KOMISJA
EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 21.11.2018 r.
COM(2018) 758 final

SPRAWOZDANIE KOMISJI

DO PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO, RADY, EUROPEJSKIEGO BANKU CENTRALNEGO I EUROPEJSKIEGO KOMITETU EKONOMICZNO-SPOŁECZNEGO

Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania na 2019 r.

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

{SWD(2018) 466 final}

Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania stanowi punkt wyjścia do rocznego cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, której celem jest identyfikowanie i wyeliminowanie zakłóceń równowagi, utrudniających sprawne funkcjonowanie gospodarek państw członkowskich i gospodarki UE oraz mogących zagrozić prawidłowemu funkcjonowaniu unii gospodarczej i walutowej.

Sprawozdanie opiera się na tabeli wyników obejmującej wybrane wskaźniki oraz na szerszym zestawie dodatkowych wskaźników i odpowiednich informacji, a jego celem jest przegląd sytuacji w państwach członkowskich pod kątem potencjalnych zakłóceń równowagi ekonomicznej, które wymagają działań politycznych. W sprawozdaniu wskazano państwa członkowskie, w przypadku których niezbędna jest szczegółowa ocena sytuacji w celu zbadania, w jaki sposób narasta lub maleje ryzyko makroekonomiczne w poszczególnych państwach członkowskich, oraz stwierdzenia, czy występują zakłócenia lub nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej. Komisja przygotuje następnie szczegółowe oceny sytuacji w odniesieniu do wskazanych państw członkowskich, uwzględniając przy tym dyskusje nad sprawozdaniem przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania prowadzone z Parlamentem Europejskim oraz w Radzie i na forum Eurogrupy. Zgodnie z ustaloną praktyką szczegółowe oceny sytuacji zawsze przygotowuje się w odniesieniu do państw członkowskich, w których stwierdzono zakłócenia równowagi makroekonomicznej w poprzednim cyklu szczegółowych ocen sytuacji. Wyniki tych ocen zostaną uwzględnione w zaleceniach dla poszczególnych krajów w ramach europejskiego semestru na rzecz koordynacji polityki gospodarczej. Przewiduje się, że szczegółowe oceny sytuacji zostaną opublikowane w lutym 2019 r. przed pakietem zaleceń dla poszczególnych krajów w ramach europejskiego semestru.

1. STRESZCZENIE

Niniejsze sprawozdanie rozpoczyna ósmy roczny cykl procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej[1]**.** Celem procedury jest wykrycie zakłóceń równowagi, które utrudniają sprawne funkcjonowanie gospodarek państw członkowskich, oraz wywołanie odpowiednich reakcji politycznych. Stosowanie procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej zostało włączone do europejskiego semestru na rzecz koordynacji polityki gospodarczej, aby zapewnić spójność z analizami i zaleceniami sporządzanymi w ramach innych narzędzi nadzoru gospodarczego. Roczna analiza wzrostu gospodarczego, która zostanie przyjęta jednocześnie z niniejszym sprawozdaniem, podsumowuje sytuację gospodarczą i społeczną w Europie oraz ustanawia ogólne priorytety polityczne dla UE jako całości na nadchodzący rok.

W sprawozdaniu wskazano państwa członkowskie, w odniesieniu do których należy przeprowadzić szczegółowe oceny sytuacji, aby sprawdzić, czy występują w nich zakłócenia równowagi wymagające działań politycznych[2]**.** Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania stanowi narzędzie przeglądu równowagi gospodarczej, publikowane na początku każdego

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

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

rocznego cyklu koordynacji polityki gospodarczej. Opiera się ono w szczególności na ekonomicznej analizie tabeli wyników obejmującej wskaźniki podstawowe z orientacyjnymi wartościami progowymi oraz zestaw wskaźników dodatkowych. W sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania przeanalizowano również skutki, jakie dla całej strefy euro wywołują zakłócenia równowagi w państwach członkowskich, oraz oceniono, na ile potrzebne jest skoordynowane podejście do działań politycznych w świetle wzajemnych zależności w strefie euro[3]. W tym względzie analiza zawarta w sprawozdaniu stanowi uzupełnienie oceny przedstawionej w dokumencie roboczym służb Komisji „Analiza gospodarki strefy euro", który towarzyszy zaleceniu Komisji dotyczącemu zalecenia Rady w sprawie polityki gospodarczej w strefie euro.

Ocena przedstawiona w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania przypada na okres wzrostu gospodarczego, który ma wciąż szerokie podstawy, pomimo pewnego spowolnienia. W prognozie gospodarczej Komisji Europejskiej z jesieni 2018 r. szacuje się, że wzrost realnego PKB wyniesie 2,1 % w 2018 r. i 1,9 % w 2019 r., zarówno w UE, jak i w strefie euro, co oznacza niewielkie spowolnienie w porównaniu ze wzrostem o 2,4 % odnotowanym w 2017 r. We wszystkich państwach członkowskich spodziewany jest dodatni wzrost gospodarczy. Dalszej poprawie mają ulec warunki związane z zatrudnieniem i stopniowo przełożyć się na trwalszy wzrost wynagrodzeń, który sprzyjać będzie konsumpcji, a z czasem przyczyni się do dynamiki inflacji bazowej zbliżającej się do celu inflacyjnego wyznaczonego przez władze odpowiedzialne za politykę monetarną; oczekuje się też nadal silnego wzrostu inwestycji, pomimo niewielkiego spowolnienia. Z drugiej strony widać oznaki słabnącego wpływu eksportu netto na wzrost gospodarczy w warunkach rosnącej niepewności w obszarze polityki handlowej i z uwagi na niedawny wzrost wartości euro. Ogólnie rzecz biorąc, perspektywy wzrostu gospodarczego opierają się na solidnych podstawach, w tym zasadniczo silnych rynkach pracy, sprzyjających warunkach kredytowania oraz bardziej korzystnych bilansach i zyskach banków i przedsiębiorstw niefinansowych, lecz spodziewane jest jego spowolnienie w miarę dojrzewania cyklu koniunkturalnego w najważniejszych gospodarkach na świecie[4].

Korekta zakłóceń równowagi makroekonomicznej w UE postępuje dzięki silniejszemu wzrostowi nominalnego PKB, ale perspektywę średnioterminową przesłania rosnąca niepewność. Ekspansja gospodarcza i stopniowo zbliżające się do docelowego poziomu stopy inflacji przyczyniają się do zmniejszenia relacji długu do PKB. Zadłużenie sektora prywatnego i dług publiczny pozostają jednak na rekordowo wysokich poziomach, a w bilansach w sektorze finansowym utrzymuje się podatność na zagrożenia. W miarę jak inflacja stopniowo zbliża się do wartości

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

[4] Zob. np. EBC, Biuletyn Ekonomiczny, 5/2018.

docelowej ustanowionej przez EBC, mocniejsze staną się argumenty za normalizacją polityki monetarnej, co wpłynie na koszty finansowania zewnętrznego, ceny aktywów i bilanse. W tej sytuacji szereg czynników mógłby doprowadzić do odwrócenia nastawienia do ryzyka, przy czym efekt zaufania mógłby wpłynąć na państwa członkowskie o gorszych perspektywach dla finansów publicznych lub sektora finansowego bądź doświadczające negatywnych wstrząsów pod względem poziomu produkcji (w tym związanych z konsekwencjami wystąpienia Zjednoczonego Królestwa z Unii). Szereg negatywnych czynników ryzyka wynika z sytuacji poza UE, są one głównie związane ze stosowaniem protekcjonistycznych środków polityki handlowej, skutkami napięć geopolitycznych, zwłaszcza dla cen energii, końcem ekspansji budżetowej USA w kontekście zaostrzenia polityki monetarnej, a także wpływem asynchronicznej normalizacji polityki monetarnej w różnych obszarach światowej gospodarki na przepływy kapitału i kursy wymiany walut[5]. Wzajemna zależność tych źródeł ryzyka powoduje, że przeważa ryzyko negatywne, a perspektywy są coraz bardziej niepewne, w sytuacji gdy w istotnej liczbie państw członkowskich możliwość amortyzacji wstrząsów za pomocą oszczędności prywatnych i publicznych jest ograniczona.

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

- **Należy kontynuować przywracanie równowagi pod względem sald na rachunkach obrotów bieżących.** W większości państw członkowskich skorygowano duże deficyty obrotów bieżących, ale w kilku przypadkach konieczna jest bardziej zrównoważone saldo obrotów z zagranicą, aby utrzymać odpowiednie tempo redukcji narosłych zobowiązań netto względem zagranicy. Dopiero od niedawna daje się zauważyć redukcja niektórych największych nadwyżek na rachunku obrotów bieżących, ale jest ona wciąż umiarkowana. W niektórych państwach członkowskich na saldo obrotów bieżących coraz bardziej wpływają transakcje transgraniczne związane z działalnością korporacji wielonarodowych i sektorów usług nastawionych na działalność międzynarodową, które wpływają na saldo zarówno obrotów handlowych, jak i dochodów.

- **Utrzymuje się nierównowaga pozycji zewnętrznych, a dostosowanie przebiega stopniowo.** Znaczna negatywna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto) notowana w państwach członkowskich, które w przeszłości miały duże deficyty obrotów bieżących, jest korygowana dzięki zbliżonym do równowagi lub wykazującym nadwyżkę pozycjom przepływów zewnętrznych oraz ponownemu wzrostowi nominalnego PKB, co należy utrzymać, aby osiągnąć redukcję zobowiązań do bardziej zrównoważonego poziomu. W dalszym ciągu rośnie MPI netto w państwach o dużych nadwyżkach.

- **W szeregu państw członkowskich warunki pod względem konkurencyjności kosztowej stają się mniej korzystne i na ogół mniej sprzyjające bardziej symetrycznemu przywracaniu równowagi.** Od 2016 r. w większości państw członkowskich obserwuje się szybszy wzrost jednostkowych kosztów pracy, przy czym duże przyspieszenie odnotowuje się zwłaszcza w niektórych państwach członkowskich UE w środkowej i wschodniej Europie,

[5] Zob. również Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Światowa prognoza gospodarcza, październik 2018 r.

częściowo z powodu wąskiego gardła po stronie podaży. W państwach strefy euro będących dłużnikami netto wzrost konkurencyjności kosztowej w okresie po kryzysie następował szybciej niż w państwach będących wierzycielami netto. W ostatnim czasie jednak przewaga państw będących dłużnikami netto pod względem dynamiki konkurencyjności kosztowej zmniejsza się w ujęciu względnym ze względu na kurczące się rynki siły roboczej i niższe tempo wzrostu wydajności, natomiast kurczące się rynki siły roboczej w państwach będących wierzycielami netto dotychczas nie przełożyły się na znaczące przyspieszenie wzrostu płac. Te ostatnie zmiany w zakresie konkurencyjności kosztowej nie znajdują pełnego odzwierciedlenia w pogorszeniu się konkurencyjności cenowej, prawdopodobnie z powodu kompensacyjnego efektu niższych marż (różnica między ceną a kosztem). Może to być jedną z przyczyn braku dowodów *prima facie* wskazujących, że spadki konkurencyjności kosztowej wpłynęły już na wzrost udziału w rynkach eksportowych, ale skutki te mogą stać się widoczne, jeśli ta tendencja się utrzyma.

- **Trwa proces zmniejszania zadłużenia w sektorze prywatnym, któremu coraz bardziej sprzyja ponowny wzrost nominalny gospodarki.** Wskaźniki zadłużenia sektora prywatnego do PKB obniżają się w większej liczbie państw członkowskich niż rok temu. Dzieje się tak głównie z powodu większego wzrostu nominalnego PKB, jako że aktywne zmniejszanie zadłużenia, tzn. związane ze zmniejszającymi się poziomami zadłużenia w ujęciu nominalnym, ma miejsce tylko w kilku państwach i w niewielkim tempie. Aktywne zmniejszanie zadłużenia w większości ogranicza się do sektora przedsiębiorstw, natomiast gospodarstwa domowe ponownie zaciągają więcej kredytów. Tempo zmniejszania zadłużenia jest szybsze w sektorze przedsiębiorstw niż w sektorze gospodarstw domowych także dlatego, że poziom zadłużenia w sektorze przedsiębiorstw jest wyższy i w związku z tym wpływ wzrostu nominalnego PKB na wskaźnik zadłużenia jest większy.

- **W państwach, w których notuje się wysokie poziomy długu publicznego, proces zmniejszania zadłużenia przez instytucje rządowe i samorządowe rozpoczął się dopiero niedawno i przebiega w powolnym tempie.** Mimo że w większości państw członkowskich ożywienie wzrostu nominalnego i ograniczone płatności odsetek przyczyniły się do tendencji spadkowej relacji długu publicznego do PKB, w coraz większej liczbie państw obserwuje się procykliczne rozluźnienie polityki budżetowej, co ma wpływ na możliwości amortyzacji wstrząsów w okresach pogorszenia koniunktury.

- **Warunki panujące w unijnym sektorze bankowym ulegają poprawie, ale w niektórych państwach członkowskich nadal utrzymują się niskie poziomy rentowności i wysoki wolumen kredytów zagrożonych.** Rentowność poprawia się przede wszystkim w państwach, w których sektor bankowy charakteryzuje się niską rentownością. Obniżyły się wskaźniki kredytów zagrożonych, szczególnie w państwach członkowskich, w których poziom takich kredytów jest najwyższy. W większości państw dalszej poprawie uległy wskaźniki kapitałowe. Wyceny kapitału własnego banków rosły do początku 2018 r., po czym nastąpiła korekta w dół.

- **W coraz większej liczbie państw członkowskich wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych przyspieszył i przybrał wartość dodatnią, więcej państw wykazuje też możliwe oznaki zawyżonych cen.** Jednocześnie jednak w państwach, w których jest

największej dowodów na zawyżone ceny, wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych w ostatnim czasie uległ spowolnieniu. Z drugiej strony obserwuje się znaczne przyspieszenie wzrostu cen zwłaszcza w państwach, w których obecnie nie ma oznak lub istnieją jedynie umiarkowane dowody na zawyżone ceny.

- **Poprawiają się warunki na rynkach pracy i stopniowo ponownie odnotowywany jest wzrost wynagrodzeń.** W dalszym ciągu obserwuje się spadek stóp bezrobocia, w tym bezrobocia osób młodych i długotrwale bezrobotnych, ale w niektórych państwach członkowskich utrzymują się wysokie stopy bezrobocia i niskie, choć często rosnące, wskaźniki uczestnictwa w rynku pracy. Zmniejsza się liczba osób w trudnej sytuacji społecznej, mimo że w niektórych państwach utrzymują się efekty długotrwałego bezrobocia i niskich dochodów[6]. Wzrost płac na poziomie strefy euro jest niższy niż można by się spodziewać przy obecnych poziomach bezrobocia, biorąc pod uwagę dane historyczne. Poziom płac w państwach członkowskich UE zaczyna jednak stopniowo rosnąć, choć w różnym tempie, które odzwierciedla ogólnie sytuację na rynku pracy i wąskie gardła pod względem podaży siły roboczej w niektórych państwach.

Kwestie przywrócenia równowagi w strefie euro nadal zasługują na dokładną analizę. Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących w strefie euro ustabilizowała się w 2016 r. i od tej pory utrzymuje się na zasadniczo stałym poziomie. Poziom ten jest najwyższy na świecie i przekracza poziomy zgodne z fundamentalnymi parametrami gospodarczymi. Z uwagi na wzajemne powiązania i wpływ sytuacji w poszczególnych państwach na całą strefę euro konieczne jest zastosowanie odpowiedniej kombinacji strategii we wszystkich państwach tej strefy, aby zapewnić trwałość przywróconego wzrostu gospodarczego i jego kompatybilność ze stabilnością makroekonomiczną. W państwach będących dłużnikami netto zmniejszanie dużego zadłużenia zagranicznego i krajowego wymaga utrzymania salda obrotów bieżących na rozsądnym poziomie i zapewnienia odpowiedniego tempa redukcji długu, bez podważania przy tym celu zwiększenia potencjału wzrostu gospodarczego i z uwzględnieniem zapobiegania ryzyku procyklicznego kurczenia się w czasach pogorszenia koniunktury. W państwach będących wierzycielami netto rozwiązanie problemu dużych nadwyżek za pomocą strategii, które sprzyjają inwestycjom i przełamują zastój w poziomie wynagrodzeń, przyczyniłoby się do zwiększenia potencjału wzrostu i sprawiło, że perspektywy wzrostu byłyby mniej uzależnione od popytu zagranicznego. W ramce 2 omówiono bardziej szczegółowo zakłócenia równowagi w wymiarze istotnym dla całej strefy euro.

Ogółem ryzyko związane z istniejącymi zakłóceniami równowagi w dalszym ciągu maleje dzięki ekspansji gospodarczej, ale utrzymują się podatności na zagrożenia związane z narosłą nierównowagą i widać oznaki możliwych tendencji niezgodnych z zasadą stabilnego rozwoju. Potencjalne źródła ryzyka są zasadniczo takie same, jak te wskazane w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania na 2018 r. Utrzymują się duże nadwyżki, zaś zmiany konkurencyjności w mniejszym stopniu sprzyjają przywróceniu równowagi. Ekspansja gospodarcza pozytywnie wpłynęła na zmniejszanie zadłużenia w sektorze prywatnym, ale wciąż przebiega ono nierówno i wysokie poziomy zadłużenia nie są korygowane w wystarczającym tempie. Co istotniejsze,

[6] Przegląd najważniejszych ostatnich zmian sytuacji społecznej i pod względem zatrudnienia w UE – zob. ramka 3.

ograniczone aktywne zmniejszanie zadłużenia w sektorze prywatnym, a zwłaszcza w sektorze publicznym, rodzi pytanie, czy zmniejszanie zadłużenia może w coraz większym stopniu polegać na potencjalnym wzroście PKB. Jest to wyzwanie, które wskazuje, że należy kontynuować proces reform rozpoczęty w ostatnich latach w szeregu państw członkowskich UE oraz priorytetowo traktować politykę i reformy mające na celu zwiększenie potencjału wzrostu[7]. W świetle coraz bardziej niepewnych perspektyw średnioterminowych zmniejszanie zadłużenia przez sektor publiczny i prywatny w obecnych warunkach stałej ekspansji gospodarczej jest również istotne w celu stworzenia możliwości amortyzacji negatywnych wstrząsów pod względem poziomu produkcji, w sytuacji gdy warunki ekonomiczne staną się mniej sprzyjające i dojdzie do urzeczywistnienia się ryzyka. Jednocześnie w niektórych państwach widoczne są oznaki możliwego przegrzania, głównie związane z szybko rosnącymi jednostkowymi kosztami pracy, które skutkują ograniczoną konkurencyjnością kosztową, oraz z dynamicznie rosnącymi cenami nieruchomości mieszkaniowych z już stosunkowo wysokich poziomów. Biorąc pod uwagę korektę większości zakłóceń równowagi przepływów i stopniową redukcję narosłej nierównowagi, a także możliwe oznaki przegrzania w niektórych państwach, nadzór w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej stopniowo skupia się bardziej na monitorowaniu możliwych tendencji zagrażających stabilności oraz na zapobieganiu konfiguracji czynników ryzyka, które mogłyby się urzeczywistnić w perspektywie średnioterminowej.

W odniesieniu do szeregu państw członkowskich wskazanych w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania bardziej szczegółowe i obszerniejsze analizy zostaną zawarte w szczegółowych ocenach sytuacji. Podobnie jak w ostatnich rocznych cyklach szczegółowe oceny sytuacji zostaną włączone do sprawozdań krajowych, które zawierają analizę służb Komisji dotyczącą wyzwań gospodarczych i społecznych w państwach członkowskich UE. W celu przygotowania szczegółowych ocen sytuacji Komisja przeprowadzi analizę na podstawie bogatego zbioru danych i istotnych informacji oraz ram oceny opracowanych przez Komisję we współpracy z komisjami i grupami roboczymi Rady. Analizy zawarte w szczegółowych ocenach sytuacji posłużą za podstawę do stwierdzenia, czy w państwach członkowskich występują zakłócenia lub nadmierne zakłócenia równowagi, a następnie do aktualizacji zaleceń dla poszczególnych krajów skierowanych do państw członkowskich[8]. Państwa, w których stwierdzono występowanie zakłóceń lub nadmiernych zakłóceń, są i nadal będą poddawane szczególnemu monitorowaniu, aby zapewnić stały nadzór nad działaniami politycznymi podejmowanymi w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Szczegółowe oceny sytuacji zostaną sporządzone dla państw członkowskich, w których już stwierdzono występowanie zakłóceń lub nadmiernych zakłóceń równowagi. Zgodnie z utrwaloną praktyką ostrożnościową szczegółowe oceny sytuacji zostaną wydane, aby stwierdzić, czy istniejące zakłócenia równowagi zmniejszają się, utrzymują czy też pogłębiają, uwzględniając przy tym realizowane polityki naprawcze. Przewiduje się przygotowanie szczegółowych ocen sytuacji dla 11 państw członkowskich, w których stwierdzono występowanie zakłóceń na podstawie wyników

[7] Zob. również Komisja Europejska, Roczna analiza wzrostu gospodarczego na 2019 r.

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

szczegółowych ocen sytuacji z 2018 r.[9] Są to: **Bułgaria, Chorwacja, Cypr, Francja, Niemcy, Irlandia, Włochy, Niderlandy, Portugalia, Hiszpania** i **Szwecja**.

Szczegółowa ocena sytuacji zostanie przygotowana również dla Grecji, która po raz pierwszy zostanie poddana nadzorowi w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, oraz dla Rumunii. W świetle analizy zawartej w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania sporządzona zostanie szczegółowa ocena sytuacji dla **Grecji**, która uprzednio była wyłączona spod nadzoru w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, ponieważ do sierpnia 2018 r. była objęta programem dostosowań makroekonomicznych w kontekście udzielonej temu państwu pomocy finansowej[10]. Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania nie wskazuje na znaczące dodatkowe ryzyko w porównaniu ze stwierdzonym w ostatnich dostępnych szczegółowych ocenach sytuacji w przypadku kilku państw, które w ostatnich latach przestały być objęte nadzorem w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, a mianowicie: Słowenii (w której nie stwierdzono zakłóceń w 2018 r.), Finlandii (która przestała być objęta nadzorem w 2017 r.), Belgii i Węgier (które przestały być objęte nadzorem w 2016 r.). Także w Austrii warunki nie uległy znaczącym zmianom od czasu szczegółowej oceny sytuacji z 2016 r., w której nie stwierdzono żadnych zakłóceń równowagi. Przypadek Estonii również był analizowany w szczegółowej ocenie sytuacji w 2016 r., w której nie stwierdzono zakłóceń. Pomimo obserwowanego od tego czasu silnego wzrostu jednostkowych kosztów pracy nie odnotowano znaczącego wpływu na saldo obrotów bieżących z zagranicą, dlatego nie ma wystarczających przesłanek do przygotowania nowej szczegółowej oceny sytuacji dla Estonii, ale potrzebne jest dokładne monitorowanie sytuacji w ramach najbliższego sprawozdania krajowego. Uzasadnione wydaje się natomiast sporządzenie szczegółowej oceny sytuacji w **Rumunii**, aby ocenić zmiany i możliwe ponowne pojawienie się czynników ryzyka stwierdzonych już w poprzednich szczegółowych ocenach sytuacji (z 2015 i 2016 r.), w szczególności w odniesieniu do konkurencyjności i salda obrotów bieżących z zagranicą. Uzasadnione wydaje się też poddanie dokładnej analizie w sprawozdaniach krajowych ryzyka związanego z sytuacją na rynku nieruchomości mieszkaniowych w kilku państwach członkowskich (Austria, Belgia, Czechy, Dania, Węgry, Luksemburg i Zjednoczone Królestwo) oraz dotyczącego zmian poziomu konkurencyjności (Czechy, Estonia, Węgry, Łotwa i Litwa)[11]. Ogółem sprawozdanie przedkładane w ramach

[9] Zob. „Europejski Semestr 2018: Ocena postępów w zakresie reform strukturalnych, zapobiegania zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowania oraz wyniki szczegółowych ocen sytuacji na mocy rozporządzenia (UE) nr 1176/2011”, COM(2018) 120 final z 7.3.2018.

[10] Państwa członkowskie objęte programami dostosowań makroekonomicznych związanymi z pomocą finansową są zwolnione z nadzoru w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej (art. 11 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 472/2013 z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie wzmocnienia nadzoru gospodarczego i budżetowego nad państwami członkowskimi należącymi do strefy euro dotkniętymi lub zagrożonymi poważnymi trudnościami w odniesieniu do ich stabilności finansowej).

[11] W listopadzie 2016 r. Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego (ERRS) wydała ostrzeżenia dla poszczególnych krajów dotyczące średnioterminowych zagrożeń w sektorze nieruchomości mieszkaniowych skierowane do ośmiu państw członkowskich UE: Austrii, Belgii, Danii, Finlandii, Luksemburga, Niderlandów, Szwecji i Zjednoczonego Królestwa.

mechanizmu ostrzegania wymaga zatem przygotowania szczegółowej oceny sytuacji dla 13 państw członkowskich w porównaniu z 12 w poprzednim cyklu.

***Ramka 1:* Zmiany wskaźników dodatkowych w tabeli wyników dla procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej**

Tabelę wyników dla procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej uzupełnia zestaw wskaźników dodatkowych. Zgodnie z rozporządzeniem w sprawie procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej (rozporządzenie (UE) nr 1176/2011) w ekonomicznej analizie tabeli wyników stosuje się nie tylko wskaźniki podstawowe, ale także istotne dodatkowe wskaźniki i informacje. Od rozpoczęcia nadzoru w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej zestaw wskaźników dodatkowych uzupełnia analizę ekonomiczną wskaźników podstawowych. W odróżnieniu od wskaźników podstawowych dla wskaźników dodatkowych nie ustalono wartości progowych (zob. tabela 2.1).

Rozporządzenie w sprawie procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej nakłada na Komisję obowiązek regularnego przeglądu i w razie konieczności zmiany tabeli wyników. Od rozpoczęcia stosowania procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej tabela wyników została poddana kilku rewizjom. W 2012 r. dodano wskaźnik podstawowy dotyczący sektora finansowego (zobowiązania sektora finansowego ogółem). W 2013 r. zmieniono definicję niektórych wskaźników podstawowych w tabeli wyników (realny efektywny kurs walutowy, zadłużenie sektora prywatnego oraz przepływ kredytowy) i dodano szereg wskaźników dodatkowych (w tym zestaw wskaźników dotyczących sytuacji społecznej i zatrudnienia). W 2015 r. dodano wskaźniki podstawowe dotyczące zatrudnienia. Ogólnie zmiany te były ukierunkowane i ograniczone.

W obecnym sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania wprowadza się pewne zmiany dotyczące wskaźników dodatkowych, aby wykorzystać ulepszenia w dostępnych statystykach i zapewnić istotność wskaźników. Te ostatnie rewizje zestawu wskaźników dodatkowych mają na celu wykorzystanie ulepszonych statystyk dotyczących bilansu płatniczego i sektora bankowego (w szczególności kredytów zagrożonych) oraz zapewnienie, by tabela wyników odzwierciedlała wskaźniki, które już są powszechnie stosowane w analizach zawartych w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania i w szczegółowych ocenach sytuacji. Podobnie jak w przypadku poprzednich rewizji tabeli wyników należycie skonsultowano się z Parlamentem Europejskim i Radą (w tym z jej komitetami ekspertów) oraz poinformowano ERRS. Rewizje te można podsumować następująco[12]:

- *Dług zewnętrzny netto* (NED) zostaje zastąpiony przez *MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą* (NENDI), aby uzyskać szerszy obraz pozycji zewnętrznych (zarówno po stronie aktywów, jak i zobowiązań) obarczonych ryzykiem niewykonania zobowiązania. Ten nowy wskaźnik wykorzystuje zmienioną metodologię statystyki bilansu płatniczego (przejście z BPM5 na BPM6), która umożliwia bardziej szczegółowy podział zagranicznych aktywów i zobowiązań. W porównaniu z NED nowy wskaźnik NENDI: (i) nie obejmuje transgranicznego długu

[12] Więcej szczegółów na temat statystycznych definicji nowych wskaźników – zob. Komisja Europejska, „Planowana rewizja wybranych wskaźników dodatkowych w tabeli wyników dla procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej”, Nota techniczna; https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

wewnątrzgrupowego, który czasem stanowi dużą część zadłużenia transgranicznego, nie budząc przy tym obaw związanych z wypłacalnością; (ii) obejmuje udziały w funduszach wspólnego inwestowania, które czasem stanowią bardzo dużą pozycję i za którymi zwykle kryją się obligacje; (iii) obejmuje pochodne instrumenty finansowe netto. Z innej perspektywy NENDI stanowi podzbiór MPI netto, z którego wyłączono składniki kapitałowe, mianowicie kapitał własny i udziały kapitałowe w zagranicznych inwestycjach bezpośrednich, oraz transgraniczny dług wewnątrzgrupowy.

