zmianom. Udział kredytów o zmiennym oprocentowaniu jest stosunkowo niski.

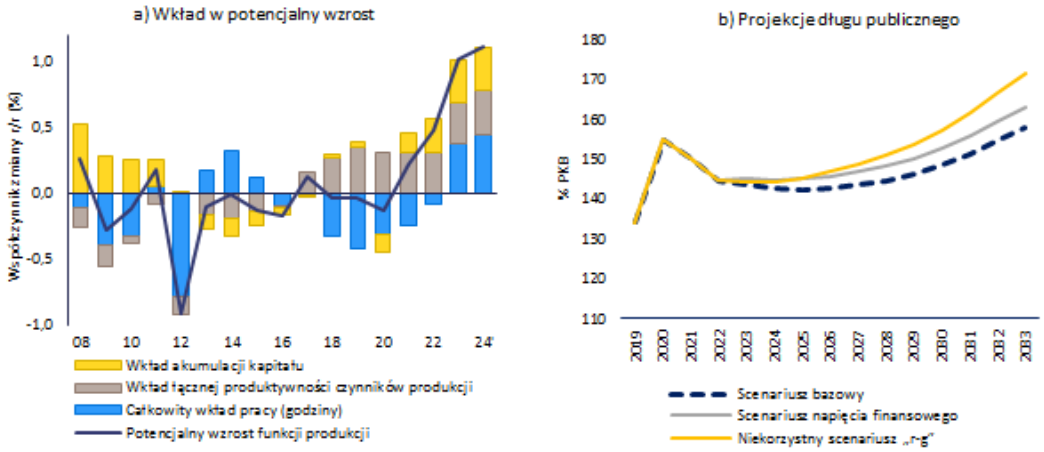
- **Dług publiczny** utrzymuje się na wysokim poziomie pomimo spadku jego relacji do PKB do 150,3 % w 2021 r. Chociaż prognozuje się, że relacja długu będzie nadal malała, pozostanie znacznie powyżej poziomu z 2019 r. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych pozostaje wysoki, chociaż w 2021 r. zmniejszył się do 7,2 % i prognozuje się, że będzie nadal malał. Spready rentowności obligacji skarbowych znacznie odbiegały od średniej dla strefy euro, co podnosi koszty finansowania, choć dość stopniowo, biorąc pod uwagę wydłużony średni termin zapadalności długu pozostałego do spłaty. Ryzyka dla długoterminowej stabilności budżetowej są wysokie w perspektywie średnioterminowej, natomiast prognozowany spadek kosztów starzenia się społeczeństwa obniża ryzyko do średniego w perspektywie długoterminowej.

- W ostatnich latach w **sektorze bankowym** nastąpiła znaczna poprawa. Po osiągnięciu w 2021 r. poziomu około 3,5 % wskaźnik kredytów zagrożonych nadal spadał. Chociaż wskaźnik ten utrzymuje się jedynie nieznacznie powyżej średniej dla strefy euro, od 2020 r. udział kredytów zagrożonych (w fazie 2) wzrósł. Znaczne powiązania między bankami a państwem i związek z niektórymi podatnościami na zagrożenia sektora przedsiębiorstw mogą zwiększać ryzyko powstania więzi bank–państwo.

- Słabości **rynku pracy** nadal budzą obawy. Stopa bezrobocia wzrosła w 2021 r. do 9,5 % i pozostaje stosunkowo wysoka, chociaż jest poniżej wartości progowej 10 %. Prognozuje się, że

w 2022 r. spadnie, ale ponownie wzrośnie w 2023 r. Współczynnik aktywności zawodowej jest bardzo niski, zwłaszcza w przypadku kobiet, mimo że w 2021 r. wzrósł. Stopy bezrobocia młodzieży i bezrobocia długotrwałego nadal należą do najwyższych w UE.

Wykres 3.12.1: **Wybrane wykresy: Włochy**



W scenariuszu niekorzystnej stopy wzrostu odsetek zakłada się mniej korzystny efekt kuli śnieżnej niż w scenariuszu bazowym (tj. różnica między rynkowymi stopami procentowymi a wzrostem nominalnego PKB jest stale wyższa o 1 punkt procentowy). W scenariuszu napięcia finansowego kraj czasowo (przez jeden rok) boryka się z wyższymi rynkowymi stopami procentowymi w 2023 r. (tj. zakłada się, że rynkowe stopy procentowe czasowo wzrosną w 2023 r. o 1 punkt procentowy).
Źródło: Eurostat i służby Komisji Europejskiej.

Tabela 3.12.1: **Główne wskaźniki gospodarcze i finansowe – Włochy**

	Progi	*Wartość odniesienia I*	*Wartość odniesienia II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognoza *2022*	prognoza *2023*
Pozycja zewnętrzna								
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB, średnia z 3 lat)	**-4%/6%**			**2,9**	**3,3**	**3,4**	**2,6**	**1,2**
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB)		1,6 (1)	0,2 (2)	3,3	3,9	3,1	0,8	-0,2
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	**-35%**	**-65,8 (3)**	**14,7 (4)**	**-1,2**	**1,4**	**8,1**	**7,2**	**7,4**
NENDI – MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB) (5)				-0,1	1,2	6,4		
Konkurencyjność								
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, 3 l.)	**9% (SE) 12% (Nie SE)**			**3,2**	**6,6**	**4,6**	**6,1**	**5,3**
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, r/r)				1,3	3,2	0,0	2,8	2,4
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.)	**±5% (SE) ±11% (Nie SE)**			**0,2**	**0,6**	**-1,8**	**-5,7**	**-9,4**
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 1 l.)				-2,2	0,9	-0,5	-6,1	-3,2
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	**-6%**			**-2,4**	**-2,9**	**-6,2**	**0,8**	**1,1**
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 1 l.)				-1,4	-2,8	-0,8	6,7	-0,4
Zadłużenie sektora prywatnego								
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**133%**			**106,0**	**118,5**	**113,5**	**109,7**	**106,4**
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**14%**			**0,3**	**4,0**	**3,3**	**4,0**	**4,5**
Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (% PKB)		43,8 (6)	39,0 (7)	41,1	44,9	43,4	42,6	42,5
Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych, dane skonsolidowane (% PKB)		77,7 (6)	58,4 (7)	64,9	73,6	70,1	67,1	63,9
Rynek mieszkaniowy								
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	**6%**			**-0,7**	**1,8**	**0,9**	**-2,2**	**-3,5**
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny nominalne (zmiana w %, 1 r.)		-8,4 (8)		-0,1	1,9	2,6	4,9	1,6
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	**60%**			**134,1**	**154,9**	**150,3**	**144,6**	**143,6**
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)				-1,5	-9,5	-7,2	-5,1	-3,6
Sektor bankowy								
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	**16,50%**			**4,7**	**7,3**	**6,2**	**0,9**	
Stopa zwrotu z kapitału własnego (%)				4,9	1,0	5,7		
Współczynnik kapitału podstawowego Tier I		10,6 (9)		13,9	15,5	15,1		
Kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne (% kredytów brutto)				6,7e	4,5e	3,5p	3,0	
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	**10%**			**10,6**	**9,9**	**9,6**	**9,0**	**8,8**
Stopa bezrobocia (poziom w ujęciu rocznym)		9,6 (10)		9,9	9,3	9,5	8,3	8,7
Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności w wieku 15–64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**-0,2 pp.**			**0,9**	**-1,8**	**-1,1**	**0,8**	**2,4**
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**0,5 pp.**			**-1,2**	**-1,8**	**-1,1**		
Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**2 pp.**			**-8,5**	**-4,8**	**-2,5**		

Uwagi: Zob. załącznik 1.
Źródło: służby Komisji, Eurostat i EBC; Komisja Europejska w przypadku prognozowanych wartości (prognoza z jesieni 2022 r.)

3.13. CYPR

Na Cyprze utrzymują się obawy dotyczące relacji zadłużenia gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych, długu publicznego i zadłużenia zewnętrznego do PKB, chociaż po kryzysie związanym z COVID-19 relacje te powróciły na ścieżkę spadkową. Pomimo poprawy relacje zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych i gospodarstw domowych do PKB nadal należą do najwyższych w UE. Duży deficyt obrotów bieżących zmniejszył się, ale prognozuje się, że w warunkach pogarszającego się otoczenia zewnętrznego ponownie wzrośnie. Sektor bankowy okazał się odporny, choć nadal istnieją ryzyka, w tym związane z kredytami zagrożonymi.

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Komisja dokonała szczegółowej oceny sytuacji i stwierdziła, że na Cyprze występują nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej. W tym roku Komisja uznała za stosowne zbadanie utrzymywania się nadmiernych zakłóceń równowagi lub postępów w ich ograniczaniu w ramach szczegółowej oceny sytuacji Cypru.

Przewiduje się, że wzrost realnego PKB wyniesie 5,6 % w 2022 r. i 1 % w 2023 r. Inflacja jest wysoka. W ujęciu rok do roku zmalała ona do 8,6 % w październiku, przy czym inflację bazową szacuje się na 5,9 %. Ceny mają rosnąć szybciej niż płace.

Interpretacja tabeli wyników dla Cypru pokazuje, że w 2021 r. cztery wskaźniki przekroczyły swoje orientacyjne wartości progowe, a mianowicie saldo obrotów bieżących, międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, zadłużenie sektora prywatnego oraz dług publiczny. W interpretacji ekonomicznej tabeli wyników podkreśla się następujące istotne zmiany:

- **Stabilność zewnętrzna** nadal budzi obawy. Deficyt obrotów bieżących pozostaje duży, mimo że w 2021 r. nastąpił pewien spadek do 6,8 % PKB. Poprawa ta wynikała z częściowego ożywienia bilansu podróży, które z nawiązką skompensowało pogorszenie bilansu handlu towarami energetycznymi. Ujemny wpływ miało pogarszające się saldo dochodów pierwotnych. Prognozuje się, że w 2022 r. deficyt obrotów bieżących wzrośnie, a następnie ponownie spadnie, a jednocześnie utrzyma się na wysokim poziomie i nie sprzyja utrzymaniu międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPI netto) na poziomie ostrożnościowym. Chociaż w 2021 r. MPI netto pozostała znaczna i ujemna na poziomie -117,8 % PKB, w dużej mierze odzwierciedla ona działalność spółek celowych, których powiązania z gospodarką krajową są podobno ograniczone. Prognozuje się, że MPI netto będzie nadal spadać.

- Obawy dotyczące **konkurencyjności kosztowej** są ograniczone. Nominalne jednostkowe koszty pracy nieznacznie spadły w 2021 r., ale prognozuje się ich niewielki wzrost w związku z wysoką inflacją bazową. Istnieje częściowa indeksacja płac w stosunku do inflacji. W 2021 r. realny efektywny kurs walutowy bazujący na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych (HICP) nieznacznie osłabł. W ujęciu rok do roku uległ on dalszej deprecjacji do sierpnia 2022 r.

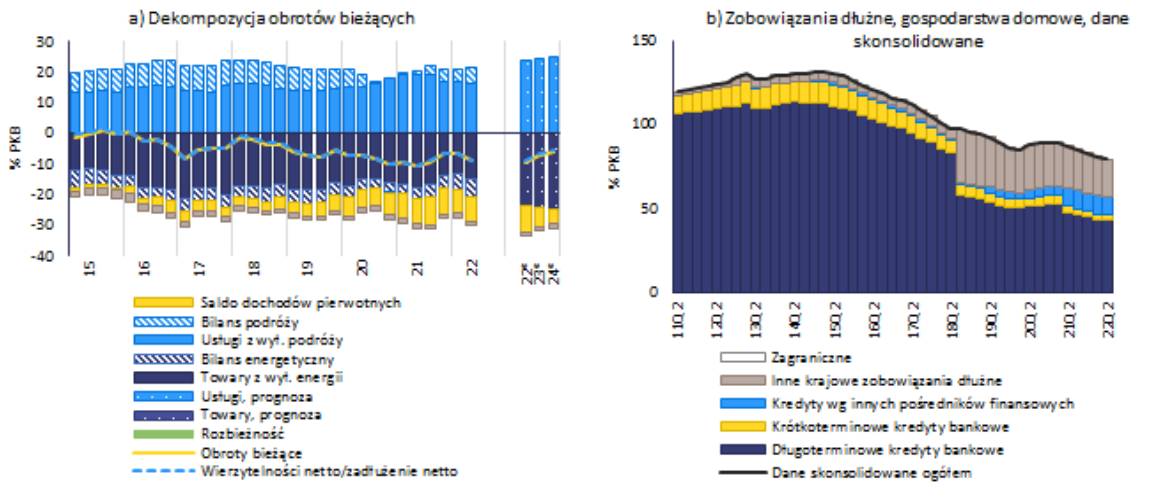
- Relacja **zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych do PKB** pozostaje jedną z najwyższych w UE, ale wykazuje tendencję spadkową. W pierwszej połowie 2022 r. relacja ta nadal spadała, ale dalej utrzymuje się powyżej zarówno ostrożnościowych wartości odniesienia, jak i wartości odniesienia opartych na fundamentalnych parametrach gospodarczych. Wysoki udział zadłużenia zagranicznego niefinansowych spółek celowych będących właścicielami statków oraz wysokie zabezpieczenia przed utratą płynności zmniejszają ryzyka. Znajdujące się w posiadaniu banków kredyty zagrożone dla przedsiębiorstw pozostają na wysokim poziomie; kredyty zagrożone znajdują się również w posiadaniu spółek skupujących kredyty. Relacja zadłużenia gospodarstw domowych do PKB również należy do najwyższych w UE i przekracza szacowaną ostrożnościową wartość odniesienia. Relacja ta zmniejszyła się jednak w 2021 r. i nadal spadała w pierwszej połowie 2022 r. Część zadłużenia gospodarstw domowych ma postać kredytów zagrożonych w posiadaniu banków lub spółek skupujących kredyty. Powtarzające się zawieszenie zajęcia negatywnie wpływa na dyscyplinę płatności. Wyższe stopy procentowe mogą wywierać

presję na zdolność obsługi długu przedsiębiorstw niefinansowych i gospodarstw domowych, ponieważ przeważa zadłużenie o zmiennym oprocentowaniu.

- Utrzymują się obawy związane z relacją **długu publicznego** do PKB. Relacja długu publicznego zmniejszyła się do 101 % PKB w 2021 r. i prognozuje się, że będzie dalej spadać, a w 2022 r. będzie poniżej poziomu z 2019 r. Spready rentowności obligacji skarbowych są zazwyczaj wyższe niż w innych państwach strefy euro. Prognozuje się, że w 2022 r. saldo budżetowe odnotuje nadwyżkę, i oczekuje się, że dzięki prognozowanym nadwyżkom pierwotnym potrzeby finansowe brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych utrzymają się na stosunkowo niskim poziomie. Ponadto Cypr posiada znaczne bufory gotówkowe. Ryzyka dla długoterminowej stabilności budżetowej są średnie zarówno w perspektywie średnio-, jak i długoterminowej.

- **Sektor bankowy** okazał się odporny, choć nadal istnieją wyzwania. W 2021 r. poziom kredytów zagrożonych dalej zmalał do około 5,6 % dzięki sprzedaży aktywów, natomiast w 2022 r. pozostaje stabilny. Wpływ pandemii widoczny jest w zwiększonym udziale kredytów sklasyfikowanych jako obarczone zwiększonym ryzykiem. Wskaźnik kredytów w fazie 2 i udział kredytów restrukturyzowanych znacznie przekraczają średnią dla strefy euro. Po zniesieniu moratoriów liczba nowych przypadków niewykonania zobowiązań była jednak jak dotąd ograniczona. Chociaż współczynnik kapitału Tier I jest zbliżony do średniej UE, stopa zwrotu z kapitału własnego należy do najniższych w UE i w 2021 r. osiągnęła jedynie nieznacznie dodatni poziom. Oczekuje się, że wyższe stopy procentowe zwiększą dochód odsetkowy netto banków, biorąc pod uwagę znaczną ilość posiadanych przez banki środków pieniężnych oraz przewagę kredytów o zmiennym oprocentowaniu. Jakość aktywów może jednak ulec pogorszeniu wraz ze spadkiem bilansów sektora prywatnego.

Wykres 3.13.1: **Wybrane wykresy: Cypr**



Źródło: Eurostat, baza danych Comext i służby Komisji Europejskiej.

Tabela 3.13.1: **Główne wskaźniki gospodarcze i finansowe – Cypr**

	Progi	*Wartość odniesienia I*	*Wartość odniesienia II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognoza *2022*	prognoza *2023*
Pozycja zewnętrzna								
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB, średnia z 3 lat)	**-4%/6%**			**-4,9**	**-6,5**	**-7,5**	**-8,8**	**-7,9**
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB)		-2,0 (1)	-1,3 (2)	-5,6	-10,1	-6,8	-9,7	-7,3
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	**-35%**	**-59,4 (3)**	**-40,1 (4)**	**-115,4**	**-134,5**	**-117,8**	**-104,8**	**-108,0**
NENDI – MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB) (5)				-155,3	-111,4	-76,4		
Konkurencyjność								
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, 3 l.)	**9% (SE) 12% (Nie SE)**			**5,2**	**6,9**	**4,1 p**	**2,2**	**5,9**
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, r/r)				2,7	2,9	-1,4 p	0,7	6,6
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.)	**±5% (SE) ±11% (Nie SE)**			**0,0**	**0,1**	**-2,4**	**-5,8**	**-8,8**
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 1 l.)				-2,2	0,5	-0,8	-5,8	-2,9
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	**-6%**			**25,3**	**38,9**	**24,9**	**25,1**	**19,5**
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 1 l.)				5,3	13,6	-2,7	3,9	-1,2
Zadłużenie sektora prywatnego								
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**133%**			**265,5**	**269,8**	**248,4 p**	**228,2**	**213,0**
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**14%**			**-0,5**	**-1,2**	**4,3 p**	**3,4**	**-0,4**
Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (% PKB)		45,6 (6)	93,1 (7)	86,2	89,4	83,0	77,4	74,5
Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych, dane skonsolidowane (% PKB)		81,2 (6)	137,2 (7)	179,3	180,4	165,4	150,8	138,5
Rynek mieszkaniowy								
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	**6%**			**3,4**	**0,7**	**-4,3**	**-5,5**	**-4,0**
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny nominalne (zmiana w %, 1 r.)		-13,7 (8)		3,7	-0,2	-3,4	0,9	3,3
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	**60%**			**90,4**	**113,5**	**101,0**	**89,6**	**84,0**
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)				1,3	-5,8	-1,7	1,1	1,1
Sektor bankowy								
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	**16,50%**			**7,5**	**-7,1**	**-0,8**	**-0,2**	
Stopa zwrotu z kapitału własnego (%)				3,5	-3,3	0,6		
Współczynnik kapitału podstawowego Tier I		10,6 (9)		17,4	17,6	17,6		
Kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne (% kredytów brutto)				18,1e	11,0e	5,6p	5,6	
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	**10%**			**8,9**	**7,7**	**7,4**	**7,4**	**7,3**
Stopa bezrobocia (poziom w ujęciu rocznym)		8,9 (10)		7,1	7,6	7,5	7,2	7,2
Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności w wieku 15–64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**-0,2 pp.**			**2,6**	**1,9**	**1,7**	**-0,9**	**0,1**
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**0,5 pp.**			**-3,7**	**-2,4**	**-0,1**		
Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**2 pp.**			**-12,5**	**-6,5**	**-3,1**		

Uwagi: Zob. załącznik 1.

Źródło: służby Komisji, Eurostat i EBC; Komisja Europejska w przypadku prognozowanych wartości (prognoza z jesieni 2022 r.)

3.14. ŁOTWA

Na Łotwie obawy związane z konkurencyjnością kosztową i zmianami cen nieruchomości mieszkalnych istniały już przed pandemią COVID-19 i są coraz większe. Nominalne jednostkowe koszty pracy będą nadal rosnąć wskutek słabnącego wzrostu wydajności. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych pozostaje szybki i ostatnio przyspieszył, co doprowadziło do nieznacznego zawyżenia, chociaż zadłużenie gospodarstw domowych jest niskie. Gwałtowny wzrost cen energii przełożył się na inflację bazową, która należy do najwyższych w UE i przyczyniła się do osłabienia rachunku obrotów bieżących.

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Komisja nie dokonała szczegółowej oceny sytuacji i nie stwierdziła zakłóceń równowagi makroekonomicznej na Łotwie. W tym roku Komisja uznała za stosowne zbadanie nowej podatności na zagrożenia i jej skutków w ramach szczegółowej oceny sytuacji Łotwy.

Przewiduje się, że wzrost realnego PKB wyniesie 1,9 % w 2022 r. i -0,3 % w 2023 r. Inflacja należy do najwyższych w strefie euro. W ujęciu rok do roku zmalała ona do 21,8 % w październiku, przy czym inflację bazową we wrześniu szacuje się na 8,9 %. Ceny mają rosnąć szybciej niż płace.

Interpretacja tabeli wyników dla Łotwy pokazuje, że w 2021 r. cztery wskaźniki przekroczyły swoje orientacyjne wartości progowe, a mianowicie wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy, wzrost realnych cen nieruchomości mieszkalnych, zmiana współczynnika aktywności zawodowej oraz zmiana poziomu bezrobocia młodzieży. W interpretacji ekonomicznej tabeli wyników podkreśla się następujące istotne zmiany:

- Ryzyka dla **stabilności zewnętrznej** są ograniczone pomimo pogarszających się perspektyw**.** W 2021 r. saldo obrotów bieżących uzyskało wartość ujemną, osiągając -4,2 %, i prognozuje się, że w 2022 r. ulegnie dalszemu pogorszeniu, głównie ze względu na rosnące koszty importu energii. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych znacznie się zwiększył w czasie kryzysu związanego z COVID-19, osiągając 7 % w 2021 r., i prognozuje się, że utrzyma się mniej więcej na tym poziomie w 2022 r., po czym w 2023 r. zmniejszy się. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto) nadal się jednak poprawiała i w 2021 r. osiągnęła -27,4 % PKB. Ponieważ zobowiązania Łotwy składają się w dużej mierze z obligacji skarbowych i bezpośrednich inwestycji zagranicznych, MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą jest dodatnia.