- Wskaźnik *dźwignia finansowa w sektorze finansowym (dane nieskonsolidowane*) z rachunków narodowych zostaje zastąpiony wskaźnikiem *dźwignia finansowa banków, podmioty krajowe i zagraniczne (dane skonsolidowane)* ze skonsolidowanych danych EBC dotyczących banków; wskaźnik ten umożliwia jaśniejszą interpretację ekonomiczną, jest porównywalny między państwami i konsekwentnie opiera się na wartościach księgowych, nawet jeżeli obejmuje tylko sektor bankowy.
- Dodaje się dwa wskaźniki, które są regularnie stosowane w analizie na potrzeby procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej: po pierwsze, *zadłużenie gospodarstw domowych (dane skonsolidowane)*, aby uzupełnić wskaźnik podstawowy dotyczący zadłużenia sektora prywatnego; po drugie, *kredyty zagrożone brutto*, a więc wskaźnik, który zapewnia dodatkowe informacje na użytek oceny zadłużenia sektora prywatnego. Dodanie tego drugiego wskaźnika stało się możliwe dzięki dostępności danych porównywalnych między państwami w skonsolidowanej statystyce EBC dotyczącej banków, począwszy od 2015 r.
- Aby tabela wyników była w dalszym ciągu istotna i ograniczona, łączna liczba wskaźników zostaje utrzymana na poziomie 28. Usunięte zostają dwa wcześniej włączone do tabeli wskaźniki dodatkowe: (i) zmiana w nominalnych jednostkowych kosztach pracy w okresie dziesięciu lat (ponieważ wskaźnik ten pokrywa się z danymi dotyczącymi jednostkowych kosztów pracy w okresie trzech lat, które są włączone do wskaźników podstawowych, oraz z danymi dotyczącymi zmiany jednostkowych kosztów pracy w okresie dziesięciu lat w strefie euro, które są włączone do wskaźników dodatkowych); (ii) zadłużenie sektora prywatnego (dane nieskonsolidowane) (wskaźnik ten został zastąpiony wskaźnikiem podstawowym obejmującym dane skonsolidowane dotyczące zadłużenia sektora prywatnego).

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

Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania opiera się na ekonomicznej analizie tabeli wyników dla procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, która to tabela obejmuje szereg wskaźników i stanowi narzędzie pozwalające wykryć dowody *prima facie* świadczące o możliwym ryzyku i podatności na zagrożenia. Tabela wyników zawiera 14 wskaźników i orientacyjnych wartości progowych dotyczących takich obszarów jak salda obrotów z zagranicą, konkurencyjność, zadłużenie sektora prywatnego, rynek nieruchomości mieszkaniowych, sektor bankowy i zatrudnienie. Tabela opiera się na rzeczywistych danych dobrej jakości statystycznej, aby zapewnić stabilność danych i ich spójność między państwami. Z tego względu tabela wyników użyta na potrzeby niniejszego sprawozdania zawiera dane do 2017 r. Zgodnie z rozporządzeniem w sprawie procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej (rozporządzenie (UE) nr 1176/2011) wartości z tabeli wyników nie są odczytywane mechanicznie w ocenach zawartych w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania, ale są poddawane analizie ekonomicznej, która pozwala na głębsze zrozumienie ogólnego kontekstu

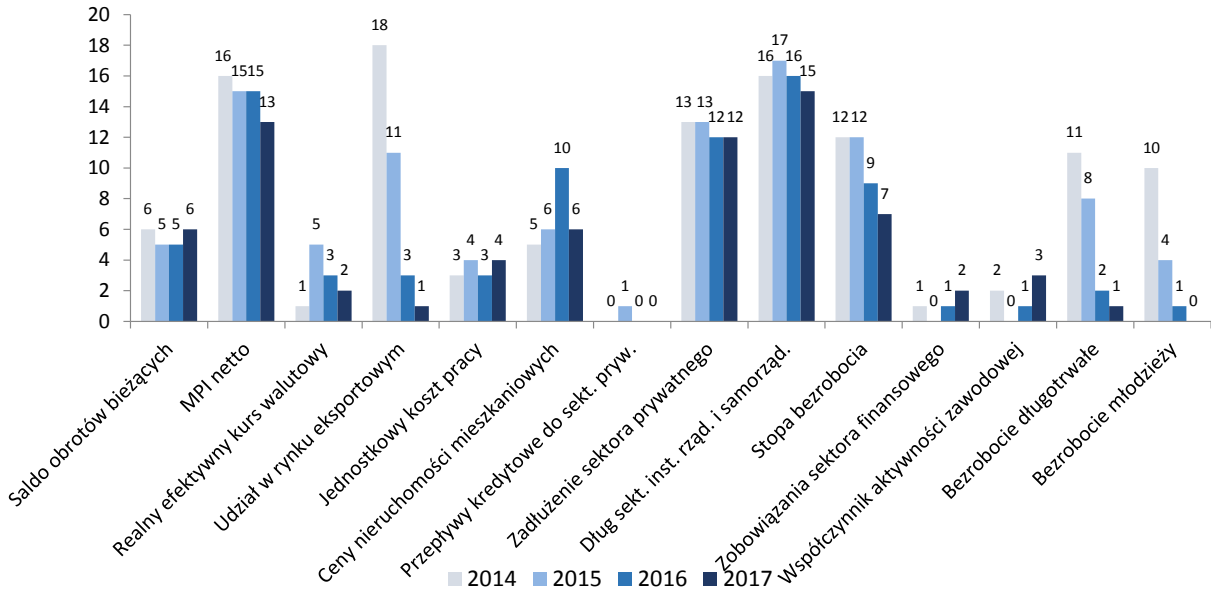
gospodarczego i uwzględnienie kwestii specyficznych dla poszczególnych państw[13]. Zestaw wskaźników dodatkowych uzupełnia analizę tabeli wyników. W ocenie zawartej w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania uwzględnia się także nowsze dane oraz dodatkowe informacje, ustalenia wynikające z ram oceny, a także wnioski ze szczegółowych ocen sytuacji i istotnych analiz, jak również prognozę służb Komisji z jesieni 2018 r.

Zmienne w tabeli wyników dotyczące 2017 r. wskazują na utrzymywanie się narosłych zakłóceń równowagi, które jednak stopniowo ustępują. W przypadku długu sektora instytucji rządowych i samorządowych, międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto oraz zadłużenia sektora prywatnego w dalszym ciągu często odnotowuje się wartości przekraczające wartość progową w tabeli wyników sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania (wykres 1)[14]. Liczba państw członkowskich, których wyniki przekraczają wartości progowe w przypadku tych trzech wskaźników, jest nieznacznie mniejsza niż w poprzednich edycjach tabeli wyników, co potwierdza, że zakłócenia te mają trwały charakter, a dostosowanie przebiega jedynie stopniowo. W większości przypadków przekraczające wartość progową saldo obrotów bieżących wiąże się z utrzymującymi się dużymi nadwyżkami; wzrost częstości występowania wartości przekraczających próg w 2017 r. był spowodowany większą liczbą dużych deficytów. Trwające ożywienie w zakresie zatrudnienia znajduje odzwierciedlenie w dalszym spadku liczby państw UE, których wyniki przekraczają wartości progowe stopy bezrobocia, zaś częstsze spadki wskaźników dotyczą bezrobocia osób młodych i bezrobocia długotrwałego ze względu na zwykle większą wrażliwość tych wskaźników na sytuację na rynku pracy. Pomimo powszechnego i znacznego ożywienia cen nieruchomości mieszkaniowych w całej Europie, w tabeli wyników mniej państw członkowskich przekracza wartość progową wskaźnika wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych, ponieważ niektóre państwa, których wyniki były minimalnie wyższe od wartości progowej, w międzyczasie odnotowały spadki poniżej tego poziomu. Liczba państw, w których wzrost jednostkowych kosztów pracy przekracza wartość progową, jest zasadniczo stała, natomiast mniejsza liczba państw przekracza wartości progowe dla realnego efektywnego kursu walutowego i to tylko w przypadkach, w których realny kurs walutowy spada poniżej dolnej wartości progowej. Zmniejszyła się jeszcze bardziej liczba państw członkowskich, w których notuje się przekraczające wartość progową straty udziału w rynkach eksportowych.

[13] 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.

[14] Szczegółowe wskaźniki zawarte w tabeli wyników wraz z odpowiednimi orientacyjnymi wartościami progowymi można znaleźć w tabeli 1.1 w załączniku; wskaźniki dodatkowe przedstawiono w tabeli 2.1. Jak wyjaśniono w uwadze do wykresu 1, analiza zmian danych w tabeli wyników opiera się na danych dostępnych w czasie przygotowywania każdego sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania. Datą graniczną dla danych zawartych w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania na 2019 r. był dzień 24 października 2018 r.

Wykres 1: Liczba państw odnotowujących zmienne uwzględnione w tabeli przekraczające wartość progową



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

Większość państw członkowskich UE w dalszym ciągu odnotowuje równowagę lub nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących, przy czym w niektórych państwach utrzymują się duże nadwyżki, które w najlepszym wypadku tylko nieznacznie się zmniejszają. Ogółem w ostatnim czasie odnotowano stosunkowo niewielkie zmiany sald obrotów bieżących (Wykres 3). Większość dużych i niestabilnych deficytów obrotów bieżących dostosowano już w pierwszych latach tej dekady i na rachunkach obrotów bieżących odnotowywano równowagę lub nadwyżki, które się utrzymują, a w ostatnich latach często nieznacznie wzrosły. Duże nadwyżki w państwach będących wierzycielami netto na ogół nie uległy większym zmianom lub nawet się powiększyły. Na saldo obrotów bieżących jedynie w ograniczonym stopniu wpływają czynniki cykliczne: różnica między rzeczywistym saldem obrotów bieżących a saldem w ujęciu uwzględniającym zmiany cykliczne jest na ogół niewielka i zmniejsza się z uwagi na malejące luki produktowe (wykres 2)[15]. W przypadku większości państw UE ostatnie wyniki dotyczące salda obrotów bieżących są lepsze niż można by oczekiwać, biorąc pod uwagę fundamentalne parametry gospodarcze (np. starzenie się społeczeństwa i dochód na

[15] Saldo obrotów bieżących w ujęciu uwzględniającym zmiany cykliczne bierze pod uwagę wpływ cyklu koniunkturalnego przez dostosowanie ze względu na lukę w produkcji krajowej i lukę produktową u partnerów handlowych, zob. M. Salto i A. Turrini (2010), „Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment" [Porównanie alternatywnych metodologii oceny realnego kursu wymiany], European Economy, Discussion Paper 427/2010.

mieszkańca)[16]. W niektórych jednak przypadkach ostatnie wyniki mogą wciąż być niewystarczające, aby utrzymać odpowiednie tempo redukcji narosłych zobowiązań netto względem zagranicy. Zasadniczo zrównoważone salda obrotów bieżących w 2017 r. były mniej uwarunkowane warunkami koniunkturalnymi niż w latach poprzednich, ponieważ negatywne luki produktowe w państwach członkowskich zmniejszają się lub przybierają wartość dodatnią. Napędzane przez rosnące ceny ropy zmiany w saldzie energetycznym zaburzały ogólną równowagę prawie wszędzie, choć często w niewielkim stopniu (zob. dane dotyczące salda energetycznego w tabeli 2.1 w załączniku).

- **Cypr jest państwem członkowskim, w którym notuje się największy deficyt obrotów bieżących, przekraczający wartość progową ustaloną w procedurze dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej** (na podstawie średniej z 3 lat, do 2017 r.). Tylko w przypadku Cypru analiza wskazuje na pogorszenie danych rocznych w ostatnich latach. Wyniki są **gorsze niż wynikałoby to z fundamentalnych parametrów gospodarczych i niż jest to wymagane do poprawy w odpowiednim tempie MPI netto**, a pogorszenie salda obrotów bieżących w 2017 r. nie może być wytłumaczone wpływem cyklu koniunkturalnego. Poza strefą euro także saldo obrotów bieżących Zjednoczonego Królestwa mieści się poniżej wartości progowej tabeli wyników dla procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

- W 2017 r. tylko **pięć innych państw członkowskich odnotowało deficyt obrotów bieżących**: Finlandia, Francja, Grecja, Rumunia i Słowacja, przy czym tylko te dwa ostatnie państwa odnotowały wartości przekraczające 1 % PKB. **Rumunia odnotowała pogorszenie** deficytu obrotów bieżących, które wydaje się wykraczać poza poziom dający się wytłumaczyć fundamentalnymi parametrami gospodarczymi za 2017 r. **Grecja wyróżnia się ze względu na największy wpływ ujemnej luki produktowej** na niski nominalny deficyt obrotów bieżących; uwzględniając cykl koniunkturalny, saldo obrotów bieżących wydaje się być poniżej poziomu wymaganego do redukcji w szybkim tempie MPI netto oraz poniżej normy dla salda obrotów bieżących.

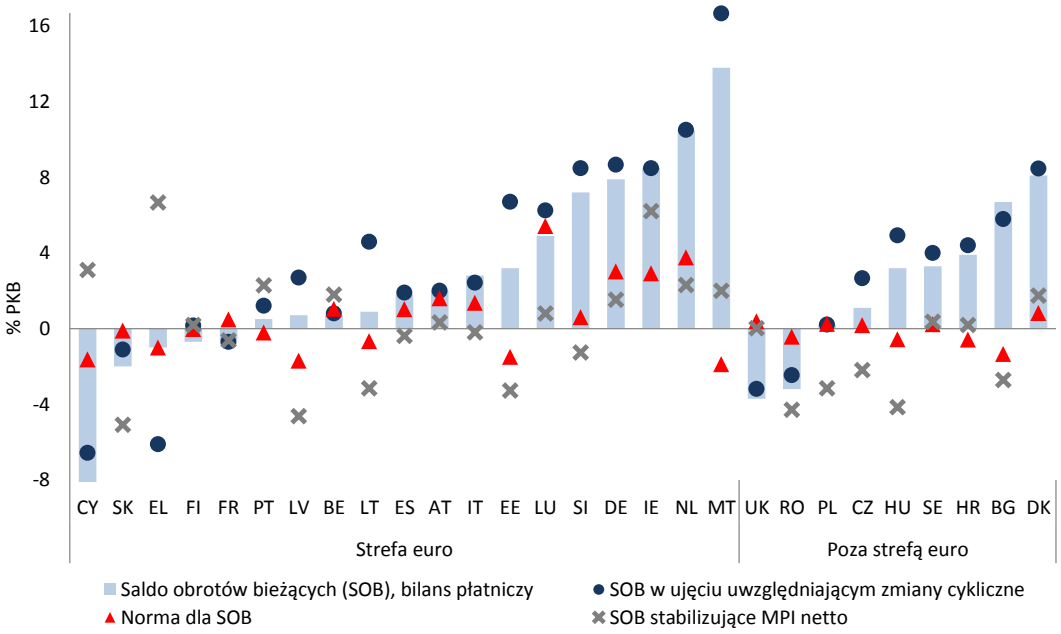
- **Państwa o wysokich ujemnych MPI netto**, jak Portugalia i Hiszpania, odnotowały wyniki obrotów bieżących przekraczające poziom, którego można by oczekiwać na podstawie fundamentalnych parametrów gospodarczych, ale w przypadku Portugalii niewystarczające do zapewnienia w odpowiednim tempie poprawy MPI netto. Chorwacja odnotowała nadwyżkę, która sprzyja redukcji MPI netto w wystarczającym tempie. Irlandia wykazała dużą nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących w 2017 r. po deficycie w 2016 r., w następstwie ostatnich

[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. 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). 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.

znaczących wstecznych korekt w dół. W przypadku Irlandii na dane dotyczące salda obrotów bieżących istotny wpływ mają transakcje transgraniczne związane z działalnością korporacji wielonarodowych.

- **Obecnie cztery państwa UE przekraczają wartość progową tabeli wyników dla procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej z powodu nadwyżek.** Wartości powyżej progu odnotowuje się od kilku lat w Danii, Niemczech i Niderlandach, a ostatnio także na Malcie. W 2017 r. nadwyżka Niemiec zmniejszyła się o 0,5 % PKB, natomiast nadwyżka Niderlandów powiększyła się o 2,5 % PKB. We wszystkich tych czterech przypadkach nadwyżki salda obrotów bieżących znacznie **przewyższają poziom, który można wytłumaczyć fundamentalnymi parametrami gospodarczymi**, zawsze o co najmniej o 5 punktów procentowych PKB. Dynamikę nadwyżek w Niderlandach i na Malcie w znaczący sposób napędzają transakcje transgraniczne związane z działalnością korporacji wielonarodowych i sektorów usług nastawionych na działalność międzynarodową, które wpływają na salda zarówno handlowe, jak i dochodów. Również inne państwa od kilku lat odnotowują nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, choć poniżej wartości progowej, tak jest też w przypadku dużych państw strefy euro, zwłaszcza Włoch (więcej informacji na temat nadwyżek na rachunku obrotów bieżących w strefie euro – zob. też ramka 2).

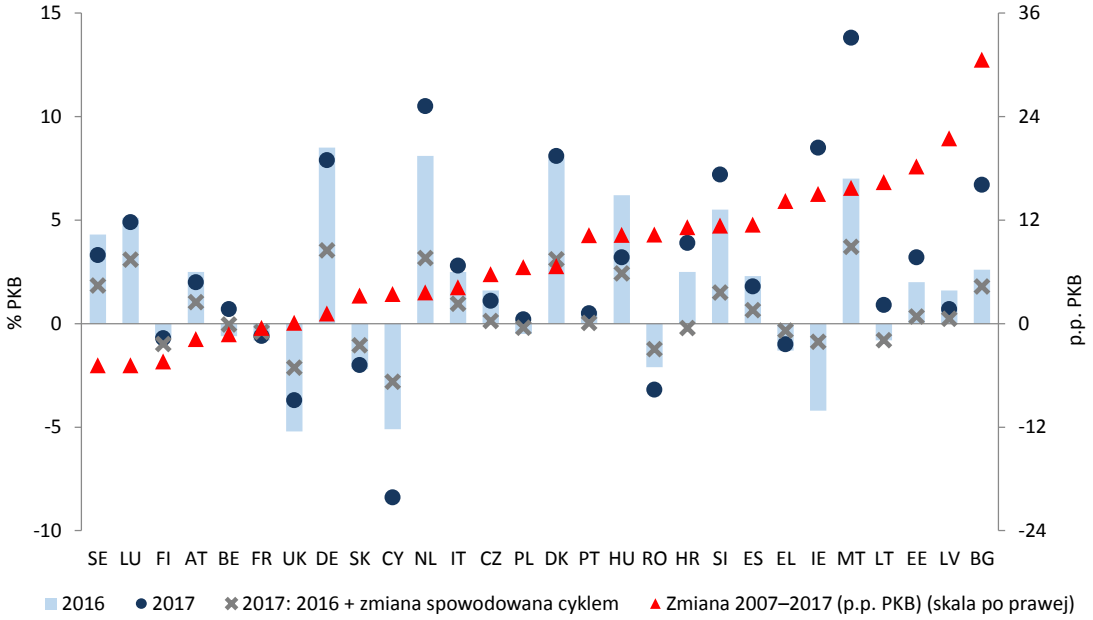
Wykres 2: Saldo obrotów bieżących i wartości odniesienia w 2017 r.



Źródło: Eurostat (dane BPM6) i obliczenia służb Komisji.
Uwaga: Państwa przedstawiono w kolejności według salda obrotów bieżących w 2017 r. *Saldo obrotów bieżących w ujęciu uwzględniającym zmiany cykliczne*: zob. przypis 15. *Normy dla salda obrotów bieżących*: zob. przypis 16. Wartość odniesienia *saldo obrotów bieżących stabilizujące MPI netto* definiuje się jako saldo obrotów bieżących wymagane do utrzymania MPI netto na obecnym poziomie przez następne 10 lat lub – jeżeli obecny poziom MPI netto jest poniżej progu ostrożnościowego dla danego państwa – saldo obrotów bieżących wymagane do osiągnięcia progu ostrożnościowego MPI netto w okresie następnych 10 lat[17].

[17] Metodologie określania wartości odniesienia dla salda obrotów bieżących – zob. L. Coutinho i in. (2018); progi ostrożnościowe MPI netto dla poszczególnych państw – zob. przypis **Error! Bookmark not defined.**.

Wykres 3: Zmiany salda obrotów bieżących



Źródło: Eurostat, obliczenia służb Komisji.
Uwaga: Państwa przedstawiono w rosnącej kolejności według zmian w relacji MPI netto do PKB między rokiem 2007 a 2017. Zmianę spowodowaną cyklem koniunkturalnym obliczono jako zmianę salda obrotów bieżących, której nie da się przypisać zmianie salda obrotów bieżących w ujęciu uwzględniającym zmiany cykliczne; zob. przypis 15.

W prawie wszystkich państwach członkowskich nadal poprawia się międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto), ale w niektórych państwach wciąż utrzymuje się na mocno ujemnym poziomie. MPI netto wielu państw członkowskich UE jest wciąż w dużej mierze ujemna (Wykres 4). W przypadku większości państw UE o ujemnej MPI netto narosłe zobowiązania zagraniczne wykraczają poza poziom MPI netto, który można by uzasadnić na podstawie fundamentalnych parametrów gospodarczych, a tylko w mniejszości przypadków są one poniżej progu ostrożnościowego[18]. W niektórych państwach wartość narosłych zobowiązań zagranicznych jest wysoka także przy obliczeniach z wyłączeniem mniej ryzykownych instrumentów finansowych (wskaźnik NENDI). W 2017 r. odnotowano dalszą poprawę w zakresie MPI netto dzięki często pozytywnym wynikom rachunku obrotów bieżących oraz ożywieniu wzrostu nominalnego PKB (wykres 5). Poprawa była nieco bardziej ograniczona niż w poprzednich latach, a skutki wyceny

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

często miały mniejszy wpływ na poprawę MPI netto lub nawet nieznacznie ją pogarszały. Charakter (ujemne/dodatnie) i skala zmian międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto nie miał silnego powiązania z początkowymi poziomami MPI netto, ale w 2017 r. w większości przypadków państwa będące dłużnikami netto poprawiły lub ustabilizowały swoje wyniki.

- W 2017 r. **blisko połowa państw członkowskich odnotowała poziomy MPI netto gorsze od ustalonej w tabeli wyników wartości progowej** wynoszącej -35 % PKB. Cypr, Grecja, Irlandia i Portugalia w dalszym ciągu przekraczały -100 % PKB, zaś Hiszpania – poziom -80 % PKB; ponadto także Bułgaria, Chorwacja, Węgry, Łotwa, Litwa, Polska, Rumunia i Słowacja wciąż przekraczały próg -35 % PKB.

- W państwach o **znacząco ujemnych MPI netto** wyniki są na ogół **poniżej wartości odniesienia dla poszczególnych państw**, zarówno jeżeli chodzi o normy, jak i progi ostrożnościowe dla MPI netto. Tak jest w przypadku Irlandii, Grecji, Cypru, Portugalii i Hiszpanii. Grecja odnotowała nieznaczne pogorszenie MPI netto, natomiast Portugalia zgłosiła niezmienione wyniki, przy czym w obu tych przypadkach skutki wyceny osłabiły nieco MPI netto w 2017 r.; wszystkie pozostałe państwa poprawiły swoje wyniki. Te najbardziej ujemne wartości MPI netto charakteryzuje **częste występowanie zobowiązań netto z tytułu zadłużenia**[19]. Dane liczbowe dla Cypru i Irlandii należy również postrzegać w świetle wpływu, jakie wywiera na nie działalność korporacji wielonarodowych i nastawionych na działalność międzynarodową sektorów usług; wyniki dla Grecji należy zaś interpretować w świetle wysokiego zagranicznego długu publicznego na warunkach wysoce preferencyjnych stóp procentowych.

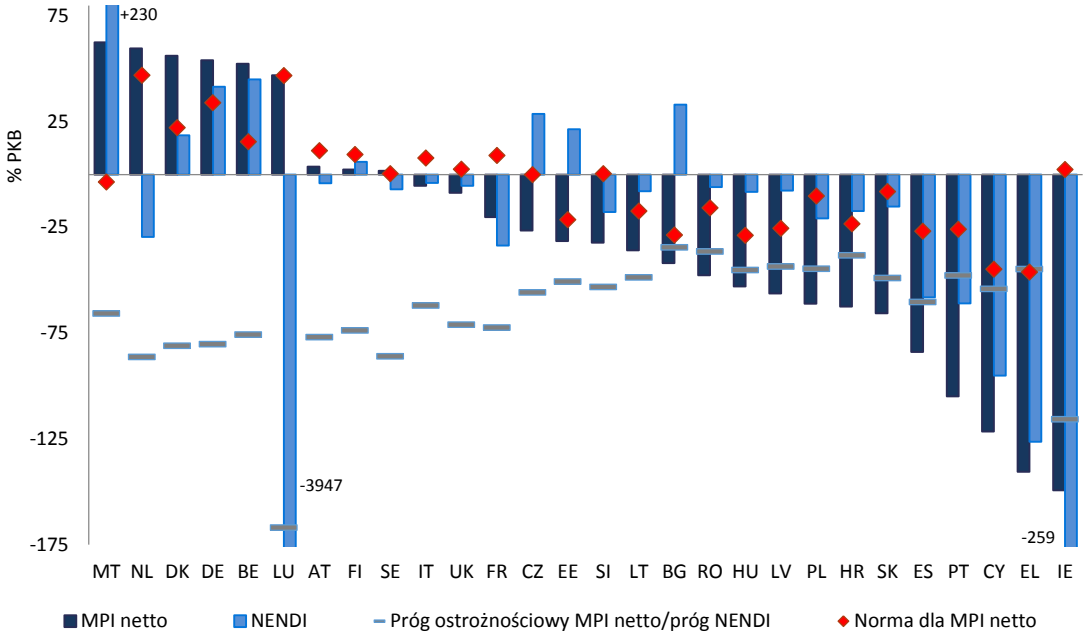
- W państwach o **średnich ujemnych wartościach MPI netto**, ale nieprzekraczających wartości progowej wynoszącej -35 % PKB, MPI netto często wydaje się być poniżej normy, a w niektórych przypadkach nieco poniżej progów ostrożnościowych. W tych państwach kapitał własny ma duży wpływ na ujemną MPI netto, w tym z uwagi na wartość napływających bezpośrednich inwestycji zagranicznych netto. W państwach o **umiarkowanych pozycjach zewnętrznych** MPI netto często przekracza odpowiednie normy, z wyjątkiem Francji i Słowenii, gdzie utrzymuje się poniżej normy.

- W większości państw o **wysokich dodatnich wartościach MPI netto** wskaźnik ten przekracza normę i w 2017 r. wzrósł ze względu na duże nadwyżki na rachunku obrotów bieżących. Niderlandy i Dania odnotowały nieznaczne spadki MPI netto z powodu negatywnych skutków wyceny. Malta i Niderlandy zakończyły 2017 r. z MPI netto na poziomie około 60 % PKB, zaś Belgia, Dania i Niemcy – powyżej 50 % PKB[20].

[19] Co odzwierciedla wskaźnik NENDI, tzn. MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą. Pozytywne jest jednak to, że poprawa MPI netto w tych państwach w 2017 r. była głównie spowodowana poprawą wskaźnika NENDI.

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

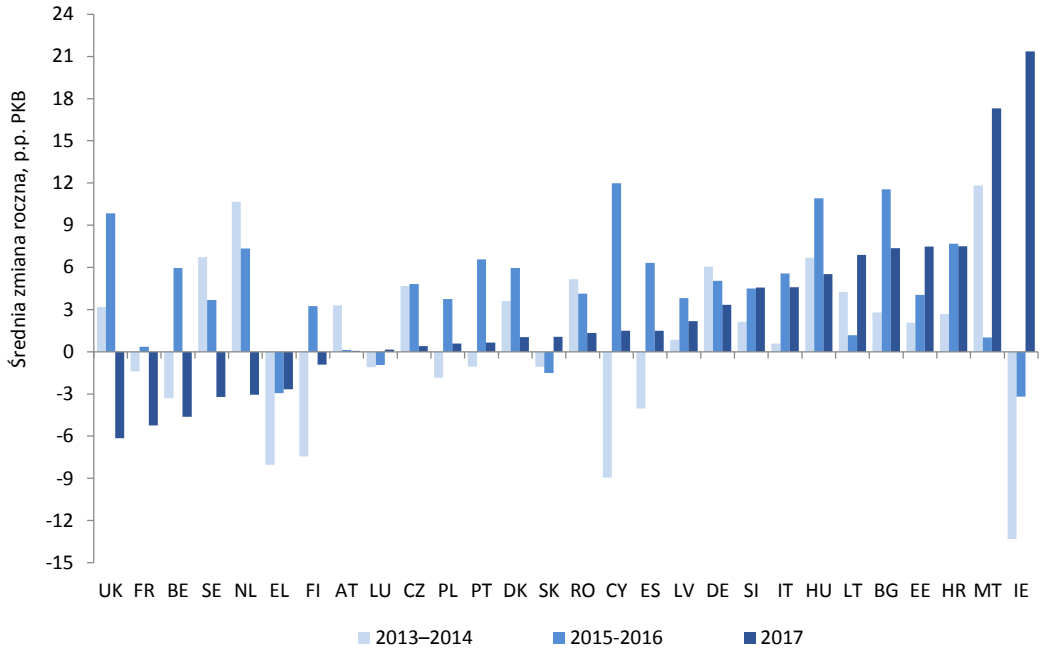
Wykres 4: Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto) i wartości odniesienia w 2017 r.



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

Uwaga: Państwa przedstawiono w malejącej kolejności relacji MPI netto do PKB w 2017 r. NENDI oznacza MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą, więcej informacji – zob. ramka 1. Pojęcia normy dla MPI netto i progów ostrożnościowych dla MPI netto – zob. przypis 18.