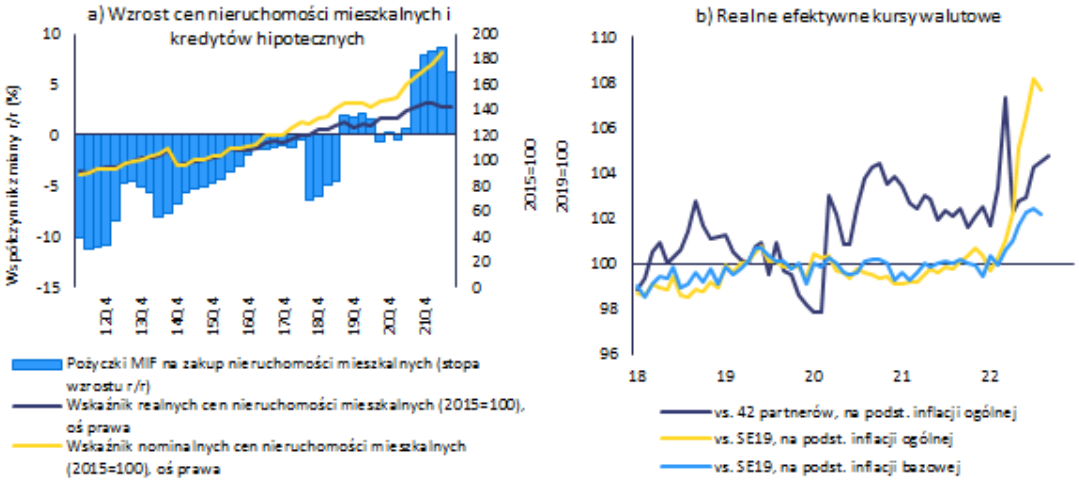
- Obawy dotyczące **konkurencyjności kosztowej** istniały już przed pandemią COVID-19 i pozostają aktualne. Wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy wyhamował do 4 % w 2021 r., ale prognozuje się, że w 2022 r. ponownie znacznie wzrośnie i pozostanie na wysokim poziomie w 2023 r. Wysoka inflacja może wywierać dodatkową presję na wzrost płac i oczekuje się, że pogarszające się perspektywy gospodarcze ograniczą wzrost wydajności. Chociaż inflacja była szczególnie wysoka, realny efektywny kurs walutowy bazujący na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych (HICP) nieznacznie umocnił się w 2021 r., a w ujęciu rok do roku umocnił się również do sierpnia 2022 r.

- Nadal niepokojący jest wysoki **wzrost cen nieruchomości mieszkalnych**. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych wyniósł 10,9 % w 2021 r. i znacznie przyspieszył w pierwszej połowie 2022 r. W drugim kwartale 2022 r. wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych w ujęciu rok do roku wyniósł 16,5 %. Przyspieszenie to następuje po dekadzie, w której wzrost cen nieruchomości mieszkalnych utrzymywał się zasadniczo na poziomie odpowiadającym wzrostowi płac. Szacuje się, że w 2021 r. ceny nieruchomości mieszkalnych były zawyżone o 10 %. Udzielanie kredytów hipotecznych jest na umiarkowanym poziomie, a zadłużenie gospodarstw domowych jest niskie i maleje.

- **Sektor bankowy** jest w dobrej kondycji i dobrze wyposażony w kapitał. Rentowność wzrosła w 2021 r. powyżej średniej UE, a wskaźnik kredytów zagrożonych spadł o ponad 2 punkty procentowe do poziomu 2,1 %. Dynamika akcji kredytowej była niska, a zadłużenie sektora prywatnego stale malało.

- Sytuacja na **rynku pracy** pogorszyła się w czasie kryzysu związanego z COVID-19 i nie wróciła w pełni do wcześniejszego stanu. Stopa bezrobocia spadła do 7,6 % w 2021 r. i prognozuje się, że w 2022 r. zmaleje, a w 2023 r. ponownie wzrośnie. Współczynnik aktywności zawodowej znacznie obniżył się w 2021 r., przerywając prawie dziesięcioletnią tendencję do poprawy, ale prognozuje się, że w 2022 r. zacznie ponownie rosnąć. Bezrobocie młodzieży nie poprawiło się po wzroście w 2020 r.

Wykres 3.14.1: **Wybrane wykresy: Łotwa**



Źródło: Eurostat i służby Komisji Europejskiej.

Tabela 3.14.1: **Główne wskaźniki gospodarcze i finansowe – Łotwa**

	Progi	*Wartość odniesienia I*	*Wartość odniesienia II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognoza *2022*	prognoza *2023*
Pozycja zewnętrzna								
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB, średnia z 3 lat)	**-4%/6%**			**0,2**	**0,6**	**-0,7**	**-3,2**	**-6,9**
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB)		-0,4 (1)	-3,8 (2)	-0,6	2,6	-4,2	-8,1	-8,4
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	**-35%**	**-50,5 (3)**	**-13,3 (4)**	**-40,3**	**-34,1**	**-27,4**	**-24,4**	**-25,0**
NENDI – MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB) (5)				5,8	14,1	18,9		
Konkurencyjność								
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, 3 l.)	**9% (SE) 12% (Nie SE)**			**15,3**	**16,1**	**14,5**	**22,4**	**25,5**
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, r/r)				5,0	4,8	4,0	12,3	7,4
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.)	**±5% (SE) ±11% (Nie SE)**			**3,8**	**5,9**	**2,3**	**-2,9**	**-7,5**
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 1 l.)				0,0	2,0	0,3	-5,2	-2,8
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	**-6%**			**3,3**	**19,7**	**13,4**	**15,6**	**10,0**
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 1 l.)				-1,3	11,8	-1,8	3,7	-2,1
Zadłużenie sektora prywatnego								
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**133%**			**66,2**	**64,7**	**58,0**	**53,1**	**51,4**
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**14%**			**1,1**	**-1,9**	**0,9**	**1,8**	**3,0**
Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (% PKB)		61,9 (6)	18,2 (7)	20,2	20,3	19,4	18,1	18,1
Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych, dane skonsolidowane (% PKB)		83,5 (6)	68,9 (7)	46,0	44,4	38,6	35,0	33,3
Rynek mieszkaniowy								
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	**6%**			**5,8**	**2,7**	**7,3**	**-2,5**	**-2,2**
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny nominalne (zmiana w %, 1 r.)		10,3 (8)		9,0	3,5	10,9	11,1	-0,4
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	**60%**			**36,5**	**42,0**	**43,6**	**42,4**	**44,0**
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)				-0,6	-4,3	-7,0	-7,1	-3,4
Sektor bankowy								
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	**16,50%**			**4,6**	**10,8**	**13,2**	**1,8**	
Stopa zwrotu z kapitału własnego (%)				9,6	5,2	4,5		
Współczynnik kapitału podstawowego Tier I		10,6 (9)		22,0	25,7	29,2		
Kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne (% kredytów brutto)				3,9e	4,6e	2,1p	1,8	
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	**10%**			**7,5**	**7,3**	**7,3**	**7,6**	**7,6**
Stopa bezrobocia (poziom w ujęciu rocznym)		7,4 (10)		6,3	8,1	7,6	7,1	8,1
Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności w wieku 15–64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**-0,2 pp.**			**1,1**	**1,1**	**-1,8**	**2,0**	**2,5**
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (zmiana w p.p., 3 l	**0,5 pp.**			**-1,7**	**-1,2**	**-1,1**		
Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**2 pp.**			**-4,8**	**-2,1**	**2,6**		

Uwagi: Zob. załącznik 1.

Źródło: służby Komisji, Eurostat i EBC; Komisja Europejska w przypadku prognozowanych wartości (prognoza z jesieni 2022 r.)

3.15. LITWA

Na Litwie obawy związane z konkurencyjnością kosztową istniały przed pandemią COVID-19, a obecne wydarzenia sprawiły, że wysunęły się one na pierwszy plan. W ostatnich latach wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy był silny i utrzyma się na wysokim poziomie, a inflacja bazowa również była wysoka w zestawieniu z państwami strefy euro porównywalnymi z Litwą. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych należy do najwyższych w UE, a liczba kredytów nadal rośnie.

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Komisja nie dokonała szczegółowej oceny sytuacji i nie stwierdziła zakłóceń równowagi makroekonomicznej na Litwie. W tym roku Komisja uznała za stosowne zbadanie nowej podatności na zagrożenia i jej skutków w ramach szczegółowej oceny sytuacji Litwy.

Przewiduje się, że wzrost realnego PKB wyniesie 2,5 % w 2022 r. i 0,5 % w 2023 r. Inflacja jest wysoka, w tym w porównaniu z partnerami handlowymi Litwy ze strefy euro. W ujęciu rok do roku zmalała ona do 22 % w październiku 2022 r., przy czym inflację bazową we wrześniu szacuje się na 11,9 %. Ceny mają rosnąć szybciej niż płace.

Interpretacja tabeli wyników dla Litwy pokazuje, że w 2021 r. pięć wskaźników przekroczyło swoje orientacyjne wartości progowe, a mianowicie wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy, wzrost realnych cen nieruchomości mieszkalnych, wzrost zobowiązań sektora finansowego, zmiana poziomu bezrobocia długotrwałego oraz zmiana poziomu bezrobocia młodzieży. W interpretacji ekonomicznej tabeli wyników podkreśla się następujące istotne zmiany:

- Obawy dotyczące **stabilności zewnętrznej** pozostają ograniczone pomimo pogarszających się perspektyw. Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących zmniejszyła się do 1,1 % w 2021 r., co zniwelowało jego tymczasowy wzrost w czasie pandemii i było spowodowane pogarszającym się bilansem handlu energią i innymi towarami. Prognozuje się pogorszenie salda obrotów bieżących do znacznego deficytu w 2022 r. Prognozuje się, że po znacznym zmniejszeniu w 2021 r. deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wzrośnie do 1,9 % w 2022 r., a w 2023 r. będzie się nadal zwiększał. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto) jest prawie zrównoważona i przewiduje się, że będzie się nadal poprawiać. Ponieważ zobowiązania składają się w dużej mierze z bezpośrednich inwestycji zagranicznych, MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą jest dodatnia.

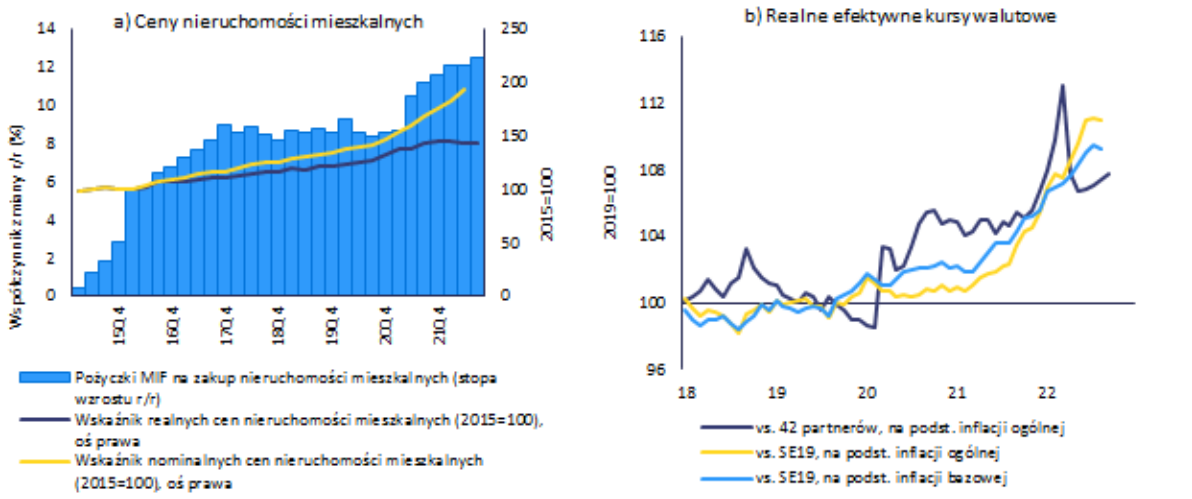
- Obawy dotyczące **konkurencyjności kosztowej**, które istniały przed pandemią COVID-19, pozostają poważne. W ostatnich latach nominalne jednostkowe koszty pracy silnie rosły i prognozuje się, że ich wzrost przyspieszy w 2022 r. w kontekście silnego wzrostu płac nominalnych na Litwie. Na pozostałą część horyzontu prognozy przewiduje się dalszy wzrost, choć znacznie mniej wyraźny. W 2021 r. realny efektywny kurs walutowy bazujący na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych (HICP) umocnił się. W ujęciu rok do roku pozostał jednak zasadniczo niezmieniony do sierpnia 2022 r.

- Nadal niepokojący jest wysoki **wzrost cen nieruchomości mieszkalnych**. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych przyspieszył z 7,3 % w 2020 r. do 16,1 % w 2021 r., co stanowiło tempo wzrostu należące do najwyższych w UE. W drugim kwartale 2022 r. wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych w ujęciu rok do roku zwiększył się do 22,1 %. Wskaźniki cen nieruchomości mieszkalnych za 2021 r. nie wskazują na potencjalne oznaki zawyżenia. W ostatnich miesiącach wzrosły kredyty zaciągane przez gospodarstwa domowe.

- **Stopa bezrobocia** powróciła do tendencji spadkowej, osiągając 7,1 % w 2021 r., i prognozuje się, że w 2022 r. również zmaleje, a w 2023 r. ponownie wzrośnie. Stopa bezrobocia pozostaje wyższa niż w wielu innych państwach UE, natomiast wskaźnik wakatów wzrósł do historycznie

wysokiego poziomu. W 2021 r. nieznacznie wzrosła stopa bezrobocia długotrwałego. Stopa bezrobocia młodzieży zmalała w 2021 r.

Wykres 3.15.1: **Wybrane wykresy: Litwa**



Źródło: Eurostat i służby Komisji Europejskiej.

Tabela 3.15.1: **Wybrane wskaźniki gospodarcze i finansowe – Litwa**

	Progi	*Wartość odniesienia I*	*Wartość odniesienia II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognoza *2022*	prognoza *2023*
Pozycja zewnętrzna								
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB, średnia z 3 lat)	**-4%/6%**			**1,5**	**3,7**	**4,0**	**1,5**	**-1,8**
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB)		0,7 (1)	-2,5 (2)	3,5	7,3	1,1	-3,9	-2,8
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	**-35%**	**-61,2 (3)**	**1,5 (4)**	**-23,5**	**-15,6**	**-7,4**	**-3,4**	**-4,2**
NENDI – MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB) (5)				5,6	15,2	22,2		
Konkurencyjność								
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, 3 l.)	**9% (SE) 12% (Nie SE)**			**16,6**	**17,4**	**19,2**	**26,0**	**24,2**
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, r/r)				6,3	4,9	6,8	12,4	3,4
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.)	**±5% (SE) ±11% (Nie SE)**			**3,8**	**6,9**	**4,4**	**-0,7**	**-8,7**
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 1 l.)				-0,7	3,3	1,8	-5,5	-5,2
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	**-6%**			**16,4**	**38,7**	**37,9**	**30,0**	**21,7**
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 1 l.)				6,5	8,9	3,4	3,3	-1,7
Zadłużenie sektora prywatnego								
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**133%**			**55,2**	**54,4**	**53,9**	**51,1**	**46,8**
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**14%**			**2,6**	**0,3**	**5,9**	**6,0**	**5,6**
Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (% PKB)		63,9 (6)	14,9 (7)	23,0	24,2	23,6	22,6	22,7
Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych, dane skonsolidowane (% PKB)		86,7 (6)	48,8 (7)	32,2	30,2	30,3	28,5	24,1
Rynek mieszkaniowy								
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	**6%**			**4,5**	**6,1**	**11,0**	**-1,6**	**-2,8**
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny nominalne (zmiana w %, 1 r.)		-7,0 (8)		6,8	7,3	16,1	14,1	2,8
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	**60%**			**35,8**	**46,3**	**43,7**	**38,0**	**41,0**
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)				0,5	-7,0	-1,0	-1,9	-4,4
Sektor bankowy								
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	**16,50%**			**6,2**	**28,5**	**25,2**	**8,1**	
Stopa zwrotu z kapitału własnego (%)				14,5	10,0	10,4		
Współczynnik kapitału podstawowego Tier I		10,6 (9)		19,5	21,5	23,2		
Kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne (% kredytów brutto)				1,7e	2,2e	1,2p	1,0	
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	**10%**			**6,5**	**7,0**	**7,3**	**7,2**	**6,7**
Stopa bezrobocia (poziom w ujęciu rocznym)		6,4 (10)		6,3	8,5	7,1	6,0	7,1
Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności w wieku 15–64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**-0,2 pp.**			**2,5**	**2,6**	**0,9**	**1,0**	**-1,2**
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**0,5 pp.**			**-1,1**	**-0,2**	**0,6**		
Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**2 pp.**			**-2,6**	**6,3**	**3,2**		

Uwagi: Zob. załącznik 1.
Źródło: służby Komisji, Eurostat i EBC; Komisja Europejska w przypadku prognozowanych wartości (prognoza z jesieni 2022 r.)

3.16. LUKSEMBURG

W Luksemburgu wzrosły obawy związane ze zmianami cen nieruchomości mieszkalnych i wysokim zadłużeniem gospodarstw domowych. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych należy do najwyższych w UE, co budzi obawy dotyczące zawyżania, jak również wysokiego zadłużenia gospodarstw domowych. Zadłużenie gospodarstw domowych wyrażone jako odsetek dochodu do dyspozycji brutto sektora gospodarstw domowych maleje, ale utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie. Sektor bankowy jest stabilny, ale boryka się z pewnymi ryzykami. W kontekście dalszego wzrostu jednostkowych kosztów pracy mogą pojawić się pewne obawy związane z konkurencyjnością.

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Komisja nie dokonała szczegółowej oceny sytuacji i nie stwierdziła zakłóceń równowagi makroekonomicznej w Luksemburg. W tym roku Komisja uznała za stosowne zbadanie nowej podatności na zagrożenia i jej skutków w ramach szczegółowej oceny sytuacji Luksemburga.

Przewiduje się, że wzrost realnego PKB wyniesie 1,5 % w 2022 r. i 1 % w 2023 r. Inflacja jest wysoka. W ujęciu rok do roku utrzymała się na poziomie 8,8 % w październiku, podczas gdy inflację bazową we wrześniu szacuje się na 4,9 %, czyli jest ona niższa niż w wielu innych państwach strefy euro. Ceny mają rosnąć szybciej niż płace.

Interpretacja tabeli wyników dla Luksemburga pokazuje, że w 2021 r. pięć wskaźników przekroczyło swoje orientacyjne wartości progowe, a mianowicie wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy, wzrost realnych cen nieruchomości mieszkalnych, przepływy kredytowe sektora prywatnego, zadłużenie sektora prywatnego oraz zmiana poziomu bezrobocia młodzieży. W interpretacji ekonomicznej tabeli wyników podkreśla się następujące istotne zmiany:

- **Konkurencyjność kosztowa** może stać się problemem. Nominalne jednostkowe koszty pracy wzrosły w 2021 r. o 3,9 % i prognozuje się, że w latach 2022 i 2023 ich wzrost będzie silniejszy. Oczekuje się, że szeroki pakiet środków przyjętych w celu ograniczenia inflacji w przyszłości złagodzi wzrost płac nominalnych. W 2021 r. realny efektywny kurs walutowy bazujący na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych (HICP) nieznacznie umocnił się. W ujęciu rok do roku uległ deprecjacji do sierpnia 2022 r.

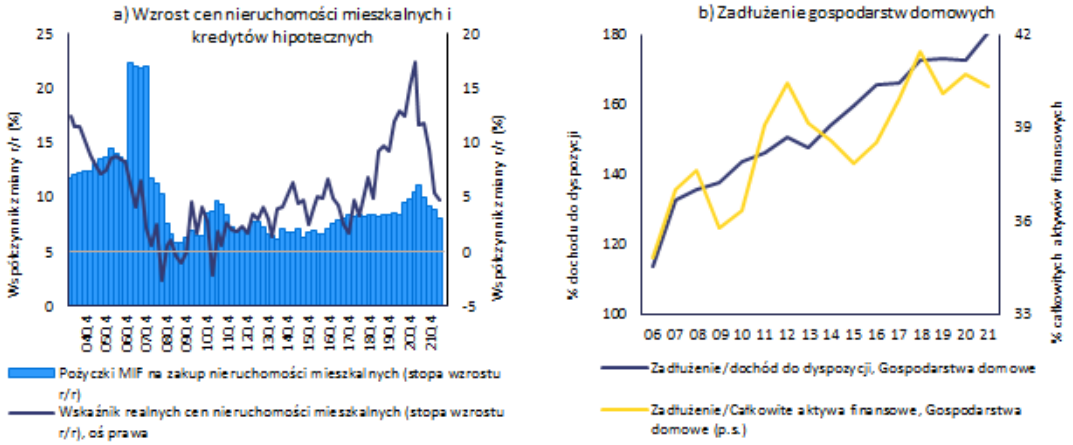
- Relacja **zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych** do PKB jest najwyższa w UE, choć zmniejszyła się umiarkowanie – do 274 % PKB w 2021 r. Relacja ta utrzymuje się powyżej zarówno ostrożnościowych wartości odniesienia, jak i wartości odniesienia opartych na fundamentalnych parametrach gospodarczych i jest nadal o 31 punktów procentowych wyższa niż w 2019 r. Wysoki udział transgranicznych pożyczek wewnątrzgrupowych w zadłużeniu przedsiębiorstw ogranicza to ryzyko. Udział kredytów dla przedsiębiorstw denominowanych w walucie obcej jest jednym z najwyższych wśród państw strefy euro – wynosi 11 %. Wskaźnik zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych zmniejszył się w pierwszej połowie 2022 r., ale istnieją czynniki ryzyka związane z otoczeniem makroekonomicznym. Przepływy kredytowe do przedsiębiorstw niefinansowych zmniejszyły się, ale również pozostają na bardzo wysokim poziomie – 16,7 % PKB.

- **Zadłużenie gospodarstw domowych** wyrażone jako odsetek dochodu do dyspozycji brutto sektora gospodarstw domowych maleje, choć nadal należy do najwyższych w UE. Przepływy kredytowe netto do gospodarstw domowych zmalały w drugim kwartale 2022 r. Saldo zadłużenia zmniejszyło się ze względu na wzrost nominalnego PKB i nadal malało w pierwszej połowie 2022 r. Koszty finansowania dla gospodarstw domowych zaczęły rosnąć, częściowo ze względu na wysoki udział kredytów hipotecznych o zmiennym oprocentowaniu oraz równolegle ze wzrostem w strefie euro, a standardy kredytowania w przypadku kredytów hipotecznych zaostrzono.

- Nadal niepokojący jest bardzo wysoki **wzrost cen nieruchomości mieszkalnych**. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych utrzymywał się na bardzo wysokim poziomie – 13,9 % w 2021 r. w porównaniu z 14,5 % w 2020 r., co stanowiło tempo wzrostu należące do najwyższych w UE. W drugim kwartale 2022 r. wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych w ujęciu rok do roku wyniósł 11,5 %. Jeden z najwyższych w UE wskaźników ceny do dochodów budzi obawy o przystępność cenową. Według modelu wyceny opracowanego przez Komisję ceny nieruchomości mieszkalnych były w 2021 r. najbardziej zawyżone wśród państw członkowskich UE – o 61 %. Ryzyko ostrej korekty cen nieruchomości mieszkalnych jest ograniczone ze względu na ograniczenia podaży, ale wzrosło w związku z zaostrzonymi warunkami finansowania i niższym wzrostem.

- **Sektor bankowy** jest stabilny, ale boryka się z pewnymi ryzykami. Banki są dobrze skapitalizowane i mają płynność finansową. Rentowność wzrosła w 2021 r., ale utrzymywała się znacznie poniżej średniej UE. Wskaźnik kredytów zagrożonych jest najniższy w UE. Dynamiczny wzrost kredytów hipotecznych, pomimo niedawnego spowolnienia, stanowi główne ryzyko dla sektora bankowego przy już wysokim zadłużeniu gospodarstw domowych i zawyżonych cenach nieruchomości mieszkalnych.

Wykres 3.16.1: **Wybrane wykresy: Luksemburg**



Źródło: Eurostat i służby Komisji Europejskiej.

Tabela 3.16.1: **Wybrane wskaźniki gospodarcze i finansowe – Luksemburg**

	Progi	*Wartość odniesienia I*	*Wartość odniesienia II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognoza *2022*	prognoza *2023*
Pozycja zewnętrzna								
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB, średnia z 3 lat)	**-4%/6%**			**4,0**	**3,9**	**4,2**	**4,0**	**3,4**
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB)		5,5 (1)	3,0 (2)	3,4	4,6	4,7	2,9	2,5
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	**-35%**	**-171,4 (3)**	**53,7 (4)**	**67,8**	**55,7**	**30,6**	**33,9**	**35,3**
NENDI – MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB) (5)				-4153,8	-4172,4	-4766,5		
Konkurencyjność								
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, 3 l.)	**9% (SE) 12% (Nie SE)**			**14,7**	**13,0**	**11,2 p**	**15,0**	**17,4**
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, r/r)				3,1	3,8	3,9 p	6,7	5,9
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.)	**±5% (SE) ±11% (Nie SE)**			**2,0**	**1,5**	**0,6**	**-1,9**	**-4,7**
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 1 l.)				-0,6	0,4	0,8	-3,0	-2,5
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	**-6%**			**7,0**	**17,6**	**13,1**	**13,9**	**14,2**
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 1 l.)				3,1	15,2	-1,4	-1,2	-1,3
Zadłużenie sektora prywatnego								
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**133%**			**310,8**	**320,3**	**340,6 p**	**329,7**	**309,9**
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**14%**			**24,9**	**42,9**	**53,9 p**	**12,2**	**8,0**
Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (% PKB)		91,7 (6)	88,5 (7)	67,2	68,5	66,0	67,2	67,6
Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych, dane skonsolidowane (% PKB)		104,6 (6)	89,7 (7)	243,6	251,8	274,6	262,5	242,3
Rynek mieszkaniowy								
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	**6%**			**8,3**	**13,1**	**12,4**	**3,9**	**2,2**
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny nominalne (zmiana w %, 1 r.)		60,9 (8)		10,1	14,5	13,9	10,0	3,1
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	**60%**			**22,4**	**24,5**	**24,5**	**24,3**	**26,0**
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)				2,2	-3,4	0,8	-0,1	-1,7
Sektor bankowy								
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	**16,50%**			**3,7**	**-2,6**	**11,4**	**0,2**	
Stopa zwrotu z kapitału własnego (%)				5,2	4,4	5,5		
Współczynnik kapitału podstawowego Tier I		10,6 (9)		18,8	19,5	18,3		
Kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne (% kredytów brutto)				0,6e	0,7e	0,6p	0,7	
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	**10%**			**5,6**	**6,0**	**5,9**	**5,6**	**5,0**
Stopa bezrobocia (poziom w ujęciu rocznym)		5,7 (10)		5,6	6,8	5,3	4,7	5,1
Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności w wieku 15–64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**-0,2 pp.**			**2,0**	**2,0**	**2,1**	**-1,2**	**-2,3**
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (zmiana w p.p., 3 l.	**0,5 pp.**			**-0,9**	**-0,4**	**0,4**		
Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**2 pp.**			**-1,9**	**7,8**	**2,7**		

Uwagi: Zob. załącznik 1.
Źródło: służby Komisji, Eurostat i EBC; Komisja Europejska w przypadku prognozowanych wartości (prognoza z jesieni 2022 r.)

3.17. WĘGRY

Na Węgrzech nadal rosną obawy związane ze stabilnością zewnętrzną, konkurencyjnością kosztową, stabilnością budżetową i zmianami cen nieruchomości mieszkalnych. Deficyt obrotów bieżących zwiększył się w 2021 r. i według prognoz będzie dalej rósł, a kurs walutowy wykazuje tendencję spadkową. Wzrost jednostkowych kosztów pracy był od lat bardzo duży i nadal jest silny, przy czym konkurencyjność kosztowa utrzymywała się jak dotąd przy nominalnej deprecjacji. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych, w warunkach ograniczonej podaży i szacowanego zawyżenia cen nieruchomości mieszkalnych, należał ostatnio do najwyższych w UE. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych nadal jest wysoki.

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Komisja nie dokonała szczegółowej oceny sytuacji i nie stwierdziła zakłóceń równowagi makroekonomicznej na Węgrzech. W tym roku Komisja uznała za stosowne zbadanie nowej podatności na zagrożenia i jej skutków w ramach szczegółowej oceny sytuacji na Węgrzech.

Przewiduje się, że wzrost realnego PKB wyniesie 5,5 % w 2022 r. i 0,1 % w 2023 r. Inflacja jest bardzo wysoka, w tym w porównaniu z partnerami handlowymi Węgier ze strefy euro. W ujęciu rok do roku wzrosła ona do 20,7 % we wrześniu, przy czym inflację bazową szacuje się na 13,2 %. Ceny mają rosnąć szybciej niż płace.

Interpretacja tabeli wyników dla Węgier pokazuje, że w 2021 r. pięć wskaźników przekroczyło swoje orientacyjne wartości progowe, a mianowicie międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy, wzrost realnych cen nieruchomości mieszkalnych, dług publiczny oraz zmiana poziomu bezrobocia młodzieży. W interpretacji ekonomicznej tabeli wyników podkreśla się następujące istotne zmiany:

- Ryzyka dla **stabilności zewnętrznej** wzrosły w związku z pogarszającymi się przepływami zewnętrznymi. Deficyt obrotów bieżących zwiększył się w 2021 r. do 4 % PKB, a w 2022 r. nastąpi jego wyraźne dalsze pogłębienie. Duży import energii netto do Węgier sprawia, że saldo obrotów z zagranicą jest wrażliwe na zmiany cen energii na rynkach światowych. W 2021 r. ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto) pozostała zasadniczo niezmieniona. MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą jest niemal zrównoważona. Rezerwy walutowe pokrywają nieco ponad 3 miesiące przywozu i przekraczają krótkoterminowe zadłużenie zewnętrzne.

- Utrzymują się obawy dotyczące **konkurencyjności kosztowej**, które istniały już przed pandemią COVID-19. Utrzymująca się nominalna deprecjacja forinta częściowo zrekompensowała znaczny wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy w ostatnich latach. Jednostkowe koszty pracy ponownie wzrosły w 2021 r. w związku z kurczącymi się zasobami pracy i prognozuje się, że w latach 2022 i 2023 znacznie wzrosną. Realny efektywny kurs walutowy bazujący na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych (HICP) pozostał zasadniczo niezmieniony w 2021 r., a następnie do sierpnia 2022 r. znacznie osłabł.

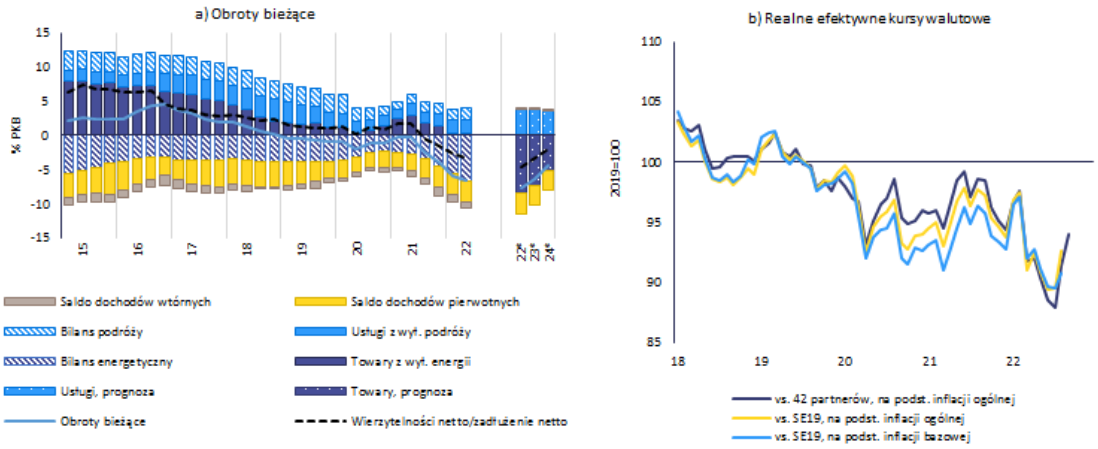
- Nadal niepokojący jest bardzo wysoki wzrost **cen nieruchomości mieszkalnych**. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych przyspieszył z 4,9 % do 16,5 % w 2021 r. i rósł w tempie należącym do najwyższych w U. W drugim kwartale 2022 r. wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych w ujęciu rok do roku przyspieszył do 22,8 %. Szacuje się, że w 2021 r. ceny nieruchomości mieszkalnych były zawyżone o 17 %. Jednocześnie inwestycje w zasoby mieszkaniowe były w 2021 r. znacznie niższe od średniej UE i wynosiły 3,9 % PKB.

- **Dług publiczny** nieznacznie zmalał w 2021 r., do 76,8 % PKB, dzięki wyraźnemu wzrostowi nominalnego PKB i prognozuje się, że ustabilizuje się na mniej więcej tym poziomie. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych zmniejszył się w 2021 r. do 7,1 % PKB i prognozuje się, że będzie nadal malał dzięki środkom zapowiedzianym przez rząd. Udział długu

publicznego denominowanego w walucie obcej lub utrzymywanego przez nierezydentów jest podwyższony. Dochody z obligacji skarbowych wzrosły w odniesieniu do wszystkich terminów zapadalności, zwłaszcza od lata ubiegłego roku. Jednocześnie potrzeby finansowe brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych są wysokie. Ryzyka dla stabilności budżetowej są średnie w perspektywie średnioterminowej i wysokie w perspektywie długoterminowej, również ze względu na starzenie się społeczeństwa.

- **Sektor bankowy** pozostaje ogólnie w dobrej kondycji, ale stoi w obliczu przyszłych wyzwań. Rentowność należy do najwyższych w UE, wskaźnik kapitału Tier I jest zbliżony do średniej UE, a wskaźnik kredytów zagrożonych pozostawał na niskim poziomie, chociaż w 2021 r. nastąpił wzrost zadłużenia restrukturyzowanego. Niedawno wprowadzony podatek na lata 2022 i 2023 od nieoczekiwanych zysków oraz pułap regulacyjny dotyczący elastycznego oprocentowania kredytów hipotecznych do połowy 2023 r. prawdopodobnie znacznie zmniejszą zyski banków. Posiadany przez banki dług publiczny stanowi prawie jedną piątą aktywów bankowych. Relacja zadłużenia sektora prywatnego do PKB jest niska, ale zadłużenie gospodarstw domowych i przedsiębiorstw znacznie wzrosło od 2020 r., a kredyty w walucie obcej są istotne, zwłaszcza w przypadku nieruchomości komercyjnych.

Wykres 3.17.1: **Wybrane wykresy: Węgry**



Źródło: Eurostat, baza danych Comext i służby Komisji Europejskiej.

Tabela 3.17.1: **Wybrane wskaźniki gospodarcze i finansowe – Węgry**

	Progi	*Wartość odniesienia I*	*Wartość odniesienia II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognoza *2022*	prognoza *2023*
Pozycja zewnętrzna								
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB, średnia z 3 lat)	**-4%/6%**			**0,5**	**-0,5**	**-1,9**	**-4,2**	**-6,0**
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB)		0,0 (1)	-6,1 (2)	-0,8	-1,1	-4,0	-7,6	-6,3
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	**-35%**	**-52,0 (3)**	**-14,4 (4)**	**-49,8**	**-52,2**	**-53,1**	**-46,1**	**-44,7**
NENDI – MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB) (5)				-2,6	-2,4	-1,5		
Konkurencyjność								
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, 3 l.)	**9% (SE) 12% (Nie SE)**			**11,5**	**13,7**	**12,4 p**	**20,6**	**27,8**
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, r/r)				3,1	6,7	2,1 p	10,7	13,0
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.)	**±5% (SE) ±11% (Nie SE)**			**0,4**	**-4,9**	**-4,1**	**-13,1**	**-13,5**
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 1 l.)				-0,8	-3,6	0,3	-10,0	-4,2
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	**-6%**			**5,0**	**7,4**	**0,0**	**2,0**	**3,3**
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 1 l.)				1,1	2,6	-3,8	2,6	0,9
Zadłużenie sektora prywatnego								
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**133%**			**67,3**	**76,8**	**80,5 p**	**75,9**	**65,5**
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**14%**			**4,2**	**8,1**	**12,7 p**	**6,0**	**2,0**
Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (% PKB)		46,4 (6)	26,0 (7)	18,5	20,8	21,0	19,7	18,6
Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych, dane skonsolidowane (% PKB)		63,4 (6)	35,1 (7)	48,8	56,0	59,5	56,2	46,9
Rynek mieszkaniowy								
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	**6%**			**11,8**	**1,5**	**10,0 p**	**4,5**	**-15,3**
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny nominalne (zmiana w %, 1 r.)		16,8 (8)		17,0	4,9	16,5	17,1	3,5
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	**60%**			**65,3**	**79,3**	**76,8**	**76,4**	**75,2**
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)				-2,0	-7,5	-7,1	-6,2	-4,4
Sektor bankowy								
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	**16,50%**			**36,8**	**55,0**	**16,4**	**0,0**	
Stopa zwrotu z kapitału własnego (%)				14,3	7,6	12,7		
Współczynnik kapitału podstawowego Tier I		10,6 (9)		15,8	15,9	17,7		
Kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne (% kredytów brutto)				4,2e	3,6e	3,2p	3,4	
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	**10%**			**3,6**	**3,7**	**3,8**	**3,9**	**4,0**
Stopa bezrobocia (poziom w ujęciu rocznym)		3,3 (10)		3,3	4,1	4,1	3,6	4,2
Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności w wieku 15–64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**-0,2 pp.**			**2,6**	**2,0**	**2,1**	**3,4**	**3,8**
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**0,5 pp.**			**-1,2**	**-0,5**	**-0,1**		
Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**2 pp.**			**-1,5**	**2,0**	**3,6**		

54Uwagi: Zob. załącznik 1.

Źródło: służby Komisji, Eurostat i EBC; Komisja Europejska w przypadku prognozowanych wartości (prognoza z jesieni 2022 r.)

3.18. MALTA

Na Malcie deficyt obrotów bieżących pozostaje znaczny, a zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych wzrosło, chociaż wydaje się, że powiązane ryzyka są ograniczone. Wysoka relacja zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych do PKB nadal wykazuje tendencję spadkową. Szacuje się, że nominalne ceny nieruchomości mieszkalnych są umiarkowanie zawyżone.

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Komisja nie dokonała szczegółowej oceny sytuacji i nie stwierdziła zakłóceń równowagi makroekonomicznej na Malcie. W tym roku Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania dalszej szczegółowej analizy w odniesieniu do Malty.

Przewiduje się, że wzrost realnego PKB wyniesie 5,7 % w 2022 r. i 2,8 % w 2023 r. Inflacja jest wysoka, choć niższa niż w większości innych państw UE. W ujęciu rok do roku wzrosła ona do 7,5 % w październiku, przy czym inflację bazową szacuje się na 6,7 %. Ceny mają rosnąć szybciej niż płace.

Interpretacja tabeli wyników dla Malty pokazuje, że w 2021 r. jeden wskaźnik przekroczył swoją orientacyjną wartość progową, a mianowicie wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy. W interpretacji ekonomicznej tabeli wyników podkreśla się następujące istotne zmiany:

- Perspektywy **stabilności zewnętrznej** pogarszają się. Deficyt obrotów bieżących wzrósł do 4,6 % w 2021 r. i oczekuje się, że w 2022 r. ulegnie dalszemu pogorszeniu ([46]). Poprawę bilansu podróży zrównoważył pogarszający się bilansem handlu towarami energetycznymi. Ogólny spadek wynikał głównie z deficytu w handlu towarami nieenergetycznymi. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto pozostaje duża i dodatnia, co odzwierciedla pozycję tego państwa jako międzynarodowego centrum finansowego. Przewiduje się, że pozycja ta utrzyma się na podobnym poziomie pomimo wysokiego deficytu obrotów bieżących.

- Obawy dotyczące **konkurencyjności kosztowej** wydają się ograniczone. Nominalne jednostkowe koszty pracy zmalały w 2021 r. po silnym wzroście w 2020 r., ale prognozuje się, że w 2022 r. ponownie nieznacznie wzrosną. Wzrost jednostkowych kosztów pracy utrzymuje się poniżej średniej dla strefy euro. W 2021 r. realny efektywny kurs walutowy bazujący na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych (HICP) osłabł. W ujęciu rok do roku uległ on dalszej deprecjacji do sierpnia 2022 r.

- Podatności na zagrożenia związane z relacją **zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych** do PKB utrzymują się, chociaż wykazuje ona tendencję spadkową. W 2021 r. relacja ta zmniejszyła się umiarkowanie – do 78,4 %. Wskaźnik zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych nadal malał w pierwszej połowie 2022 r., ale istnieją czynniki ryzyka związane z otoczeniem makroekonomicznym. Wskaźnik ten utrzymuje się powyżej zarówno ostrożnościowych wartości odniesienia, jak i wartości odniesienia opartych na fundamentalnych parametrach gospodarczych i jest o 3 punkty procentowe wyższy niż w 2019 r. Przepływy kredytowe do przedsiębiorstw niefinansowych w % PKB utrzymują się na wysokim poziomie.

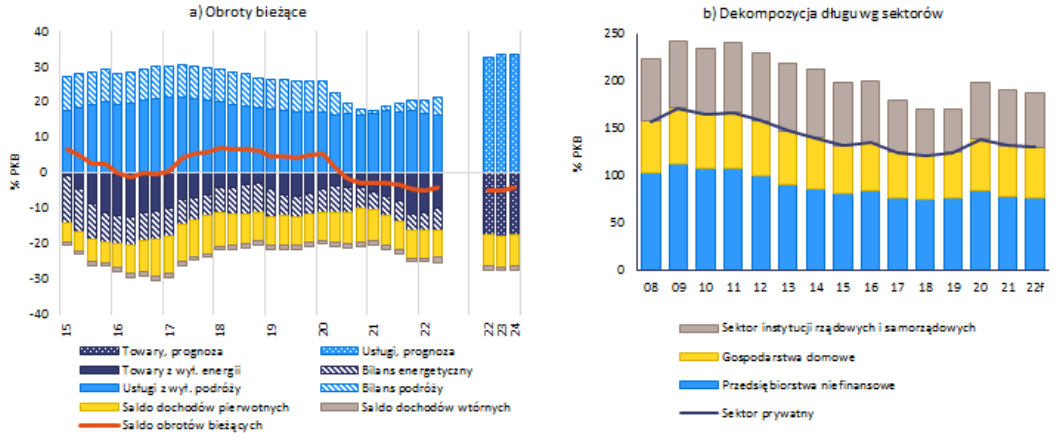
- Utrzymują się obawy związane ze zmianami **cen nieruchomości mieszkalnych**. W 2021 r. wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych przyspieszył do 5,1 %. W drugim kwartale 2022 r. wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych w ujęciu rok do roku zwiększył się do 7,7 %. Szacuje się, że w 2021 r. ceny nieruchomości mieszkalnych były zawyżone o 9 %.

([46]) Istnieje duża rozbieżność między danymi dotyczącymi bilansu płatniczego a danymi dotyczącymi rachunków narodowych, jeżeli chodzi o obroty bieżące, przy czym te ostatnie dane wykazują znaczną nadwyżkę w 2021 r., choć znacznie niższą niż w latach poprzedzających pandemię. Tabela wyników i oceny zawarte w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania są oparte na danych dotyczących bilansu płatniczego.

Sektor bankowy pozostaje ogólnie w dobrej kondycji i charakteryzuje się wysokim poziomem kapitalizacji, ale niską rentownością. Ekspozycja banków na sektor nieruchomości jest nadal bardzo wysoka.

- Wskaźnik **długu publicznego** wzrósł do 56,3 % PKB i prognozuje się jego dalszy wzrost – do poziomu zbliżonego do wartości progowej 60 % PKB. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych zmniejszył się do 7,8 % PKB w 2021 r. i prognozuje się jego dalszy spadek. Ryzyka dla stabilności budżetowej są średnie w perspektywie średnioterminowej i wysokie w perspektywie długoterminowej ze względu na starzenie się społeczeństwa i wysoki początkowy deficyt budżetowy.

Wykres 3.18.1: **Wybrane wykresy: Malta**



Źródło: Eurostat, baza danych Comext i służby Komisji Europejskiej.

Tabela 3.18.1: **Wybrane wskaźniki gospodarcze i finansowe – Malta**

	Progi	*Wartość odniesienia I*	*Wartość odniesienia II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognoza *2022*	prognoza *2023*
Pozycja zewnętrzna								
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB, średnia z 3 lat)	**-4%/6%**			**5,7**	**2,8**	**-0,8**	**-4,2**	**-4,8**
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB)		-2,4 (1)	3,2 (2)	5,0	-2,9	-4,6	-5,1	-4,8
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	**-35%**	**-71,1 (3)**	**-15,8 (4)**	**53,5**	**51,0**	**52,8**	**50,3**	**52,8**
NENDI – MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB) (5)				234,8	254,6	259,4		
Konkurencyjność								
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, 3 l.)	**9% (SE) 12% (Nie SE)**			**7,2**	**19,6**	**12,9**	**9,7**	**0,6**
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, r/r)				3,6	11,4	-2,2	0,7	2,1
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.)	**±5% (SE) ±11% (Nie SE)**			**1,8**	**2,1**	**-1,2**	**-4,8**	**-8,1**
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 1 l.)				-1,2	1,4	-1,3	-5,0	-2,2
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	**-6%**			**20,0**	**12,5**	**-0,9**	**-1,4**	**2,2**
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 1 l.)				4,0	4,1	-8,9	3,2	0,4
Zadłużenie sektora prywatnego								
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**133%**			**124,1**	**138,6**	**131,8**	**129,9**	**120,9**
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**14%**			**12,7**	**6,6**	**9,4**	**11,0**	**9,8**
Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (% PKB)		56,4 (6)	54,8 (7)	48,5	55,1	53,4	53,0	53,6
Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych, dane skonsolidowane (% PKB)		47,8 (6)	52,6 (7)	75,6	83,5	78,4	76,9	67,3
Rynek mieszkaniowy								
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	**6%**			**4,2**	**2,2**	**3,8 p**	**0,5**	**-1,5**
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny nominalne (zmiana w %, 1 r.)		8,6 (8)		6,1	3,4	5,1	7,0	7,0
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	**60%**			**40,7**	**53,3**	**56,3**	**57,4**	**59,9**
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)				0,6	-9,4	-7,8	-6,0	-5,7
Sektor bankowy								
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	**16,50%**			**7,5**	**1,7**	**7,7**	**0,2**	
Stopa zwrotu z kapitału własnego (%)				6,0	0,3	3,5		
Współczynnik kapitału podstawowego Tier I		10,6 (9)		20,2	21,3	20,6		
Kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne (% kredytów brutto)				3,2e	3,6e	3,0p	2,8	
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	**10%**			**3,8**	**3,9**	**3,8**	**3,7**	**3,2**
Stopa bezrobocia (poziom w ujęciu rocznym)		3,8 (10)		3,6	4,4	3,4	3,2	3,1
Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności w wieku 15–64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**-0,2 pp.**			**5,3**	**4,9**	**3,5**	**1,5**	**0,9**
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**0,5 pp.**			**-1,5**	**-0,9**	**-0,9**		
Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**2 pp.**			**-1,4**	**0,3**	**0,3**		

Uwagi: Zob. załącznik 1.