Wykres 5: Dynamika międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPI netto)



Źródło: Eurostat.

Uwaga: Państwa przedstawiono w malejącej kolejności zmiany relacji MPI netto do PKB w 2017 r.

Zmiany konkurencyjności kosztowej w mniejszym stopniu sprzyjają przywróceniu równowagi. Tendencje w zakresie jednostkowych kosztów pracy w okresie po kryzysie charakteryzowały się stosunkowo słabą dynamiką w państwach, w których nastąpiło ograniczenie popytu po stopniowej redukcji dużych deficytów obrotów bieżących. Ponowny wzrost jednostkowych kosztów pracy rozpoczął się wraz z ożywieniem gospodarczym, ale pozostał stosunkowo słaby pomimo kurczącego się rynku siły roboczej. Znaczące przyspieszenie wzrostu jednostkowych kosztów pracy odnotowano w kilku państwach środkowej i wschodniej Europy: od 2012 r. w Bułgarii i Estonii, od 2013 r. na Łotwie i Litwie, a od 2016 r. w Czechach, na Węgrzech i w Rumunii. W 2017 r. w większości państw członkowskich nastąpiło dalsze przyspieszenie wzrostu jednostkowych kosztów pracy ze względu na konsolidację ekspansji gospodarczej, jednak nie odnotowano znaczącego wzrostu kosztów pracy w dużych państwach będących wierzycielami. W efekcie utrzymuje się obserwowany od 2016 r. trend w kierunku zmian konkurencyjności kosztowej, które w mniejszym stopniu sprzyjają przywróceniu równowagi (zob. również ramka 2).

- **W większości państw członkowskich notuje się przyspieszenie wzrostu jednostkowych kosztów pracy.** W ostatnich latach szczególnie silny wzrost jednostkowych kosztów pracy obserwuje się w Bułgarii, Estonii, na Litwie i Łotwie (wykres 6); w przypadku wszystkich tych państw przekroczona została wartość progowa tabeli wyników. W 2017 r. przyspieszenie wzrostu jednostkowych kosztów pracy w stosunku do lat poprzednich było wyraźne w Bułgarii i Rumunii, a w mniejszym stopniu także w Czechach, Luksemburgu i na Słowacji. Szacunki na 2018 r. wskazują na scenariusz dalszej dynamiki wzrostu jednostkowych kosztów pracy w wielu z wymienionych wyżej państw, przy czym największe przyspieszenie ma nastąpić w Czechach, na Węgrzech, Łotwie, Litwie i w Rumunii, zaś w Bułgarii spowolnienie, ale przy wciąż znaczącym wzroście.

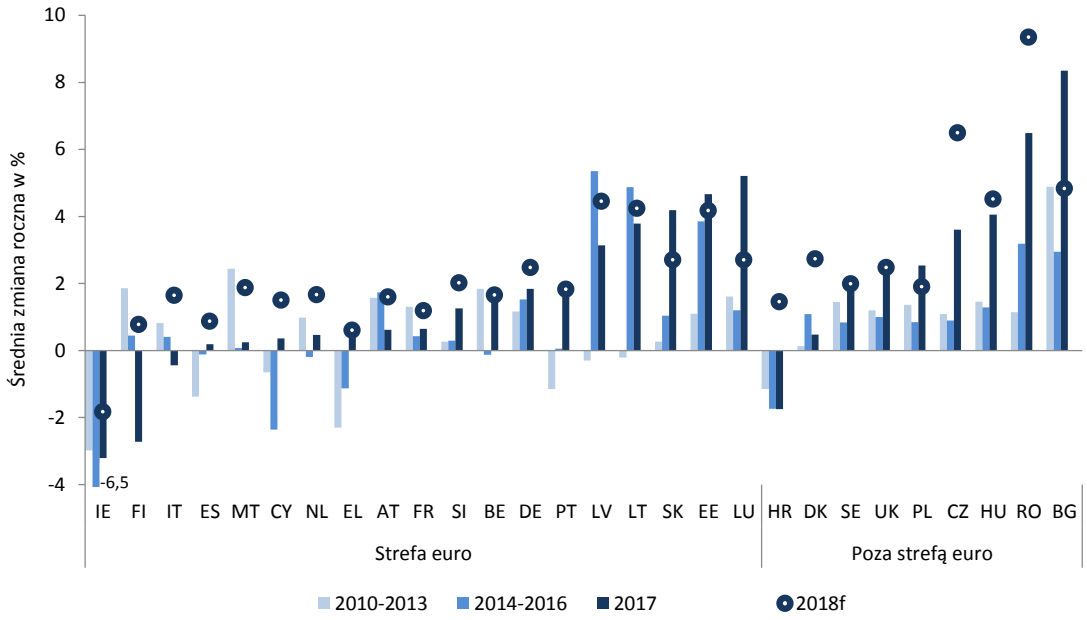
- **Różne trendy wzrostu jednostkowych kosztów pracy w poszczególnych państwach zasadniczo odzwierciedlają różnice w sytuacji na rynku pracy.** Państwa, w których jednostkowe koszty pracy rosną najszybciej, na ogół odnotowują niższe stopy bezrobocia (wykres 8). Państwa, które w ostatnich latach odnotowały wysokie tempo wzrostu PKB, zwłaszcza państwa bałtyckie i niektóre inne państwa wschodniej Europy, wykazują niskie lub średnie stopy bezrobocia oraz wysokie tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy, natomiast w państwach o wyższym bezrobociu dynamika kosztów pracy jest na ogół słabsza. Takiej relacji można by oczekiwać na podstawie dynamiki krzywej Phillipsa, ale zależność ta sprawdza się tylko częściowo, ponieważ w niektórych państwach tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy znacznie przekracza poziom, jaki wynikałby z tej relacji; tak jest zwłaszcza w przypadku państw bałtyckich, Bułgarii, Czech, Węgier i Rumunii. W innych państwach obserwuje się z kolei słabszy od oczekiwanego wzrost jednostkowych kosztów pracy (np. Chorwacja, Finlandia i Irlandia). W przypadku tej pierwszej grupy państw silny wzrost płac można również przypisywać niedoborom pracowników związanym z emigracją oraz z niedoborem i niedopasowaniem umiejętności[21].

[21] Zob. np., Komisja Europejska (2018), „Labour markets and wage developments in Europe" [Rynki pracy i zmiany poziomu wynagrodzeń w Europie], Annual review 2018 oraz Z. Darvas i I. Gonçalves

- **Do wzrostu jednostkowych kosztów pracy w 2017 r. w największym stopniu przyczynił się wzrost płacy nominalnej.** W większości państw członkowskich największy wpływ na wzrost jednostkowych kosztów pracy wywarł wzrost płacy nominalnej, natomiast wydajność pracy odegrała stosunkowo mniejszą rolę. Wydajność pracy na ogół przyczyniała się do spowolnienia wzrostu jednostkowych kosztów pracy, zarówno ze względu na intensyfikację wykorzystania kapitału, jak i ze względu na wzrost łącznej produktywności czynników produkcji, natomiast skrócenie czasu pracy często prowadziło do zmniejszonej wydajności (wykres 7).

- **Wzrost jednostkowych kosztów pracy jest coraz mniej powiązany z potrzebą przywrócenia równowagi w kategoriach zewnętrznych.** Podczas gdy w okresie kryzysu bezrobocie było na ogół wyższe w państwach będących dłużnikami netto, w których nastąpiła redukcja deficytu na rachunku obrotów bieżących i wynikające z tego zmniejszenie popytu, od czasu ożywienia gospodarczego stopy bezrobocia wykazują konwergencję, co wskazuje, że trendy wzrostu jednostkowych kosztów pracy, które zasadniczo odzwierciedlają różną sytuację na rynkach pracy, są coraz mniej powiązane z potrzebą przywrócenia równowagi w kategoriach zewnętrznych. W 2017 r., do pewnego stopnia potwierdzając trend obserwowany już w 2016 r., niektóre państwa będące dłużnikami netto odnotowały ponowny wzrost jednostkowych kosztów pracy po latach spadku lub zastoju, przy czym przyspieszenie to było najbardziej wyraźne na Cyprze, w Grecji i Portugalii. Jednocześnie stale kurcząca się podaż siły roboczej w państwach będących wierzycielami netto dotychczas nie przełożyły się na znaczące przyspieszenie wzrostu płac.

Wykres 6: Wzrost jednostkowych kosztów pracy w ostatnich latach

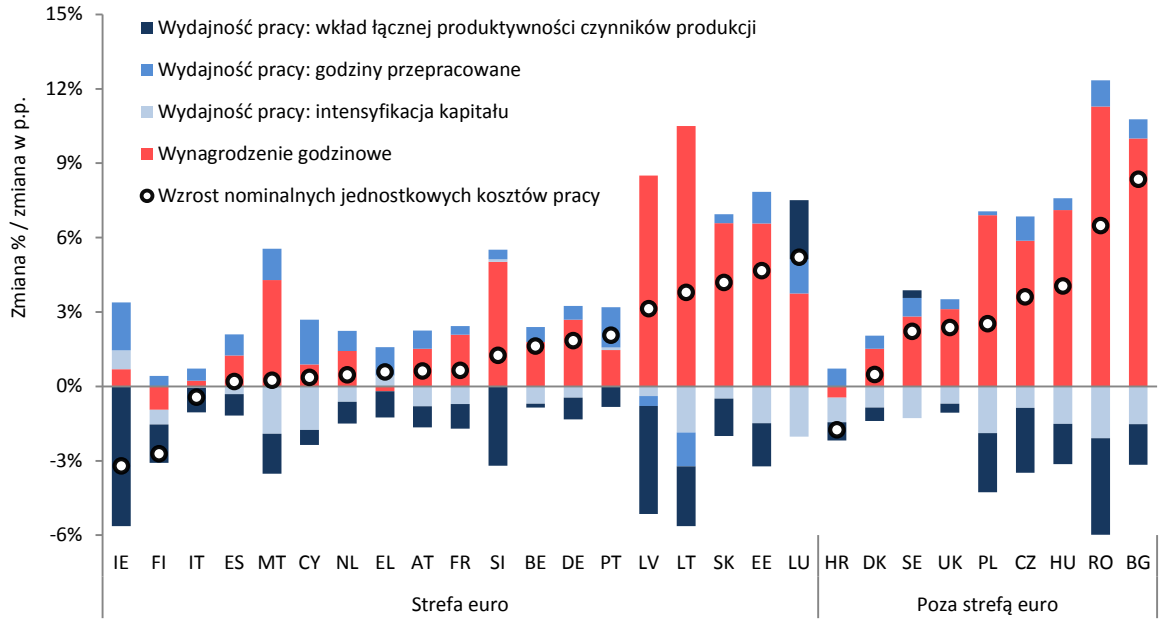


Źródło: Baza danych AMECO; dane za 2018 r. pochodzą z prognozy Komisji Europejskiej z jesieni 2018 r.

Raposo (2018), „The ever-rising labour shortages in Europe" [Rosnący niedobór pracowników w Europie], Bruegel Blog Post, 25 stycznia 2018.

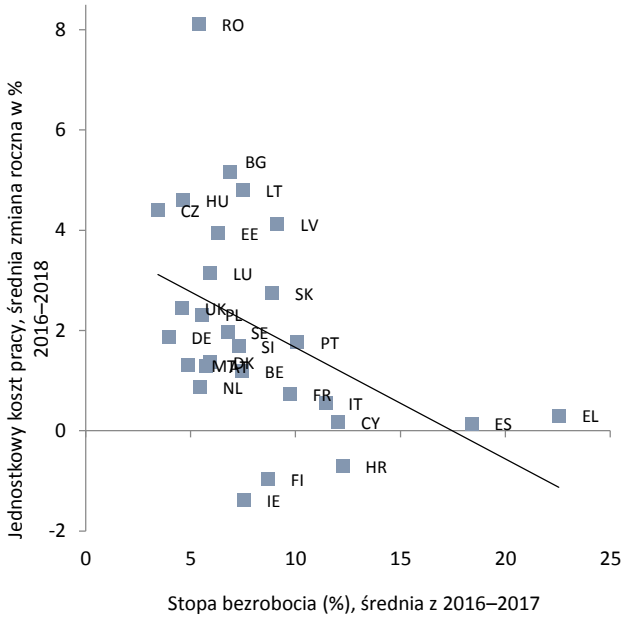
Uwaga: Państwa przedstawiono w rosnącej kolejności według wzrostu jednostkowych kosztów pracy w 2017 r.

Wykres 7: Wzrost jednostkowych kosztów pracy i czynniki napędzające ten wzrost, 2017 r.



Źródło: Baza danych AMECO i obliczenia służb Komisji.
Uwaga: Państwa przedstawiono w rosnącej kolejności według wzrostu jednostkowych kosztów pracy w 2017 r. Rozkład na składowe opiera się na standardowym rozbiciu wzrostu jednostkowych kosztów pracy na nominalne wynagrodzenie godzinowe i wydajność pracy, przy czym ta ostatnia składowa została dalej rozłożona na: wpływ liczby przepracowanych godzin, łączną produktywność czynników produkcji i akumulację kapitału przy użyciu standardowych zasad rachunkowości wzrostu.

Wykres 8: Wzrost jednostkowych kosztów pracy i stopa bezrobocia



Źródło: Baza danych AMECO.

Zmiany w zakresie konkurencyjności cenowej mierzone według realnych efektywnych kursów walutowych tylko częściowo odzwierciedlają zmiany w zakresie konkurencyjności kosztowej w oparciu o jednostkowe koszty pracy. Różnice pod względem wzrostu jednostkowych kosztów pracy przełożyły się na wzrosty i spadki konkurencyjności kosztowej w państwach członkowskich UE, mierzone za pomocą realnych efektywnych kursów walutowych bazujących na jednostkowych kosztach pracy, z uwzględnieniem zarówno zmian wzrostu jednostkowych kosztów pracy w stosunku do konkurentów na rynkach krajowych i rynkach państw trzecich, jak i zmian nominalnych kursów wymiany (wykres 9).

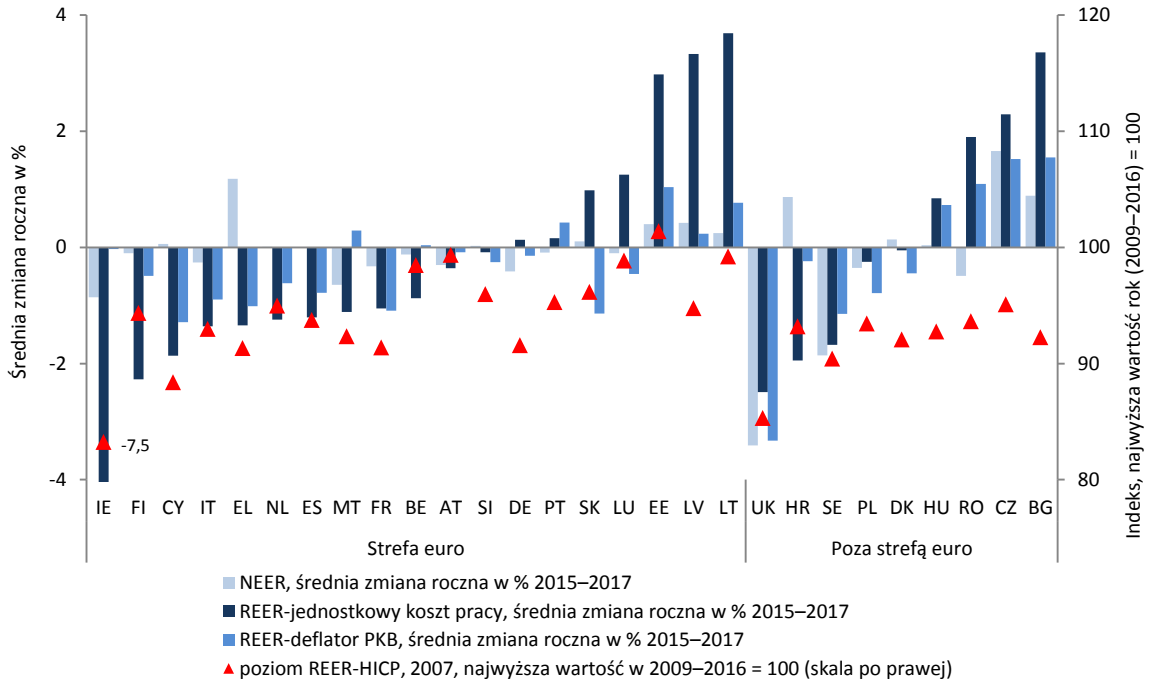
- W ostatnich latach **większość państw członkowskich strefy euro odnotowała spadki realnych efektywnych kursów walutowych bazujących na jednostkowych kosztach pracy**, co oznacza, że porównywalne spadki kosztów pracy wystarczały, aby skompensować aprecjację efektywnego kursu euro od 2016 r. **Kilka państw członkowskich strefy euro, a zwłaszcza państwa bałtyckie, odnotowały jednak spadki konkurencyjności kosztowej** mierzonej według realnych efektywnych kursów walutowych bazujących na jednostkowych kosztach pracy. Wśród państw nienależących do strefy euro zmiany realnych efektywnych kursów walutowych bazujących na jednostkowych kosztach pracy były głównie związane z wahaniami nominalnych kursów walutowych, mierzonymi za pomocą nominalnych efektywnych kursów wymiany. Deprecjacje skutkowały wzrostem konkurencyjności w Polsce, Rumunii, Szwecji i Zjednoczonym Królestwie; natomiast aprecjacje miały głównie wpływ na sytuację w Bułgarii i Czechach. W ostatnich latach wzrost konkurencyjności kosztowej, mierzony według zmian realnych efektywnych kursów walutowych bazujących na jednostkowych kosztach pracy, był na ogół większy w państwach będących dłużnikami netto. Ten obraz jest spójny z opisanym powyżej w odniesieniu do dynamiki jednostkowych kosztów pracy.

- **Dynamika konkurencyjności cenowej**, mierzona według realnych efektywnych kursów walutowych bazujących na deflatorze PKB, była **słabsza niż dynamika konkurencyjności kosztowej**, mierzona według realnych efektywnych kursów walutowych bazujących na jednostkowych kosztach pracy Oznacza to, że część zmian jednostkowych kosztów pracy miała wpływ na marże (różnice między ceną a kosztem), lecz nie przełożyła się na ceny (wykres 9). Dowody na **obniżenie marż** były szczególnie wyraźne w państwach notujących duże spadki konkurencyjności kosztowej, zwłaszcza w państwach bałtyckich, Bułgarii i Rumunii[22].

- W niektórych państwach bardzo umiarkowane lub **ujemne stopy inflacji cen konsumpcyjnych** znalazły odbicie w znacznym **wzroście konkurencyjności** mierzonym według realnych efektywnych kursów walutowych bazujących na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych. W 2017 r. dwa państwa, Cypr i Irlandia, znalazły się nawet poniżej dolnej wartości progowej tabeli wyników. W większości państw **obecna pozycja pod względem konkurencyjności jest bardziej korzystna niż przed kryzysem, a poziom realnego efektywnego kursu walutowego bazującego na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych** znajduje się poniżej poziomu wcześniejszych najwyższych wartości. W większości przypadków realna deprecjacja zbiegła się z redukcją ceny relatywnej dóbr niepodlegających wymianie handlowej oraz ze zwiększonym udziałem w gospodarce dóbr podlegających wymianie handlowej, co poprawiło potencjał wzrostu napędzanego eksportem. W kilku państwach, mianowicie w Austrii, Estonii i na Litwie, obecne wartości realnego efektywnego kursu walutowego bazującego na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych są jednak bliskie wcześniejszych najwyższych poziomów lub je przekraczają.

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

Wykres 9: Nominalne i realne efektywne kursy walutowe (NEER i REER)



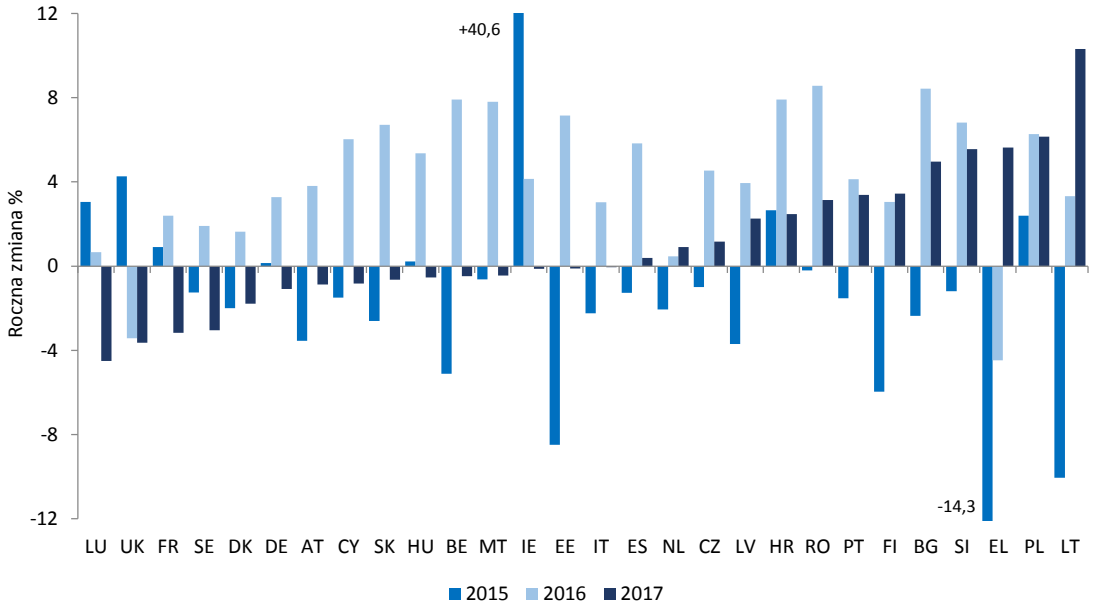
Źródło: Baza danych AMECO.

Uwaga: Państwa przedstawiono w rosnącej kolejności według średniej rocznej zmiany realnego efektywnego kursu walutowego bazującego na jednostkowych kosztach pracy między 2015 r. a 2017 r. Realne efektywne kursy walutowe bazujące na jednostkowych kosztach pracy i deflatorze PKB oraz nominalne efektywne kursy walutowe oblicza się w stosunku do 37 partnerów handlowych; realny efektywny kurs walutowy bazujący na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych oblicza się w stosunku do 42 partnerów handlowych, jak w tabeli wyników sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania.

W większości państw UE odnotowuje się przyrost udziału w rynkach eksportowych, choć jest on z czasem coraz mniejszy. Skumulowana zmiana udziału w rynkach eksportowych z 5 lat odnotowana w 2017 r. jest dodatnia dla większości państw członkowskich UE i tylko w jednym państwie (Grecja) spadek udziału w rynkach eksportowych przekroczył wartość progową tabeli wyników. Nowsze dane pokazują bardziej zróżnicowany obraz: wciąż przeważają wzrosty udziału, ale w 2017 r. stają się one bardziej umiarkowane ze względu na aprecjację euro i mniej sprzyjającą dynamikę cen towarów. Jednocześnie, choć w 2017 r. eksport wciąż wykazywał ożywienie, wzrost eksportu innych gospodarek przyspieszył w porównaniu z poprzednimi latami i zbliżył się do poziomu UE w 2017 r.[23]

- Na ogólnie pozytywny trend w zakresie udziału UE w rynkach eksportowych w przeszłości korzystnie wpływało ożywienie popytu na eksport wewnątrz UE oraz omawiany wyżej wzrost konkurencyjności. **Wzrost udziału w rynku był na ogół bardziej znaczący w państwach będących dłużnikami netto oraz w państwach środkowej Europy i w niektórych państwach wschodniej Europy**, co oznacza, że większy wzrost konkurencyjności w tych państwach zazwyczaj przekładał się również na korzyści pod względem wejścia na nowe rynki eksportowe.
- Nowsze dane dotyczące rocznych zmian udziału w rynku wskazują na wzrost udziału w 2016 r., a następnie na ogół skromniejsze wyniki w 2017 r. (wykres 10). **W 2017 r. wzrost udziału w rynku prawie wszystkich państw członkowskich UE był słabszy**, tylko w Grecji i na Litwie odnotowano większy wzrost w efekcie odwrócenia tendencji wcześniejszych dużych spadków.

Wykres 10: Zmiana udziałów w rynkach eksportowych, ostatnie lata



[23] Zob. prognoza Komisji Europejskiej z jesieni 2018 r. oraz Międzynarodowy Fundusz Walutowy (2018) Światowa prognoza gospodarcza, październik 2018. Zob. także wyniki eksportu w porównaniu z innymi zaawansowanymi gospodarkami w tabeli 2.1 w załączniku.

Źródło: Eurostat, obliczenia służb Komisji.
Uwaga: Państwa przedstawiono w rosnącej kolejności według rocznej zmiany udziałów w rynkach eksportowych w 2017 r.

Ramka 2: Znaczenie zakłóceń makroekonomicznych dla strefy euro

Saldo obrotów bieżących strefy euro ustabilizowało się na bardzo wysokim poziomie. Po kryzysie z 2008 r. aż do 2016 r. saldo obrotów bieżących strefy euro wyraźnie rosło. Od tej pory jego wartość ustabilizowała się na poziomie około 3,2 % PKB w latach 2016 i 2017, na podstawie statystyki bilansu płatniczego[24]. Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących strefy euro wciąż jest najwyższa na świecie i szacuje się, że przekracza wartość, której można by oczekiwać na podstawie fundamentalnych parametrów gospodarczych (około 1,5 % PKB strefy euro)[25]. Według prognozy Komisji Europejskiej z jesieni 2018 r., jeżeli utrzymany zostanie obecny kurs polityki, do 2020 r. przewidywana nadwyżka na rachunku obrotów bieżących strefy euro nieco się zmniejszy[26]. Do czynników, które mogłyby się przyczynić do redukcji tej nadwyżki, należą: relatywne osłabienie koniunktury w innych obszarach światowej gospodarki, skutki restrykcyjnej polityki handlowej oraz niedawna efektywna realna aprecjacja euro, możliwa przyszła dalsza aprecjacja euro (między innymi związana z rosnącą presją rynkową wynikającą z utrzymującej się dużej nadwyżki zewnętrznej) lub dłuższe utrzymywanie się trendu w kierunku wyższych cen ropy.

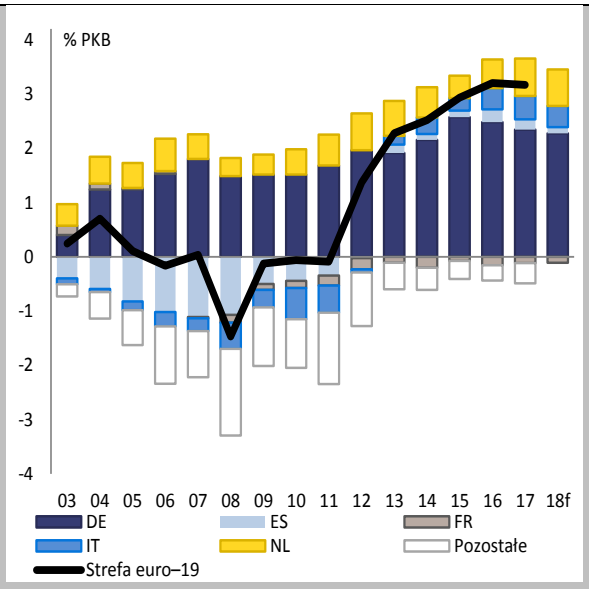
Wykres B.1: Zmiany salda obrotów bieżących strefy euro: w podziale według państw

Wykres B.2: Zmiany salda obrotów bieżących strefy euro: w podziale według pozycji

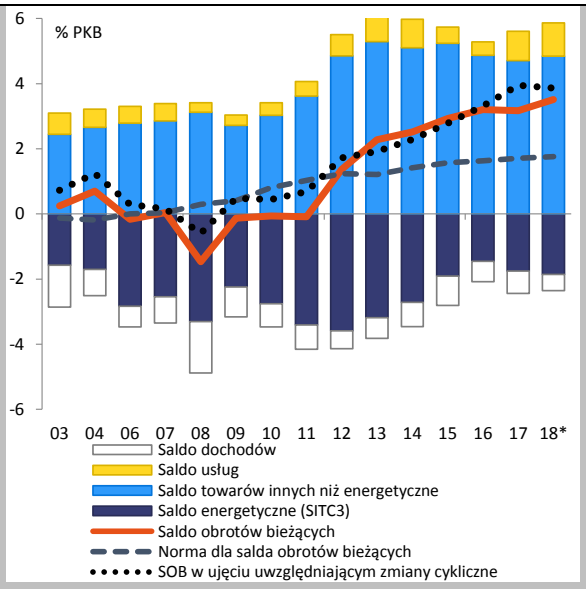
[24] Dane dotyczące salda obrotów bieżących strefy euro oparte na danych bilansu płatniczego zostały w ostatnim czasie nieznacznie skorygowane w dół i obecnie wskazują na nadwyżkę niższą o około 0,3 punktu procentowego PKB w 2015 r. i o około 0,1 punktu procentowego PKB w 2016 r. w porównaniu z danymi, jakie były dostępne rok wcześniej. Według danych z bilansu płatniczego i rachunków narodowych w latach 2016 i 2017 wartość zagregowana salda obrotów bieżących strefy euro wobec zagranicy wynosiła 3,2 % PKB. Suma sald obrotów bieżących państw członkowskich wyniosła jednak 3,5 % PKB strefy euro w 2016 r. i 4 % w 2017 r. Różnice między wartością zagregowaną dla strefy euro a sumą sald obrotów bieżących państw członkowskich wynika z dostosowań ze względu na asymetrie w zgłoszonych przez państwa członkowskie danych.