Źródło: służby Komisji, Eurostat i EBC; Komisja Europejska w przypadku prognozowanych wartości (prognoza z jesieni 2022 r.)

3.19. NIDERLANDY

W Niderlandach nadwyżka na rachunku obrotów bieżących, relacja zadłużenia gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych do PKB oraz zawyżenie cen nieruchomości mieszkalnych są nadal znaczne. Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących i ostatnie zmiany konkurencyjności kosztowej wymagają ścisłego monitorowania, w tym z perspektywy przywrócenia równowagi w strefie euro. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych był jednym z najwyższych w UE w 2021 r., a ceny nieruchomości mieszkalnych ocenia się jako zawyżone.

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Komisja dokonała szczegółowej oceny sytuacji i stwierdziła, że w Niderlandach występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej. W tym roku Komisja uznała za stosowne zbadanie utrzymywania się zakłóceń równowagi lub postępów w ich ograniczaniu w ramach szczegółowej oceny sytuacji Niderlandów.

Przewiduje się, że wzrost realnego PKB wyniesie 4,6 % w 2022 r. i 0,6 % w 2023 r. Inflacja jest wysoka. W ujęciu rok do roku zmalała ona do 16,8 % w październiku, przy czym inflację bazową szacuje się na 6,8 %. Inflacja ma rosnąć szybciej niż płace.

Interpretacja tabeli wyników dla Niderlandów pokazuje, że w 2021 r. cztery wskaźniki przekroczyły swoje orientacyjne wartości progowe, a mianowicie saldo obrotów bieżących, wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy, wzrost realnych cen nieruchomości mieszkalnych oraz zadłużenie sektora prywatnego. W interpretacji ekonomicznej tabeli wyników podkreśla się następujące istotne zmiany:

- Problemy dotyczące **sektora zagranicznego** mają związek z wysoką i długoletnią nadwyżką na rachunku obrotów bieżących, nawet jeśli skorygowano ją w dół. W 2021 r. wzrosła ona do 7,2 % PKB, głównie ze względu na wyższe saldo dochodów. Prognozuje się, że w 2022 r. zmniejszy się ona ze względu na pogarszające się warunki handlowe i wpływ przeniesienia przedsiębiorstwa Shell do Zjednoczonego Królestwa, ale pozostanie powyżej orientacyjnych wartości progowych. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto w relacji do PKB, wynosząca 93 % w 2021 r., pozostaje największa w UE pomimo znacznego spadku spowodowanego głównie negatywnymi skutkami wyceny. Prognozuje się, że w 2022 r. będzie się dalej zmniejszać.

- Zmiany **konkurencyjności kosztowej** mogą utrudniać przywrócenie równowagi w strefie euro. Nominalne jednostkowe koszty pracy nieznacznie spadły w 2021 r. pomimo dalej kurczących się zasobów pracy, ale prognozuje się, że wzrosną, choć do poziomu niższego od średniej dla strefy euro. Realny efektywny kurs walutowy bazujący na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych (HICP) pozostał zasadniczo niezmieniony w 2021 r. oraz w ujęciu rok do roku do sierpnia 2022 r.

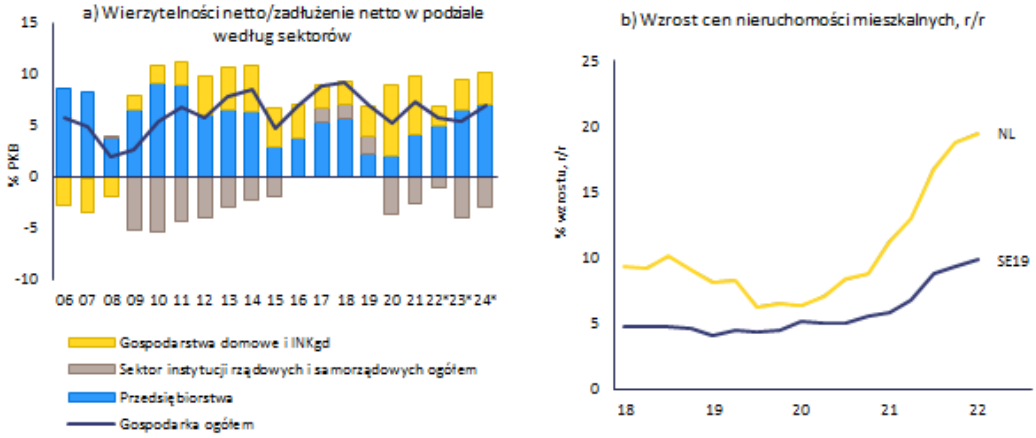
- Relacja **zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych do PKB** pozostaje jedną z najwyższych w UE, chociaż wykazuje tendencję spadkową. W 2021 r. zmniejszyła się ona umiarkowanie – do 129 %. Wskaźnik zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych nadal malał w pierwszej połowie 2022 r., ale istnieją czynniki ryzyka związane z otoczeniem makroekonomicznym. Pozostaje powyżej zarówno wartości odniesienia opartych na fundamentalnych parametrach gospodarczych, jak i ostrożnościowych wartości odniesienia. Wysoki udział transgranicznych pożyczek wewnątrzgrupowych i duże zabezpieczenia przed utratą płynności przez przedsiębiorstwa zmniejszają ryzyka. W 2021 r. wzrosły przepływy kredytowe do przedsiębiorstw niefinansowych w relacji do PKB.

- Relacja **zadłużenia gospodarstw domowych** do PKB pozostaje najwyższa w UE i wynosiła w 2021 r. 100 % PKB, czyli przekraczała zarówno ostrożnościowe wartości odniesienia, jak i wartości odniesienia oparte na fundamentalnych parametrach gospodarczych. Relacja ta zmniejszyła się jednak w 2021 r. pomimo pozytywnego wpływu przepływów kredytowych i nadal

spadała w pierwszej połowie 2022 r. Zadłużenie zagrożone gospodarstw domowych utrzymuje się na niskim poziomie.

- Nadal niepokojący jest wysoki **wzrost cen nieruchomości mieszkalnych**. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych przyspieszył z 7,6 % w 2020 r. do 15 % w 2021 r. i rósł w tempie należącym do najwyższych w UE. W drugim kwartale 2022 r. osiągnął on 18,2 % w ujęciu rok do roku. Szacuje się, że w 2021 r. ceny nieruchomości mieszkalnych były zawyżone o 21 %. Ryzyka związane z korektami cen wymagają monitorowania, mimo tego że sektor bankowy jest stabilny i dobrze wyposażony w kapitał, a jego rentowność wzrosła w 2021 r. Wskaźnik kredytów zagrożonych jest na niskim poziomie. Wzrost kredytów hipotecznych również pozostaje niski.

Wykres 3.19.1: **Wybrane wykresy: Niderlandy**



Źródło: Eurostat, baza danych Ameco i służby Komisji Europejskiej.

Tabela 3.19.1: **Główne wskaźniki gospodarcze i finansowe – Niderlandy**

	Progi	Wartość odniesienia I	Wartość odniesienia II	2019	2020	2021	prognoza 2022	prognoza 2023
Pozycja zewnętrzna								
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB, średnia z 3 lat)	**-4%/6%**			**8,4**	**7,1**	**6,4**	**6,0**	**6,1**
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB)		2,3 (1)	5,6 (2)	6,9	5,1	7,2	5,7	5,3
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	**-35%**	**-88,8 (3)**	**35,0 (4)**	**89,6**	**113,0**	**93,0**	**82,7**	**85,2**
NENDI – MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB) (5)				-0,3	12,9	26,0		
Konkurencyjność								
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, 3 l.)	**9% (SE) 12% (Nie SE)**			**6,0**	**14,4 p**	**11,2 p**	**9,5**	**5,3**
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, r/r)				3,2	8,5 p	-0,6 p	1,6	4,3
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.)	**±5% (SE) ±11% (Nie SE)**			**2,4**	**3,8**	**2,2**	**-2,4**	**-5,6**
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 1 l.)				0,4	1,8	0,0	-4,2	-1,5
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	**-6%**			**-0,3**	**6,8**	**1,1**	**0,7**	**-2,1**
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 1 l.)				-1,3	5,0	-5,0	0,7	-1,2
Zadłużenie sektora prywatnego								
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**133%**			**229,9**	**233,1 p**	**229,3 p**	**218,7**	**213,8**
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**14%**			**-0,3**	**-0,7 p**	**11,7 p**	**6,9**	**13,4**
Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (% PKB)		63,5 (6)	73,4 (7)	99,7	103,8p	100,4p	95,9	92,7
Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych, dane skonsolidowane (% PKB)		94,1 (6)	113,5 (7)	130,2			122,8	121,1
Rynek mieszkaniowy								
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	**6%**			**4,6**	**6,2**	**11,2 p**	**8,4**	**-0,7**
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny nominalne (zmiana w %, 1 r.)		20,7 (8)		7,3	7,6	15,0	16,8	3,3
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	**60%**			**48,5**	**54,7**	**52,4**	**50,3**	**52,4**
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)				1,8	-3,7	-2,6	-1,1	-4,0
Sektor bankowy								
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	**16,50%**			**7,9**	**1,4 p**	**-0,3 p**	**3,4**	
Stopa zwrotu z kapitału własnego (%)				7,7	3,1	8,3		
Współczynnik kapitału podstawowego Tier I		10,6 (9)		16,9	17,9	17,8		
Kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne (% kredytów brutto)				1,8e	1,9e	1,4p	1,3	
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	**10%**			**5,1**	**4,7**	**4,5**	**4,3**	**4,1**
Stopa bezrobocia (poziom w ujęciu rocznym)		4,7 (10)		4,4	4,9	4,2	3,7	4,3
Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności w wieku 15–64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**-0,2 pp.**			**1,2**	**1,2**	**1,0**	**1,9**	**2,5**
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (zmiana w p.p., 3 l.	**0,5 pp.**			**-1,4**	**-1,0**	**-0,4**		
Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**2 pp.**			**-3,6**	**0,2**	**0,4**		

Uwagi: Zob. załącznik 1.

Źródło: służby Komisji, Eurostat i EBC; Komisja Europejska w przypadku prognozowanych wartości (prognoza z jesieni 2022 r.)

3.20. AUSTRIA

W Austrii wzrost cen nieruchomości mieszkalnych przyspieszył, a relacja zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych i długu publicznego do PKB utrzymuje się na podwyższonym poziomie, chociaż związane z tym ryzyka wydają się ograniczone. Od lat wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych rośnie w znacznym tempie, przy czym szacuje się, że ceny tych nieruchomości są znacznie zawyżone. Relacja zadłużenia przedsiębiorstw do PKB wzrosła i utrzymuje się powyżej zarówno ostrożnościowych wartości odniesienia, jak i wartości odniesienia opartych na fundamentalnych parametrach gospodarczych. Dług publiczny maleje, choć nadal jest wyższy niż w 2019 r.

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Komisja nie dokonała szczegółowej oceny sytuacji i nie stwierdziła zakłóceń równowagi makroekonomicznej w Austrii. W tym roku Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania dalszej szczegółowej analizy w odniesieniu do Austrii.

Przewiduje się, że wzrost realnego PKB wyniesie 4,6 % w 2022 r. i 0,3 % w 2023 r. Inflacja jest wysoka. W ujęciu rok do roku wzrosła ona do 11,5 % w październiku, przy czym inflację bazową we wrześniu szacuje się na 5,7 %. Ceny mają rosnąć szybciej niż płace.

Interpretacja tabeli wyników dla Austrii pokazuje, że w 2021 r. trzy wskaźniki przekroczyły swoje orientacyjne wartości progowe, a mianowicie wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy, wzrost realnych cen nieruchomości mieszkalnych oraz dług publiczny. W interpretacji ekonomicznej tabeli wyników podkreśla się następujące istotne zmiany:

- Wzrosły obawy dotyczące **zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych**. W 2021 r. relacja zadłużenia przedsiębiorstw do PKB wzrosła do 78 % i utrzymuje się powyżej zarówno ostrożnościowych wartości odniesienia, jak i wartości odniesienia opartych na fundamentalnych parametrach gospodarczych. Jest ona nadal o 6 punktów procentowych wyższa niż w 2019 r. Jednocześnie wskaźnik zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych zmniejszył się w pierwszej połowie 2022 r. pomimo wzrostu przepływów kredytowych w % PKB. Obawy dotyczące konkurencyjności kosztowej są ograniczone. Wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy uległ znacznemu spowolnieniu w 2021 r., ale prognozuje się, że w nadchodzących latach będzie rósł nieco szybciej niż w innych państwach strefy euro.

- Relacja **zadłużenia gospodarstw domowych** do PKB utrzymuje się na poziomie ostrożnościowej wartości odniesienia, a poniżej wartości odniesienia opartej na fundamentalnych parametrach gospodarczych. W 2021 r. zmalała i pozostała zasadniczo niezmieniona w pierwszej połowie 2022 r. Zadłużenie zagrożone gospodarstw domowych utrzymuje się na niskim poziomie.

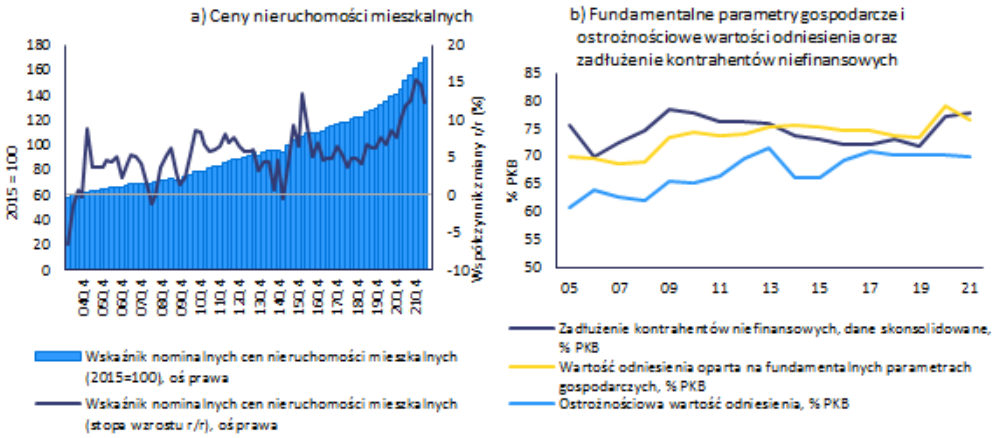
- Nadal niepokojący jest bardzo wysoki **wzrost cen nieruchomości mieszkalnych**. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych przyspieszył z 7,7 % w 2020 r. do 12,4 % w 2021 r. i rósł w tempie należącym do najwyższych w UE. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych w ujęciu rok do roku nieznacznie zmalał, ale utrzymał się na bardzo wysokim poziomie – w drugim kwartale 2022 r. wyniósł 12,4 %. Szacuje się, że ceny nieruchomości mieszkalnych były zawyżone o 27 %. Ryzyka makroekonomiczne są jednak ograniczone ze względu na niską ekspozycję z tytułu zmiennego oprocentowania, niską relację zadłużenia gospodarstw domowych do PKB, niski wskaźnik własności do wynajmu, dobrą kondycję sektora finansowego oraz niski wskaźnik kredytów zagrożonych.

- Obawy związane z **długiem publicznym** są ograniczone. Dług publiczny nieznacznie zmalał w 2021 r., do 82,3 % PKB, i prognozuje się jego dalszy spadek, ale nadal dług ten pozostanie wyższy niż w 2019 r. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych pozostaje wysoki,

chociaż w 2021 r. zmniejszył się do 5,9 % PKB i prognozuje się, że będzie nadal malał. Ryzyka dla stabilności budżetowej są średnie zarówno w perspektywie średnio-, jak i długoterminowej.

- Ogólna kondycja **sektora bankowego** jest dobra. Podczas gdy współczynnik kapitału Tier I był niższy od średniej UE, rentowność była wyższa. Wskaźnik kredytów zagrożonych również był bardzo niski, ale udział kredytów zagrożonych (w fazie 2) jest bardzo wysoki. Ekspozycja Raiffeisen Bank International (RBI) wobec Rosji stanowi umiarkowane źródło ryzyka.

Wykres 3.20.1: **Wybrane wykresy: Austria**



Źródło: Eurostat, EBC i służby Komisji Europejskiej.

Tabela 3.20.1: **Główne wskaźniki gospodarcze i finansowe – Austria**

	Progi	*Wartość odniesienia I*	*Wartość odniesienia II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognoza *2022*	prognoza *2023*
Pozycja zewnętrzna								
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB, średnia z 3 lat)	**-4%/6%**			**1,6**	**2,1**	**1,9**	**1,2**	**0,1**
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB)		1,5 (1)	0,5 (2)	2,4	3,0	0,4	0,2	-0,1
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	**-35%**	**-82,1 (3)**	**12,3 (4)**	**14,4**	**11,5**	**14,7**	**16,8**	**16,1**
NENDI – MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB) (5)				-0,6	-4,6	-4,2		
Konkurencyjność								
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, 3 l.)	**9% (SE) 12% (Nie SE)**			**5,6**	**12,0**	**9,9**	**9,6**	**9,5**
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, r/r)				2,3	7,1	0,3	2,1	6,9
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.)	**±5% (SE) ±11% (Nie SE)**			**2,1**	**3,2**	**1,2**	**-2,9**	**-6,7**
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 1 l.)				-1,0	2,1	0,1	-5,0	-2,0
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	**-6%**			**1,2**	**5,4**	**-2,7**	**4,9**	**1,5**
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 1 l.)				-0,1	0,5	-3,8	6,4	-1,2
Zadłużenie sektora prywatnego								
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**133%**			**121,5**	**130,4**	**129,7**	**125,1**	**115,6**
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**14%**			**5,1**	**4,4**	**7,4**	**8,3**	**5,4**
Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (% PKB)		50,7 (6)	77,4 (7)	49,6	53,2	52,1	49,5	48,7
Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych, dane skonsolidowane (% PKB)		69,9 (6)	76,5 (7)	71,9	77,2	77,6	75,6	66,9
Rynek mieszkaniowy								
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	**6%**			**4,0**	**6,1**	**9,9**	**2,1**	**1,3**
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny nominalne (zmiana w %, 1 r.)		26,7 (8)		5,8	7,7	12,4	8,9	-0,1
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	**60%**			**70,6**	**82,9**	**82,3**	**78,5**	**76,6**
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)				0,6	-8,0	-5,9	-3,4	-2,8
Sektor bankowy								
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	**16,50%**			**3,6**	**11,4**	**8,0**	**3,9**	
Stopa zwrotu z kapitału własnego (%)				7,8	4,1	6,4		
Współczynnik kapitału podstawowego Tier I		10,6 (9)		15,6	16,1	16,0		
Kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne (% kredytów brutto)				2,2e	2,0e	1,8p	1,8	
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	**10%**			**5,3**	**5,3**	**5,7**	**5,7**	**5,5**
Stopa bezrobocia (poziom w ujęciu rocznym)		5,4 (10)		4,8	6,0	6,2	5,0	5,2
Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności w wieku 15–64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**-0,2 pp.**			**0,7**	**-0,4**	**0,1**	**1,9**	**3,0**
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**0,5 pp.**			**-1,0**	**-0,6**	**0,3**		
Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**2 pp.**			**-2,9**	**1,2**	**1,0**		

Uwagi: Zob. załącznik 1.

Źródło: służby Komisji, Eurostat i EBC; Komisja Europejska w przypadku prognozowanych wartości (prognoza z jesieni 2022 r.)

3.21. POLSKA

W Polsce jednostkowe koszty pracy i ceny nieruchomości mieszkalnych rosną, chociaż związane z tym ryzyka wydają się ograniczone. Wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy ma się zwiększyć wraz z bardzo wysoką inflacją bazową i niedoborem siły roboczej. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych należy do najwyższych w UE, a ceny nieruchomości mieszkalnych ocenia się jako w ograniczonym stopniu zawyżone. Deprecjacja kursu walutowego wywiera pewną presję na inflację, a na rachunku obrotów bieżących odnotowano deficyt wynikający z czynników jednorazowych.

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Komisja nie dokonała szczegółowej oceny sytuacji i nie stwierdziła zakłóceń równowagi makroekonomicznej w Polsce. W tym roku Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania dalszej szczegółowej analizy w odniesieniu do Polski.

Przewiduje się, że wzrost realnego PKB wyniesie 4 % w 2022 r. i 0,7 % w 2023 r. Inflacja jest obecnie bardzo wysoka, w tym w porównaniu z partnerami handlowymi Polski ze strefy euro, ale prognozuje się, że spowolni. W ujęciu rok do roku wzrosła ona do 15,7 % we wrześniu, przy czym inflację bazową szacuje się na 11,5 %. Ceny mają rosnąć szybciej niż płace.

Interpretacja tabeli wyników dla Polski pokazuje, że w 2021 r. jeden wskaźnik przekroczył swoją orientacyjną wartość progową, a mianowicie międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto. W interpretacji ekonomicznej tabeli wyników podkreśla się następujące istotne zmiany:

- Nie ma jeszcze wyraźnych obaw dotyczących **stabilności zewnętrznej**. W związku z silnym popytem i niekorzystnymi warunkami handlu na rachunku obrotów bieżących odnotowano deficyt w wysokości 1,4 % PKB w 2021 r., a prognozuje się, że w 2022 r. deficyt ten jeszcze bardziej wzrośnie. Prognozuje się jednak, że międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto) będzie się nadal poprawiać i od 2022 r. pozostanie w granicach orientacyjnej wartości progowej, wynoszącej -35 %, ustalonej w procedurze dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Większa część MPI netto charakteryzuje się inwestycjami bezpośrednimi, co ogranicza bezpośrednie obawy związane z pozycją zewnętrzną.

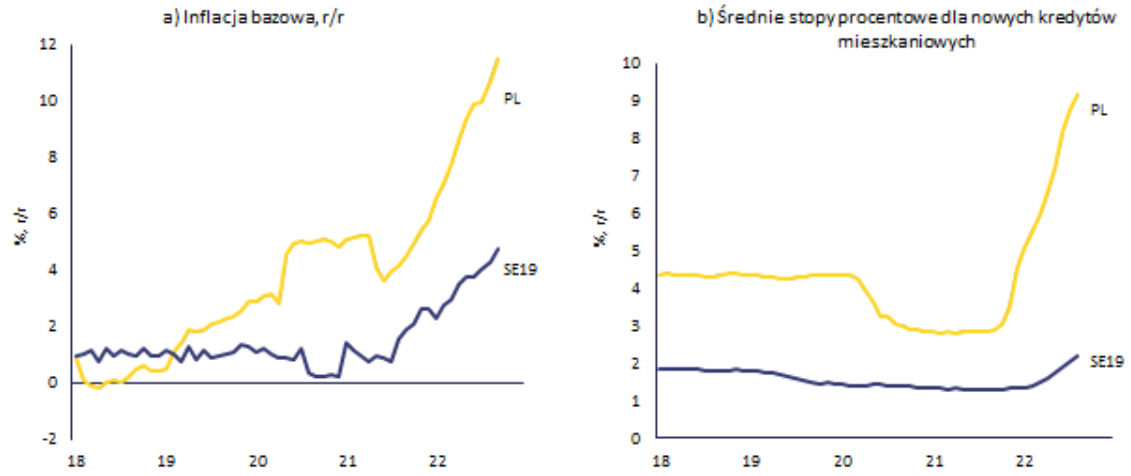
- Wysoka inflacja i silny wzrost płac nominalnych mogą budzić obawy dotyczące **konkurencyjności kosztowej**, jeżeli się utrzymają. Nominalne jednostkowe koszty pracy zmalały w 2021 r., ale prognozuje się, że w przyszłości znacznie wzrosną. Realny efektywny kurs walutowy wobec partnerów handlowych Polski uległ deprecjacji.

- W ostatnich latach nominalne **ceny nieruchomości mieszkalnych** szybko rosły, ale pozostają zasadniczo zgodne z fundamentalnymi parametrami gospodarczymi w kontekście silnego wzrostu dochodów. Zaostrzenie polityki pieniężnej na lata 2021–2022 doprowadziło do największego wzrostu oprocentowania kredytów hipotecznych w UE, a także do znacznego ograniczenia przepływów kredytowych do gospodarstw domowych. Przewaga kredytów hipotecznych o zmiennym oprocentowaniu prawdopodobnie spowoduje, że takie koszty odsetek zostaną przeniesione bezpośrednio na zarówno nowych, jak i istniejących posiadaczy kredytów hipotecznych. **Sektor bankowy** w Polsce jest jednak nadal dobrze wyposażony w kapitał w kontekście niskiego zadłużenia gospodarstw domowych i względnie niskiego stosunku wysokości kredytu do wartości zabezpieczenia. Wskaźnik kredytów zagrożonych utrzymuje się na niskim poziomie i nadal spada.

- **Niedobory siły roboczej** pogłębiają presję inflacyjną. W sierpniu 2022 r. wzrost płac nominalnych osiągnął 12,4 % w ujęciu rok do roku. Stopa bezrobocia pozostaje jedną z najniższych w UE – w 2021 r. wyniosła 3,4 %; prognozuje się jej spadek w 2022 r., a następnie niewielki wzrost w 2023 r. Współczynnik aktywności zawodowej jeszcze bardziej wzrósł.

Oczekuje się, że zwiększenie podaży pracy spowodowane napływem wysiedleńców z Ukrainy zmniejszy niedobory siły roboczej, co już znalazło odzwierciedlenie w niektórych sektorach, takich jak usługi.

Wykres 3.21.1: **Wybrane wykresy: Polska**



Źródło: Eurostat i służby Komisji Europejskiej.

Tabela 3.21.1: **Główne wskaźniki gospodarcze i finansowe – Polska**

							prognoza	
	Progi	*Wartość odniesienia I*	*Wartość odniesienia II*	*2019*	*2020*	*2021*	*2022*	*2023*
Pozycja zewnętrzna								
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB, średnia z 3 lat)	**-4%/6%**			**-1,1**	**0,1**	**0,3**	**-1,0**	**-3,0**
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB)		0,3 (1)	-4,4 (2)	-0,2	2,5	-1,4	-4,1	-3,5
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	**-35%**	**-52,7 (3)**	**-4,1 (4)**	**-48,8**	**-43,9**	**-39,5**	**-29,4**	**-27,0**
NENDI – MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB) (5)				-10,7	-4,5	0,8		
Konkurencyjność								
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, 3 l.)	**9% (SE) 12% (Nie SE)**			**8,0**	**14,0**	**9,9 b**	**14,4**	**16,9**
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, r/r)				3,9	7,5	-1,6 b	8,1	9,8
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.)	**±5% (SE) ±11% (Nie SE)**			**2,8**	**1,1**	**-0,4**	**-0,7**	**-0,2**
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 1 l.)				-0,9	1,1	-0,6	-1,2	1,5
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	**-6%**			**22,0**	**33,6**	**24,9**	**19,1**	**15,2**
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 1 l.)				3,8	11,3	-0,7	0,3	0,1
Zadłużenie sektora prywatnego								
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**133%**			**74,2**	**76,1**	**71,6**	**63,5**	**57,8**
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**14%**			**3,6**	**1,8**	**4,0**	**2,4**	**2,8**
Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (% PKB)		54,3 (6)	22,2 (7)	34,4	34,6	32,3	26,8	24,3
Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych, dane skonsolidowane (% PKB)		82,4 (6)	34,5 (7)	39,8	41,5	39,3	36,7	33,5
Rynek mieszkaniowy								
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	**6%**			**6,4**	**6,7**	**3,7**	**-2,6**	**-5,8**
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny nominalne (zmiana w %, 1 r.)		-1,9 (8)		8,7	10,5	9,2	9,9	5,0
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	**60%**			**45,7**	**57,2**	**53,8**	**51,3**	**52,9**
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)				-0,7	-6,9	-1,8	-4,8	-5,5
Sektor bankowy								
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	**16,50%**			**4,3**	**11,6**	**13,6**	**0,1**	
Stopa zwrotu z kapitału własnego (%)				6,9	3,1	4,8		
Współczynnik kapitału podstawowego Tier I		10,6 (9)		15,9	17,5	16,1		
Kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne (% kredytów brutto)				6,1e	6,0e	5,0p	4,7	
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	**10%**			**4,1**	**3,5**	**3,3**	**3,1**	**3,0**
Stopa bezrobocia (poziom w ujęciu rocznym)		3,4 (10)		3,3	3,2	3,4	2,7	3,0
Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności w wieku 15–64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**-0,2 pp.**			**2,1**	**1,4**	**3,4**	**1,7**	**1,2**
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**0,5 pp.**			**-1,5**	**-0,9**	**-0,1**		
Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**2 pp.**			**-7,9**	**-4,0**	**0,1**		

Uwagi: Zob. załącznik 1.

Źródło: służby Komisji, Eurostat i EBC; Komisja Europejska w przypadku prognozowanych wartości (prognoza z jesieni 2022 r.)

3.22. PORTUGALIA

W Portugalii utrzymują się obawy dotyczące relacji zadłużenia gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych, długu publicznego i zadłużenia zewnętrznego do PKB, chociaż po kryzysie związanym z COVID-19 relacje te powróciły na ścieżkę spadkową. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych przyspiesza i pojawiły się oznaki zawyżenia cen tych nieruchomości. Utrzymują się ryzyka związane ze sprzężeniem zwrotnym w sektorze finansowym i publicznym.

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Komisja dokonała szczegółowej oceny sytuacji i stwierdziła, że w Portugalii występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej. W tym roku Komisja uznała za stosowne zbadanie utrzymywania się zakłóceń równowagi lub postępów w ich ograniczaniu w ramach szczegółowej oceny sytuacji Portugalii.

Przewiduje się, że wzrost realnego PKB wyniesie 6,6 % w 2022 r. i 0,7 % w 2023 r. Inflacja jest wysoka i prognozuje się, że zbliży się zasadniczo do średniej dla strefy euro. W ujęciu rok do roku inflacja wzrosła do 10,6 % w październiku, przy czym inflację bazową szacuje się na 6,5 % we wrześniu. Ceny mają rosnąć szybciej niż płace.

Interpretacja tabeli wyników dla Portugalii pokazuje, że w 2021 r. sześć wskaźników przekroczyło swoje orientacyjne wartości progowe, a mianowicie międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy, wzrost realnych cen nieruchomości mieszkalnych, zadłużenie sektora prywatnego, dług publiczny oraz zmiana stopy bezrobocia młodzieży. W interpretacji ekonomicznej tabeli wyników podkreśla się następujące istotne zmiany:

- Problemem pozostaje **stabilność zewnętrzna**. Chociaż międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto znacznie się poprawiła i osiągnęła najwyższy poziom w ciągu 15 lat, jest nadal duża i ujemna, przy czym prognozuje się dalszą poprawę do 2024 r. Deficyt obrotów bieżących zwiększył się do 1,2 % PKB w 2021 r., ponieważ poprawa bilansu podróży i eksportu towarów została z nadwyżką zrównoważona pogarszającym się bilansem handlu towarami energetycznymi. Prognozuje się, że deficyt ten nieznacznie wzrośnie w 2022 r. ze względu na skutki cenowe. Wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy był umiarkowany w 2021 r. i ma osiągnąć wartość ujemną w 2022 r. W 2021 r. realny efektywny kurs walutowy bazujący na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych (HICP) osłabł. W ujęciu rok do roku uległ również deprecjacji do sierpnia 2022 r.

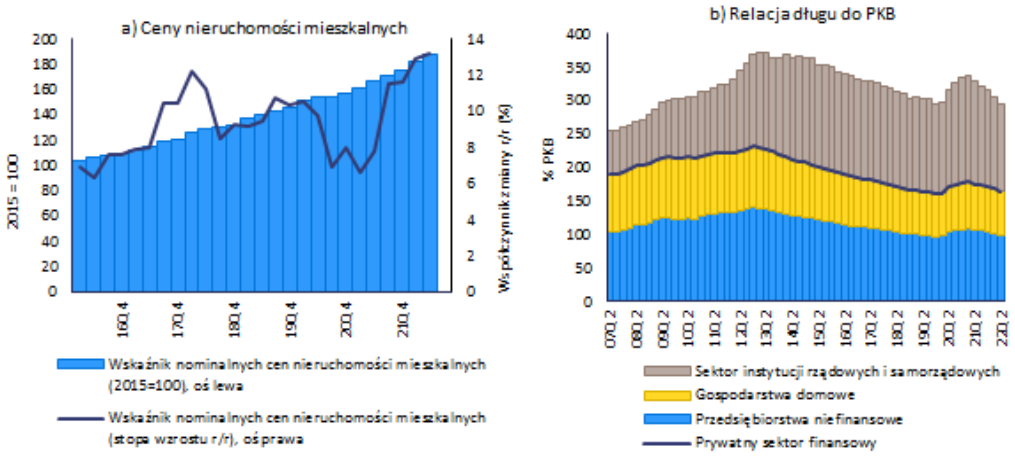
- Podatności na zagrożenia związane z relacją **zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych** do PKB utrzymują się, chociaż wykazuje ona tendencję spadkową. W 2021 r. spadła ona do 90,5 %, ale nadal jest o ponad 4 punkty procentowe wyższa niż w 2019 r. Wskaźnik zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych nadal malał w pierwszej połowie 2022 r., ale istnieją czynniki ryzyka związane z otoczeniem makroekonomicznym. Pozostaje powyżej zarówno wartości odniesienia opartych na fundamentalnych parametrach gospodarczych, jak i ostrożnościowych wartości odniesienia. Kredyty zagrożone przedsiębiorstw jako odsetek kredytów przedsiębiorstw w bankach nadal malały. Relacja **zadłużenia gospodarstw domowych** do PKB utrzymuje się powyżej zarówno ostrożnościowych wartości odniesienia, jak i wartości odniesienia opartych na fundamentalnych parametrach gospodarczych, chociaż w 2021 r. spadła, a w pierwszej połowie 2022 r. nadal malała.

- Rosną obawy związane ze zmianami **cen nieruchomości mieszkalnych**. W 2021 r. wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych przyspieszył z 8,8 % do 9,4 %. W drugim kwartale 2022 r. wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych w ujęciu rok do roku przyspieszył do 13,2 %. Szacuje się, że w 2021 r. ceny nieruchomości mieszkalnych były zawyżone o 23 %. Ponad dwie trzecie kredytów hipotecznych ma stałe oprocentowanie tylko na okres do jednego roku.

- Utrzymują się istotne obawy związane z **długiem publicznym**. W 2021 r. zmalał on o 9 punktów procentowych, do poziomu 125,5 % PKB, i prognozuje się, że w 2022 r. spadnie poniżej poziomów sprzed pandemii. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych zmniejszył się do 2,9 % PKB w 2021 r. i prognozuje się jego dalszy spadek w horyzoncie prognozy. Ryzyka dla stabilności budżetowej są wysokie w perspektywie średnioterminowej i średnie w perspektywie długoterminowej.

- Obawy związane z **sektorem bankowym** zmniejszyły się, ale utrzymują się pewne słabości. Wzrosła rentowność, a wskaźniki wypłacalności pozostały odporne. Współczynnik kapitału Tier I jest jednak wyższy od wymogów regulacyjnych, ale niski w porównaniu z bankami europejskimi, podczas gdy rentowność pozostaje stosunkowo niska. Wskaźnik kredytów zagrożonych utrzymał tendencję spadkową, ale pozostaje powyżej średniej UE, a udział kredytów zagrożonych (w fazie 2) również jest podwyższony. Ponadto utrzymują się ryzyka związane ze sprzężeniem zwrotnym w sektorze finansowym i publicznym.

Wykres 3.22.1: **Wybrane wykresy: Portugalia**



Źródło: Eurostat i służby Komisji Europejskiej.

Tabela 3.22.1: **Główne wskaźniki gospodarcze i finansowe – Portugalia**

	Progi	*Wartość odniesienia I*	*Wartość odniesienia II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognoza *2022*	prognoza *2023*
Pozycja zewnętrzna								
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB, średnia z 3 lat)	**-4%/6%**			**0,8**	**0,0**	**-0,6**	**-1,2**	**-1,1**
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB)		0,0 (1)	-2,4 (2)	0,4	-1,0	-1,2	-1,4	-0,8
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	**-35%**	**-52,3 (3)**	**-15,7 (4)**	**-100,0**	**-104,6**	**-94,7**	**-85,2**	**-79,3**
NENDI – MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB) (5)				-46,7	-46,7	-36,1		
Konkurencyjność								
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, 3 l.)	**9% (SE) 12% (Nie SE)**			**8,5**	**15,6**	**12,5 p**	**8,4**	**3,4**
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, r/r)				2,8	8,7	0,6 p	-0,9	3,8
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.)	**±5% (SE) ±11% (Nie SE)**			**-0,3**	**0,0**	**-2,8**	**-5,3**	**-7,3**
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 1 l.)				-1,9	0,8	-1,8	-4,4	-1,4
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	**-6%**			**8,3**	**-1,5**	**-5,3**	**3,3**	**1,3**
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 1 l.)				0,8	-10,2	0,1	12,2	-0,3
Zadłużenie sektora prywatnego								
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**133%**			**149,5**	**163,7**	**156,9 p**	**147,8**	**137,6**
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**14%**			**2,6**	**4,4**	**4,0 p**	**5,7**	**3,5**
Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (% PKB)		40,4 (6)	31,5 (7)	63,5	69,1	66,4	63,0	61,4
Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych, dane skonsolidowane (% PKB)		64,4 (6)	62,0 (7)	86,0	94,6	90,5	84,8	76,2
Rynek mieszkaniowy								
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	**6%**			**9,0**	**8,1**	**7,9**	**5,7**	**2,0**
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny nominalne (zmiana w %, 1 r.)		22,5 (8)		10,0	8,8	9,4	10,9	2,1
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	**60%**			**116,6**	**134,9**	**125,5**	**115,9**	**109,1**
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)				0,1	-5,8	-2,9	-1,9	-1,1
Sektor bankowy								
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	**16,50%**			**-0,2**	**6,6**	**7,1**	**1,8**	
Stopa zwrotu z kapitału własnego (%)				4,3	0,0	4,9		
Współczynnik kapitału podstawowego Tier I		10,6 (9)		14,1	15,4	15,5		
Kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne (% kredytów brutto)				6,1e	4,9e	3,6p	3,4	
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	**10%**			**7,7**	**7,0**	**6,8**	**6,5**	**6,1**
Stopa bezrobocia (poziom w ujęciu rocznym)		6,2 (10)		6,7	7,0	6,6	5,9	5,9
Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności w wieku 15–64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**-0,2 pp.**			**2,2**	**0,0**	**0,7**	**0,3**	**1,4**
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**0,5 pp.**			**-3,6**	**-2,3**	**-0,3**		
Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**2 pp.**			**-9,7**	**-1,4**	**3,1**		

Uwagi: Zob. załącznik 1.

Źródło: służby Komisji, Eurostat i EBC; Komisja Europejska w przypadku prognozowanych wartości (prognoza z jesieni 2022 r.)

3.23. RUMUNIA

W Rumunii nadal rosną obawy związane ze stabilnością zewnętrzną i deficytem sektora instytucji rządowych i samorządowych. Deficyt obrotów bieżących zwiększył się w 2021 r. i dalej rośnie. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych poprawił się i prognozuje się, że będzie się nadal zmniejszał, ale pozostaje wysoki. Prognozuje się, że nominalne jednostkowe koszty pracy wzrosną w związku z wysoką inflacją, niedoborami siły roboczej i silnym wzrostem płac nominalnych, co budzi pewne obawy dotyczące konkurencyjności.

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Komisja dokonała szczegółowej oceny sytuacji i stwierdziła, że w Rumunii występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej. W tym roku Komisja uznała za stosowne zbadanie utrzymywania się zakłóceń równowagi lub postępów w ich ograniczaniu w ramach szczegółowej oceny sytuacji Rumunii.

Przewiduje się, że wzrost realnego PKB wyniesie 5,8 % w 2022 r. i 1,8 % w 2023 r. Inflacja jest wysoka. W ujęciu rok do roku wzrosła ona do 13,4 % we wrześniu, przy czym inflację bazową szacuje się na 6,5 %. Ceny mają rosnąć szybciej niż płace.

Interpretacja tabeli wyników dla Rumunii pokazuje, że w 2021 r. trzy wskaźniki przekroczyły swoje orientacyjne wartości progowe, a mianowicie saldo obrotów bieżących, międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto oraz wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy. W interpretacji ekonomicznej tabeli wyników podkreśla się następujące istotne zmiany:

- Jeszcze bardziej pogłębiły się obawy dotyczące **stabilności zewnętrznej**. Deficyt obrotów bieżących wzrósł w 2021 r. do 7,3 % PKB, a na 2022 r. prognozowane jest jego dalsze pogorszenie. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto) nieco się poprawiła, do -47,2 % PKB w 2021 r., ze względu na silny wzrost nominalnego PKB i pewne pozytywne skutki wyceny; prognozuje się dalszą poprawę tej pozycji w 2022 r., ale ponowny spadek w 2023 r. MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą pozostała ujemna, ale bliska zrównoważonej.

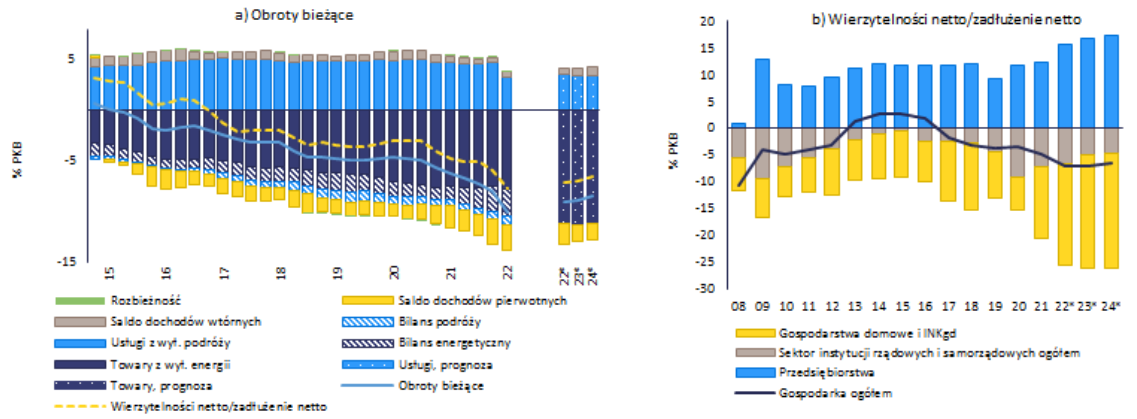
- Obawy dotyczące **konkurencyjności kosztowej**, które istniały już przed pandemią COVID-19, jeszcze bardziej się nasilają. W 2021 r. nominalne jednostkowe koszty pracy wzrosły umiarkowanie i prognozuje się, że w 2022 r. i w kolejnych latach nastąpi znaczniejszy wzrost tych kosztów w związku z wysoką inflacją, niedoborami siły roboczej i silnym wzrostem płac nominalnych. Realny efektywny kurs walutowy bazujący na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych (HICP) pozostał zasadniczo niezmieniony w 2021 r. oraz w ujęciu rok do roku nie uległ znaczącym zmianom do sierpnia 2022 r.

- Obawy związane ze zmianami **cen nieruchomości mieszkalnych** są nadal ograniczone. W 2021 r. wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych nieznacznie wyhamował z 4,7 % do 4,4 %. W drugim kwartale 2022 r. wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych w ujęciu rok do roku przyspieszył do 8,5 %. Wskaźniki odchyleń wyceny nie wykazują oznak możliwego zawyżenia cen nieruchomości mieszkalnych.

- Rośną ryzyka związane z **długiem publicznym**. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych poprawił się, ale pozostaje wysoki – w 2021 r. wyniósł 7,1 % PKB. Prognozuje się, że w dalszym ciągu będzie się zmniejszać. Dług publiczny wzrósł w 2021 r. do 48,9 % PKB i prognozuje się, że w tym i przyszłym roku nieznacznie spadnie. Nadal znacznie przekracza poziom sprzed pandemii COVID-19. Dochody z obligacji skarbowych należą do najwyższych w UE. Ryzyko walutowe jest wysokie – na koniec 2021 r. około połowa długu publicznego sektora instytucji rządowych na szczeblu centralnym była denominowana w walutach obcych, a około połowa długu publicznego była utrzymywana przez nierezydentów. Ryzyka dla stabilności budżetowej są wysokie w perspektywie średnioterminowej i średnie w perspektywie długoterminowej.

- **Sektor bankowy** jest stabilny. W 2021 r. wskaźnik kredytów zagrożonych spadł do 3,4 % kredytów ogółem. Chociaż współczynnik kapitału Tier I jest zbliżony do średniej UE, rentowność jest bardzo wysoka. Po zaostrzeniu polityki pieniężnej w latach 2021 i 2022 znacznie wzrosły stopy procentowe.

Wykres 3.23.1: **Wybrane wykresy: Rumunia**



Źródło: Eurostat, baza danych Comext i służby Komisji Europejskiej.