[25] Metodologia obliczania salda obrotów bieżących zgodnego z fundamentalnymi parametrami gospodarczymi (norma dla salda obrotów bieżących) – zob. przypis **Error! Bookmark not defined.** i zawarte w nim odniesienia. MFW (External Sector Report, 2018) również sugeruje, że norma dla salda obrotów bieżących strefy euro wynosi około 1,5 % PKB.

[26] Prognozy na podstawie rachunków narodowych.



Źródło: Baza danych AMECO, dane dotyczące bilansu płatniczego.



Źródło: Eurostat, dane dotyczące bilansu płatniczego. *Uwaga:* „18*" odnosi się do średnich ruchomych danych z czterech kwartałów do II kw. 2018.

Narastanie nadwyżki strefy euro jest efektem korekty wcześniejszych deficytów obrotów bieżących w połączeniu z utrzymującymi się dużymi nadwyżkami. Przed 2008 r. saldo obrotów bieżących strefy euro było zasadniczo zrównoważone, w 2008 r. odnotowano deficyt spowodowany znacznym spadkiem popytu w światowym eksporcie, zaś po kryzysie finansowym nadwyżkę, głównie ze względu na ostrą korektę dużych deficytów w następstwie odwrócenia się kierunku prywatnych transgranicznych przepływów finansowych (wykres B.1.). Nadwyżka ta wzrosła jeszcze bardziej po 2011 r., kiedy kryzys zadłużeniowy objął Hiszpanię i Włochy, a wynikający z tego spadek popytu wewnętrznego przyczynił się do przechylenia salda obrotów bieżących tych krajów w stronę nadwyżki. Od 2011 r. stopniowo rosła również duża nadwyżka na rachunku obrotów bieżących Niemiec. Obecnie nadwyżka na rachunku obrotów bieżących strefy euro jest głównie wynikiem dużych nadwyżek notowanych w Niemczech i Niderlandach, których łączne pozycje zewnętrzne odpowiadają za większą część nadwyżki strefy euro (wykres B.1). Obserwowana od 2016 r. stopniowa redukcja nadwyżki na rachunku obrotów bieżących Niemiec wiązana jest ze stabilizacją nadwyżki strefy euro.

Ostatnie zmiany salda obrotów bieżących strefy euro były głównie związane z saldem energetycznym, dochodów i usług. W przypadku salda wymiany towarów innych niż energetyczne odnotowano poprawę po okresie kryzysu, co było odbiciem stosunkowo słabej pozycji strefy euro w cyklu koniunkturalnym w porównaniu z innymi obszarami na świecie i w dużej mierze odpowiadało za poprawę salda obrotów bieżących (wykres B.2). Konsekwentnie w tym samym okresie odnotowano mniejszą poprawę salda obrotów bieżących strefy euro w ujęciu uwzględniającym zmiany cykliczne. Począwszy od 2013 r., w sytuacji ożywienia produkcji w strefie euro, nadwyżka salda towarów ustabilizowała się i zaczęła obniżać się jedynie bardzo umiarkowanie przy dobrych wynikach eksportu (zarówno pod względem wartości, jak i ilości) w porównaniu do innych zaawansowanych

gospodarek[27]. Saldo towarów energetycznych w okresie po kryzysie ulegało głównie wpływom wahań cen ropy. Po znaczącym spadku w 2008 r. ceny ropy wzrosły w latach 2009–2011, a następnie ponownie spadły w latach 2014–2016, wpływając na wahania w odwrotnym kierunku salda energetycznego strefy euro. Ponowny wzrost cen ropy, który rozpoczął się w połowie 2016 r., jest przyczyną pogorszenia się salda energetycznego notowanego od tamtej pory[28]. Ujemny wkład salda energetycznego w nadwyżkę strefy euro od 2016 r. wyrównała poprawa salda usług. Pomimo poprawy salda dochodów kapitałowych, związanej z dodatnią i rosnącą MPI netto na poziomie zagregowanym dla strefy euro, saldo dochodów pozostaje ujemne i pogorszyło się w 2017 r. ze względu na dynamikę dochodów przedsiębiorstw netto.

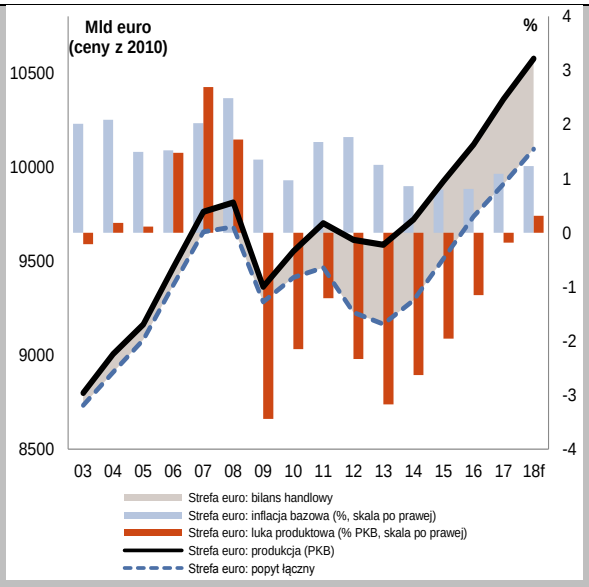
Dynamika nadwyżki w strefie euro związana jest z popytem wewnętrznym, który pozostaje w tyle za działalnością gospodarczą, oraz ze stabilnym popytem eksportowym, który opiera się na korzystnym popycie globalnym na europejskie towary i usługi oraz na poprawie pozycji konkurencyjnej. Różnica między łącznymi dochodami a wydatkami, która odpowiada wywozowi netto, zwiększała się od kryzysu finansowego z 2008 r. do 2016 r. (zob. wykres B.3). Na początku kryzysu słaba dynamika popytu była efektem prowadzonego na wielką skalę procesu zmniejszania zadłużenia sektora prywatnego, zwłaszcza w państwach będących dłużnikami netto, w których nastąpiła ostra redukcja deficytu obrotów bieżących, podczas gdy zwiększone zadłużenie netto sektora instytucji rządowych i samorządowych pomogło zamortyzować wpływ kryzysu na dochody (wykres B.4). Po zaostrzeniu się w 2011 r. kryzysu zadłużeniowego strefy euro proces zmniejszania zadłużenia rozpoczął się także w sektorze instytucji rządowych i samorządowych, co w największym stopniu przyczyniło się do zwiększenia dotychczasowych łącznych wierzytelności netto strefy euro. Zadłużenie netto sektora gospodarstw domowych jest obecnie dwa razy wyższe od poziomów sprzed kryzysu, a przedsiębiorstwa niefinansowe, które w normalnych warunkach wykazują zadłużenie netto, od 2013 r. utrzymują status wierzyciela netto. Wierzytelności netto sektora instytucji rządowych i samorządowych są wciąż ujemne i dopiero niedawno osiągnęły poziomy spójne z malejącymi wskaźnikami zadłużenia tego sektora w większości państw strefy euro. Pomimo aktywnego zmniejszania zadłużenia przeciągająca się stagnacja nominalnego PKB w okresie po kryzysie spowodowała, że w szeregu państw strefy euro utrzymały się rekordowo wysokie poziomy relacji zadłużenia gospodarstw domowych, przedsiębiorstw niefinansowych i instytucji finansowych oraz sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB. Obecnie zmniejszanie zadłużenia przebiega w korzystnych warunkach ekonomicznych.

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

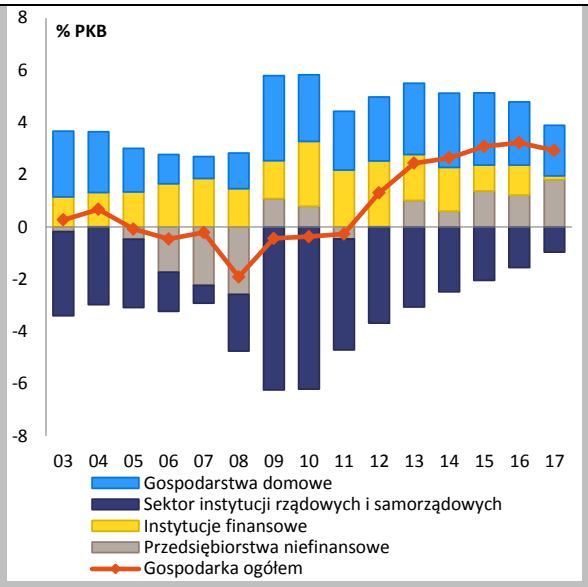
Wykres B.4: Wierzytelności netto/zadłużenie netto strefy euro w podziale według sektorów

[27] Zob. również EBC, Biuletyn Ekonomiczny, 05/2018, ramka 2.

[28] Przy ocenie perspektyw salda energetycznego należy wziąć pod uwagę również stopniowe ulepszenia strukturalne w saldzie energetycznym strefy euro dla danego poziomu cen ropy związane z ograniczonym znaczeniem branż energochłonnych oraz zwiększoną efektywnością energetyczną procesów produkcji. Zob., np. IAE (2018), „Energy Efficiency 2017" [Efektywność energetyczna], Międzynarodowa Agencja Energetyczna.



Źródło: Baza danych AMECO.



Źródło: Eurostat.

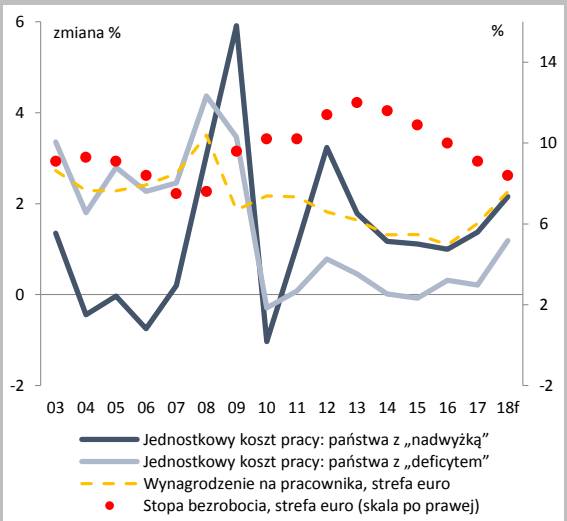
Wyzwanie stanowią nadal utrzymujące się zakłócenia równowagi, trwałość obecnej ekspansji gospodarczej oraz ograniczone możliwości amortyzacji negatywnych wstrząsów w państwach o wysokim zadłużeniu. Po blisko dziesięciu latach słabej dynamiki popyt wewnętrzny w strefie euro zaczyna rosnąć, luka produktowa przechodzi w stronę wartości dodatnich, a przewidywana inflacja ma się stopniowo zbliżyć do docelowego poziomu ustalonego przez władze odpowiedzialne za politykę monetarną (wykres B.3). Trwająca ekspansja sprzyja korekcie narosłych zakłóceń równowagi, ale wciąż pojawiają się wyzwania. Po pierwsze panuje niepewność co do trwałości obecnej ekspansji gospodarczej, ponieważ nie zawsze istnieją warunki zapewniające stabilny wzrost, przede wszystkim z uwagi na utrzymujące się luki inwestycyjne, niewystarczające do pobudzenia wzrostu warunki ramowe oraz niewykorzystany potencjał kapitału ludzkiego[29]. Po drugie nie został jeszcze zakończony proces przywracania równowagi w strefie euro. Państwa, które miały duże deficyty w przeszłości, nadal charakteryzują się znaczną ujemną międzynarodową pozycją inwestycyjną netto połączoną z wysokim poziomem zadłużenia sektora prywatnego lub długu publicznego, co jest źródłem podatności na zagrożenia. Ponadto państwa o wysokim zadłużeniu na ogół w mniejszym stopniu mogą liczyć na redukcję wskaźników zadłużenia dzięki wzrostowi produktu potencjalnego, co oznacza że możliwość amortyzacji negatywnych wstrząsów w zakresie produkcji za pomocą oszczędności prywatnych i publicznych najprawdopodobniej jest ograniczona (wykres B.6).

Symetryczne przywrócenie równowagi w strefie euro pomogłoby przywrócić trwały wzrost gospodarczy przy jednoczesnym zapewnieniu przyszłej stabilności makroekonomicznej. Aby zapewnić trwałość wzrostu gospodarczego i jego kompatybilność ze stabilnością makroekonomiczną, konieczna jest odpowiednia kombinacja strategii. W państwach będących dłużnikami netto

[29] Zob. Komisja Europejska, Roczna analiza wzrostu gospodarczego 2019, oraz B. Pierluigi i D. Sondermann (2018), „Macroeconomic imbalances in the euro area: where do we stand?" [Zakłócenia równowagi makroekonomicznej w strefie euro: stan obecny] EBC, Occasional Paper 211/2018.

zmniejszanie dużego zadłużenia zagranicznego i krajowego wymaga utrzymania salda obrotów bieżących na rozsądnym poziomie i zapewnienia odpowiedniego tempa redukcji długu, a jednocześnie dochowania celu zwiększenia potencjału wzrostu gospodarczego za pomocą odpowiednich inwestycji i reform oraz unikania ryzyka procykliczności w czasach pogorszenia koniunktury. Zwłaszcza w państwach będących dłużnikami netto konieczna jest poprawa perspektyw w zakresie wydajności, aby zwiększyć zdolność obsługi zadłużenia i sprawić, by zmiany względnej konkurencyjności bardziej sprzyjały przywracaniu równowagi, w sytuacji gdy obserwowany od 2012 r. wzrost względnej konkurencyjności państw będących dłużnikami netto w ostatnim czasie uległ spowolnieniu (wykres B.5). Z drugiej strony strategie mające na celu wspieranie inwestycji i przezwyciężenie zastoju w poziomie wynagrodzeń pomogłyby rozwiązać problem utrzymujących się dużych nadwyżek w państwach będących wierzycielami netto, a jednocześnie przyczyniłyby się do wspierania potencjału wzrostu i sprawiły, że perspektywy wzrostu byłyby mniej uzależnione od popytu zagranicznego.

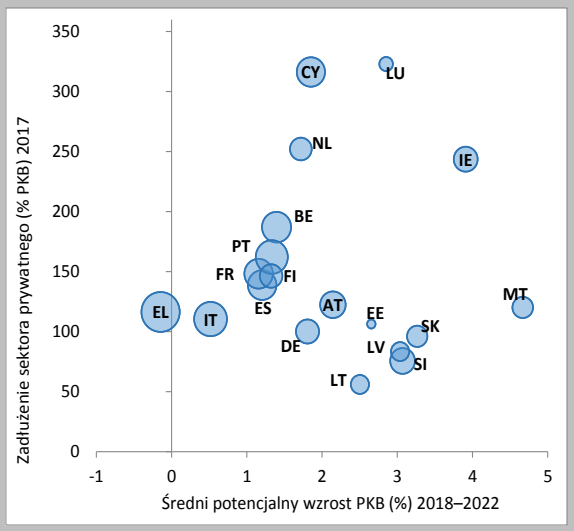
Wykres B.5: Przywracanie równowagi w strefie euro (bezrobocie, płace i wzrost jednostkowych kosztów pracy)



Źródło: Baza danych AMECO.

Uwaga: Do państw z „nadwyżką” należą Austria, Belgia, Finlandia, Niemcy, Luksemburg i Niderlandy; wszystkie pozostałe obecne państwa członkowskie strefy euro uznaje się za mające „deficyt”.

Wykres B.6: Zadłużenie i perspektywy potencjału wzrostu gospodarczego w państwach strefy euro



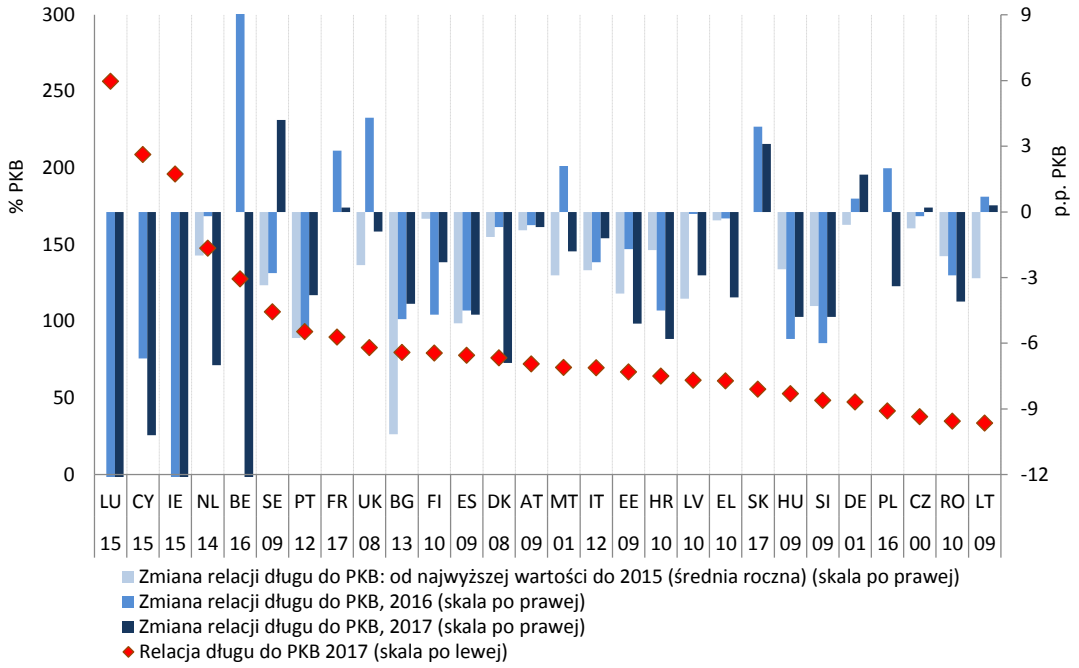
Źródło: Baza danych AMECO.

Uwaga: Wielkość okręgów przedstawia wartość długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB) w 2017 r.

Wskaźniki zadłużenia sektora prywatnego stopniowo się obniżają, ale w niektórych państwach członkowskich ich poziom wciąż jest wysoki. W 2017 r. dwanaście państw członkowskich przekroczyło wartość progową tabeli wyników dotyczącą zadłużenia sektora prywatnego; były to te same państwa co w ubiegłorocznym sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania. Wskaźniki zadłużenia sektora prywatnego są najwyższe na Cyprze, w Irlandii, Luksemburgu i Niderlandach, ale wpływ na ich poziom mają transakcje transgraniczne związane z działalnością przedsiębiorstw wielonarodowych. Szczególnie wysokie poziomy zadłużenia sektora prywatnego – przekraczające 160 % PKB – notuje się również w Belgii, Danii, Portugalii, Szwecji i Zjednoczonym Królestwie. Względny wkład gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych w wysoki poziom zadłużenia sektora prywatnego jest różny w zależności od państwa członkowskiego. W przypadku Belgii, Irlandii i Luksemburga wysokie wskaźniki zadłużenia sektora prywatnego wiążą się przede wszystkim z zadłużeniem przedsiębiorstw niefinansowych. Natomiast w Danii i Zjednoczonym Królestwie największy udział w wysokim zadłużeniu sektora prywatnego ma sektor gospodarstw domowych. Na Cyprze, w Niderlandach, Szwecji i Portugalii poziom zadłużenia jest stosunkowo wysoki zarówno w sektorze przedsiębiorstw, jak i w sektorze gospodarstw domowych. Różnice między poszczególnymi państwami pod względem zadłużenia sektora prywatnego można w znacznym stopniu wytłumaczyć różnicami dotyczącymi fundamentalnych parametrów gospodarczych uzasadniających narastanie zadłużenia, w tym potencjału wzrostu i inwestycji oraz sytuacji finansowej. W ocenie poziomów zadłużenia należy zatem brać pod uwagę zarówno wymienione wyżej czynniki, jak również inne elementy wpływające na ryzyko, jakie stwarza wysoki poziom zadłużenia w ujęciu perspektywicznym[30].

[30] Czynniki te są uwzględniane przy ustalaniu wartości odniesienia dla poszczególnych państw przez Komisję Europejską we współpracy z grupą roboczą ds. metodologii strategii lizbońskiej Komitetu Polityki Gospodarczej (Komisja Europejska, „Benchmarks for the assessment of private debt" [Wartości odniesienia służące do oceny zadłużenia sektora prywatnego], Nota dla Komitetu Polityki Gospodarczej, ARES (2017) 4970814). Pierwsza wartość odniesienia pozwala ocenić zadłużenie sektora prywatnego w stosunku do wartości, które można wytłumaczyć na podstawie fundamentalnych parametrów gospodarczych. Druga wartość odniesienia składa się z progów ostrożnościowych ustalanych w taki sposób, aby maksymalnie wykorzystać ich przydatność w prognozowaniu kryzysów sektora bankowego, i biorąc pod uwagę informacje specyficzne dla poszczególnych państw dotyczące kapitalizacji banków, długu sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz poziomu rozwoju gospodarczego. W większości państw członkowskich UE wskaźniki zadłużenia prywatnego w stosunku do PKB przekraczające wartość progową tabeli wyników sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania przekraczają również obie wartości odniesienia dla poszczególnych państw.

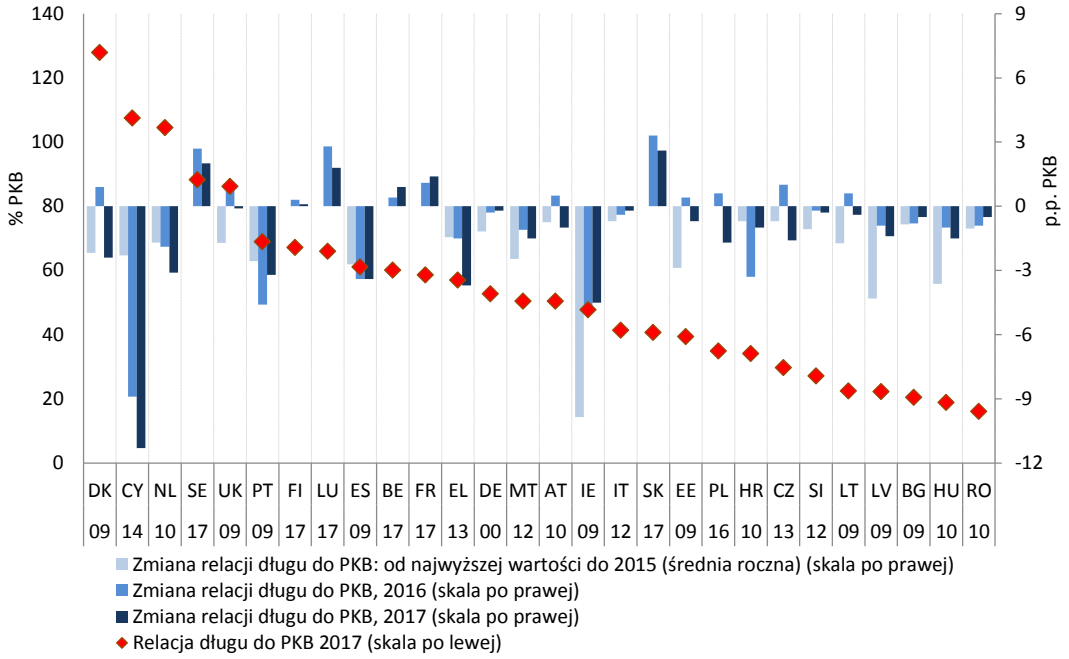
Wykres 11: Tempo zmniejszania zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych



Źródło: Eurostat – skonsolidowane roczne rachunki sektorowe, obliczenia służb Komisji.

Uwaga: Państwa przedstawiono w malejącej kolejności relacji długu do PKB w 2017 r. Liczba pod kodem państwa oznacza rok, w którym odnotowano najwyższą wartość. Wzrost do najwyższej wartości obliczono w odniesieniu do roku początkowego innego niż 2000 r. w przypadku Chorwacji i Irlandii (2001 r.) oraz Cypru (2006 r.). Dane dotyczące Luksemburga, Irlandii i Belgii dostosowano, aby mieściły się w skali.

Wykres 12: Tempo zmniejszania zadłużenia gospodarstw domowych



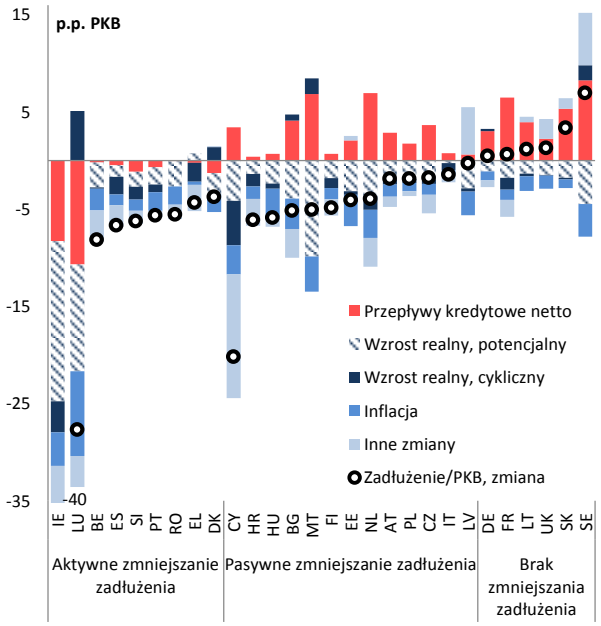
Źródło: Eurostat – skonsolidowane roczne rachunki sektorowe, obliczenia służb Komisji.
Uwaga: Państwa przedstawiono w malejącej kolejności relacji długu do PKB w 2017 r. Liczba pod kodem państwa oznacza rok, w którym odnotowano najwyższą wartość. Wzrost do najwyższej szczytowej obliczono w odniesieniu do roku początkowego innego niż 2000 r. w przypadku Chorwacji i Irlandii (2001 r.).

Wskaźniki zadłużenia sektora prywatnego (w stosunku do PKB) zmniejszają się ze szczytowych poziomów w większości państw członkowskich, w tempie, które nie zawsze jest zgodne z potrzebami w zakresie zmniejszania zadłużenia. Proces zmniejszania zadłużenia zaczął się w pierwszej kolejności w obrębie przedsiębiorstw niefinansowych i przebiegał szybciej niż w przypadku sektora gospodarstw domowych, zarówno ze względu na wyższe ujemne przepływy kredytowe netto w sektorze przedsiębiorstw, jak i większy wpływ wzrostu nominalnego na zmniejszanie relacji długu do PKB, biorąc pod uwagę rozmiary zadłużenia przedsiębiorstw, które jest większe w porównaniu z zadłużeniem gospodarstw domowych.

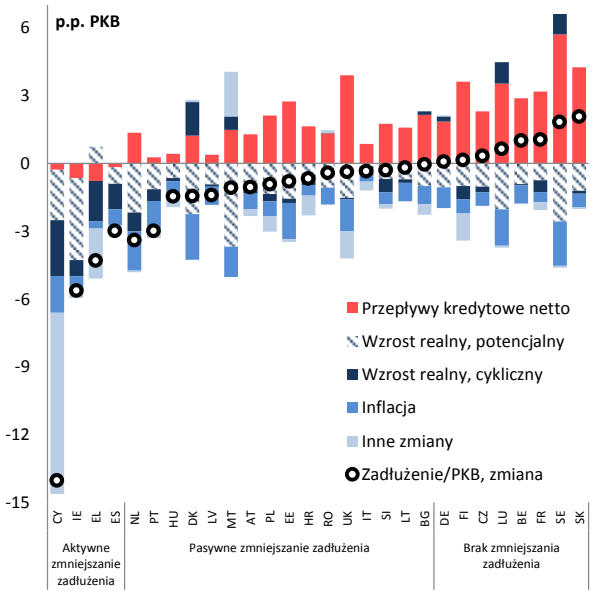
- W wielu państwach **przedsiębiorstwa niefinansowe** zdołały zmniejszyć o co najmniej około połowę zakumulowany wzrost wskaźników długu do PKB, odnotowany wcześniej w okresie między rokiem 2000 a rokiem, w którym ich dług osiągnął szczytowy poziom (Chorwacja, Dania, Estonia, Hiszpania, Litwa, Łotwa, Portugalia, Rumunia, Słowenia, Szwecja, Węgry, Włochy i Zjednoczone Królestwo). Tempo zmniejszania zadłużenia nie zawsze było jednak zgodne z potrzebami w zakresie zmniejszania zadłużenia, ponieważ w czterech państwach o jednym z najwyższych wskaźników zadłużenia przedsiębiorstw (Luksemburg, Irlandia, Cypr, Niderlandy i Belgia) zmniejszenie zadłużenia przedsiębiorstw było umiarkowane w stosunku do wysokości zadłużenia, podczas gdy we Francji poziom zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych stale rósł (wykres 11).
- W ciągu ostatnich dwóch lat wskaźniki zadłużenia **gospodarstw domowych** zmniejszyły się w trzech państwach członkowskich, w których gospodarstwa domowe są najbardziej

zadłużone (Cypr, Dania i Niderlandy), oraz w kilku innych państwach o wysokim zadłużeniu, takich jak Grecja, Portugalia i Hiszpania (wykres 12). Zadłużenie gospodarstw domowych już się nie zmniejsza w Zjednoczonym Królestwie, a stosunkowo wysokie wskaźniki zadłużenia w Finlandii i Szwecji nadal rosną.