Tabela 3.23.1: **Główne wskaźniki gospodarcze i finansowe – Rumunia**

	Progi	*Wartość odniesienia I*	*Wartość odniesienia II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognoza *2022*	prognoza *2023*
Pozycja zewnętrzna								
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB, średnia z 3 lat)	**-4%/6%**			**-4,2**	**-4,8**	**-5,7**	**-7,2**	**-8,7**
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB)		0,3 (1)	-5,0 (2)	-4,9	-4,9	-7,3	-9,5	-9,2
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	**-35%**	**-47,5 (3)**	**-8,0 (4)**	**-43,4**	**-47,6**	**-47,2**	**-39,8**	**-42,3**
NENDI – MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB) (5)				-4,0	-7,0	-6,5		
Konkurencyjność								
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, 3 l.)	**9% (SE) 12% (Nie SE)**			**24,0**	**20,7**	**14,4 p**	**10,0**	**9,4**
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, r/r)				6,9	5,8	1,2 p	2,8	5,2
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.)	**±5% (SE) ±11% (Nie SE)**			**0,2**	**3,4**	**1,0**	**2,8**	**0,5**
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 1 l.)				-0,3	1,4	0,0	1,5	-0,9
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	**-6%**			**17,4**	**19,9**	**10,6**	**12,1**	**9,2**
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 1 l.)				1,5	1,9	0,5	4,1	0,8
Zadłużenie sektora prywatnego								
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**133%**			**46,5**	**48,0**	**48,1 p**	**45,8**	**39,5**
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**14%**			**2,0**	**1,3**	**3,8 p**	**5,0**	**3,1**
Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (% PKB)		59,8 (6)	20,4 (7)	15,4	16,1	15,8	14,8	14,2
Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych, dane skonsolidowane (% PKB)		97,9 (6)	39,9 (7)	31,1	31,9	32,3	31,0	25,3
Rynek mieszkaniowy								
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	**6%**			**-1,9**	**2,3**	**-1,1**	**-4,5**	**-5,8**
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny nominalne (zmiana w %, 1 r.)		-19,8 (8)		3,4	4,7	4,4	8,9	1,4
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	**60%**			**35,1**	**46,9**	**48,9**	**47,9**	**47,3**
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)				-4,3	-9,2	-7,1	-6,5	-5,0
Sektor bankowy								
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	**16,50%**			**10,3**	**13,4**	**14,3**	**0,8**	
Stopa zwrotu z kapitału własnego (%)				12,3	9,0	13,1		
Współczynnik kapitału podstawowego Tier I		10,6 (9)		19,0	21,8	19,9		
Kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne (% kredytów brutto)				4,3e	3,9e	3,4p	3,1	
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	**10%**			**5,4**	**5,4**	**5,5**	**5,7**	**5,6**
Stopa bezrobocia (poziom w ujęciu rocznym)		5,5 (10)		4,9	6,1	5,6	5,4	5,8
Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności w wieku 15–64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**-0,2 pp.**			**3,1**	**2,3**	**3,2**	**2,2**	**2,2**
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (zmiana w p.p., 3 l.	**0,5 pp.**			**-1,4**	**-0,6**	**-0,2**		
Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**2 pp.**			**-4,9**	**-1,4**	**0,5**		

Uwagi: Zob. załącznik 1.
Źródło: służby Komisji, Eurostat i EBC; Komisja Europejska w przypadku prognozowanych wartości (prognoza z jesieni 2022 r.)

3.24. SŁOWENIA

Na Słowenii utrzymują się pewne obawy związane ze zmianami cen nieruchomości mieszkalnych i deficytem sektora instytucji rządowych i samorządowych, chociaż związane z tym ryzyka wydają się ograniczone. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych należy do najwyższych w UE, ale ceny tych nieruchomości nie wykazują oznak możliwego zawyżenia. Ograniczenia po stronie podaży i wysoka inflacja mogą mieć wpływ na konkurencyjność i wzrost w perspektywie średnioterminowej. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych nadal jest wysoki.

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Komisja nie dokonała szczegółowej oceny sytuacji i nie stwierdziła zakłóceń równowagi makroekonomicznej w Słowenii. W tym roku Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania dalszej szczegółowej analizy w odniesieniu do Słowenii.

Przewiduje się, że wzrost realnego PKB wyniesie 6,2 % w 2022 r. i 0,8 % w 2023 r. Inflacja jest wysoka. W ujęciu rok do roku zmalała ona do 10,3 % w październiku, przy czym inflację bazową we wrześniu szacuje się na 6,6 %. Ceny mają rosnąć szybciej niż płace.

Interpretacja tabeli wyników dla Słowenii pokazuje, że w 2021 r. cztery wskaźniki przekroczyły swoje orientacyjne wartości progowe, a mianowicie wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy, wzrost realnych cen nieruchomości mieszkalnych, dług publiczny oraz zmiana poziomu bezrobocia młodzieży. W interpretacji ekonomicznej tabeli wyników podkreśla się następujące istotne zmiany:

- Nie ma wyraźnych obaw dotyczących **stabilności zewnętrznej**. Po kilku latach odnotowywania bardzo dużych nadwyżek saldo obrotów bieżących zmalało w 2021 r. do 3,8 % PKB. Głównym czynnikiem był spadek bilansu handlu towarami, w tym, w mniejszym stopniu, towarami energetycznymi. Prognozuje się, że saldo obrotów bieżących będzie dalej maleć i w 2022 r. stanie się ujemne. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto) nadal stale rosła, osiągając w 2021 r. -6,8 % PKB, i prognozuje się, że do 2024 r. osiągnie równowagę. MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą jest umiarkowanie dodatnia.

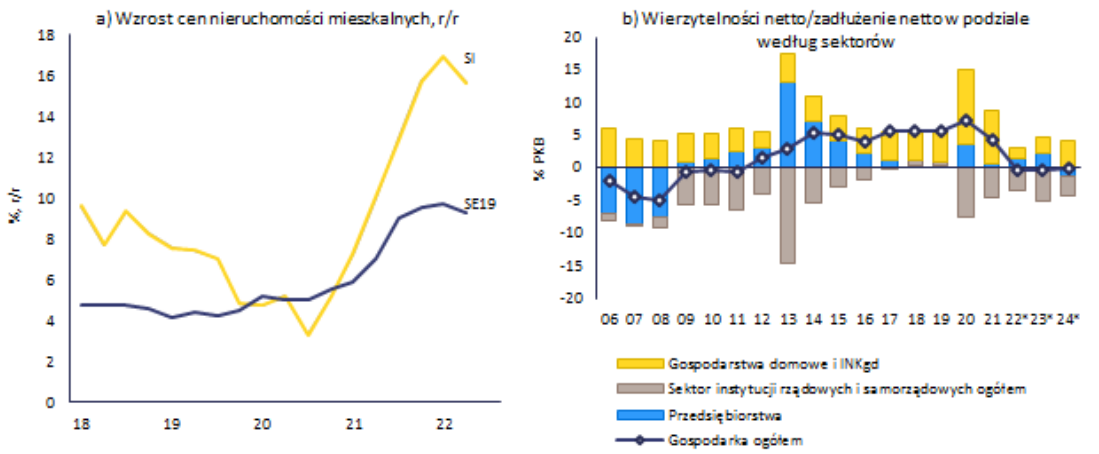
- **Konkurencyjność kosztowa** nie budzi jeszcze poważnych obaw. Wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy uległ znacznemu spowolnieniu w 2021 r. i prognozuje się, że w 2022 r. osiągnie wartość ujemną. Przewiduje się, że jednostkowe koszty pracy wzrosną w 2023 r. W 2021 r. realny efektywny kurs walutowy bazujący na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych (HICP) nieznacznie osłabł. W ujęciu rok do roku uległ deprecjacji do sierpnia 2022 r.

- Nadal niepokojący jest bardzo wysoki wzrost **cen nieruchomości mieszkalnych**. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych przyspieszył z 4,6 % w 2020 r. do 11,5 % w 2021 r., co stanowiło tempo wzrostu należące do najwyższych w UE. W drugim kwartale 2022 r. wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych w ujęciu rok do roku wyniósł 15,6 %. Wskaźniki odchyleń wyceny nie wykazują oznak możliwego zawyżenia cen nieruchomości mieszkalnych. Najnowsze dane dotyczące transakcji wskazują na możliwe spowolnienie na rynku.

- Pomimo poprawy dynamika **długu publicznego** nadal budzi obawy. Dług publiczny zmniejszył się do 74,5 % PKB w 2021 r. i prognozuje się jego dalszy stopniowy spadek. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych pozostaje wysoki, ale w 2021 r. zmniejszył się do 4,7 % PKB. Prognozuje się, że w 2022 r. będzie dalej spadać, lecz w 2023 r. wzrośnie. Ryzyka dla stabilności budżetowej są wysokie zarówno w perspektywie średnio-, jak i długoterminowej ze względu na niekorzystną początkową sytuację budżetową oraz starzenie się społeczeństwa.

- **Sektor bankowy** pozostaje stabilny. Chociaż kapitalizacja jest niższa od średniej UE, rentowność wzrosła w 2021 r. i jest znacznie wyższa od średniej UE. Wskaźnik kredytów zagrożonych znacznie spadł w ostatnich latach i pozostaje na niskim poziomie.

Wykres 3.24.1: **Wybrane wykresy: Słowenia**



Źródło: Eurostat, baza danych Ameco i służby Komisji Europejskiej.

Tabela 3.24.1: **Wybrane wskaźniki gospodarcze i finansowe – Słowenia**

	Progi	Wartość odniesienia I	Wartość odniesienia II	2019	2020	2021	prognoza 2022	prognoza 2023
Pozycja zewnętrzna								
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB, średnia z 3 lat)	**-4%/6%**			**6,0**	**6,5**	**5,8**	**3,5**	**0,8**
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB)		0,8 (1)	-1,1 (2)	5,9	7,6	3,8	-0,7	-0,6
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	**-35%**	**-63,0 (3)**	**5,1 (4)**	**-16,2**	**-15,6**	**-6,8**	**-2,0**	**0,2**
NENDI – MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB) (5)				0,8	1,6	9,7		
Konkurencyjność								
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, 3 l.)	**9% (SE) 12% (Nie SE)**			**8,0**	**14,5**	**12,8**	**7,4**	**5,8**
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, r/r)				3,9	7,3	1,1	-1,0	5,7
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.)	**±5% (SE) ±11% (Nie SE)**			**1,0**	**1,9**	**-0,4**	**-4,5**	**-6,6**
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 1 l.)				-0,5	0,6	-0,5	-4,5	-1,8
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	**-6%**			**15,8**	**19,5**	**11,6**	**9,1**	**5,8**
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 1 l.)				0,7	1,7	-0,5	3,1	0,7
Zadłużenie sektora prywatnego								
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**133%**			**68,6**	**69,5**	**66,4**	**64,4**	**59,0**
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**14%**			**0,8**	**-0,9**	**3,5**	**5,8**	**4,3**
Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (% PKB)		43,9 (6)	37,2 (7)	26,8	27,8	26,4	25,5	25,4
Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych, dane skonsolidowane (% PKB)		65,9 (6)	57,3 (7)	41,8	41,7	40,0	38,9	33,6
Rynek mieszkaniowy								
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	**6%**			**5,3**	**5,2**	**7,8**	**2,5**	**1,9**
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny nominalne (zmiana w %, 1 r.)		0,4 (8)		6,7	4,6	11,5	10,5	3,3
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	**60%**			**65,4**	**79,6**	**74,5**	**69,9**	**69,6**
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)				0,6	-7,7	-4,7	-3,6	-5,2
Sektor bankowy								
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	**16,50%**			**9,9**	**14,0**	**14,1**	**1,5**	
Stopa zwrotu z kapitału własnego (%)				10,3	11,3	9,5		
Współczynnik kapitału podstawowego Tier I		10,6 (9)		17,8	16,7	16,9		
Kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne (% kredytów brutto)				3,4e	3,0e	2,1p	1,9	
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	**10%**			**5,4**	**4,8**	**4,7**	**4,6**	**4,4**
Stopa bezrobocia (poziom w ujęciu rocznym)		6,0 (10)		4,4	5,0	4,8	4,1	4,3
Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności w wieku 15–64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**-0,2 pp.**			**3,5**	**0,2**	**0,6**	**2,1**	**2,8**
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (zmiana w p.p., 3	**0,5 pp.**			**-2,4**	**-1,2**	**-0,3**		
Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**2 pp.**			**-7,2**	**3,0**	**3,9**		

Uwagi: Zob. załącznik 1.
Źródło: służby Komisji, Eurostat i EBC; Komisja Europejska w przypadku prognozowanych wartości (prognoza z jesieni 2022 r.)

3.25. SŁOWACJA

Na Słowacji obawy związane z konkurencyjnością kosztową i zmianami cen nieruchomości mieszkalnych istniały już przed pandemią COVID-19 i są coraz większe. Wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy ma przyspieszyć, a inflacja bazowa jest bardzo wysoka w zestawieniu z państwami strefy euro porównywalnymi ze Słowacją. Utrzymuje się silny wzrost cen nieruchomości mieszkalnych, któremu towarzyszy utrzymujący się w ostatnich latach wzrost zadłużenia gospodarstw domowych. Deficyt obrotów bieżących silnie rośnie. Wysoki deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wymaga ścisłego monitorowania.

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Komisja nie dokonała szczegółowej oceny sytuacji i nie stwierdziła zakłóceń równowagi makroekonomicznej w Słowacji. W tym roku Komisja uznała za stosowne zbadanie nowej podatności na zagrożenia i jej skutków w ramach szczegółowej oceny sytuacji Słowacji.

Przewiduje się, że wzrost realnego PKB wyniesie 1,9 % w 2022 r. i 0,5 % w 2023 r. Inflacja jest bardzo wysoka, w tym w porównaniu z partnerami handlowymi ze strefy euro. W ujęciu rok do roku wzrosła ona do 14,5 % we wrześniu, przy czym inflację bazową szacuje się na 9,3 %. Ceny mają rosnąć szybciej niż płace.

Interpretacja tabeli wyników dla Słowacji pokazuje, że w 2021 r. pięć wskaźników przekroczyło swoje orientacyjne wartości progowe, a mianowicie międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy, dług publiczny, wzrost zobowiązań sektora finansowego oraz zmiana poziomu bezrobocia młodzieży. W interpretacji ekonomicznej tabeli wyników podkreśla się następujące istotne zmiany:

- Perspektywy **stabilności zewnętrznej** pogorszyły się. W 2021 r. saldo obrotów bieżących odnotowało deficyt wynoszący -2,5 % PKB. Prognozuje się, że w tym roku saldo to znacznie się pogorszy i pozostanie zdecydowanie ujemne, zarówno ze względu na bilans energetyczny, jak i znaczne zmniejszenie bilansu wymiany towarów nieenergetycznych. Niewielka poprawa międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPI netto), która to pozycja w 2021 r. wyniosła -61 % PKB, wynikała ze wzrostu PKB i pewnych pozytywnych skutków wyceny. Prognozuje się nieznaczne pogorszenie w 2022 r., po czym nastąpi dalsza poprawa. Większa część MPI netto składa się z inwestycji bezpośrednich, co ogranicza obawy związane z pozycją zewnętrzną.

- Obawy dotyczące **konkurencyjności kosztowej**, które istniały już przed pandemią COVID-19, jeszcze bardziej się nasilają. W 2021 r. nominalne jednostkowe koszty pracy wzrosły, choć w mniejszym stopniu niż w poprzednich latach, ale prognozuje się, że w latach 2022 i 2023 będą dalej znacznie rosnąć w kontekście wysokiej inflacji bazowej Słowacji i silnego wzrostu płac nominalnych. Realny efektywny kurs walutowy bazujący na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych (HICP) pozostał zasadniczo niezmieniony w 2021 r. oraz w ujęciu rok do roku również nie uległ znaczącym zmianom do sierpnia 2022 r.

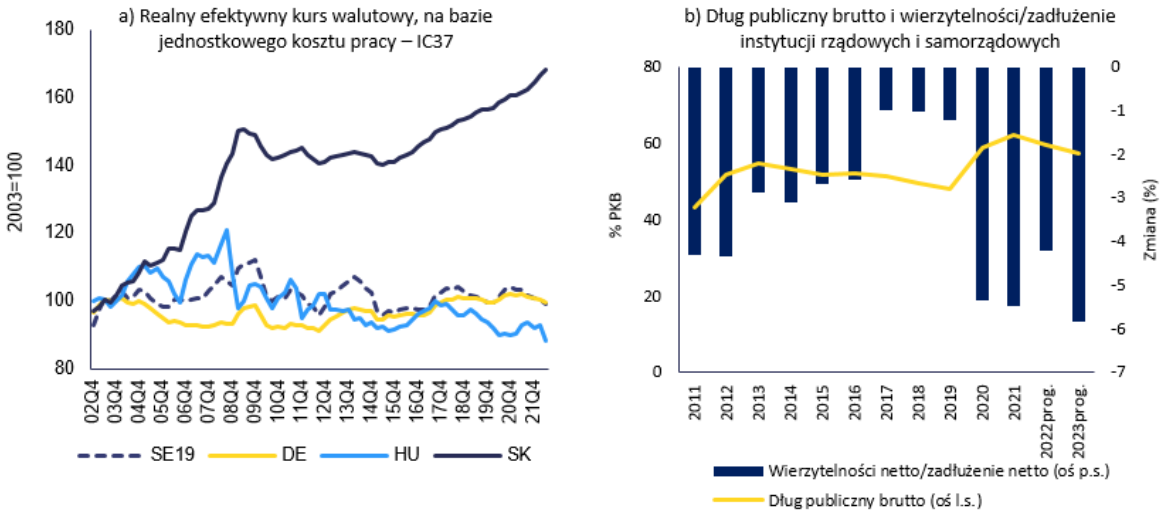
- Relacja **zadłużenia gospodarstw domowych** do PKB przekracza wartość odniesienia opartą na fundamentalnych parametrach gospodarczych i jest zbliżona do ostrożnościowej wartości odniesienia. Zadłużenie gospodarstw domowych jest znacznie wyższe niż w państwach porównywalnych ze Słowacją i wynosi prawie 50 % PKB. Przepływy kredytowe netto do gospodarstw domowych były stosunkowo dynamiczne w 2021 r. i wynosiły około 4 % PKB, a prognozuje się, że w 2022 r. wzrosną. Relacja zadłużenia gospodarstw domowych do PKB pozostała zasadniczo niezmieniona w pierwszej połowie 2022 r. Kredyty zagrożone dla gospodarstw domowych są niskie i w 2021 r. nadal malały.

- Nadal niepokojące są zmiany **cen nieruchomości mieszkalnych**. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych wyhamował z 9,6 % w 2020 r. do 6,4 % w 2021 r. W drugim

kwartale 2022 r. wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych w ujęciu rok do roku zwiększył się do 16,6 %. Szacuje się, że w 2021 r. ceny nieruchomości mieszkalnych były zawyżone o 14 %. Kredyty hipoteczne są bardzo dynamiczne i stanowią źródło ryzyka. Wzrost cen nieruchomości był gwałtowny zwłaszcza od drugiej połowy 2021 r.

- Ryzyka związane z **długiem publicznym** są w perspektywie krótkoterminowej ograniczone. Dług publiczny wzrósł w 2021 r. do 62,2 % PKB, przekraczając po raz pierwszy wartość progową określoną w tabeli wyników. Prognozuje się, że będzie on nadal nieznacznie spadać i w 2022 r. powróci do poziomu poniżej 60 % PKB, co nadal oznacza wzrost o 12 punktów procentowych w porównaniu z 2019 r. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych pogorszył się od czasu pandemii i w 2021 r. osiągnął 5,5 %. Prognozuje się, że w 2022 r. deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych zmniejszy się, ale w 2023 r. ponownie wzrośnie. Ryzyka dla stabilności budżetowej są wysokie zarówno w perspektywie średnio-, jak i długoterminowej ze względu na długoterminowe zmiany w zakresie zadłużenia i rosnące koszty starzenia się społeczeństwa.

Wykres 3.25.1: **Wybrane wykresy: Słowacja**



Źródło: Eurostat, baza danych Ameco i służby Komisji Europejskiej.

Tabela 3.25.1: **Główne wskaźniki gospodarcze i finansowe – Słowacja**

	Progi	*Wartość odniesienia I*	*Wartość odniesienia II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognoza *2022*	prognoza *2023*
Pozycja zewnętrzna								
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB, średnia z 3 lat)	**-4%/6%**			**-2,5**	**-1,7**	**-1,8**	**-2,7**	**-4,7**
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB)		0,1 (1)	-3,2 (2)	-3,3	0,6	-2,5	-6,3	-5,4
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	**-35%**	**-47,9 (3)**	**-1,5 (4)**	**-65,6**	**-64,8**	**-61,0**	**-62,6**	**-57,4**
NENDI – MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB) (5)				-14,1	-14,8	-14,7		
Konkurencyjność								
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, 3 l.)	**9% (SE) 12% (Nie SE)**			**14,2**	**15,4**	**14,1**	**16,6**	**16,6**
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, r/r)				5,3	5,5	2,8	7,6	5,5
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.)	**±5% (SE) ±11% (Nie SE)**			**2,6**	**5,3**	**3,1**	**1,2**	**-0,8**
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 1 l.)				0,6	2,5	-0,1	-1,2	0,5
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	**-6%**			**1,3**	**7,4**	**-2,9**	**-6,8**	**-9,3**
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 1 l.)				-2,3	3,3	-4,2	-5,4	-0,8
Zadłużenie sektora prywatnego								
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**133%**			**91,0**	**94,5**	**95,0**	**94,8**	**79,3**
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**14%**			**4,5**	**2,5**	**5,5**	**8,0**	**2,3**
Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (% PKB)		49,5 (6)	30,0 (7)	43,4	46,6	47,8	49,3	47,5
Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych, dane skonsolidowane (% PKB)		75,3 (6)	47,4 (7)	47,6	47,9	47,2	45,5	31,8
Rynek mieszkaniowy								
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	**6%**			**6,2**	**7,2**	**3,0**	**-0,5**	**-4,0**
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny nominalne (zmiana w %, 1 r.)		13,9 (8)		9,1	9,6	6,4	10,0	5,9
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	**60%**			**48,0**	**58,9**	**62,2**	**59,6**	**57,4**
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)				-1,2	-5,4	-5,5	-4,2	-5,8
Sektor bankowy								
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	**16,50%**			**5,8**	**10,2**	**24,0**	**3,0**	
Stopa zwrotu z kapitału własnego (%)				8,3	5,3	8,4		
Współczynnik kapitału podstawowego Tier I		10,6 (9)		15,8	16,8	16,7		
Kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne (% kredytów brutto)				2,9e	2,5e	2,0p	1,9	
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	**10%**			**6,8**	**6,3**	**6,4**	**6,6**	**6,5**
Stopa bezrobocia (poziom w ujęciu rocznym)		7,4 (10)		5,7	6,7	6,8	6,3	6,4
Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności w wieku 15–64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**-0,2 pp.**			**0,8**	**0,4**	**0,2**	**1,0**	**1,6**
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (zmiana w p.p., 3 l	**0,5 pp.**			**-2,9**	**-2,2**	**-0,8**		
Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**2 pp.**			**-6,3**	**0,4**	**4,8**		

Uwagi: Zob. załącznik 1.

Źródło: służby Komisji, Eurostat i EBC; Komisja Europejska w przypadku prognozowanych wartości (prognoza z jesieni 2022 r.)

3.26. FINLANDIA

W Finlandii zadłużenie gospodarstw domowych jest wysokie, choć związane z tym ryzyka wydają się ograniczone. Prawie wszystkie kredyty na zakup nieruchomości mieszkalnych mają zmienne oprocentowanie, co naraża gospodarstwa domowe na ryzyko ewentualnego wyższego oprocentowania. System bankowy wydaje się silny i odporny pomimo znacznych ekspozycji na ryzyko transgraniczne, w szczególności względem innych krajów nordyckich.

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Komisja nie dokonała szczegółowej oceny sytuacji i nie stwierdziła zakłóceń równowagi makroekonomicznej w Finlandii. W tym roku Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania dalszej szczegółowej analizy w odniesieniu do Finlandii.