Wykres 13: Rozkład zmiany wskaźnika zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych do PKB (I kwartał 2018 r.)



Wykres 14: Rozkład zmiany wskaźnika zadłużenia gospodarstw domowych do PKB (I kwartał 2018 r.)



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

Zmniejszanie zadłużenia w coraz większym stopniu opiera się na wyższych wskaźnikach wzrostu nominalnego PKB. Odnotowuje się ożywienie w przepływach kredytowych w sektorze prywatnym, pozostają one jednak umiarkowane i w 2017 r. w żadnym państwie członkowskim nie przekroczyły wartości progowej zawartej w tabeli wyników. Wzrost nominalnego PKB osłabia presję na aktywne zmniejszanie zadłużenia, co doprowadziło do sytuacji, w której mniej państw wykazuje ujemne przepływy kredytowe w odniesieniu do przedsiębiorstw lub gospodarstw domowych, a także ujemne przepływy o średnio niższej wartości bezwzględnej (wykresy 13 i 14). Ponadto niektóre państwa, które wcześniej nie zmniejszały zadłużenia, zaczęły pasywnie zmniejszać zadłużenie – to znaczy tylko dlatego, że wzrost nominalnego PKB zmniejsza wskaźniki zadłużenia, a przepływy kredytowe netto

zwiększają zadłużenie. Dotyczy to Włoch, Austrii i Czech w odniesieniu do przedsiębiorstw niefinansowych oraz Austrii, Estonii i Polski w odniesieniu do sektora gospodarstw domowych. Jak pokazano na wykresach 13 i 14, szacuje się, że znaczna część odnotowanych niedawno wskaźników wzrostu nominalnego ma charakter cykliczny (np. na Cyprze, w Grecji, Hiszpanii, Portugalii i Chorwacji). W przyszłości perspektywy dalszego pasywnego zmniejszania zadłużenia będą w coraz większym stopniu uzależnione od potencjału wzrostu, ponieważ cykliczny składnik wzrostu zacznie zanikać, gdy luki produktowe osiągają wartości dodatnie w coraz większej liczbie państw.

Warunki panujące w sektorze bankowym UE ulegają poprawie, ale w niektórych państwach nadal utrzymują się niska rentowność i wysoki wolumen kredytów zagrożonych. Ma to miejsce w szczególności w Grecji, na Cyprze, we Włoszech i w Portugalii (wykresy 15 i 16). Pozytywnym aspektem jest to, że w 2017 r. poprawa rentowności w sektorze bankowym była szczególnie znacząca w tych państwach, a zmniejszenie wolumenu kredytów zagrożonych często dość istotne.

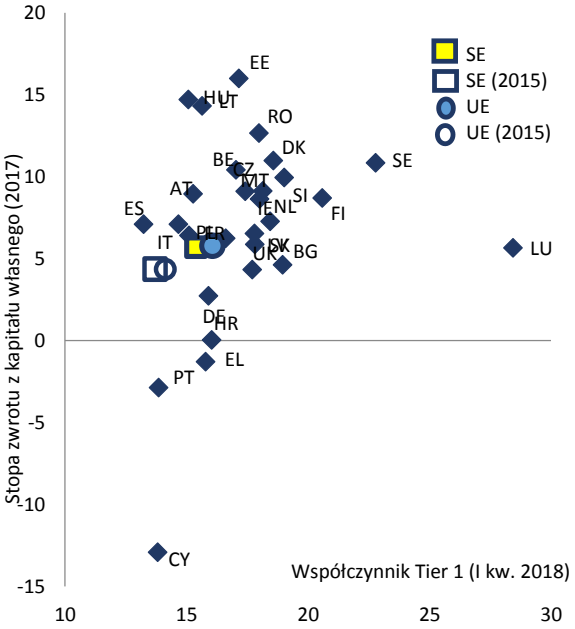
- **Wzrost zobowiązań sektora finansowego uległ spowolnieniu w 2017 r.** w większości państw UE i nadal mieści się wyraźnie w granicach wartości progowej zawartej w tabeli wyników we wszystkich państwach członkowskich z wyjątkiem dwóch.[31] W 2017 r., po okresie, w którym nastąpił wzrost akcji kredytowej, przepływy kredytowe banków osłabły, przy czym wzrost akcji kredytowej banków jest nadal silniejszy w sektorze gospodarstw domowych niż w przypadku przedsiębiorstw niefinansowych.
- W ciągu ostatniego roku **większość państw członkowskich odnotowała dalszą poprawę rentowności banków i współczynników kapitałowych**. Wyceny kapitału własnego banków rosły do początku 2018 r., po czym nastąpiła korekta w dół, która częściowo skompensowała poprzedni wzrost powiązany między innymi ze spłaszczeniem krzywych dochodowości i związaną z tym kompresją marż naliczanych od stóp procentowych. W niektórych państwach członkowskich stwierdzono połączenie niskiej rentowności, stosunkowo niskich współczynników kapitałowych w porównaniu z innymi państwami i dużych wolumenów kredytów zagrożonych.
- **W szeregu państw członkowskich wolumen kredytów zagrożonych jest w dalszym ciągu wysoki.** Wskaźnik kredytów zagrożonych w 2017 r. jest szczególnie wysoki w Grecji i na Cyprze, gdzie kredyty zagrożone stanowią odpowiednio 45 % i 30 % wszystkich kredytów, oraz we Włoszech, Portugalii, Bułgarii, Irlandii i Chorwacji, gdzie wolumen kredytów zagrożonych utrzymuje się na poziomie blisko 10 % wszystkich kredytów[32]. Po wzroście w okresie pokryzysowym wolumen kredytów zagrożonych zaczął się zmniejszać z różną prędkością w całej UE. **Najnowsze dane wskazują na stałe postępy w zakresie zmniejszania wolumenu**

[31] Wyjątkami są Czechy i Słowacja. W przypadku Czech szybki wzrost zobowiązań sektora finansowego w 2017 r. wynika w dużej mierze z transakcji finansowych sprzed wygaśnięcia zobowiązania banku centralnego dotyczącego kursu wymiany, a zatem nie odzwierciedla on sytuacji w dziedzinie działalności kredytowej w tym państwie. Na Słowacji wzrost ten wynikał głównie ze wzrostu zobowiązań banku centralnego względem rezydentów spoza strefy euro. Mogło to być powiązane z usługami zarządzania rezerwami świadczonymi przez bank centralny Słowacji, które nie mają bezpośredniego wpływu na gospodarkę krajową.

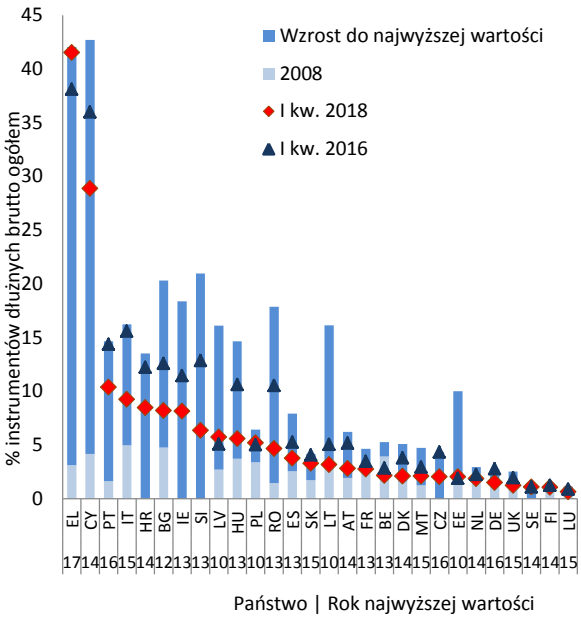
[32] Kredyty zagrożone w zestawie wskaźników dodatkowych zawartych w tabeli wyników definiuje się jako zagrożone kredyty i zaliczki brutto ogółem będące odsetkiem kredytów i zaliczek brutto ogółem (wartość bilansowa brutto), dla sektora sprawozdawczego „krajowe grupy bankowe i samodzielne banki, jednostki zależne kontrolowane przez podmioty zagraniczne oraz oddziały kontrolowane przez podmioty zagraniczne, wszystkie instytucje". Wartości przedstawiono w tabeli 2.1.

kredytów zagrożonych, w tym w państwach o wysokim odsetku kredytów zagrożonych (z wyjątkiem Grecji), a mianowicie w Portugalii i we Włoszech (wykres 16)[33].

Wykres 15: Rentowność banków i współczynniki kapitałowe



Wykres 16: Zagrożone instrumenty dłużne



Źródło: EBC, obliczenia służb Komisji.
Uwagi: dane dotyczące zagrożonych instrumentów dłużnych brutto za 2008 r. są niedostępne w przypadku CZ, HR, SE oraz SI.

Ceny nieruchomości mieszkaniowych stale rosły w prawie wszystkich państwach członkowskich UE w 2017 r.; stopy wzrostu wydają się jednak spadać tam, gdzie oznaki zawyżonych cen są najbardziej wyraźne. Pomimo trwałego wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych w całej UE dane z 2017 r. wskazują, że w porównaniu z rokiem 2016 zmniejszyła się liczba państw, w których wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych przekracza wartość progową zawartą w tabeli wyników. W 2017 r. jedynie sześć państw (Bułgaria, Czechy, Irlandia, Niderlandy, Portugalia i Słowenia) wykazywało wartości przekraczające tę wartość progową, podczas gdy w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania na 2018 r., w oparciu o dane z 2016 r.,

[33] Zharmonizowane wskaźniki kredytów zagrożonych dostępne są dopiero od 2014 r.; wykres 17 pokazuje relację zagrożonych instrumentów dłużnych brutto do instrumentów dłużnych brutto ogółem, która jest dostępna w dłuższym szeregu czasowym i odnosi się również do innych instrumentów dłużnych, oprócz kredytów, jakie są ujęte w bilansach podmiotów sektora bankowego. Wartość ta jest zwykle nieco niższa niż wskaźnik kredytów zagrożonych. Maksymalna różnica między tymi dwoma wskaźnikami wynosi obecnie 4 punkty procentowe (w przypadku Grecji), natomiast w przypadku większości państw członkowskich jest ona niższa niż 1 punkt procentowy.

zidentyfikowano przekroczenie tego progu w przypadku dziesięciu państw. Zmiany te odzwierciedlają spowolnienie wzrostu – średnie do umiarkowanego – względem wartości powyżej wartości progowej, a w kilku państwach – jego przyspieszenie. W 2017 r. spadek realnych cen nieruchomości mieszkaniowych odnotowano jedynie w Grecji i we Włoszech. Bardziej aktualne dane wskazują, że stopy wzrostu w pierwszej połowie 2018 r. z poziomu odnotowanego rok wcześniej były powyżej wartości progowej zawartej w tabeli wyników (6 %) na Węgrzech, w Irlandii, na Łotwie, w Niderlandach, Portugalii, Słowacji i Słowenii.

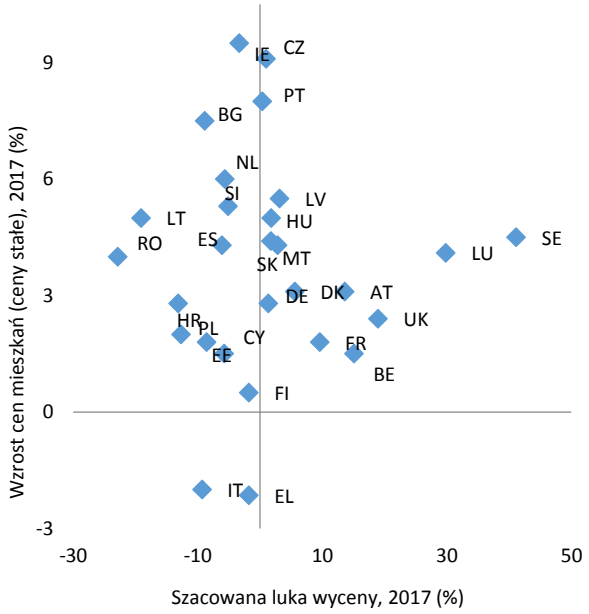
- W wielu państwach, a mianowicie w Austrii, Belgii, Czechach, Niemczech, Luksemburgu, na Malcie i w Szwecji, przedłużenie trwałego wzrostu realnych cen nieruchomości mieszkaniowych spowodowało, że **ceny nieruchomości mieszkaniowych ponownie osiągnęły maksymalne poziomy sprzed kryzysu lub nawet je przekroczyły**. Stopy wzrostu realnych cen nieruchomości mieszkaniowych będące powyżej stóp wzrostu dochodów i innych istotnych zmiennych, które zazwyczaj określają poziom cen nieruchomości mieszkaniowych, napędzają ceny nieruchomości mieszkaniowych w kierunku **możliwych zawyżonych cen w coraz większej liczbie państw** (wykres 17)[34].
- Do **przyspieszenia** wzrostu realnych cen nieruchomości mieszkaniowych w 2017 r. doszło w szczególności **w państwach, w których odnotowano ujemne lub umiarkowanie dodatnie różnice w wycenie** (wykres 18). **W państwach wykazujących silniejsze oznaki zawyżonych cen** odnotowano zamiast tego **spowolnienie wzrostu**, w tym w kontekście ograniczeń dotyczących przystępności cenowej, wdrażania polityki makroostrożnościowej i mechanicznego wpływu na wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych związanego ze wzrostem stóp inflacji (np. w Austrii, Luksemburgu i Zjednoczonym Królestwie). Obecnie największy wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych odnotowuje się w państwach, w których występowanie zawyżonych cen jest umiarkowane lub takie ceny w ogóle nie występują. Dane kwartalne, również dotyczące początku 2018 r., wskazują przyspieszenie wzrostu w Estonii, Chorwacji, na Węgrzech, w Polsce, Portugalii, Słowenii i na Słowacji. Spowolnienie wzrostu odnotowano zwłaszcza w Bułgarii, Czechach, Rumunii i Szwecji, gdzie w pierwszej połowie 2018 r. wskaźnik wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych miał wartość ujemną w ujęciu rok do

[34] Analiza określania cen opiera się na średniej trzech wartości: (i) luki przystępności cenowej (odchylenie wskaźnika ceny do dochodu w stosunku do długoterminowej średniej); (ii) luki dywidendy (odchylenie wskaźnika ceny do najmu w stosunku do długoterminowej średniej); oraz (iii) szacunkowych odchyleń cen nieruchomości mieszkaniowych od cen równowagi uzasadnionych w świetle podstawowych parametrów rynku (tj. popytu na nieruchomości mieszkaniowe i ich 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. Alternatywny wskaźnik oparty na stosunku poziomu cen nieruchomości mieszkaniowych do dochodu do dyspozycji gospodarstwa domowego na osobę sugeruje, że zawyżone ceny mogą występować w Chorwacji, na Cyprze, w Estonii, natomiast w odniesieniu do Danii, Czech, Łotwy (zob. Komisja Europejska, „Europejska prognoza gospodarcza – zima 2016 r., European Economy, Institutional Paper nr 20, 2016 (ramka1.4)) oznaki zawyżania cen są mniej wyraźne.

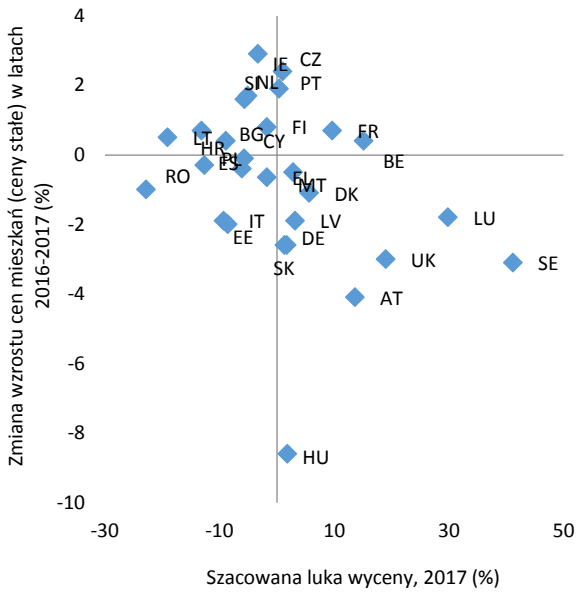
roku[35]. Irlandia, Portugalia i Słowenia odnotowały dwucyfrowe stopy wzrostu w pierwszej połowie 2018 r. w porównaniu z wartościami sprzed roku.

- W wielu państwach, w tym w Danii, Luksemburgu, Szwecji i Zjednoczonym Królestwie, **zawyżone ceny nieruchomości mieszkaniowych idą w parze z wysokimi poziomami zadłużenia gospodarstw domowych**. Niderlandy charakteryzują się bardzo wysokim poziomem zadłużenia gospodarstw domowych. Zwiększenie wolumenu kredytów hipotecznych w 2017 r. było szczególnie wysokie (ponad 5 % powyżej wartości w poprzednim roku) w Austrii, Belgii, Bułgarii, Czechach, Estonii, Francji, na Litwie, w Luksemburgu, na Malcie, w Polsce, Rumunii i Słowacji.

Wykres 17: Zmiany cen nieruchomości mieszkaniowych i różnice w wycenie w 2017 r.



Wykres 18: Luki wyceny i zmiany wzrostu cen w latach 2016–2017



Źródło: Eurostat, obliczenia służb Komisji.

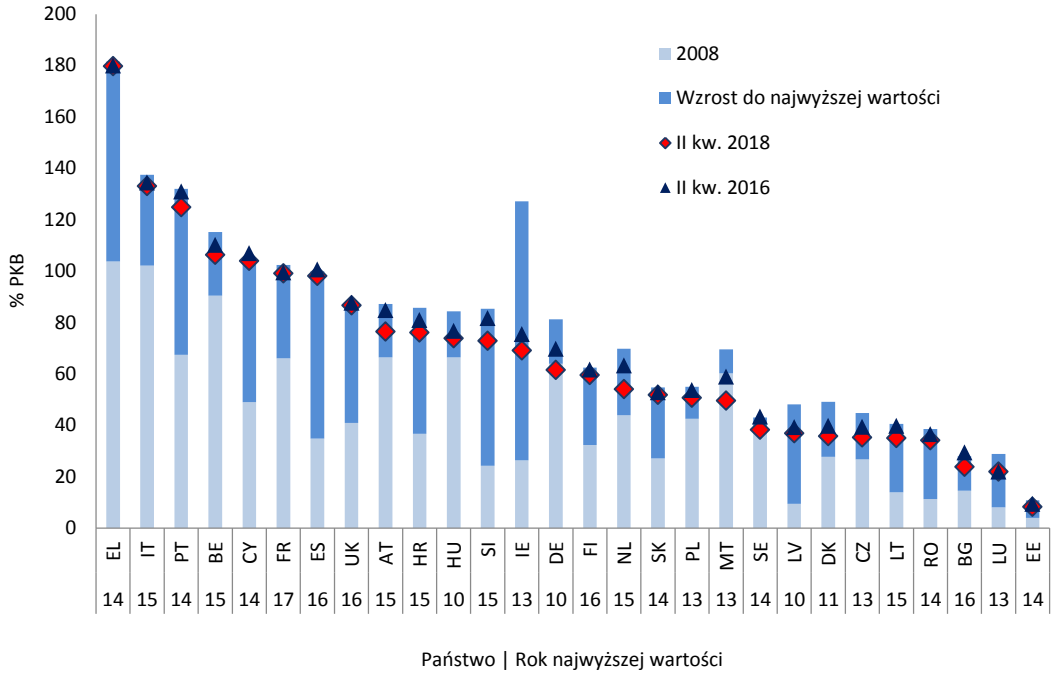
Uwaga: różnicę odzwierciedlającą zawyżone ceny szacuje się jako średnią trzech wartości: odchyleń wskaźników ceny do dochodu i ceny do najmu w stosunku do ich długoterminowych średnich oraz wyników modelu różnic w wycenie opartego na danych podstawowych; zob. przypis 34.

Relacje długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB przestały rosnąć w całej UE, ale w wielu państwach zadłużenie nadal utrzymuje się na wysokim poziomie. Wartości wskaźnika w tabeli wyników przekroczyły w 2017 r. wartość progową w przypadku 15 państw

[35] Państwa, o których mowa, to państwa o stopie wzrostu realnych cen nieruchomości mieszkaniowych w pierwszej połowie 2018 r. powyżej lub poniżej rocznej stopy wzrostu w 2017 r. o co najmniej dwa punkty procentowe.

członkowskich. Poziomy zadłużenia w Belgii, Grecji, Włoszech i Portugalii przekraczają 100 % PKB; w 2018 r. Włochy odnotowały znaczny wzrost kosztów finansowania zadłużenia. W przypadku ośmiu państw (Belgii, Cypru, Finlandii, Francji, Irlandii, Portugalii, Hiszpanii i Zjednoczonego Królestwa) dług sektora instytucji rządowych i samorządowych wyższy niż 60 % PKB łączy się z zadłużeniem sektora prywatnego przekraczającym odpowiednią wartość progową. Relacje długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB na ogół zaczęły wykazywać tendencję spadkową (wykres 19). W państwach, w których notuje się wysokie poziomy długu publicznego, proces zmniejszania zadłużenia rozpoczął się dopiero niedawno i przebiega w powolnym tempie. Przewiduje się, że spośród wszystkich państw UE wskaźniki zadłużenia będą rosły w 2019 r. jedynie na Litwie i w Rumunii. Ogólnie rzecz biorąc, zmniejszanie zadłużenia sektora instytucji rządowych i samorządowych odbywa się w kontekście stopniowej poprawy sytuacji budżetowej w ciągu ostatnich kilku lat, stałego wzrostu nominalnego PKB i mniejszych płatności odsetek. Oczekuje się jednak, że w coraz większej liczbie państw następować będzie procykliczne rozluźnienie polityki budżetowej, być może kosztem dostępnego w przyszłości pola manewru umożliwiającego zamortyzowanie negatywnych wstrząsów w zakresie poziomu produkcji.

Wykres 19: Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych



Źródło: Eurostat.

Ramka 3: Zatrudnienie i zmiany społeczne

W 2017 r. i w pierwszej połowie 2018 r. sytuacja na rynkach pracy w UE nadal się poprawiała, a duże różnice wewnątrz UE zmniejszały się. Zatrudnienie nadal rosło i osiągnęło rekordowy poziom pod względem liczby osób zatrudnionych w całej UE. Poziom bezrobocia zmniejszał się we wszystkich państwach UE, nawet jeśli w wielu państwach bezrobocie wciąż jest wysokie. Ożywienie gospodarcze przyczyniło się do spadku niektórych wskaźników ubóstwa, ale sytuacja społeczna w niektórych państwach członkowskich nadal budzi niepokój. Od 2008 r. w UE wzrosło zagrożenie ubóstwem względnym, ale spadł wskaźnik pogłębionej deprywacji materialnej, szczególnie w państwach członkowskich Europy Wschodniej o wysokim poziomie początkowym deprywacji.

W 2017 r. *stopa bezrobocia* zmniejszyła się we wszystkich państwach członkowskich. Największą poprawę odnotowano w państwach, w których bezrobocie należy do najwyższych (spadek co najmniej o 2 punkty procentowe w Chorwacji, Grecji, Portugalii i Hiszpanii). Siedem państw członkowskich (Grecja, Hiszpania, Chorwacja, Cypr, Włochy, Portugalia i Francja) przekroczyło jednak wartość progową zawartą w tabeli wyników dla procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, wynoszącą średnio 10 % w ciągu ostatnich 3 lat. Ponadto w 2017 r. stopy bezrobocia były w dalszym ciągu wyższe niż w 2008 r. w około dwóch trzecich państw członkowskich. W całej UE i strefie euro stopy bezrobocia kształtowały się na poziomie około 3 punktów procentowych poniżej wartości szczytowych z 2013 r., ale nadal o ½ i 1½ punktu procentowego powyżej poziomów w 2008 r. W pierwszej połowie 2018 r. stopy bezrobocia nadal stopniowo spadały do poziomu 6,9 % w UE i 8,3 % w strefie euro w II kw. 2018 r.

***Wskaźniki zatrudnienia* wzrosły w prawie wszystkich państwach członkowskich, co stanowi kontynuację pozytywnych zmian w ostatnich latach**. W 2017 r. wskaźnik zatrudnienia (osoby w wieku 20–64 lata) dla całej UE osiągnął 72,1 %, wyraźnie przekraczając szczytowy poziom sprzed kryzysu odnotowany w 2008 r. i wynoszący 70,3 %. W drugim kwartale 2018 r. wskaźnik zatrudnienia stale rósł i osiągnął rekordowy poziom 73,2 %.

***Współczynnik aktywności zawodowej* nadal rósł prawie wszędzie w UE**. W ciągu ostatnich trzech lat tylko trzy państwa odnotowały spadek współczynnika aktywności zawodowej: Hiszpania (-0,3 punktu procentowego), Cypr (-0,4) i Luksemburg (-0,6). We wszystkich trzech przypadkach spadek przekracza wartość progową w tabeli wyników wynoszącą -0,2. Łącznie w 2017 r. współczynnik aktywności zawodowej dla UE i strefy euro wyniósł odpowiednio 73,3 % i 73,1 %, tj. 2½ i 2 punkty procentowe więcej niż w 2008 r. Ta tendencja wzrostowa wynika przede wszystkim z większego uczestnictwa pracowników w starszym wieku i kobiet w rynku pracy.

Bezrobocie długotrwałe i bezrobocie młodzieży utrzymują się na wysokim poziomie w różnych państwach UE, ale sytuacja w tym zakresie poprawiła się w większym stopniu niż w przypadku pozostałych segmentów rynku pracy. *Bezrobocie długotrwałe* zmniejszyło się w 2017 r. we wszystkich państwach członkowskich. Tylko w dwóch państwach odnotowano wskaźniki wyższe niż trzy lata wcześniej: bezrobocie długotrwałe w Austrii wynosiło 1,8 % (o 0,3 punktu procentowego więcej niż w 2014 r.), natomiast w Finlandii wynosiło 2,1 % (wzrost od 2014 r. o 0,2 punktu procentowego). Żaden z tych wzrostów nie przekracza wartości progowej zawartej w tabeli wyników i wynoszącej 0,5 punktu procentowego. Najwyższe stopy bezrobocia długotrwałego odnotowano w Grecji (15,6 %), Hiszpanii (7,7 %), we Włoszech (6,5 %) i na Słowacji (5,1 %). W ciągu trzech lat poprzedzających rok 2017 *stopa bezrobocia młodzieży* spadła we wszystkich państwach UE. W tym samym okresie w Bułgarii, Chorwacji, na Cyprze, w Portugalii, na Słowacji i w Hiszpanii odnotowano spadki o co najmniej 10 punktów procentowych. Stopa bezrobocia młodzieży w dalszym ciągu przekracza jednak 30 % w Grecji, we Włoszech i w Hiszpanii, a odsetek młodzieży niekształcącej się,

niepracującej ani nieszkolącej się wciąż przekracza 15 % w Bułgarii, Chorwacji, na Cyprze, w Grecji, we Włoszech i w Rumunii.

Pomimo poprawy sytuacji społecznej nadal budzi ona niepokój w przypadku różnych państw UE, jak sugerują standardowe wskaźniki ubóstwa i deprywacji. W latach 2016–2017 odsetek osób zagrożonych ubóstwem lub wykluczeniem społecznym (wskaźnik AROPE) zmniejszył się w UE o jeden punkt procentowy do poziomu 22,5 %[36]. Jest to około jednego punktu procentowego poniżej poziomu zaobserwowanego na początku kryzysu i około dwóch punktów procentowych poniżej poziomu szczytowego odnotowanego w 2013 r. Większość państw odnotowała spadki w 2017 r. Wzrost zaobserwowano w Austrii, Danii, Luksemburgu i Niderlandach, choć ze stosunkowo niskich poziomów. Wartości wskaźnika AROPE wahały się znacznie od 38,9 % w Bułgarii, a następnie przez również wysokie poziomy tego wskaźnika w Rumunii, Grecji i na Litwie, do około 12 % w Czechach, oraz jeszcze niższych jego poziomów w Finlandii, na Słowacji i w Niderlandach. Te ogólne zmiany w zakresie ubóstwa i wykluczenia społecznego odzwierciedlają zmieniające się w różny sposób poszczególne elementy składowe tych zjawisk. W ostatnich latach odsetek osób zagrożonych ubóstwem (wskaźnik AROP) wzrósł w niektórych państwach członkowskich, natomiast w innych spadł: największy wzrost w okresie trzech lat odnotowano na Litwie (3,8 punktu procentowego) i w Luksemburgu (2,3 p.p.), natomiast znaczny spadek zaobserwowano w Grecji (1,9 p.p.) i w Polsce (2,0 p.p.). Z kolei pogłębiona deprywacja materialna zmniejszyła się w większości państw członkowskich UE w okresie trzech lat (a także w 2017 r.): spadła o ponad 5 punktów procentowych w okresie trzech lat na Węgrzech, w Łotwie, na Malcie i w Rumunii. I wreszcie, chociaż w większości państw ożywienie gospodarcze przyniosło spadek odsetka osób (w wieku poniżej 60 lat) żyjących w gospodarstwach domowych o bardzo małej intensywności pracy, to odsetek ten wzrósł w Finlandii i na Litwie w ciągu trzech lat do roku 2017; ubóstwo pracujących ustabilizowało się na szczytowym poziomie 9,6 % dla całej UE w ciągu ostatnich dwóch lat.

[36] Wskaźnik *zagrożenia ubóstwem lub wykluczeniem społecznym (AROPE)* odpowiada odsetkowi osób zagrożonych na podstawie co najmniej jednego z trzech wskaźników społecznych: 1) wskaźnika *zagrożenia ubóstwem* (AROP), który mierzy ubóstwo dochodowe w stosunku do rozkładu dochodów w obrębie państwa i jest obliczany jako odsetek osób, których dochód do dyspozycji (skorygowany o skład gospodarstwa domowego) wynosi poniżej 60 % mediany krajowej; 2) wskaźnika *pogłębionej deprywacji materialnej* (SMD), który obejmuje wskaźniki dotyczące braku środków i reprezentuje odsetek osób doświadczających co najmniej 4 z 9 rodzajów deprywacji, w oparciu o niezdolność do poniesienia niektórych konkretnych rodzajów wydatków; 3) wskaźnika *osób żyjących w gospodarstwach domowych o bardzo małej intensywności pracy* – osób w wieku 0–59 lat zamieszkujących gospodarstwa domowe, w których osoby dorosłe (w wieku 18–59 lat) w minionym roku przepracowały mniej niż 20 % swego łącznego potencjału pracy. Okresem odniesienia dochodu dla danych stanowiących podstawę tych wskaźników jest ustalony 12-miesięczny okres, jak na przykład poprzedni rok kalendarzowy lub podatkowy, do którego odnoszą się dane dotyczące wszystkich państw, z wyjątkiem Zjednoczonego Królestwa, dla którego okresem odniesienia dochodu jest rok bieżący, oraz Irlandii, dla której badanie jest stale w toku, a dane dotyczące dochodu są gromadzone za ostatnie dwanaście miesięcy. W chwili sporządzania niniejszego dokumentu dane za 2017 r. są dostępne w przypadku wszystkich państw z wyjątkiem Irlandii i Zjednoczonego Królestwa.

3. STRESZCZENIE GŁÓWNYCH WYZWAŃ NA PODSTAWIE PRZYPADKÓW PAŃSTW CZŁONKOWSKICH I WNIOSKI POD KĄTEM NADZORU

Ogólnie rzecz biorąc, zagrożenia występują w szeregu państw członkowskich i w różnych kombinacjach. Powaga wyzwań dla stabilności makroekonomicznej znacznie się różni w poszczególnych państwach członkowskich, w zależności od charakteru i zakresu podatności na zagrożenia oraz tendencji zagrażających stabilności, a także w zależności od sposobu ich interakcji i powiązań. Główne źródła zagrożeń łączą się ze sobą według przedstawionych poniżej różnych typologii:

- W szeregu państw członkowskich występują głównie *wielorakie i wzajemnie powiązane podatności na zagrożenia dotyczące narosłych zakłóceń równowagi*. Taka sytuacja panuje zazwyczaj w państwach dotkniętych cyklami gwałtownych wzrostów i spadków akcji kredytowej powiązanymi z odwracaniem salda obrotów bieżących, co miało także wpływ na sektor bankowy i dług sektora instytucji rządowych i samorządowych.
    - W przypadku Cypru i Grecji wysokie zadłużenie oraz duża ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto są powiązane z utrzymującymi się wyzwaniami dla sektora finansowego. Państwa te w dalszym ciągu zmagają się z koniecznością znacznego zmniejszenia zadłużenia w warunkach ograniczonej przestrzeni fiskalnej, wysokiego (choć zmniejszającego się) poziomu bezrobocia i niewielkiego potencjalnego wzrostu.
    - W Chorwacji, Irlandii, Portugalii i Hiszpanii podatności na zagrożenia związane z narosłymi zakłóceniami równowagi są również znaczne, wielorakie i wzajemnie powiązane. W Bułgarii wysokiemu zadłużeniu przedsiębiorstw towarzyszą utrzymujące się problemy w sektorze finansowym. W państwach tych zmniejszają się zakłócenia równowagi, czemu sprzyja ekspansja gospodarcza, powiązana w niektórych przypadkach z ponownym pojawieniem się presji kosztowej widocznej na poziomie cen nieruchomości mieszkaniowych (zwłaszcza w Irlandii i, w coraz większym stopniu, w Portugalii) oraz z ograniczoną poprawą konkurencyjności kosztowej (znaczny wzrost jednostkowego kosztu pracy odnotowany zwłaszcza w Bułgarii).
- W kilku państwach członkowskich podatności na zagrożenia wiążą się głównie z *wysokim długiem sektora instytucji rządowych i samorządowych* oraz kwestiami dotyczącymi *wzrostu produktu potencjalnego* i *konkurencyjności*. Tak dzieje się szczególnie we Włoszech, gdzie podatności na zagrożenia wiążą się też z sektorem bankowym oraz z dużym, choć ostatnio szybko malejącym, odsetkiem kredytów zagrożonych. Belgia i Francja również zmagają się z problemami związanymi z wysokim długiem sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz z potencjalnym wzrostem gospodarczym w warunkach ograniczonej konkurencyjności, ale nie występuje w nich podobne potencjalne ryzyko wynikające z długu sektora instytucji rządowych i samorządowych lub słabej kondycji banków. We Francji rośnie stosunkowo wysoki już poziom zadłużenia przedsiębiorstw. W Belgii stosunkowo wysokiemu poziomowi zadłużenia gospodarstw domowych towarzyszą prawdopodobnie zawyżone ceny nieruchomości mieszkaniowych.
- Niektóre państwa członkowskie charakteryzują się *dużymi i utrzymującymi się nadwyżkami na rachunku obrotów bieżących*, które w różnym stopniu odzwierciedlają również niskie spożycie prywatne i inwestycje, wykraczającymi poza wartości, które uzasadniałyby fundamentalne

parametry gospodarcze. Dotyczy to w szczególności Niemiec i Niderlandów. W przypadku Niemiec tej nadwyżce na rachunku obrotów bieżących towarzyszy zmniejszanie zadłużenia we wszystkich sektorach gospodarki, mimo że poziom zadłużenia jest stosunkowo niewysoki. W Niderlandach znaczna nadwyżka połączona jest z wysokim zadłużeniem gospodarstw domowych i wyraźnym wzrostem cen nieruchomości mieszkaniowych. Duże i utrzymujące się nadwyżki mogą skutkować niewykorzystanymi możliwościami wzrostu i inwestycji krajowych, co pociąga za sobą konsekwencje dla reszty strefy euro w sytuacji, w której inflacja wciąż jest na poziomie poniżej wartości docelowej, a warunki zewnętrzne stają się coraz bardziej niepewne i w przyszłości mogą okazać się mniej sprzyjające.

- W niektórych państwach członkowskich *zmiany cen lub kosztów wskazują na potencjalne oznaki przegrzania, w szczególności w odniesieniu do rynku nieruchomości mieszkaniowych lub rynku pracy.*
    - W Szwecji, a w mniejszym stopniu w Austrii, Danii, Luksemburgu, Niderlandach i Zjednoczonym Królestwie, trwały wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych ma miejsce w kontekście ewentualnych różnic w wycenie i znacznych poziomów zadłużenia gospodarstw domowych, ale najnowsze dane wskazują na spowolnienie wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych. W wielu państwach znaczny wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych jest powiązany z mniej wyraźnymi oznakami zawyżonych cen i ograniczeniem zadłużenia gospodarstw domowych (np. w Czechach, na Węgrzech i na Łotwie).
    - W Czechach, Estonii, na Węgrzech, Łotwie, Litwie i w Rumunii jednostkowe koszty pracy w dalszym ciągu rosną w stosunkowo szybkim tempie, natomiast konkurencyjność cenowa spada. W Rumunii odnotowuje się przyspieszenie wzrostu jednostkowego kosztu pracy w kontekście zwiększającego się deficytu obrotów bieżących i procyklicznej polityki budżetowej, co może nasilić presję prowadzącą do przegrzania.

Przyszłe szczegółowe oceny sytuacji umożliwią dokładniejszą analizę przedstawionych wyzwań i pomogą w ocenie potrzeb w zakresie polityki.

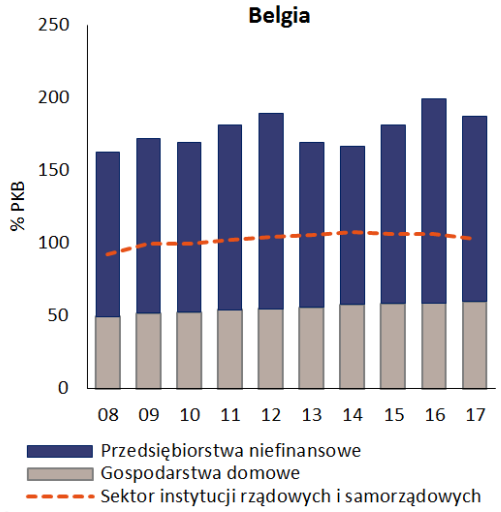
Ogólnie przeprowadzenie szczegółowej oceny sytuacji jest uzasadnione w przypadku 13 państw członkowskich: Bułgarii, Chorwacji, Cypru, Francji, Niemiec, Grecji, Irlandii, Włoch, Niderlandów, Portugalii, Rumunii, Hiszpanii i Szwecji. Jedenaście z tych państw członkowskich było objętych szczegółowymi ocenami sytuacji w poprzednim rocznym cyklu wdrażania procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Zgodnie z ustaloną praktyką zostanie przygotowana nowa szczegółowa ocena sytuacji, aby ocenić, czy zidentyfikowane zakłócenia równowagi pogłębiają się lub czy są korygowane, i zaktualizować obecną ocenę. Państwami, których to dotyczy, są: Bułgaria, Chorwacja, Cypr, Francja, Niemcy, Irlandia, Włochy, Niderlandy, Portugalia, Hiszpania i Szwecja. Szczegółowa ocena sytuacji zostanie także opublikowana w odniesieniu do Grecji, by ocenić ewentualne zakłócenia równowagi wynikające z szeregu czynników, zwłaszcza narosłych podatności na zagrożenia. Grecja była uprzednio wyłączona spod nadzoru w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, ponieważ do sierpnia 2018 r. była objęta programem dostosowań makroekonomicznych w kontekście udzielonej pomocy finansowej. Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania nie wskazuje na znaczące dodatkowe ryzyko w porównaniu ze stwierdzonym w ostatnich dostępnych szczegółowych ocenach sytuacji w przypadku kilku państw, które w ostatnich latach przestały być objęte nadzorem w ramach

procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, a mianowicie Słowenii (w której nie stwierdzono zakłóceń w 2018 r.), Finlandii (która przestała być objęta nadzorem w 2017 r.), Belgii i Węgier (które przestały być objęte nadzorem w 2016 r.), lub w odniesieniu do których szczegółowe oceny sytuacji nie prowadziły do wykrycia zakłóceń (Austria i Estonia w 2016 r.). Uzasadnione wydaje się natomiast przeprowadzenie szczegółowej oceny sytuacji dotyczącej Rumunii w celu oceny zmian i możliwego ponownego pojawienia się czynników ryzyka stwierdzonych już w poprzednich szczegółowych ocenach sytuacji, w szczególności w odniesieniu do konkurencyjności i salda obrotów bieżących z zagranicą.

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

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

Wykres A1 ***Zadłużenie w sektorach gospodarki***



Źródło: Eurostat

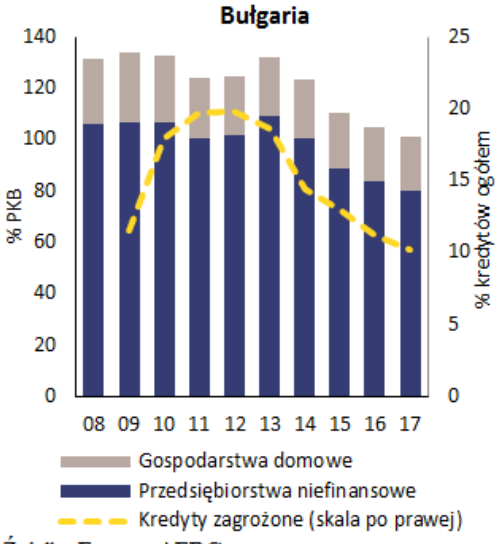
Stabilność zewnętrzna opiera się na poprawie salda obrotów bieżących i korzystnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. Po kilku latach ograniczania wzrostu płac zwiększyło się tempo wzrostu jednostkowego kosztu pracy, pozostaje on jednak ograniczony. W 2017 r. odnotowano niewielki spadek udziału w rynkach eksportowych. Zadłużenie sektora prywatnego jest stosunkowo wysokie, zwłaszcza w przypadku przedsiębiorstw niefinansowych, choć wysokość tego zadłużenia zawyżają powszechne transgraniczne pożyczki wewnątrzgrupowe. Ryzyko związane z zadłużeniem gospodarstw domowych wynika przede wszystkim z sytuacji na rynku mieszkaniowym, gdzie wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych był w ostatnich latach umiarkowany, chociaż nie nastąpiła korekta po gwałtownym wzroście cen, jaki miał miejsce przed 2008 r. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych ustabilizował się i zmniejszył się nieznacznie w porównaniu ze szczytowym poziomem z 2014 r. Wysoki poziom zadłużenia stanowi jednak poważne wyzwanie dla długoterminowej stabilności finansów publicznych. Sytuacja na rynku pracy poprawiła się wraz z dalszym spadkiem bezrobocia, w tym bezrobocia długotrwałego i bezrobocia młodzieży. Współczynnik aktywności zawodowej utrzymuje się na niskim poziomie w porównaniu z innymi państwami UE, w przeciwieństwie do wysokiego i rosnącego wskaźnika wakatów.

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane głównie z długiem publicznym, lecz również z zadłużeniem prywatnym, choć ryzyko wydaje się ograniczone. W związku z tym Komisja

nie będzie na tym etapie przeprowadzać pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Bułgaria: W marcu 2018 r. stwierdzono, że w Bułgarii występują *zakłócenia równowagi*, związane w szczególności z podatnością na zagrożenia w sektorze finansowym, w połączeniu z wysokim zadłużeniem i kredytami zagrożonymi w sektorze przedsiębiorstw. W zaktualizowanej tabeli wyników trzy wskaźniki – a mianowicie MPI netto, wzrost nominalnego jednostkowego kosztu pracy oraz wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Wykres A2 ***Zadłużenie sektora prywatnego i kredyty zagrożone***



Źródło: Eurostat i EBC

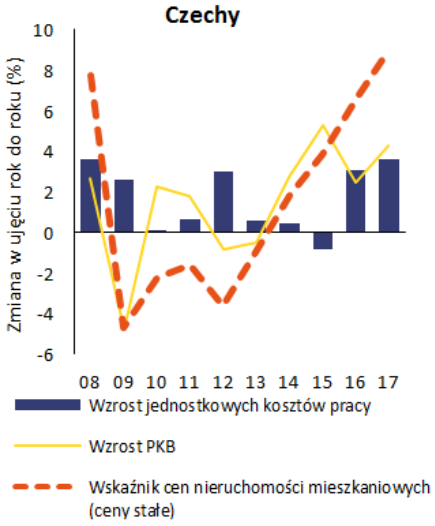
Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących jeszcze bardziej wzrosła w 2017 r., natomiast ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, która głównie stanowi odzwierciedlenie bezpośrednich inwestycji zagranicznych, uległa dalszej poprawie. W 2017 r. nastąpił znaczący wzrost jednostkowego kosztu pracy, ale realny efektywny kurs walutowy pozostał zasadniczo stabilny i odnotowano pewne zwiększenie udziałów w rynkach eksportowych. Wysokie zadłużenie przedsiębiorstw nadal jest problemem, chociaż wskaźnik zadłużenia stopniowo się obniżał w ciągu ostatnich kilku lat, częściowo ze względu na dynamiczny wzrost nominalnego PKB. Ponownie zwiększają się przepływy kredytowe, co spowolni proces zmniejszania zadłużenia, ale mogłoby również stanowić wsparcie dla większych inwestycji prywatnych i silniejszego potencjalnego wzrostu. Również wskaźnik kredytów zagrożonych, choć malejący, utrzymuje się na wysokim poziomie, w szczególności w odniesieniu do sektora przedsiębiorstw. Chociaż w następstwie oceny jakości aktywów z 2016 r. poczyniono postępy w usprawnianiu nadzoru sektora finansowego, nadal zwraca się uwagę na pewne słabe punkty, w tym transakcje z podmiotami powiązanymi i ekspozycję na aktywa, których wartość jest trudna do ustalenia. Szybko rosły realne ceny nieruchomości mieszkaniowych, wzrósł również wolumen kredytów hipotecznych i budowlanych. Na tym etapie nie ma jeszcze oznak zawyżonych cen, jednak obecna dynamika na rynku nieruchomości mieszkaniowych uzasadnia zwrócenie szczególnej uwagi na sytuację w tym obszarze. W warunkach korzystnych zmian związanych z cyklem koniunkturalnym bezrobocie jeszcze bardziej zmalało, zwłaszcza w przypadku osób młodych i osób długotrwale bezrobotnych, a współczynniki aktywności zawodowej poprawiły się.

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z utrzymującymi się podatnościami na zagrożenia w sektorze finansowym i z zadłużeniem przedsiębiorstw. W związku z tym Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w marcu 2018 r. – że uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.

Czechy: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej *nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej* w Czechach. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – a mianowicie wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych, zobowiązania sektora finansowego ogółem – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Saldo obrotów bieżących wykazuje tendencję do poprawy i w 2017 r. odnotowano niewielką nadwyżkę. Po wygaśnięciu zobowiązania banku centralnego dotyczącego kursu wymiany w kwietniu 2017 r. nastąpił wzrost realnego efektywnego kursu walutowego, podczas gdy międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto nadal się umacniała, choć w wolniejszym tempie niż w latach poprzednich. Nominalne jednostkowe koszty pracy wzrosły w związku ze znacznym wzrostem płac i według prognoz mają rosnąć jeszcze szybciej w kontekście poważnych niedoborów siły roboczej. Pomimo wzrostu realnego efektywnego kursu walutowego w ostatnich latach nadal odnotowywano pewien wzrost udziałów w rynkach eksportowych. Wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych jeszcze bardziej przyspieszył i nadal rósł wolumen kredytów hipotecznych, co uzasadnia potrzebę uważnego monitorowania sytuacji. Zadłużenie sektora prywatnego jest jednak umiarkowane, a zadłużenie gospodarstw domowych jest stabilne. Poziom długu sektora instytucji rządowych i samorządowych jest niski i zmniejsza się w dalszym ciągu z uwagi na nadwyżkę budżetową sektora instytucji rządowych i samorządowych. Wzrost zobowiązań sektora finansowego znacznie przyspieszył w 2017 r., przekraczając orientacyjną wartość progową. Wynikało to głównie z wnoszenia depozytów denominowanych w CZK przez nierezydentów przed wygaśnięciem zobowiązania banku centralnego dotyczącego kursu wymiany. Wskaźnik bezrobocia nadal się zmniejszał, a zasoby siły roboczej wyraźnie się kurczą.

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



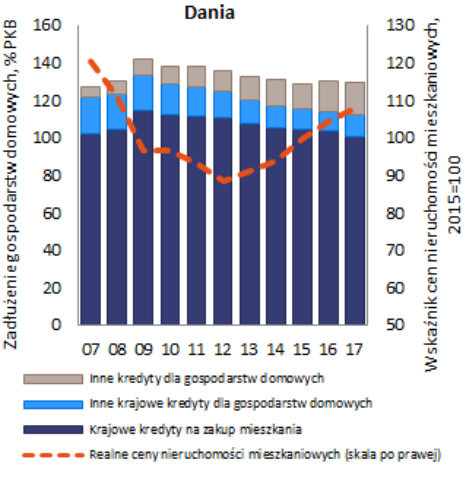
Źródło: Służby Komisji

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

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

Saldo obrotów bieżących w dalszym ciągu wykazuje duże nadwyżki. Kolejne nadwyżki doprowadziły do dużej dodatniej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, generując dodatnie dochody pierwotne netto, co zwiększa

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



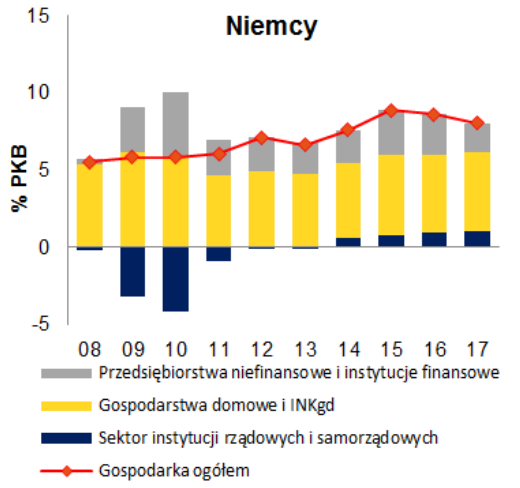
Źródło: Eurostat i EBC

dodatnie saldo na rachunku obrotów bieżących. Wzrost jednostkowego kosztu pracy jest ograniczony, nawet jeśli ograniczona podaż siły roboczej wywiera presję na płace, a dynamika wzrostu wydajności jest praktycznie nieodczuwalna. Wzrost udziału w rynkach eksportowych utrzymuje się w zasadzie na stałym poziomie. Ceny nieruchomości mieszkaniowych nadal rosły szybciej w głównych obszarach metropolitalnych, mimo spowolnienia tempa wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych na poziomie krajowym. Sytuacja ta wymaga szczególnej uwagi. Zadłużenie gospodarstw domowych pozostaje najwyższe w UE (jako odsetek PKB) i zmniejsza się dość powoli w kontekście niewielkiego wzrostu akcji kredytowej. Gospodarstwa domowe w dalszym ciągu zwiększały swoje oszczędności, co odzwierciedla wysiłki na rzecz redukcji zadłużenia; wprowadzono środki z zakresu polityki makroostrożnościowej w celu ograniczenia zaciągania kredytów obciążonych ryzykiem. Zadłużenie przedsiębiorstw utrzymuje się z kolei na umiarkowanym poziomie. Sytuacja na rynku pracy nadal się poprawia, wzrost zatrudnienia jest stabilny, a niedobór siły roboczej staje się coraz bardziej powszechny.

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z saldem obrotów bieżących, zadłużeniem sektora prywatnego oraz sytuacją na rynku nieruchomości mieszkaniowych, ale ryzyko wydaje się ograniczone. W związku z tym Komisja nie będzie na tym etapie przeprowadzać pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Niemcy: W marcu 2018 r. Komisja doszła do wniosku, że w Niemczech występują *zakłócenia równowagi makroekonomicznej*, w szczególności związane z dużą nadwyżką na rachunku obrotów bieżących, która wynika z ograniczonych inwestycji spowodowanych oszczędnościami zarówno w sektorze prywatnym, jak i w sektorze publicznym. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – a mianowicie saldo obrotów bieżących oraz dług sektora instytucji rządowych i samorządowych – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Wykres A5 ***Wierzytelności/zadłużenie netto według sektorów***



Źródło: Eurostat

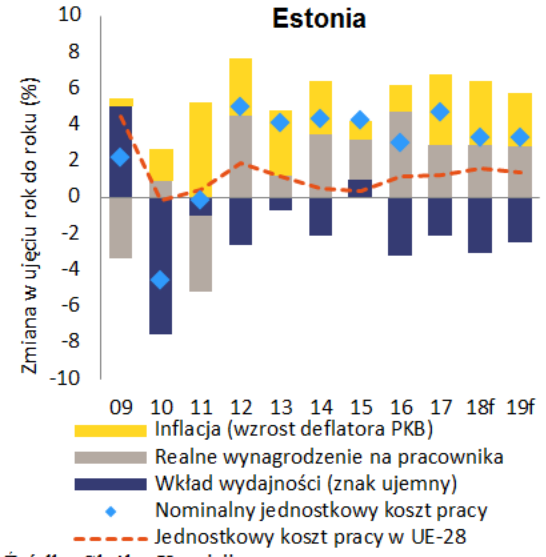
Saldo obrotów bieżących w dalszym ciągu wykazuje bardzo duże nadwyżki, choć w roku 2017 nieznacznie się zmniejszyło w ujęciu rok do roku. Przewiduje się, że dzięki stabilnemu wzrostowi popytu krajowego nadwyżka na rachunku obrotów bieżących będzie nadal się zmniejszać, lecz pozostanie na wysokim poziomie i przyczyni się do dalszej poprawy międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. Wzrost jednostkowego kosztu pracy pozostaje umiarkowany. Wzrost eksportu umocnił się w 2017 r., ale odnotowano niewielką utratę udziałów w rynkach eksportowych. Kontynuowany jest proces zmniejszania zadłużenia sektora prywatnego, chociaż poziom tego zadłużenia jest niski. Jednocześnie rosną inwestycje przedsiębiorstw, mierzone w stosunku do PKB. Inwestycje w nieruchomości mieszkaniowe również nadal rosną, ale wciąż pozostają w tyle za potrzebami mieszkaniowymi w obszarach metropolitalnych. Wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych i rosnące koszty budowy wymagają uwagi, również w odniesieniu do regionalnych dysproporcji w cenach i dostępności nieruchomości mieszkaniowych. Wzrost akcji kredytowej stopniowo się umacnia. Stopa oszczędności gospodarstw domowych utrzymuje się na wysokim poziomie pomimo umiarkowanego

wzrostu płac i znaczącego spożycia prywatnego, co stanowi odzwierciedlenie większych wpływów z podzielonego dochodu przedsiębiorstw. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych nadal spadał i oczekuje się, że do 2019 r. spadnie poniżej wartości progowej wynoszącej 60 % PKB, podczas gdy nadal obserwuje się znaczne zaległości, jeśli chodzi o inwestycje publiczne. Ogólnie bezrobocie – w tym zarówno bezrobocie młodzieży, jak i bezrobocie długotrwałe – nadal się zmniejsza i utrzymuje się na bardzo niskim poziomie.

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z utrzymującą się nadwyżką oszczędności w stosunku do inwestycji. Znajduje to odzwierciedlenie w wysokiej i tylko stopniowo zmniejszającej się nadwyżce na rachunku obrotów bieżących, która wskazuje na konieczność kontynuacji procesu przywracania równowagi. W związku z tym Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w marcu 2018 r. – że przydatna będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.

Estonia: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej *nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej* w Estonii. W zaktualizowanej tabeli wyników wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy przekracza orientacyjną wartość progową.

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



Źródło: Służby Komisji

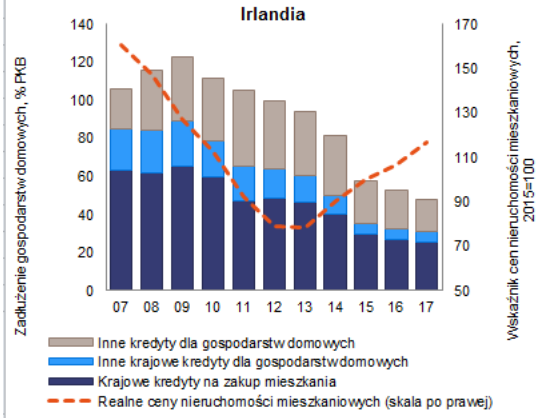
W 2017 r. ponownie zwiększyła się nadwyżka na rachunku obrotów bieżących, a międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto poprawiła się, osiągając poziom mieszczący się w wartości progowej. Nominalne jednostkowe koszty pracy nadal rosły w szybkim tempie, co stanowiło odzwierciedlenie inflacji i dynamicznego wzrostu płac. Dynamika wydajności była ograniczona, co w pewnym stopniu negatywnie wpłynęło na wskaźniki konkurencyjności kosztowej. Realny efektywny kurs walutowy w dalszym ciągu wzrastał, a udział w rynkach eksportowych utrzymywał się na stałym poziomie. W ostatnich latach wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych był dynamiczny, ale w 2017 r. spowolnił do umiarkowanego poziomu. Trwa zmniejszanie zadłużenia sektora prywatnego, podczas gdy poziom długu publicznego jest bardzo niski. Zasoby siły roboczej kurczą się, ale migracja do Estonii złagodziła do pewnego stopnia niedobory siły roboczej.

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z nominalnymi jednostkowymi kosztami pracy, ale ryzyko wydaje się ograniczone. W związku z tym Komisja nie będzie na tym etapie przeprowadzać pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Irlandia: W marcu 2018 r. Komisja stwierdziła, że w Irlandii występują *zakłócenia równowagi makroekonomicznej*, w szczególności obejmujące słabości wynikające z wysokiego poziomu długu publicznego i zadłużenia sektora prywatnego oraz zobowiązań zagranicznych netto. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – a mianowicie MPI netto, realny efektywny kurs walutowy, zadłużenie sektora prywatnego, dług publiczny oraz roczne zmiany w realnych cenach nieruchomości mieszkaniowych – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Saldo obrotów bieżących wykazało w 2017 r. znaczną nadwyżkę w porównaniu z dużym deficytem w 2016 r. i nadwyżkami w poprzednich latach. Wahania w imporcie dóbr mających charakter własności intelektualnej i w zakresie podprodukcji przyczyniały się do tych zmian salda na rachunku obrotów bieżących w ostatnich latach.[37] Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto nadal się poprawia, ale ma wciąż wysoką wartość ujemną, głównie z powodu działalności przedsiębiorstw wielonarodowych o ograniczonych połączeniach z gospodarką krajową. Silny wzrost wydajności, napędzany także działalnością przedsiębiorstw wielonarodowych, przyczynił się w ostatnich latach do poprawy konkurencyjności. Zadłużenie sektora prywatnego utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie, choć nadal spadało. Gospodarstwa domowe w dalszym ciągu zmniejszały zadłużenie, a irlandzkie banki obniżyły swoje ekspozycje wobec przedsiębiorstw krajowych, co sugeruje stałe zmniejszanie zadłużenia przedsiębiorstw. Sytuacja krajowych przedsiębiorstw niefinansowych jest trudniejsza do zinterpretowania, zważywszy na duży udział przedsiębiorstw wielonarodowych w łącznym zadłużeniu przedsiębiorstw. Wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych jest bardzo dynamiczny od 2014 r., głównie z powodu ograniczeń podaży, i wymaga ścisłego monitorowania. Ze względu na silny wzrost gospodarczy stosunek długu publicznego do PKB spada, ale utrzymuje się na wysokim poziomie. W ostatnich latach zmniejszał się wskaźnik kredytów zagrożonych, pozostaje on jednak wysoki. Chociaż banki są dobrze skapitalizowane, zmniejszyły się poziomy rezerw. Nadal ograniczona rentowność banków stopniowo się poprawia. Stopa bezrobocia spadła poniżej wartości progowej ustalonej w procedurze dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w 2017 r., a bezrobocie długotrwałe i bezrobocie młodzieży w dalszym ciągu się zmniejszają.