Przewiduje się, że wzrost realnego PKB wyniesie 2,3 % w 2022 r. i 0,2 % w 2023 r. Inflacja jest wysoka, choć niższa niż w wielu innych państwach strefy euro. W ujęciu rok do roku inflacja zmalała do 8,3 % w październiku, przy czym inflację bazową szacuje się na 4,4 %. Ceny mają rosnąć szybciej niż płace.

Interpretacja tabeli wyników dla Finlandii pokazuje, że w 2021 r. dwa wskaźniki przekroczyły swoje orientacyjne wartości progowe, a mianowicie zadłużenie sektora prywatnego oraz dług publiczny. W interpretacji ekonomicznej tabeli wyników podkreśla się następujące istotne zmiany:

- Obawy dotyczące **konkurencyjności kosztowej** są ograniczone. W 2021 r. nominalne jednostkowe koszty pracy jeszcze bardziej wzrosły i prognozuje się, że będą nadal rosnąć, chociaż w Finlandii inflacja bazowa jest niższa niż w wielu innych państwach strefy euro. W 2021 r. realny efektywny kurs walutowy bazujący na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych (HICP) nieznacznie osłabł. W ujęciu rok do roku uległ on deprecjacji do sierpnia 2022 r.

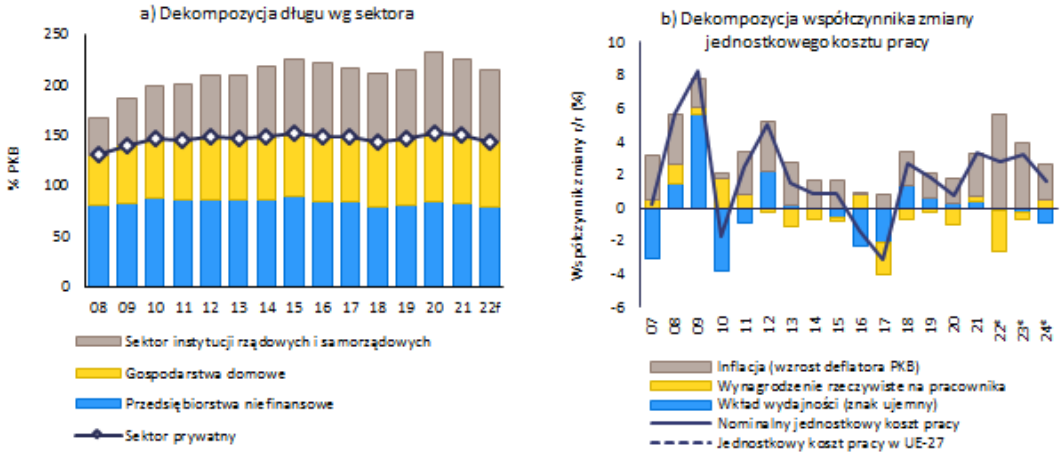
- Relacja **zadłużenia gospodarstw domowych** do PKB utrzymuje się powyżej zarówno ostrożnościowych wartości odniesienia, jak i wartości odniesienia opartych na fundamentalnych parametrach gospodarczych, jednak w 2021 r. spadła, a w pierwszej połowie 2022 r. nie ulegała znaczącym zmianom, ponieważ oczekuje się, że przepływy kredytowe netto pozostaną umiarkowane. Prognozuje się, że w 2022 r. wzrost nominalnego PKB będzie nadal przyczyniał się do zmniejszenia zadłużenia. Zadłużenie zagrożone gospodarstw domowych utrzymuje się na niskim poziomie. W zasadzie wszystkie kredyty na zakup nieruchomości mieszkalnych mają zmienne oprocentowanie.

- Zmiany **cen nieruchomości mieszkalnych** nadal budzą ograniczone obawy. W 2021 r. wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych przyspieszył do 4,6 %. W drugim kwartale 2022 r. wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych w ujęciu rok do roku wyniósł 2,2 %. Wskaźniki odchyleń wyceny nie wykazują oznak możliwego zawyżenia cen nieruchomości mieszkalnych.

- Ryzyka związane z **długiem publicznym** są ograniczone. W 2021 r. dług ten zmalał do 72,4 % PKB i prognozuje się, że ustabilizuje się na mniej więcej tym poziomie, ale pozostanie powyżej poziomu z 2019 r. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych zmniejszył się do 2,7 % PKB w 2021 r. i prognozuje się jego dalszy spadek. Ryzyka dla stabilności budżetowej są średnie zarówno w perspektywie średnio-, jak i długoterminowej.

- **Sektor bankowy** pozostaje stabilny i odporny. W 2021 r. kapitał Tier I był znacznie wyższy od średniej UE, a rentowność była wysoka. Wskaźnik kredytów zagrożonych jest bardzo niski i w 2021 r. zmalał jeszcze bardziej. Ryzyko dla stabilności finansowej pozostaje ograniczone, pomimo znacznych ekspozycji na ryzyko transgraniczne, w szczególności względem innych krajów nordyckich.

Wykres 3.26.1: **Wybrane wykresy: Finlandia**



Źródło: Eurostat, baza danych Ameco i służby Komisji Europejskiej.

Tabela 3.26.1: **Główne wskaźniki gospodarcze i finansowe – Finlandia**

	Progi	*Wartość odniesienia I*	*Wartość odniesienia II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognoza *2022*	prognoza *2023*
Pozycja zewnętrzna								
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB, średnia z 3 lat)	**-4%/6%**			**-1,0**	**-0,5**	**0,3**	**0,4**	**0,1**
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB)		-0,5 (1)	-0,2 (2)	-0,3	0,7	0,6	-0,2	-0,3
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	**-35%**	**-79,3 (3)**	**2,0 (4)**	**4,0**	**-4,0**	**-1,4**	**4,7**	**4,3**
NENDI – MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB) (5)				6,9	5,8	15,8		
Konkurencyjność								
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, 3 l.)	**9% (SE) 12% (Nie SE)**			**1,3**	**5,3**	**6,0**	**7,4**	**10,0**
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, r/r)				1,9	0,7	3,3	3,2	3,1
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.)	**±5% (SE) ±11% (Nie SE)**			**0,1**	**2,3**	**-0,7**	**-5,4**	**-10,2**
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 1 l.)				-1,5	1,6	-0,8	-6,2	-3,6
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	**-6%**			**3,1**	**11,6**	**4,9**	**-1,5**	**-2,8**
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 1 l.)				2,7	1,0	-3,5	-2,4	-0,4
Zadłużenie sektora prywatnego								
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**133%**			**146,1**	**152,6**	**150,1**	**143,5**	**140,9**
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**14%**			**6,6**	**6,1**	**6,1**	**4,2**	**6,9**
Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (% PKB)		55,1 (6)	59,4 (7)	65,8	69,0	67,8	64,7	63,5
Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych, dane skonsolidowane (% PKB)		65,7 (6)	89,0 (7)	80,3	83,6	82,3	78,8	77,4
Rynek mieszkaniowy								
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	**6%**			**-0,6**	**1,3**	**2,8**	**-3,5**	**-1,9**
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny nominalne (zmiana w %, 1 r.)		-2,5 (8)		0,4	1,8	4,6	2,4	2,0
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	**60%**			**64,9**	**74,8**	**72,4**	**70,7**	**72,0**
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)				-0,9	-5,5	-2,7	-1,4	-2,3
Sektor bankowy								
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	**16,50%**			**7,8**	**8,0**	**9,4**	**9,2**	
Stopa zwrotu z kapitału własnego (%)				4,9	5,8	9,2		
Współczynnik kapitału podstawowego Tier I		10,6 (9)		17,6	18,1	17,8		
Kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne (% kredytów brutto)				1,4e	1,5e	1,2p	1,0	
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	**10%**			**7,7**	**7,3**	**7,4**	**7,5**	**7,3**
Stopa bezrobocia (poziom w ujęciu rocznym)		6,7 (10)		6,8	7,7	7,7	7,0	7,2
Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności w wieku 15–64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**-0,2 pp.**			**2,3**	**1,5**	**1,8**	**2,8**	**3,4**
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**0,5 pp.**			**-1,4**	**-1,1**	**-0,2**		
Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	**2 pp.**			**-2,8**	**1,0**	**-0,2**		

Uwagi: Zob. załącznik 1.

Źródło: służby Komisji, Eurostat i EBC; Komisja Europejska w przypadku prognozowanych wartości (prognoza z jesieni 2022 r.)

3.27. SZWECJA

W Szwecji nadal istnieją obawy związane z utrzymującym się wysokim wzrostem cen nieruchomości mieszkalnych oraz wysokim zadłużeniem gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych, choć malejący, utrzymuje się na wysokim poziomie, a ceny nieruchomości mieszkalnych ocenia się jako zawyżone.

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Komisja dokonała szczegółowej oceny sytuacji i stwierdziła, że w Szwecji występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej. W tym roku Komisja uznała za stosowne zbadanie utrzymywania się zakłóceń równowagi lub postępów w ich ograniczaniu w ramach szczegółowej oceny sytuacji Szwecji.

Przewiduje się, że wzrost realnego PKB wyniesie 2,9 % w 2022 r. i -0,6 % w 2023 r. Inflacja jest wysoka, choć nieco niższa niż w wielu innych państwach UE, a jednocześnie znacznie zaostrzono politykę pieniężną. W ujęciu rok do roku inflacja wzrosła do 10,3 % we wrześniu, przy czym inflacja bazowa wynosiła 5,8 %. Ceny mają rosnąć szybciej niż płace.

Interpretacja tabeli wyników dla Szwecji pokazuje, że w 2021 r. cztery wskaźniki przekroczyły swoje orientacyjne wartości progowe, a mianowicie wzrost realnych cen nieruchomości mieszkalnych, przepływy kredytowe sektora prywatnego, zadłużenie sektora prywatnego oraz zmiana poziomu bezrobocia młodzieży. W interpretacji ekonomicznej tabeli wyników podkreśla się następujące istotne zmiany:

- Zmiany **konkurencyjności kosztowej** nie wydają się obecnie niepokojące. W 2021 r. nominalne jednostkowe koszty pracy wzrosły jedynie nieznacznie, ale prognozuje się, że w latach 2022 i 2023 ich wzrost będzie silniejszy. W 2021 r. realny efektywny kurs walutowy bazujący na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych (HICP) jednak umocnił się. W ujęciu rok do roku uległ jednak znacznej deprecjacji do sierpnia 2022 r. Nominalny kurs wymiany uległ deprecjacji w 2022 r. Wysoka nadwyżka na rachunku obrotów bieżących ogranicza ryzyko związane z dużymi wahaniami walutowymi. Nadwyżka ta zmalała do 5,4 % PKB i prognozuje się jej dalszy spadek w 2022 r. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto jest dodatnia i prognozuje się jej wzrost.

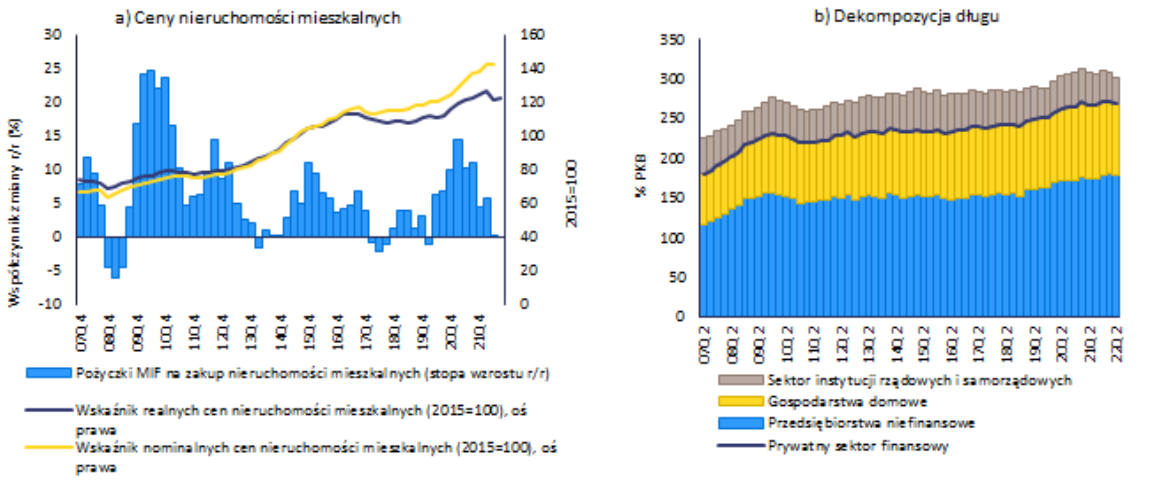
- Relacja **zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych** do PKB pozostaje jedną z najwyższych w UE i w 2021 r. wzrosła do 123 %. Relacja ta utrzymuje się powyżej zarówno ostrożnościowych wartości odniesienia, jak i wartości odniesienia opartych na fundamentalnych parametrach gospodarczych i jest o 11 punktów procentowych wyższa niż w 2019 r. Wysoki udział transgranicznych pożyczek wewnątrzgrupowych w zadłużeniu przedsiębiorstw ogranicza ryzyko. Zadłużeniu przedsiębiorstw towarzyszą wysokie i rosnące zabezpieczenia przed utratą płynności przez przedsiębiorstwa, co dodatkowo ogranicza ryzyko, mimo że część sektora przedsiębiorstw jest narażona na wzrost cen energii i stóp procentowych. Przepływy kredytowe do przedsiębiorstw niefinansowych w % PKB są wysokie. Nieruchomości komercyjne stanowią szczególne źródło obaw, również ze względu na sposób ich finansowania.

- Relacja **zadłużenia gospodarstw domowych** do PKB pozostaje jedną z najwyższych w UE i przekracza zarówno ostrożnościowe wartości odniesienia, jak i wartości odniesienia oparte na fundamentalnych parametrach gospodarczych. W 2021 r. zmniejszyła się ona względem PKB, a w pierwszej połowie 2022 r. nadal nieznacznie malała wskutek dynamicznych przepływów kredytowych netto. Jako relacja dochodu do dyspozycji brutto gospodarstw domowych zadłużenie gospodarstw domowych stale rosło od 2013 r., osiągając w 2021 r. poziom bliski 190 % PKB. Zadłużenie zagrożone gospodarstw domowych utrzymuje się na niskim poziomie, ale koszty obsługi zadłużenia szybko rosną wraz ze stopami procentowymi. Ponad dwie trzecie kredytów hipotecznych ma zmienne oprocentowanie tylko na okres do jednego roku.

- Nadal niepokojący jest bardzo wysoki wzrost **cen nieruchomości mieszkalnych**. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych przyspieszył z 4,2 % do 10,1 % w 2021 r. i rósł w tempie należącym do najwyższych w U. W drugim kwartale 2022 r. wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych w ujęciu rok do roku wyhamował do 7,1 %. Szacuje się, że w 2021 r. ceny nieruchomości mieszkalnych były zawyżone o 35 %, co stanowi jeden z najwyższych wskaźników w UE. Od połowy 2022 r. ceny nieruchomości mieszkalnych zaczęły znacznie spadać w następstwie wzrostu stóp procentowych i cen energii, wywierając presję na finanse gospodarstw domowych, ponieważ poziom zadłużenia pozostaje wysoki.

- **Sektor bankowy** pozostaje w dobrej kondycji. Współczynnik kapitału Tier I jest zbliżony do średniej UE, a rentowność jest bardzo wysoka. Wskaźnik kredytów zagrożonych jest na bardzo niskim poziomie. Akcja kredytowa zarówno w przypadku przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych jest najintensywniejsza w UE, a w 2021 r. jeszcze bardziej przyspieszyła. Wyzwanie dla sektora finansowego stanowią postępująca korekta cen nieruchomości mieszkalnych i zmiany warunków w odniesieniu do nieruchomości komercyjnych. Sektor ten jest również w dużym stopniu zależny od rynków międzynarodowych i pożyczek międzybankowych między szwedzkimi bankami na potrzeby jego finansowania, co naraża sektor bankowy na ryzyko na rynkach światowych.

Wykres 3.27.1: **Wybrane wykresy: Szwecja**



Źródło: Eurostat, EBC (BSI) i służby Komisji Europejskiej.

Tabela 3.27.1: **Główne wskaźniki gospodarcze i finansowe – Szwecja**

	Progi	*Wartość odniesienia I*	*Wartość odniesienia II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognoza *2022*	prognoza *2023*
Pozycja zewnętrzna								
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB, średnia z 3 lat)	**-4%/6%**			**3,7**	**4,7**	**5,6**	**4,9**	**4,0**
Saldo obrotów bieżących, bilans płatniczy (% PKB)		0,7 (1)	0,3 (2)	5,5	5,9	5,4	3,3	3,4
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	**-35%**	**-87,4 (3)**	**4,1 (4)**	**13,2**	**9,4**	**21,2**	**37,9**	**39,9**
NENDI – MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB) (5)				-11,4	-10,9	-2,0		
Konkurencyjność								
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, 3 l,)	**9% (SE) 12% (Nie SE)**			**7,2**	**8,7**	**5,5**	**6,9**	**8,5**
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (zmiana w %, r/r)				1,5	3,4	0,5	2,8	4,9
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l,)	**±5% (SE) ±11% (Nie SE)**			**-8,3**	**-4,8**	**2,1**	**-2,4**	**-8,6**
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 1 l,)				-3,8	3,0	3,0	-8,0	-3,5
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l,)	**-6%**			**-2,9**	**3,1**	**-1,0**	**1,8**	**1,5**
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 1 l,)				2,9	4,1	-3,2	0,4	-2,5
Zadłużenie sektora prywatnego								
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**133%**			**200,0**	**212,8**	**215,2**	**211,8**	**200,2**
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	**14%**			**9,7**	**14,4**	**16,6**	**15,0**	**12,0**
Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (% PKB)		70,3 (6)	78,3 (7)	88,5	93,7	92,5	90,2	88,8
Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych, dane skonsolidowane (% PKB)		82,0 (6)	94,6 (7)	111,5	119,1	122,7	121,6	111,4
Rynek mieszkaniowy								
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r,)	**6%**			**0,4**	**3,3**	**8,1**	**-5,9**	**-8,3**
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych w przeliczeniu na ceny nominalne (zmiana w %, 1 r,)		34,6 (8)		2,5	4,2	10,1	6,5	1,9
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	**60%**			**35,2**	**39,5**	**36,3**	**32,1**	**29,4**
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)				0,6	-2,8	-0,1	0,2	0,2
Sektor bankowy								
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r,)	**16,50%**			**11,5**	**10,7**	**10,9**	**0,9**	
Stopa zwrotu z kapitału własnego (%)				10,9	8,4	10,0		
Współczynnik kapitału podstawowego Tier I		10,6 (9)		17,7	19,2	19,2		
Kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne (% kredytów brutto)				1,1e	1,0e	1,0p	0,8	
Rynek pracy								
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	**10%**			**6,8 b**	**7,3 b**	**8,1**	**8,2**	**7,9**
Stopa bezrobocia (poziom w ujęciu rocznym)		6,7 (10)		7,0	8,5	8,8	7,2	7,6
Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności w wieku 15–64 l, (zmiana w p,p,, 3 l,)	**-0,2 pp.**			**0,8**	**0,0**	**0,6 b**	**1,0**	**1,2**
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l, (zmiana w p,p,, 3	**0,5 pp.**			**-0,5**	**-0,2**	**0,2**		
Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l, (zmiana w p,p,, 3 l,)	**2 pp.**			**1,1**	**6,3**	**7,9**		

Uwagi: Zob. załącznik 1.

Źródło: służby Komisji, Eurostat i EBC; Komisja Europejska w przypadku prognozowanych wartości (prognoza z jesieni 2022 r.)

Tabela A1.1:**Uwagi do tabel w sekcji dotyczącej państw**

Uwaga: wyróżnione dane liczbowe przekraczają próg lub są poniżej progu. Oznaczenia: b: przerwa w szeregu czasowym. d: definicja różni się. e: dane szacunkowe. p: dane wstępne.

1) 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. 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.

2) Saldo obrotów bieżących wymagane do utrzymania MPI netto powyżej -35 % PKB przez 20 lat: w obliczeniach wykorzystano projekcje Komisji T+10. 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.

3) Ostrożnościowa wartość odniesienia MPI netto/NENDI: próg ostrożnościowy MPI netto to poziom poszczególnych państw, po przekroczeniu którego, jak wynika z szacunków, kryzys bilansu płatniczego jest bardziej prawdopodobny. Przypadkowo wartość progowa dla NENDI jest taka sama. A. Turrini i S. Zeugner (2019), „Benchmarks for Net International Investment Positions" [Wartości odniesienia dla międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto], European Economy, Discussion Paper 097/maj 2019.

4) Wartość odniesienia MPI netto wyjaśniona z wykorzystaniem fundamentalnych parametrów gospodarczych (norma MPI netto): MPI netto osiągnięta, gdyby państwo utrzymywało saldo obrotów bieżących zgodne z fundamentalnymi parametrami gospodarczymi od 1994 r. Stanowi ona zatem część MPI netto, którą można wyjaśnić za pomocą fundamentalnych parametrów gospodarczych. A. Turrini i S. Zeugner (2019), „Benchmarks for Net International Investment Positions" [Wartości odniesienia dla międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto], European Economy, Discussion Paper 097/maj 2019.

5) MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (NENDI): podzbiór MPI netto, z którego wyłączono komponenty 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. A. Turrini i S. Zeugner (2019), „Benchmarks for Net International Investment Positions" [Wartości odniesienia dla międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto], European Economy, Discussion Paper 097/maj 2019.

6) Próg ostrożnościowy relacji długu przedsiębiorstw niefinansowych i gospodarstw domowych do PKB: odpowiada poziomowi, powyżej którego ryzyko wystąpienia kryzysu staje się wyższe. Oblicza się go na podstawie regresji ograniczających do minimum prawdopodobieństwa przeoczenia kryzysu i fałszywych alarmów. Bricongne, J. C., Coutinho, L., Turrini, A., Zeugner, S. (2019), „Is Private Debt Excessive?" [Czy zadłużenie sektora prywatnego jest nadmierne?], Open Economies Review, 1–42.

7) Fundamentalny parametr gospodarczy relacji długu przedsiębiorstw niefinansowych i gospodarstw domowych do PKB: określony jako średnie obroty bieżące wymagane do osiągnięcia i utrzymania MPI netto na poziomie -35 % PKB przez kolejne 20 lat. Bricongne, J. C., Coutinho, L., Turrini, A., Zeugner, S. (2019), „Is Private Debt Excessive?" [Czy zadłużenie sektora prywatnego jest nadmierne?], Open Economies Review, 1–42.

8) Odchylenie średnich cen nieruchomości mieszkalnych: jest to średnia arytmetyczna odchylenia wskaźnika ceny do dochodu, odchylenia wskaźnika ceny do najmu i odchylenia wyceny według modelu. Odchylenie wyceny według modelu jest szacowane w ramach kointegracji z wykorzystaniem systemu pięciu fundamentalnych zmiennych: ogół ludności, realne zasoby mieszkań, realny dochód do dyspozycji gospodarstwa domowego na mieszkańca, realna długoterminowa stopa procentowa i deflator cenowy spożycia. Na podstawie Philiponnet, N., Turrini, A. (2017), „Assessing House Price Developments in the EU" [Ocena zmian cen nieruchomości mieszkaniowych w UE], European Economy – Discussion Papers 2015 - 048, Dyrekcja Generalna ds. Gospodarczych i Finansowych (DG ECFIN), Komisja Europejska.