Wykres A7 ***Zadłużenie gospodarstw domowych i wskaźnik cen nieruchomości mieszkaniowych***



Źródło: Eurostat i EBC

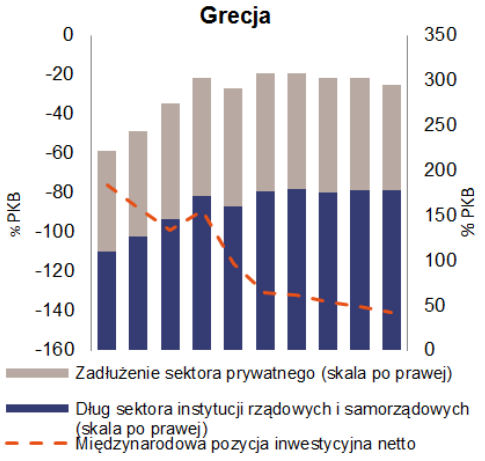
Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane ze zmiennością pozycji zewnętrznej i poziomem zadłużenia sektora prywatnego i publicznego, jak również z szybkim wzrostem cen nieruchomości mieszkaniowych i stosunkowo wysokim odsetkiem kredytów zagrożonych. W związku z tym Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w marcu 2018 r.

[37] Podprodukcja to proces, w ramach którego przedsiębiorstwa wielonarodowe, które mają siedzibę w danym państwie, zawierają z przedsiębiorstwami zagranicznymi umowy dotyczące produkcji towarów w ich imieniu. Ponieważ przedsiębiorstwa będące rezydentami są właścicielami tych towarów, ich sprzedaż jest rejestrowana jako eksport państwa, w którym są one rezydentem, mimo że nie są one wprowadzane do obiegu gospodarki krajowej.

– że uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.

Grecja: Od roku 2010 i do niedawna Grecja była objęta programami pomocy finansowej. W związku z tym nadzór nad zakłóceniami równowagi i środkami korygującymi miał miejsce w kontekście tych programów, a nie w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W ostatnich latach Grecja podjęła istotne kroki w celu ograniczenia zakłóceń w przepływach i zarządzania powiązanym ryzykiem, jednak oczekuje się, że narosłe zakłócenia równowagi będą się utrzymywać. Zostało to odzwierciedlone w zaktualizowanej tabeli wyników, w której kilka wskaźników – a mianowicie MPI netto, utrata udziałów w rynkach eksportowych, dług sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz stopa bezrobocia – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

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



Źródło: Eurostat

Chociaż wartość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto sektora prywatnego jest dodatnia, wysoki udział zewnętrznego długu publicznego prowadzi do ogółem zdecydowanie ujemnej wartości międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. Chociaż znaczna część zewnętrznego długu publicznego została zaciągnięta na wysoce preferencyjnych warunkach, długoterminowa stabilność międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto będzie wymagać utrzymania ostatnich korzystnych zmian w saldzie obrotów bieżących w warunkach rosnącego popytu krajowego. W ciągu ostatnich pięciu lat odnotowano znaczne straty udziałów w rynkach eksportowych, jednak wydaje się, że tendencja ta uległa odwróceniu w 2017 r. Relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB jest bardzo wysoka, chociaż oczekuje się, że spadnie, a jej zrównoważony charakter opiera się na porozumieniu Eurogrupy z czerwca 2018 r. W 2017 r. ceny nieruchomości mieszkaniowych nadal spadały w ujęciu realnym, ale na początku 2018 r. ustabilizowały się. Tempo wzrostu akcji kredytowej pozostaje ujemne, w miarę jak trwa proces zmniejszania zadłużenia sektora prywatnego. Wysoki odsetek kredytów zagrożonych hamuje przywrócenie zdrowych przepływów kredytowych do gospodarki, koniecznych do pobudzenia wzrostu w średnim okresie. Bezrobocie spada, jednak nadal pozostaje wysokie, w szczególności jeśli chodzi o bezrobocie długotrwałe i bezrobocie młodzieży.

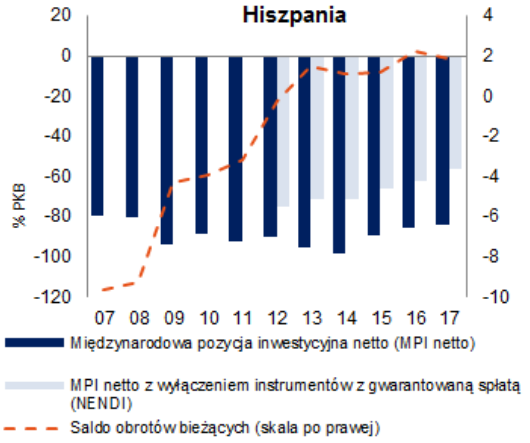
Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z wysokim długiem publicznym i zewnętrznym, niskim poziomem oszczędności i wysokim odsetkiem kredytów zagrożonych – a wszystko to w kontekście wysokiego bezrobocia, niskiego wzrostu wydajności oraz słabej dynamiki inwestycji. W związku z tym Komisja uważa za uzasadnione dalsze zbadanie powiązanych z tym zagrożeń w ramach pogłębionej analizy w celu dokonania oceny, czy istnieją zakłócenia równowagi.

Hiszpania: W marcu 2018 r. Komisja stwierdziła, że w Hiszpanii występują *zakłócenia równowagi makroekonomicznej*, w szczególności dotyczące wysokich poziomów zadłużenia zewnętrznego i wewnętrznego (zarówno sektora prywatnego, jak i publicznego) w sytuacji wysokiego bezrobocia.

W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – a mianowicie MPI netto, zadłużenie sektora prywatnego, dług sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz stopa bezrobocia i wzrost współczynnika aktywności zawodowej – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Kontynuowano przywracanie równowagi w kategoriach zewnętrznych, choć stosunkowo powoli. Poprawiła się międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, lecz w dalszym ciągu pozostaje na bardzo wysokim poziomie. Wzrost nominalnego jednostkowego kosztu pracy był stabilny w kontekście ograniczonego wzrostu płac i niskiego wzrostu wydajności. Wzrost eksportu był umiarkowany w ujęciu rok do roku, pomimo nieznacznej aprecjacji realnego efektywnego kursu walutowego w 2017 r. Wciąż konieczne jest zmniejszenie zadłużenia, choć zadłużenie sektora prywatnego w 2017 r. nadal spadało, w szczególności w przypadku przedsiębiorstw. Co więcej, nastąpiło ożywienie akcji kredytowej, co wspiera silne odbicie inwestycji. W przypadku gospodarstw domowych tempo spadku zadłużenia jest również hamowane przez znaczny wzrost wolumenu kredytów konsumenckich. W ostatnich latach ceny nieruchomości mieszkaniowych rosły w kontekście zaniżonych wcześniej wartości. Silny wzrost gospodarczy był główną siłą napędową redukcji deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych w ostatnich latach, ale utrzymujący się deficyt oznacza, że wskaźnik zadłużenia sektora instytucji rządowych i samorządowych zmniejsza się jedynie powoli. Bezrobocie spada w szybkim tempie, lecz pozostaje bardzo wysokie, w szczególności wśród młodzieży. Jednocześnie niski wzrost wydajności sprawia, że przyrost konkurencyjności jest uzależniony od korzyści pod względem kosztów.

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



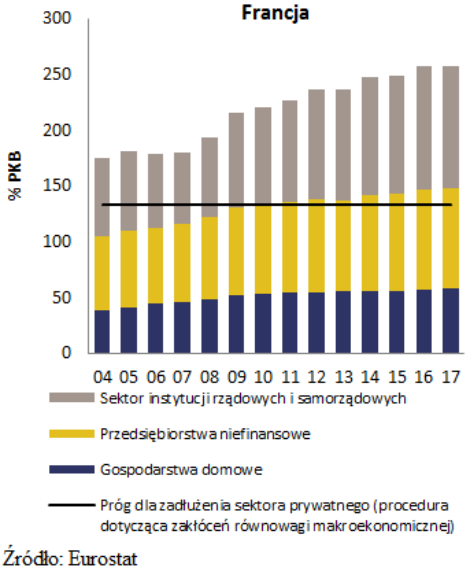
Źródło: Służby Komisji

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane ze stabilnością zewnętrzną, zadłużeniem sektora prywatnego i długiem publicznym oraz dostosowaniem rynku pracy przy słabym wzroście wydajności. W związku z tym Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w marcu 2018 r. i ich znaczenie transgraniczne – że przydatna będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.

Francja: W marcu 2018 r. Komisja stwierdziła, że we Francji występują *zakłócenia równowagi makroekonomicznej*, w szczególności dotyczące wysokiego poziomu długu publicznego oraz słabej konkurencyjności przy niskim wzroście wydajności. W zaktualizowanej tabeli wyników wskaźniki długu sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz sektora prywatnego i stopa bezrobocia są na poziomie orientacyjnych wartości progowych lub je przekraczają.

W 2017 r. deficyt obrotów bieżących był zasadniczo stabilny, a międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto uległa pogorszeniu. Pomimo ożywienia wzrostu eksportu, w 2017 r. odnotowano pewne niewielkie straty udziału w rynkach eksportowych, podczas gdy realny efektywny kurs walutowy ustabilizował się. Wzrost jednostkowego kosztu pracy był niewielki ze względu na ograniczenie

Wykres A10 ***Zadłużenie w sektorach gospodarki***



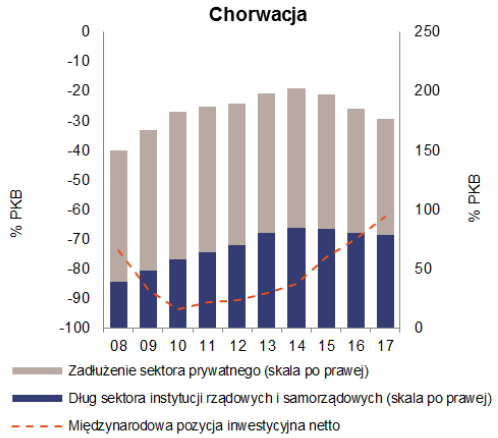
Źródło: Eurostat

wzrostu płac. Dynamika wzrostu wydajności pozostawała jednak słaba. Podatność na zagrożenia wynikająca z wysokiego i wciąż rosnącego długu sektora instytucji rządowych i samorządowych pozostaje głównym źródłem niepokoju. Dodatkowym zagrożeniem jest jednoczesne występowanie wysokiego długu publicznego i w sektorze prywatnym. Zadłużenie sektora prywatnego jest stosunkowo wysokie, w szczególności w przypadku przedsiębiorstw niefinansowych, podczas gdy wzrost akcji kredytowej powoli nabiera nieco większego tempa. Realne ceny nieruchomości mieszkaniowych nieznacznie wzrosły. Sytuacja na rynku pracy poprawia się, przy czym wskaźnik bezrobocia przesuwa się do poziomu mieszczącego się w wartości progowej.

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z wysokim zadłużeniem oraz z niską konkurencyjnością przy słabym wzroście wydajności. W związku z tym Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w marcu 2018 r. – że uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.

Chorwacja: W marcu 2018 r. Komisja stwierdziła, że w Chorwacji występują *nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej* związane z wysokimi poziomami długu publicznego, prywatnego i zadłużenia zewnętrznego – denominowanych w znacznej części w walutach obcych – przy niskim potencjalnym wzroście. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – a mianowicie MPI netto, dług sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz stopa bezrobocia – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

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



Źródło: Eurostat

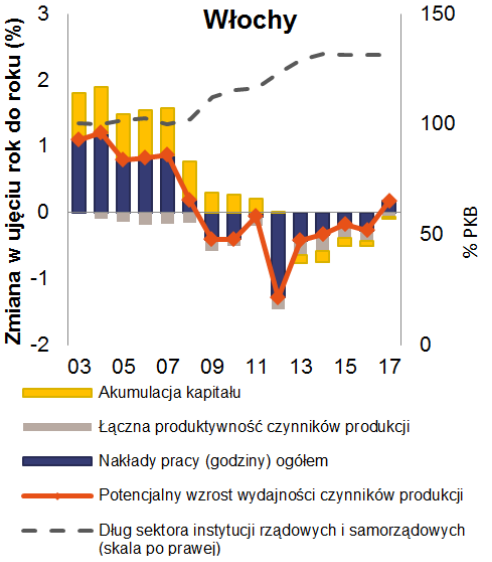
Dzięki zwiększeniu nadwyżki na rachunku obrotów bieżących ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, która w dużej mierze odzwierciedla bezpośrednie inwestycje zagraniczne, uległa poprawie, lecz nadal przekracza wartość progową i wiąże się z narażeniem na utrzymujące się ryzyko walutowe. Ujemny wzrost nominalnego jednostkowego kosztu pracy wskazuje na dalszą poprawę pod względem konkurencyjności kosztowej, mimo że realny efektywny kurs walutowy był stabilny. W rezultacie w 2017 r. Chorwacja zyskiwała udziały w rynku, ale w wolniejszym tempie niż w poprzednich latach. Zadłużenie sektora prywatnego nadal się zmniejszało pomimo ożywienia przepływów kredytowych w 2017 r. Doszło do spowolnienia redukcji wolumenu kredytów zagrożonych w sektorze bankowym, a duża część kredytów udzielonych przedsiębiorstwom niefinansowym pozostaje zagrożona. Relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB zmniejszyła się ponownie w 2017 r., w tym również ze względu na poprawę salda sektora instytucji rządowych i samorządowych. Stopa bezrobocia w dalszym ciągu malała. Uczestnictwo w rynku pracy utrzymuje się jednak na bardzo niskim poziomie, a że towarzyszy mu powolny wzrost wydajności, to ma ono negatywny wpływ na potencjalny wzrost. Ryzyko dotyczące największego pracodawcy w tym państwie– Agrokor – zmniejszyło się po przyjęciu przez wierzycieli planu restrukturyzacji zadłużenia.

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają wciąż wysokie, ale zmniejszające się poziomy zadłużenia i ekspozycja na ryzyko walutowe we wszystkich sektorach gospodarki, a także znaczenie wyższego potencjalnego wzrostu dla osiągnięcia trwałej korekty. W związku z tym Komisja uważa – biorąc również pod uwagę nadmierne zakłócenie równowagi makroekonomicznej stwierdzone

w marcu 2018 r. – że przydatne będzie przeprowadzenie pogłębionej analizy dotyczącej utrzymywania się ryzyka makroekonomicznego i monitorowanie postępów w ograniczaniu nadmiernego zakłócenia równowagi.

Włochy: W marcu 2018 r. Komisja stwierdziła, że we Włoszech występują *nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej*, w szczególności dotyczące zagrożeń związanych z bardzo wysokim poziomem długu publicznego oraz utrzymującą się słabą dynamiką wzrostu wydajności przy wysokim poziomie kredytów zagrożonych i bezrobocia. W zaktualizowanej tabeli wyników dwa wskaźniki – a mianowicie dług sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz stopa bezrobocia – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Wykres A12 ***Potencjał wzrostu gospodarczego i dług publiczny***



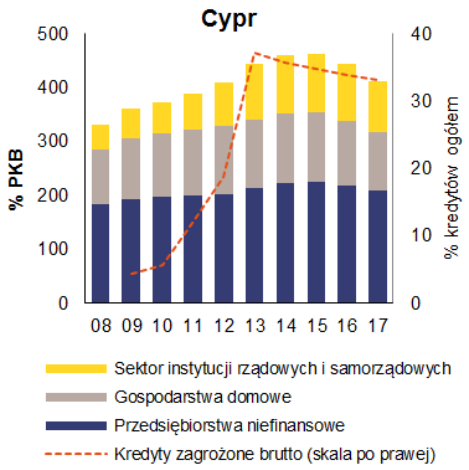
Źródło: Służby Komisji

Pozycja zewnętrzna jest stosunkowo silna przy nadwyżce na rachunku obrotów bieżących i poprawiającej się międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. Wskaźnik długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB ustabilizował się na bardzo wysokim poziomie w 2017 r., ale rządowe plany budżetowe, słabsze od oczekiwanego ożywienie koniunktury, oraz wyższe koszty finansowania zewnętrznego utrudniają zmniejszenie relacji długu do PKB w przyszłości. Jednocześnie niski wzrost wydajności i kurcząca się liczba ludności w wieku produkcyjnym mają wpływ na potencjalny wzrost włoskiej gospodarki. Niski wzrost wydajności jest wynikiem utrzymujących się strukturalnych słabości, w tym mniej korzystnego otoczenia biznesowego niż w państwach o porównywalnych gospodarkach, ograniczeń dotyczących finansowania, braku wysoko wykwalifikowanych pracowników i niskiego poziomu inwestycji w wartości niematerialne i prawne Nastąpił postęp w zakresie naprawy bilansów banków i włoski sektor bankowy zaczął ponownie przynosić zyski w 2017 r. Utrzymują się jednak podatności na zagrożenia, w szczególności dla średnich i małych banków, w których bilansach nadal ujęte są duże wolumeny kredytów zagrożonych i które są bardziej narażone na ryzyko związane z posiadaniem obligacji państwowych niż duże banki. Warunki na rynku pracy stopniowo się poprawiają, lecz stopa bezrobocia utrzymuje się na wysokim poziomie – znacznie wyższym niż poziom sprzed kryzysu – w szczególności wśród osób młodych i osób długotrwale bezrobotnych. Ogólny współczynnik aktywności zawodowej wzrasta, lecz nadal utrzymuje się poniżej średniej dla strefy euro. Ze względu na trwające ożywienie gospodarcze zakłócenia równowagi makroekonomicznej we Włoszech przestały narastać, ale pozostają one znaczne i są ograniczane jedynie stopniowo. Spowolnienie wzrostu realnego PKB i ponowne napięcia na rynku obligacji państwowych mogłyby zagrozić już osiągniętym postępom.

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z wysokim poziomem długu publicznego w kontekście większej zmienności na rynkach finansowych i wysokiego bezrobocia. Dynamika wzrostu wydajności pozostaje słaba i ponownie pojawiły się obawy dotyczące więzi bank–państwo. W związku z tym Komisja uważa – biorąc również pod uwagę nadmierne zakłócenie równowagi makroekonomicznej stwierdzone w marcu 2018 r. – że uzasadnione będzie przeprowadzenie pogłębionej analizy dotyczącej utrzymywania się ryzyka makroekonomicznego i monitorowanie postępów w ograniczaniu nadmiernego zakłócenia równowagi.

Cypr: W marcu 2018 r. Komisja stwierdziła, że na Cyprze występują *nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej*, w szczególności związane z wysokimi poziomami zadłużenia sektora prywatnego, długu publicznego i zadłużenia zagranicznego oraz wysokim odsetkiem kredytów zagrożonych w portfelach banków. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – a mianowicie saldo obrotów bieżących, MPI netto, realny efektywny kurs walutowy, zadłużenie sektora prywatnego, dług sektora instytucji rządowych i samorządowych, jak również stopa bezrobocia i zmiana współczynnika aktywności zawodowej – nadal przekraczają orientacyjne wartości progowe w 2017 r.

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



Źródło: Eurostat i EBC

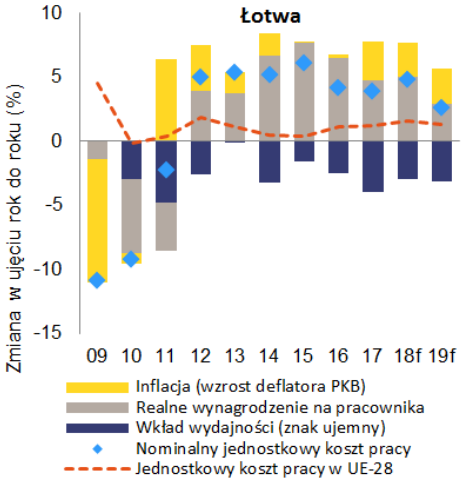
Deficyt obrotów bieżących zwiększył się w 2017 r. w kontekście silnego wzrostu importu, a ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto pozostaje znaczna. Korekta sprzyjająca podniesieniu konkurencyjności kosztowej zmniejszyła się, ponieważ jednostkowe koszty pracy nieznacznie wzrosły, a realny efektywny kurs walutowy ustabilizował się. Poziom zadłużenia sektora prywatnego należy do najwyższych w UE, zarówno w odniesieniu do gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw, a zmniejszanie zadłużenia następuje powoli. W szczególności oszczędności gospodarstw domowych wykazują wartości ujemne. Korekta realnych cen nieruchomości mieszkaniowych osiągnęła maksymalny poziom, od którego się odbiła, i ceny tych nieruchomości zaczęły umiarkowanie rosnąć. Bardzo wysoki odsetek kredytów zagrożonych hamuje przepływy kredytowe do gospodarki, konieczne do pobudzenia potencjalnego wzrostu w średnim okresie. Relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie. Bezrobocie szybko maleje, jednak wciąż jest wysokie, w szczególności bezrobocie młodzieży, choć w ciągu ostatnich trzech lat stopa bezrobocia długotrwałego i bezrobocia młodzieży uległa zmniejszeniu.

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane ze stabilnością zewnętrzną, długiem publicznym i zadłużeniem sektora prywatnego, podatnością na zagrożenia w sektorze finansowym oraz dostosowaniem rynku pracy. W związku z tym Komisja uważa – biorąc również pod uwagę nadmierne zakłócenie równowagi makroekonomicznej stwierdzone w marcu 2018 r. – że przydatne będzie przeprowadzenie pogłębionej analizy dotyczącej utrzymywania się ryzyka makroekonomicznego i monitorowanie postępów w ograniczaniu nadmiernego zakłócenia równowagi.

Łotwa: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej *nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej* na Łotwie. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – a mianowicie MPI netto oraz wzrost jednostkowych kosztów pracy – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Saldo obrotów bieżących jest zasadniczo zrównoważone, a ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, która w dużym stopniu składa się z bezpośrednich inwestycji zagranicznych, poprawiła się, ze względu na silny wzrost nominalnego PKB, lecz utrzymuje się powyżej wartości progowej. Jednostkowe koszty pracy rosły w szybkim tempie przez kilka lat w ujęciu względnym, co odzwierciedlało silny wzrost płac i ograniczoną podaż siły roboczej; od 2014 r. przedmiotowy wskaźnik utrzymuje się powyżej wartości progowej zawartej w tabeli wyników. Wpływ na zewnętrzną konkurencyjność cenową i wyniki eksportu był jak dotąd ograniczony, częściowo amortyzowany poprzez zmniejszenie marż zysku. Oczekuje się, że w przyszłości wzrost płac pozostanie silny ze względu na dalsze kurczenie się zasobów siły roboczej. Wspólnie zmiany te stwarzają ryzyko dla konkurencyjności państwa i jego możliwości wzrostu w perspektywie średnioterminowej. Realne ceny nieruchomości mieszkaniowych nadal dynamicznie rosną. Podczas gdy w 2017 r. tempo wzrostu poziomu cen nieruchomości mieszkaniowych uległo spowolnieniu w porównaniu z 2016 r., w pierwszej połowie 2018 r. wzrost tych cen ponownie się zwiększył. Ogólnie rzecz biorąc, wzrost akcji kredytowej jest ograniczony. Zadłużenie sektora instytucji rządowych i samorządowych i zadłużenie sektora prywatnego są stosunkowo niskie.

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

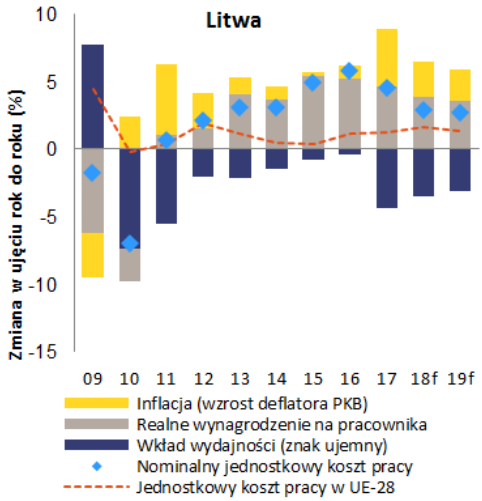


Źródło: Służby Komisji

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z dynamiką na rynku pracy i konkurencyjnością zewnętrzną, choć ryzyko wydaje się ograniczone na tym etapie. W związku z tym Komisja nie uważa przeprowadzania pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej za konieczne na tym etapie.

Litwa: W poprzednich cyklach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej *nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej* na Litwie. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – MPI netto oraz nominalne jednostkowe koszty pracy – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

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



Źródło: Służby Komisji

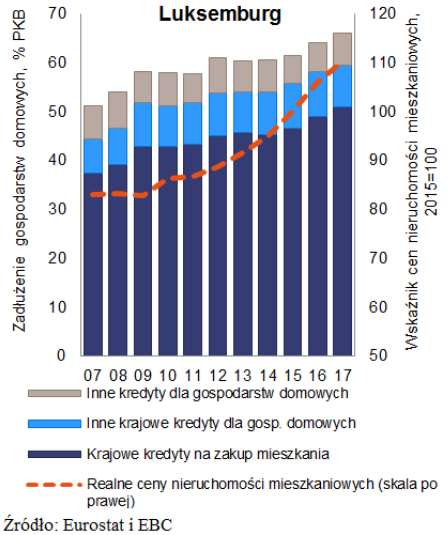
Saldo obrotów bieżących jest zasadniczo zrównoważone. Biorąc pod uwagę silny wzrost nominalnego PKB, ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, która w dużej mierze składa się z bezpośrednich inwestycji zagranicznych, poprawiła się, chociaż nadal utrzymuje się nieco powyżej wartości progowej. Wzrost jednostkowych kosztów pracy jest wysoki od lat w ujęciu względnym, a od 2015 r. wskaźnik ten przekracza wartość progową zawartą w tablicy wyników, napędzany wysokim wzrostem płac odzwierciedlającym kurczące się zasoby siły roboczej oraz, między innymi, szybkim wzrostem płacy minimalnej od 2016 r. Wpływ rosnących kosztów pracy na zewnętrzną konkurencyjność kosztową i wyniki eksportu był jak dotąd ograniczony, częściowo amortyzowany poprzez zmniejszenie marż zysku, czego w dłuższej perspektywie nie da się

utrzymać. Oczekuje się, że w przyszłości wzrost płac pozostanie silny w kontekście spadającego bezrobocia i kurczenia się zasobów siły roboczej. Wspólnie zmiany te mogą zaważyć na konkurencyjności tego państwa i jego możliwościach wzrostu w perspektywie średnioterminowej. W ostatnich latach tempo wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych było dynamiczne i stopniowo się zwiększało, choć nadal pozostaje w granicach wartości progowych. Ożywił się wzrost akcji kredytowej. Poziom długu publicznego i zadłużenia sektora prywatnego wciąż jest stosunkowo niski i stabilny.

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z dynamiką jednostkowego kosztu pracy i konkurencyjnością zewnętrzną, choć ryzyko wydaje się ograniczone na tym etapie. W związku z tym Komisja nie uważa przeprowadzania pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej za konieczne na tym etapie.