9) Współczynnik kapitału podstawowego Tier I wymagany przez EBC w procesie przeglądu i oceny nadzorczej z 2021 r.

Źródło: służby Komisji Europejskiej.

ZAŁĄCZNIK 2: PROGNOZY I PROGNOZY TERAŹNIEJSZOŚCI DOTYCZĄCE WSKAŹNIKÓW ZAWARTYCH W TABELI WYNIKÓW

Aby wzmocnić elementy prospektywne w interpretacji tabeli wyników, analiza sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania opiera się również, w miarę możliwości, na prognozach na rok 2022 i kolejne lata. Wartości te opierają się na danych z prognozy Komisji z jesieni 2022 r., jeżeli są one dostępne. W przeciwnym razie dane liczbowe odzwierciedlają głównie prognozy, które służby Komisji opracowały na potrzeby niniejszego sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania.

W poniższej tabeli podsumowano założenia przyjęte na potrzeby prognoz wartości podstawowych wskaźników tablicy wyników. Wartości PKB znajdujące się w mianowniku niektórych wskaźników pochodzą z prognozy Komisji z jesieni 2022 r.

W przypadku stóp obrazujących wieloletnie zmiany (na przykład pięcioletnia zmiana udziałów w rynkach eksportowych) na prognozach opierają się jedynie komponenty dotyczące lat 2022 i 2023, natomiast w komponentach dotyczących 2021 r. lub lat wcześniejszych wykorzystano dane Eurostatu stanowiące podstawę tabeli wyników dla procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Tabela 1: **Podejścia do prognoz i prognoz teraźniejszości w odniesieniu do wskaźników podstawowych tabeli wyników dla procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej**

Wskaźnik	Podejście	Źródła danych
Saldo obrotów bieżących, % PKB (średnia z 3 lat)	Wartości z prognozy Komisji z jesieni 2022 r. dotyczące salda obrotów bieżących (koncepcja bilansu płatniczego)	Baza danych AMECO
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	Prognoza sporządzona przez służby Komisji na podstawie prognoz Komisji z jesieni 2022 r. dotyczących wierzytelności netto/zadłużenia netto gospodarki ogółem	Służby Komisji
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.)	Wartości w oparciu o prognozy Komisji z jesieni 2022 r.	Baza danych AMECO
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	Dane liczbowe opierają się na prognozie Komisji z jesieni 2022 r.: (i) dotyczącej nominalnego eksportu towarów i usług dla państw członkowskich (koncepcja rachunków narodowych) oraz (ii) prognozie Komisji dotyczącej eksportu towarów i usług w ujęciu ilościowym dla reszty świata, przeliczonych na poziomy nominalne za pomocą deflatora importu USA oraz prognoz kursu walutowego EUR/USD, opracowanych przez Komisję.	Baza danych AMECO
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy, 2010=100 (zmiana w %, 3 l.)	Wartości z prognozy Komisji z jesieni 2022 r.	Baza danych AMECO
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych (2015=100) w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	Prognoza służb Komisji	Służby Komisji
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, skonsolidowane (% PKB)	Prognoza służb Komisji	Służby Komisji
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	Prognoza służb Komisji	Służby Komisji

Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	Wartości z prognozy Komisji z jesieni 2022 r.	Baza danych AMECO
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	Wartości z prognozy Komisji z jesieni 2022 r.	Baza danych AMECO
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	Prognoza służb Komisji	Służby Komisji
Współczynnik aktywności zawodowej – % ogółu ludności w wieku 15–64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	Prognoza służb Komisji	Służby Komisji

Tabela 3.1: Tabela wyników procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej z 2021 r

	Nierównowaga zewnętrzna i konkurencyjność					Nierównowaga wewnętrzna						Wskaźniki zatrudnienia[1]		
Rok 2021	Saldo obrotów bieżących – % PKB (średnia z 3 lat)	Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 r.)	Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 r.)	Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (2015=100) (zmiana w %, 3 r.)	Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych (2015=100) w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	Przepływy kredytowe 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 w %, 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 15–74 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 % (spoza SE) ±11 % (spoza EA)	-6 %	9 % (SE) 12% (spoza EA)	6 %	14 %	133 %	60 %	10 %	16,5 %	-0,2 p.p.	0,5 p.p.	2 p.p.
BE	0.5	59.9	0.6	2.4	5.4p	4.5	3.8p	169.0p	109.2	5.9	7.5	1.1	0.0	2.2
BG	0.5	-18.4	3.8	12.2	16.4	2.5p	4.4	84.4	23.9	5.5	9.5	0.6	-1.0	-0.1
CZ	0.5	-15.6	5.0	-1.1	13.9	16.4	2.9	78.8	42.0	2.5	7.9	0.0	0.1	1.5
DK	8.5	77.0	-1.1	6.5	6.1	9.5	12.3	214.7	36.6	5.2	11.7	1.4	0.0	0.3
DE	7.3	70.7	0.5	-5.9	7.4p	8.2p	5.7p	120.4p	68.6	3.4b	7.2	1.2	-0.2	0.3
EE	-0.1	-13.0	1.9	17.8	10.7	10.4	6.5	95.3	17.6	5.9	17.5	-0.2	0.3	4.7
IE	-4.2	-145.5	-2.6	39.9	-7.9	4.2	2.6p	168.1p	55.4	5.7	18.8p	1.8	-0.3	0.7
EL	-5.0	-171.9	-3.1	9.6	4.0p	6.4e	-0.1p	120.7p	194.5	16.7	14.3	-0.8	-3.3	-5.7
ES	1.2	-71.5	-0.5	-10.5	12.3p	1.5	2.5p	139.1p	118.3	14.8d	6.6	0.0d	-0.2d	0.5d
FR	-0.3	-32.1	-0.4	-11.4	4.6p	4.7	6.5p	167.8p	112.8	8.1d	7.3p	0.2d	-0.2d	-3.1d
HR	1.8	-35.1	-1.5	7.9	6.4p	4.5	3.0p	88.5p	78.4	7.2	11.7	2.4	-0.6	-1.8
IT	3.4	8.1	-1.8	-6.2	4.6	0.9	3.3	113.5	150.3	9.6	6.2	-1.1	-1.1	-2.5
CY	-7.5	-117.8	-2.4	24.9	4.1p	-4.3	4.3p	248.4p	101.0	7.4	-0.8	1.7	-0.1	-3.1
LV	-0.7	-27.4	2.3	13.4	14.5	7.3	0.9	58.0	43.6	7.3	13.2	-1.8	-1.1	2.6
LT	4.0	-7.4	4.4	37.9	19.2	11.0	5.9	53.9	43.7	7.3	25.2	0.9	0.6	3.2
LU	4.2	30.6	0.6	13.1	11.2p	12.4	53.9p	340.6p	24.5	5.9	11.4	2.1	0.4	2.7
HU	-1.9	-53.1	-4.1	0.0	12.4p	10.0p	12.7p	80.5p	76.8	3.8	16.4	2.1	-0.1	3.6
MT	-0.8	52.8	-1.2	-0.9	12.9	3.8p	9.4	131.8	56.3	3.8	7.7	3.5	-0.9	0.3
NL	6.4	93.0	2.2	1.1	11.2p	11.2p	11.7p	229.3p	52.4	4.5	-0.3p	1.0	-0.4	0.4
AT	1.9	14.7	1.2	-2.7	9.9	9.9	7.4	129.7	82.3	5.7	8.0	0.1	0.3	1.0
PL	0.3	-39.5	-0.4	24.9	9.9b	3.7	4.0	71.6	53.8	3.3	13.6	3.4	-0.1	0.1
PT	-0.6	-94.7	-2.8	-5.3	12.5p	7.9	4.0p	156.9p	125.5	6.8	7.1	0.7	-0.3	3.1
RO	-5.7	-47.2	1.0	10.6	14.4p	-1.1	3.8p	48.1p	48.9	5.5	14.3	3.2	-0.2	0.5
SI	5.8	-6.8	-0.4	11.6	12.8	7.8	3.5	66.4	74.5	4.7	14.1	0.6	-0.3	3.9
SK	-1.8	-61.0	3.1	-2.9	14.1	3.0	5.5	95.0	62.2	6.4	24.0	0.2	-0.8	4.8
FI	0.3	-1.4	-0.7	4.9	6.0	2.8	6.1	150.1	72.4	7.4	9.4	1.8	-0.2	-0.2
SE	5.6	21.2	2.1	-1.0	5.5	8.1	16.6	215.2	36.3	8.1	10.9	0.6b	0.2	7.9

Wyróżnione dane liczbowe przekraczają próg lub są poniżej progu Oznaczenia: b: przerwa w szeregu czasowym, d: definicja różni się, e: dane szacunkowe, p: dane wstępne.

1) Aby zapoznać się ze wskaźnikami zatrudnienia, zob. s. 2 sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania za 2016 r. 2) Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych e = dane szacunkowe KBC dla EL. 3) Wskaźniki zatrudnienia, d = Hiszpania i Francja oceniły przywiązanie do pracy i uwzględniły w zatrudnieniu osoby o nieznanym czasie nieobecności w pracy, ale w odniesieniu do których oczekuje się, że wrócą do tej samej pracy, jak tylko pozwolą na to środki ochrony zdrowia związane z COVID-19.
Źródło: Komisja Europejska, Eurostat i Dyrekcja Generalna ds. Gospodarczych i Finansowych (realny efektywny kurs walutowy) oraz Międzynarodowy Fundusz Walutowy, światowa prognoza gospodarcza (wielkość światowego eksportu towarów i usług).

Tabela 3.2.1: Wskaźniki pomocnicze, 2021 r.

Rok 2021	**Realny PKB** (zmiana w %, 1 r.)	**Nakłady brutto na środki trwałe** (% of GDP)	**Wydatki krajowe brutto na badania i rozwój** (% of GDP)	**Obroty bieżące i obroty kapitałowe (wierzytelności netto/zadłużenie netto)** (% PKB)	**Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB)**	**Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w kraju sporządzającym sprawozdanie przepływy** (% PKB)	**Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w kraju sporządzającym sprawozdanie – wartość** (% PKB)	**Bilans handlowy netto produktów energetycznych** (% PKB)	**Realne efektywne kursy walutowe - partnerzy handlowi ze strefy euro (zmiana w %, 3 r.)**	**Wyniki wywozu względem zaawansowanych gospodarek** (zmiana w %, 5 r.)	**Warunki handlowe** (zmiana w %, 5 r.)	**Udział w rynkach eksportowych w ujęciu ilościowym** (zmiana w %, 1 r.)	**Wydajność pracy** (zmiana w %, 1 r.)	**Kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne** (% kredytów brutto)	**Wyniki w zakresie jednostkowego kosztu pracy w stosunku do SE** (zmiana w %, 10 r.)	**Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych (2015=100) w ujęciu nominalnym** (zmiana w %, 3 r.)	**Budynki mieszkalne** (% PKB)	**Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane** (w tym InKgd, % PKB)	**Dane skonsolidowane dot. dźwigni finansowej banków, podmioty krajowe i zagraniczne** (aktywa ogółem/kapitał
BE	6.1p	24.2p	na	0.6	37.3	4.0	166.7	-3.3p	0.4	7.1	-1.2p	1.0p	4.2p	1.6p	-3.3	16.1	6.3p	62.1	13.8p
BG	7.6	16.3	0.8p	0.2	49.8	2.6	80.8	-3.4	2.3	17.4	8.2	0.7	7.4	4.8p	54.2	20.5p	2.8	24.9	8.0p
CZ	3.5	26.0	2.0p	0.7	36.4	2.7	82.1	-2.5	4.5	3.4	0.8	-3.4	3.2	1.7p	15.1	41.7	4.6	34.4	12.3p
DK	4.9	22.6	2.8p	9.1	32.1	3.3	56.6	-0.5	-1.3	11.3	1.9	-2.3	2.3	1.8p	-6.6	20.2	6.0	104.3	16.2p
DE	2.6p	21.8p	3.1p	7.3	54.6	1.7	49.6	-1.9p	0.6	-1.6	-1.6p	-0.6p	2.5p	1.1p	12.9	27.1p	7.2p	56.7	14.1p
EE	8.0	28.9	1.7p	7.1	39.9	19.6	125.9	-0.3	1.4	23.2	1.4	9.6	7.9	1.1p	21.7	30.5	4.9	37.8	9.4p
IE	13.6	23.3	1.3p	15.1	-335.1	16.5	418.6	-1.2	-1.7	46.3	-4.4	3.8	7.1	2.4p	-37.6	11.2	2.1	29.7p	8.8p
EL	8.4p	13.3p	1.4p	-4.6	-150.2	3.1	23.4	-3.1p	-4.3	14.6	-5.2p	13.8p	5.6p	8.6p	-22.5	20.4e	1.3p	55.2	17.0p
ES	5.5p	19.8p	na	1.9	-39.7	3.0	76.4	-2.1p	-0.7	-6.4	0.0p	4.1p	3.0p	2.9p	-8.5	11.5	5.4p	58.4	15.8p
FR	6.8p	24.2	2.2	0.8	-37.2	3.0	51.9	-1.7	-0.5	-7.4	-1.0	-1.5p	4.2p	1.9p	-5.2	15.6	6.7p	66.7p	15.8p
HR	10.2p	21.6p	1.3p	5.5	12.0	6.9	63.4	-2.5p	-2.3	12.8	-1.8p	23.0p	8.9p	4.2p	-16.6	25.9	3.1p	34.7	7.8p
IT	6.7	20.0	1.5p	3.0	6.4	0.9	30.8	-2.5	-2.1	-1.9	-2.0	3.1	6.1	3.5p	-6.1	4.5	4.8	43.4	14.3p
CY	6.6p	19.5p	na	-6.4	-76.4	-123.3	1595.5	-4.4p	-2.4	30.6	-1.6p	3.3p	5.3p	5.6p	-16.3	0.0	7.6p	83.0	16.0p
LV	4.1	22.3	0.7p	-2.8	18.9	9.5	67.1	-2.5	1.1	18.5	7.7	-4.4	6.8	2.1p	35.8	25.0	2.2	19.4	10.3p
LT	6.0	21.4	1.1p	2.6	22.2	4.5	55.5	-4.8	3.2	44.2	-4.3	6.7	4.7	1.2p	30.7	33.0	3.0	23.6	15.7p
LU	5.1p	16.5p	na	5.9	-4766.5	-269.1	5498.4	-2.8p	0.6	18.2	2.0p	-0.6p	2.1p	0.6p	9.8	43.6	3.3p	66.0	15.2p
HU	7.1p	27.2p	1.6	-1.5	-1.5	16.1	323.0	-4.4p	-4.4	4.6	-2.2p	0.0p	6.0p	3.2p	14.9	43.0p	3.9p	21.0	10.8p
MT	10.3	22.1p	0.7	-3.6	259.4	25.1	1481.5	-4.4	-1.2	3.6	1.6	-1.3	7.2	3.0p	14.8	15.3p	3.7p	53.4	12.6p
NL	4.9p	21.6p	na	7.3	26.0	-14.4	549.9	-1.5p	2.4	5.7	-0.8p	-5.1p	2.8p	1.4p	1.6	32.8p	5.5p	100.4p	16.3p
AT	4.6	26.5	3.2p	0.4	-4.2	2.6	60.1	-2.4	1.1	1.7	-2.6	-0.7	2.5	1.8p	7.2	28.1	5.3	52.1	11.7p
PL	6.8	17.0	1.4p	-0.8	0.8	5.5	50.1	-2.0	-0.6	30.6	1.1	2.2	5.3b	5.0p	5.1	31.1	2.3	32.3	12.9p
PT	5.5p	20.3p	1.7p	0.6	-36.1	3.1	85.6	-2.7p	-3.0	-1.0	-0.5p	3.2p	3.5p	3.6p	2.3	30.9	3.8p	66.4	12.0p
RO	5.1p	24.1p	0.5p	-5.1	-6.5	4.1	46.6	-2.0p	0.2	15.7	5.6p	2.2p	3.2p	3.4p	35.4	13.0	2.6p	15.8	10.2p
SI	8.2	20.3	na	3.9	9.7	3.4	43.3	-2.8	-1.0	16.7	-1.5	4.2	6.8	2.1p	-0.4	24.5	2.4	26.4	9.6p
SK	3.0	18.9	1.0	-1.2	-14.7	0.8	66.5	-3.6	3.1	1.5	-2.6	0.3	3.6	2.0p	11.9	27.2	3.9	47.8	10.4p
FI	3.0	23.7	3.0	0.7	15.8	8.0	51.6	-1.9	-1.0	9.7	1.3	-4.9	-0.3	1.2p	-5.9	6.9	7.2	67.8	16.2p
SE	5.1	25.6	3.4	5.5	-2.0	9.2	91.7	-0.7	1.7	3.5	-0.1	-2.4	3.8	1.0p	4.2	17.6	5.3	92.5	16.4p

Oznaczenia: b: przerwa w szeregu czasowym, e: dane szacunkowe, p: dane wstępne.

1) Oficjalny termin przekazania danych za 2021 r. dotyczących wydatków krajowych brutto na badania i rozwój upłynął 31 października 2022 r.; ekstrakcji danych dokonano 21 października 2022 r. 2) Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych e = dane szacunkowe KBC dla EL.

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).

Rok 2021	Zatrudnienie (zmiana w %, 1 r.)	Współczynnik aktywności zawodowej – % ogółu ludności w wieku 15–64 l. (%)	Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (%)	Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (%)	Osoby młode niezatrudnione ani nieuczące się i nieszkolące się – % ogółu ludności w wieku 15–24 l.		Osoby zagrożone ubóstwem lub wykluczeniem społecznym – % ogółu ludności		Osoby zagrożone ubóstwem lub wykluczeniem społecznym po transferach socjalnych – % ogółu ludności		Osoby w poważnym stopniu pozbawione środków materialnych i społecznych – % ogółu ludności		Osoby żyjące w gospodarstwach domowych o bardzo niskiej intensywności pracy – % ogółu ludności w wieku 0–64 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	1.9p	69.7	2.6	18.2	7.4b	-1.8b	18.8	-1.7	12.7	-3.7	6.3	-0.2	11.9	-1.2
BG	0.2	72.0	2.6	15.8	14.0b	-1.0b	31.7	-1.3	22.1	0.1	19.1	-3.2	8.4	-0.6
CZ	0.4	76.6	0.8	8.2	6.5b	0.9b	10.7	-1.1	8.6	-1.0	1.8	-0.6	5.4	0.9
DK	2.4	79.6	1.0	10.8	7.1b	-0.6b	17.3	-0.2	12.3	-0.4	3.1	-0.4	9.7	-0.3
DE	0.1p	78.7	1.2	6.9	7.5b	1.6b	20.7	2.2	15.8	-0.2	4.2	0.8	9.3	1.3
EE	0.1	79.1	1.6	16.7	10.9b	0.6b	22.2	-1.4	20.6	-1.3	1.9	-1.2	5.1	-0.2
IE	6.0	74.6	1.8	14.5	7.8b	-2.3b	20.0	-0.8	12.9	-2.0	5.1	-1.0	13.0	-0.2
EL	2.7p	67.3	9.2	35.5	11.0b	-3.1b	28.3	-2.0	19.6	1.1	13.9	-2.2	12.1	-1.5
ES	2.5p	73.7d	6.2d	34.8d	11.0bd	-1.4bd	27.8	0.5	21.7	0.2	8.3	-0.4	11.6	0.8
FR	2.5p	73.0d	2.3d	18.9d	10.6bd	-0.5bd	19.3	1.4	14.4	1.0	5.9	-0.8	10.7	3.2
HR	1.2	68.7	2.8	21.9	12.7b	-0.9b	20.9	-1.2	19.2	-0.1	3.5	-2.6	7.5	-1.8
IT	0.6	64.5	5.4	29.7	19.8b	0.6b	25.2p	-0.5p	20.1p	-0.2p	5.9p	-0.6p	10.8p	0.1p
CY	1.3p	76.7	2.6	17.1	12.8b	-0.4b	17.3	-1.8	13.8	-1.6	2.6	-1.2	5.8	-2.3
LV	-2.6	75.8	2.3	14.8	8.6b	0.8b	26.1	-2.3	23.4	0.1	5.3	-5.1	6.6	-0.7
LT	1.2	78.2	2.6	14.3	11.3b	3.3b	23.4	-5.1	20.0	-2.9	6.4	-5.6	7.8	-1.4
LU	3.0p	73.2	1.8	16.9	8.7b	3.4b	21.1b	1.0b	18.1b	1.4b	2.4b	0.8b	5.5b	-2.3b
HU	1.0p	76.2	1.3	13.5	10.6b	-0.1b	19.4	-1.2	12.7	-0.1	10.2	-1.7	5.3	-0.2
MT	2.9	78.2	0.9	9.4	9.8b	2.5b	20.3	1.1	16.9	0.1	5.4	0.7	5.3	0.0
NL	2.0p	83.7	0.8	9.3	5.1b	0.9b	16.6	0.1	14.4	1.1	2.1	-0.5	8.6	0.2
AT	2.0	77.2	2.0	11.0	8.5b	1.7b	17.3	0.5	14.7	0.4	1.8	-1.0	7.4	1.0
PL	1.5b	72.8	0.9	11.9	11.2b	2.5b	16.8p	-1.4p	14.8p	0.0p	2.9p	-1.6p	4.2p	-1.5p
PT	1.9p	75.2	2.9	23.4	7.6b	-0.8b	22.4	0.8	18.4	1.1	6.0	-0.6	5.3	-1.6
RO	1.8p	65.6	2.0	21.0	18.0b	3.5b	34.4	-4.3	22.6	-0.9	23.1	-5.2	3.5	-2.5
SI	1.3	75.0	1.9	12.8	6.6b	0.0b	13.2	-2.2	11.7	-1.6	1.8	-1.4	3.6	-0.8
SK	-0.6	74.6	3.9	20.6	11.0b	0.8b	15.6	0.4	12.3	0.1	5.7	0.3	5.0	-0.2
FI	3.3	78.8	1.8	17.1	7.7b	-0.8b	14.2	-2.4	10.8	-1.2	1.1	-1.1	8.6	-2.5
SE	1.2	82.9	1.9	24.7	5.1b	-0.9b	17.2	-0.5	15.7	-0.7	1.4	0.0	8.9	0.6

Oznaczenia: b: przerwa w szeregu czasowym, d: definicja różni się, p: dane wstępne.

1) Wskaźniki zatrudnienia, d = Hiszpania i Francja oceniły przywiązanie do pracy i uwzględniły w zatrudnieniu osoby o nieznanym czasie nieobecności w pracy, ale w odniesieniu do których oczekuje się, że wrócą do tej samej pracy, jak tylko pozwolą na to środki ochrony zdrowia związane z COVID-19. 2) Osoby młode niezatrudnione ani nieuczące się i nieszkolące się, b = przerwa w serii danych ze względu na wdrażanie rozporządzenie (UE) 2019/1700. 3) Dochód i warunki życia, b = Wprowadzenie komponentu CAWI dla nowo wybranych gospodarstw domowych w 2021 dla w przypadku LU.

Źródło: Komisja Europejska, Eurostat.