Luksemburg: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej *nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej* w Luksemburgu. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – a mianowicie zadłużenie sektora prywatnego, zmiany współczynnika aktywności zawodowej, stopa bezrobocia długoterminowego – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

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



Źródło: Eurostat i EBC

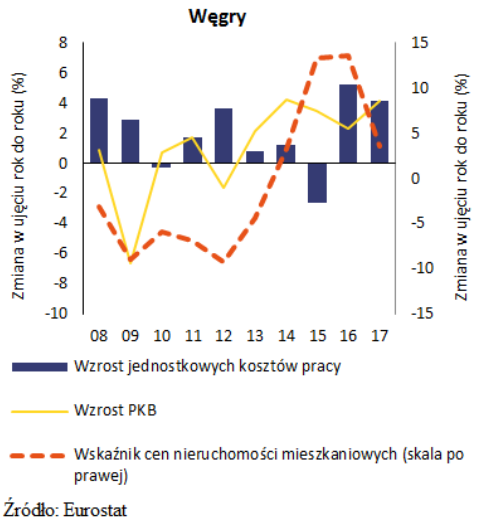
Pozycja zewnętrzna nadal wykazuje stabilną nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących oraz dodatnią i stałą międzynarodową pozycję inwestycyjną netto. Jednak pozycja tego państwa jako międzynarodowego centrum finansowego ma bardziej znaczący wpływ na dane liczbowe niż działalność gospodarki krajowej. Ustabilizował się skumulowany wzrost udziałów w rynkach eksportowych. Ostatnio odnotowano jednak pewne straty udziałów rynkowych, które zostały częściowo spowodowane pogorszeniem się konkurencyjności kosztowej, które z kolei wywołał silniejszy wzrost jednostkowego kosztu pracy i wzrost cen importowych. W ostatnim dziesięcioleciu realne ceny nieruchomości mieszkaniowych rosły w stosunkowo wysokim stopniu, co ogólnie nadal wymaga ścisłego monitorowania. Wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych ma miejsce w kontekście dynamicznego rynku pracy połączonego ze znacznymi przepływami migracyjnymi netto i korzystnymi warunkami finansowania, przy stosunkowo ograniczonej podaży, która nie wystarcza, aby zaspokoić silny popyt. Ze względu na stale rosnące ceny nieruchomości mieszkaniowych pogarsza się ich przystępność cenowa. Zadłużenie przedsiębiorstw jest bardzo wysokie, ale wiąże się głównie z transgranicznymi pożyczkami wewnątrz grup przedsiębiorstw. Poziom zadłużenia gospodarstw domowych, w większości kredytów hipotecznych, stale rośnie, odzwierciedlając dynamikę rynku nieruchomości i korzystne warunki kredytowania. Chociaż niższe stopy procentowe i dłuższe okresy spłaty kredytów hipotecznych zmniejszają obciążenie finansowe gospodarstw domowych, a większość nowych kredytów hipotecznych opiera się na stawkach stałych, duża część zadłużonych gospodarstw domowych pozostaje narażona na podwyżki stóp procentowych. Solidny sektor bankowy powstrzymuje jednak zagrożenie dla stabilności finansowej tego państwa. Dług publiczny utrzymuje się na bardzo niskim poziomie. Pomimo niedawnego spowolnienia gospodarczego sytuacja na rynku pracy zaostrza się, a bezrobocie coraz bardziej się zmniejsza.

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwraca przede wszystkim pewne ograniczone ryzyko związane ze stale rosnącymi cenami nieruchomości mieszkaniowych i zadłużeniem gospodarstw domowych. W związku z tym Komisja nie będzie na tym etapie przeprowadzać pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Węgry: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej *nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej* na Węgrzech. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – a mianowicie MPI netto oraz dług sektora instytucji rządowych i samorządowych – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących w ostatnich latach oznaczała szybką i trwałą poprawę ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, która również w dużej mierze odzwierciedla bezpośrednie inwestycje zagraniczne. Udziały w rynkach eksportowych wzrosły w 2017 r., dzięki wsparciu rozwijającego się przemysłu samochodowego. W kontekście kurczących się zasobów siły roboczej znacznie wzrosły nominalne jednostkowe koszty pracy. Administrowany wzrost wynagrodzeń administracyjnych również przyczynił się do wzrostu kosztów pracy, ale został częściowo zniwelowany przez zmniejszenie składek na ubezpieczenie społeczne płaconych przez pracodawców. Przepływy kredytowe do sektora prywatnego przyjęły wartość dodatnią, ale w 2017 r. nadal zmniejszał się wolumen kredytów sektora prywatnego. Wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych nieco się zmniejszył po wyraźnym wzroście odnotowywanym w poprzednich latach. Niemniej jednak należy zwrócić uwagę na wysokie ceny w niektórych regionach i szybkie uruchamianie udzielania kredytów hipotecznych. Trwające ożywienie na rynku nieruchomości może przyczynić się do dalszego zmniejszenia odsetka kredytów zagrożonych, który jest nadal wysoki. Sektor bankowy poprawił swoją rentowność i zdolność do absorbowania wstrząsów. Pomimo korzystnego cyklu koniunkturalnego dług sektora instytucji rządowych i samorządowych zmniejszył się jedynie stopniowo w związku z procykliczną polityką budżetową. Bezrobocie spadło do rekordowo niskiego poziomu, a kurczące się zasoby siły roboczej przyczyniły się do szybkiego wzrostu płac, który nadal przewyższał wzrost wydajności.

Wykres A17 ***PKB, jednostkowy koszt pracy i ceny nieruchomości mieszkaniowych***



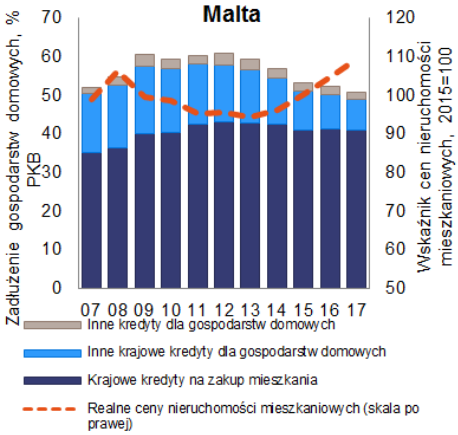
Źródło: Eurostat

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z rynkiem nieruchomości mieszkaniowych i kurczącymi się zasobami siły roboczej, ale ryzyko wydaje się ograniczone. Komisja nie będzie na tym etapie przeprowadzać pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

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

Wysoka nadwyżka na rachunku obrotów bieżących zwiększyła się ponownie w 2017 r. do bardzo wysokiego poziomu, co zbiegło się w czasie z silną poprawą i tak już dodatniej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. Pozycja zewnętrzna odzwierciedla jednak w większym stopniu wahania w sektorze przedsiębiorstw zorientowanych na działalność międzynarodową, a nie zmiany zachodzące w tym państwie. Zmiany w zakresie konkurencyjności kosztowej i zmiany realnego efektywnego kursu walutowego były względnie korzystne, natomiast umiarkowany wzrost wynagrodzeń w połączeniu ze stosunkowo silnym wzrostem wydajności pracy nadal ograniczały wzrost jednostkowych kosztów pracy. Relacja długu sektora prywatnego do PKB znacznie spadła w 2017 r. w wyniku silnego wzrostu nominalnego PKB. Chociaż zadłużenie sektora przedsiębiorstw utrzymuje się na wysokim poziomie, tempo wzrostu akcji kredytowej w przypadku gospodarstw domowych zmniejsza się. Relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB wykazuje silną tendencję spadkową. W 2017 r. wzrosły realne ceny nieruchomości mieszkaniowych, co uzasadnia monitorowanie. W szczególności silna aktywność gospodarcza i ograniczone możliwości inwestowania prywatnych oszczędności spowodowały, że na nowo wzrosło zainteresowanie rynkiem nieruchomości mieszkaniowych. Jakość aktywów w krajowym sektorze bankowym poprawia się, a dostępne bufory kapitałowe wydają się wystarczające do absorpcji wszelkich bezpośrednich zagrożeń, które mogą pojawić się na rynku nieruchomości mieszkaniowych lub w związku z postrzeganiem ram instytucjonalnych. Rynek pracy nadal charakteryzuje się wysoką dynamiką, o czym świadczy silny wzrost zatrudnienia oraz niskie i wciąż spadające bezrobocie.

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



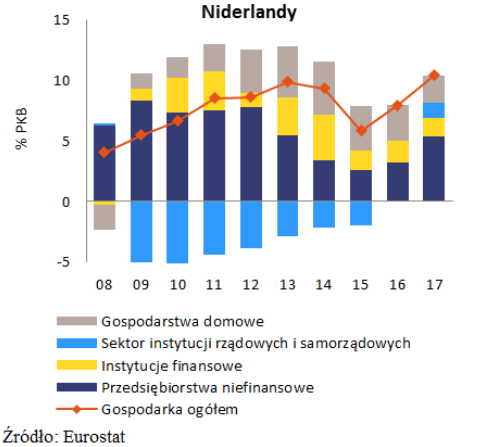
Źródło: Eurostat i EBC

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z pozycją zewnętrzną i rynkiem nieruchomości mieszkaniowych w kontekście solidnego wzrostu gospodarczego, choć ryzyko wydaje się ograniczone na tym etapie. W związku z tym Komisja nie będzie na tym etapie przeprowadzać pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Niderlandy: W marcu 2018 r. Komisja stwierdziła, że w Niderlandach występują *zakłócenia równowagi makroekonomicznej*, w szczególności związane z wysokim poziomem zadłużenia gospodarstw domowych i wysoką nadwyżką na rachunku obrotów bieżących. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – średnie saldo obrotów bieżących z trzech lat, zadłużenie sektora prywatnego oraz wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie, a w 2017 r. dodatkowo wzrosła, natomiast dodatnia międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto nieznacznie się pogorszyła. Chociaż wszystkie sektory są oszczędzającymi netto, wzrost nadwyżki na rachunku obrotów bieżących w 2017 r. był napędzany głównie przez przedsiębiorstwa niefinansowe,

Wykres A19 ***Wierzytelności/zadłużenie netto według sektorów***



Źródło: Eurostat

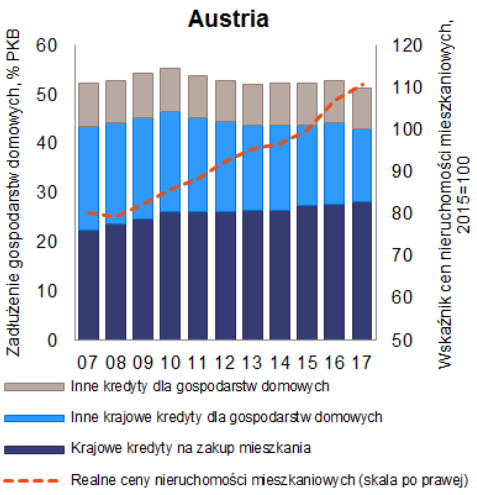
które dysponowały nadwyżką oszczędności wynikającą ze stosunkowo wysokiej rentowności przedsiębiorstw i stosunkowo niskiej stopy inwestycji. Zmiany jednostkowego kosztu pracy są umiarkowane, a wzrost płac jest zgodny ze zmianami w zakresie wydajności. Zadłużenie sektora prywatnego utrzymuje się na wysokim poziomie, przy czym zadłużenie przedsiębiorstw można również wytłumaczyć wewnątrzgrupowym zadłużeniem przedsiębiorstw wielonarodowych. Zadłużenie gospodarstw domowych jest wysokie i jest napędzane niezwykle korzystnymi opodatkowaniem nieruchomości mieszkaniowych zajmowanych przez właścicieli oraz stopami oprocentowania kredytów hipotecznych. Podczas gdy zadłużenie gospodarstw domowych wyrażone jako odsetek PKB wykazuje tendencję spadkową, zadłużenie nominalne znów wzrasta. W 2017 r. nastąpiło dalsze zwiększenie wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych, co spowodowało wyraźne ożywienie na rynku nieruchomości, również w kontekście nie w pełni optymalnego funkcjonowania rynku wynajmu nieruchomości. Kurczą się zasoby siły roboczej, bezrobocie jest niskie i spada.

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z wysokim poziomem zadłużenia gospodarstw domowych oraz dużą nadwyżką krajowych oszczędności. W związku z tym Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w marcu 2018 r. – że uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.

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

Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących utrzymywała się na umiarkowanym poziomie w 2017 r., przy niewielkiej dodatniej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. Udziały w rynkach eksportowych były stabilne. Wzrost jednostkowego kosztu pracy jest niski, towarzyszy mu wzrost wydajności pracy połączony z ograniczonym wzrostem płac. W 2017 r. realne ceny nieruchomości mieszkaniowych nadal rosły, ale tempo tego wzrostu było wolniejsze niż w 2016 r. Mimo że monitorowanie tych zmian jest uzasadnione, wzrost cen nie wydaje się wywołany akcją kredytową i obserwuje się tylko nieznaczne przyspieszenie tempa przyrostu akcji kredytowej. Ponadto wskaźniki zadłużenia zarówno przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych powoli spadają. Również dług sektora instytucji rządowych i samorządowych nadal wykazywał tendencję spadkową i w 2017 r. zmniejszył się ze względu na silny wzrost gospodarczy i trwającą likwidację aktywów upaństwowionych instytucji finansowych. Sytuacja sektora bankowego ulegała dalszej poprawie również w związku z ożywieniem gospodarczym w krajach sąsiadujących. W tych korzystnych warunkach gospodarczych i przy silnym wzroście zatrudnienia znacznie spadła stopa bezrobocia.

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



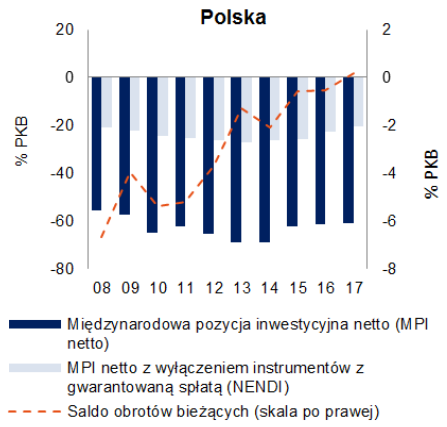
Źródło: Eurostat i EBC

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z sytuacją sektora nieruchomości mieszkaniowych, ale ryzyko wydaje się ograniczone. W związku z tym Komisja nie uważa

przeprowadzania pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej za konieczne na tym etapie.

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

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



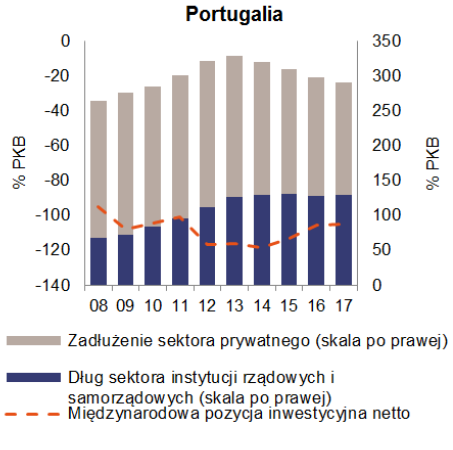
Źródło: Służby Komisji

Saldo obrotów bieżących poprawiło się, osiągając zasadniczo zrównoważony poziom w 2017 r., podczas gdy ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto utrzymywała się na stałym poziomie. Podatność na zagrożenia zewnętrzne jest w dalszym ciągu ograniczona, ponieważ znaczną część zobowiązań względem zagranicy stanowią bezpośrednie inwestycje zagraniczne. W 2017 r. ponownie odnotowano zwiększenie udziałów w rynkach eksportowych. Wzrost nominalnego jednostkowego kosztu pracy jest ograniczony i zbiega się z silnym wzrostem wydajności i rosnącymi płacami. Relacja długu sektora prywatnego do PKB spadła w 2017 r., odzwierciedlając silny wzrost PKB i wzrost wartości złotego w stosunku do walut, w których denominowana jest część niespłaconego długu. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych, mierzony jako odsetek PKB, obniżył się jeszcze bardziej z już i tak stosunkowo niskiego poziomu w wyniku wysokiego nominalnego wzrostu gospodarczego, niższego deficytu nominalnego i wzrostu wartości złotego. Zagrożenia dla sektora bankowego pozostawały ograniczone. Utrzymywały się dobre wyniki na rynku pracy, prowadząc do spadku stopy bezrobocia do bardzo niskiego poziomu.

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

Portugalia: W marcu 2018 r. Komisja stwierdziła, że w Portugalii występują *zakłócenia równowagi makroekonomicznej*, w szczególności obejmujące wysoki poziom zobowiązań zagranicznych netto, dług publiczny i zadłużenie sektora prywatnego oraz wysoki odsetek kredytów zagrożonych w sytuacji niskiego wzrostu wydajności. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – a mianowicie MPI netto, dług sektora instytucji rządowych i samorządowych, zadłużenie sektora prywatnego, stopa bezrobocia oraz wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

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



Źródło: Eurostat

Saldo obrotów bieżących jest stabilne i wykazuje niewielką nadwyżkę, natomiast międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto utrzymuje się na zdecydowanie ujemnym poziomie, przy czym przewiduje się, że tempo dostosowań pozostanie bardzo powolne. Konkurencyjność cenowa nieco się pogorszyła w 2017 r., ponieważ realny

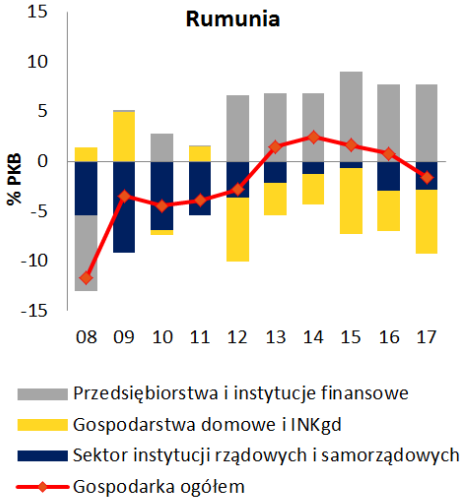
efektywny kurs walutowy nieznacznie wzrósł. Odnotowano umiarkowany wzrost nominalnego jednostkowego kosztu pracy, podczas gdy wzrost wydajności pracy był ujemny w 2017 r. Zmiany te są jednak w dużej mierze zgodne ze zmianami u partnerów handlowych, a przy tym zwiększają się udziały w rynkach eksportowych. Trwa proces zmniejszania zadłużenia sektora prywatnego, a wzrost akcji kredytowej pozostaje ograniczony. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych jest nadal bardzo wysoki, ale przewiduje się, że będzie się stale obniżał. Banki znacznie wzmocniły swoje bilanse i dochody netto, ale nadal utrzymują się podatności na zagrożenia, ponieważ pomimo niedawnego spadku wolumenu kredytów zagrożonych ich odsetek jest wciąż wysoki. W przypadku cen nieruchomości mieszkaniowych utrzymuje się silny wzrost, ale w kontekście odnotowywanych wcześniej zaniżonych wartości i zasadniczo stabilnego poziomu kredytów hipotecznych. Dzięki korzystnej koniunkturze w ostatnich latach nastąpiła szeroko zakrojona poprawa na rynku pracy, a bezrobocie znacznie spadło.

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z zakłóceniami równowagi w odniesieniu do: zobowiązań zagranicznych netto, długu publicznego i zadłużenia sektora prywatnego, podatności sektora bankowego na zagrożenia i słabego wzrostu wydajności. W związku z tym Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w marcu 2018 r. – że uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.

Rumunia: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej *nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej* w Rumunii. W zaktualizowanej tabeli wyników jeden wskaźnik – a mianowicie MPI netto – przekracza orientacyjną wartość progową.

W 2017 r. nadal pogarszał się deficyt obrotów bieżących ze względu na zwiększenie importu, głównie towarów konsumpcyjnych. Pomimo rosnącego deficytu obrotów bieżących ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, na którą składają się głównie bezpośrednie inwestycje zagraniczne, dalej się poprawiała ze względu na silny wzrost nominalnego PKB. Eksport nadal osiągał dobre wyniki w 2017 r., a udziały Rumunii w rynkach eksportowych zwiększały się. W 2017 r. bardzo wyraźnie wzrosły jednak jednostkowe koszty pracy ze względu na wyższy wzrost płac, zwłaszcza w sektorze publicznym. Podczas gdy wyniki osiągane przez Rumunię w eksporcie były jak dotąd silne, dotychczasowe doświadczenia wskazują, że wzrost płac w sektorze publicznym prawdopodobnie rozprzestrzeni się na sektor prywatny, co z kolei może spowodować spadek konkurencyjności kosztowej w przyszłości. Wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych zmniejszył się nieznacznie w 2017 r. i utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. Sektor bankowy nadal cechuje się wysokim udziałem środków własnych i wysoką płynnością. Akcja kredytowa w przypadku sektora prywatnego nieznacznie wzrosła, ale pozostaje ograniczona. W 2017 r. stopa bezrobocia ponownie spadła, co odzwierciedla ograniczanie podaży siły roboczej, natomiast współczynnik aktywności zawodowej nieco się poprawił. Biorąc pod uwagę silny wzrost nominalnego PKB, zarówno dług prywatny, jak

Wykres A23 ***Wierzytelności/zadłużenie netto według sektorów***



Źródło: Eurostat

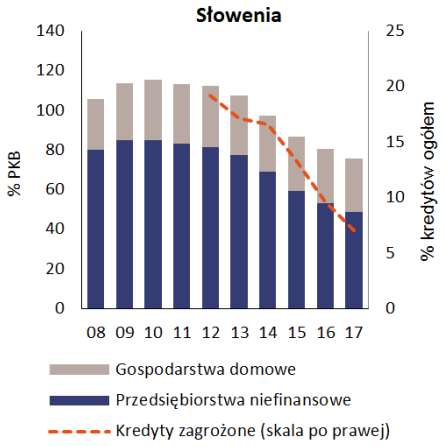
i dług publiczny zmniejszyły się w stosunku do PKB i oba utrzymują się na stosunkowo niskim poziomie. Przewiduje się jednak, że pomimo korzystnych warunków gospodarczych kurs polityki budżetowej pozostanie ekspansywny w średnim okresie i może mieć negatywny wpływ na dług publiczny i dynamikę obrotów bieżących. Zarówno pogarszający się deficyt w handlu, jak i szybszy wzrost jednostkowego kosztu pracy wiążą się z utrzymywaną przez rząd procykliczną polityką budżetową, która pobudza już i tak silnie rozwijającą się gospodarkę poprzez regularne ulgi podatkowe i podwyżki płac w sektorze publicznym. Ponadto częste i nieprzewidywalne zmiany prawodawstwa przyczyniają się do niepewnego otoczenia biznesowego, co ma negatywne konsekwencje dla decyzji biznesowych i inwestycji i może wpłynąć na atrakcyjność tego państwa dla inwestorów zagranicznych.

Analiza ekonomiczna pozwala przypuszczać, że wzrosła podatność na zagrożenia, w szczególności w odniesieniu do pozycji zewnętrznej i konkurencyjności. Ogólnie Komisja uważa za uzasadnione dalsze zbadanie powiązanych zagrożeń w ramach pogłębionej analizy w celu dokonania oceny, czy istnieją zakłócenia równowagi.

Słowenia: W marcu 2018 r. Komisja stwierdziła, że w Słowenii *nie występują już zakłócenia równowagi makroekonomicznej*. W zaktualizowanej tabeli wyników dług sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Duża nadwyżka na rachunku obrotów bieżących zwiększyła się ponownie w 2017 r. z powodu silnego wzrostu eksportu. Ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto znacznie się poprawiła i nie przekracza już wartości progowej. Udział w rynkach eksportowych zwiększył się, podczas gdy wzrost jednostkowego kosztu pracy był ograniczony, a realny efektywny kurs walutowy uległ deprecjacji. Zadłużenie sektora prywatnego dalej malało, który to spadek był napędzany przez sektor przedsiębiorstw, podczas gdy przepływy kredytowe do sektora prywatnego osiągnęły wartość dodatnią. Poziom inwestycji uległ znacznej poprawie, ale nadal utrzymuje się poniżej historycznych średnich wartości. Wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych następował nieco szybciej niż w poprzednich latach, podczas gdy inwestycje w budynki mieszkalne są stabilne, a wzrost akcji kredytowej w przypadku kredytów hipotecznych był ograniczony.

Wykres A24 ***Zadłużenie sektora prywatnego i kredyty zagrożone***



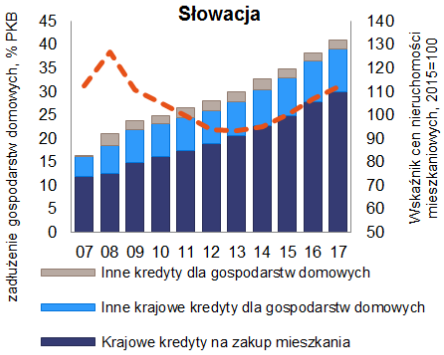
Źródło: Eurostat i EBC

Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych utrzymuje się na wysokim poziomie, ale zmniejszył się od szczytowej wartości w 2015 r. Prognozowane koszty starzenia się społeczeństwa nadal zagrażają średnio- i długookresowej stabilności finansów publicznych. Sytuacja sektora bankowego ustabilizowała się, zmniejsza się stopień wykorzystania dźwigni finansowej przez ten sektor, a wciąż wysoki odsetek kredytów zagrożonych nadal wykazuje tendencję spadkową i przewiduje się, że dalej będzie się zmniejszał. Na rynku pracy odnotowano dalszą poprawę, przy czym współczynnik aktywności zawodowej wzrasta, a stopa bezrobocia zmniejsza się. W 2017 r. zwiększyło się również nieco tempo wzrostu wydajności pracy.

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie dotyczące głównie długoterminowej stabilności finansów publicznych. W związku z tym Komisja nie uważa przeprowadzania pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej za konieczne na tym etapie.

Słowacja: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej *nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej* na Słowacji. W zaktualizowanej tabeli wyników międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto oraz zobowiązania sektora finansowego ogółem naruszają orientacyjne wartości progowe.

Wykres A25 ***Zadłużenie gospodarstw domowych i wskaźnik cen nieruchomości mieszkaniowych***



Źródło: Eurostat i EBC

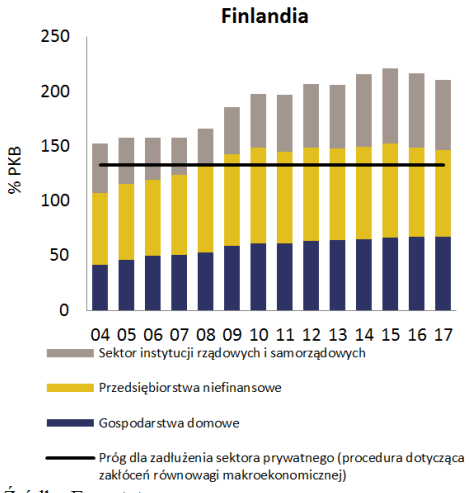
Deficyt obrotów bieżących wzrósł jeszcze bardziej w 2017 r., ale zasadniczo pozostaje umiarkowany. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto jest wyraźnie ujemna, niezależnie od odnotowanej ostatnio pewnej poprawy, a zagrożenia są ograniczone, ponieważ znaczna część zobowiązań zagranicznych dotyczy bezpośrednich inwestycji zagranicznych, zwłaszcza w rozwijającym się przemyśle motoryzacyjnym i sektorze finansowym. Udziały w rynkach eksportowych i realny efektywny kurs walutowy były zasadniczo stabilne. Zwiększyło się tempo wzrostu nominalnego jednostkowego kosztu pracy, w wyniku silnego wzrostu płac w kontekście kurczących się zasobów siły roboczej. Wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych utrzymuje się na wysokim poziomie, lecz w 2017 r. spowolnił w porównaniu z 2016 r., do poziomu tuż poniżej wartości progowej. Spowolniła nieco akcja kredytowa w sektorze prywatnym, podczas gdy relacja długu sektora prywatnego do PKB ogółem wciąż rosła. Sektor bankowy, należący w dużej mierze do podmiotów zagranicznych, dysponuje odpowiedniej wysokości funduszami własnymi. Dalszemu spadkowi stopy bezrobocia zarówno ogólnego, jak i długotrwałego towarzyszyło zwiększenie współczynnika aktywności zawodowej.

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z aspektami zewnętrznymi, rynkiem nieruchomości mieszkaniowych i wzrostem akcji kredytowej, ale ryzyko jak dotychczas wydaje się ograniczone. W związku z tym Komisja nie będzie na tym etapie przeprowadzać pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Finlandia: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej *nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej* w Finlandii. W zaktualizowanej tabeli wyników niektóre wskaźniki – a mianowicie poziom zadłużenia sektora prywatnego oraz dług sektora instytucji rządowych i samorządowych – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Saldo obrotów bieżących pozostało na nieznacznie ujemnym poziomie w 2017 r., po kilku latach występowania deficytu obrotów bieżących, natomiast międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto osiągnęła wartość nieznacznie dodatnią. Drugi rok z rzędu odnotowano ożywienie w przypadku udziałów w rynkach eksportowych, natomiast wskaźniki konkurencyjności kosztowej poprawiły się, gdyż zmalały jednostkowe koszty pracy i nastąpiła deprecjacja realnego efektywnego kursu walutowego. W latach 2018 i 2019 wzrost eksportu prawdopodobnie wyprzedzi tempo wzrostu importu. Oczekuje się jednak, że wskaźniki konkurencyjności kosztowej ustabilizują się po tym, jak częściowo osłabi się pozytywny wpływ paktu na rzecz konkurencyjności. W 2017 r. wskaźniki relacji długu publicznego i długu sektora prywatnego do PKB spadły jeszcze bardziej, odzwierciedlając wyraźne ożywienie produkcji. Wzrost akcji kredytowej na rzecz sektora prywatnego nabrał tempa dzięki korzystnym warunkom kredytowania, niskim stopom oprocentowania i lepszym perspektywom gospodarczym, co może ograniczyć postępy w zmniejszaniu zadłużenia, przy czym zadłużenie sektora prywatnego utrzymuje się na wysokim poziomie. Zadłużenie gospodarstw domowych jest wysokie, a stopa oszczędności gospodarstw domowych jest rekordowo niska. Sektor finansowy pozostaje dobrze dokapitalizowany, co ogranicza zagrożenia dla stabilności finansowej, przy czym stosunkowo stabilne realne ceny nieruchomości mieszkaniowych wskazują na zmniejszone ryzyko w odniesieniu do zadłużenia gospodarstw domowych. Relacja długu do PKB zmniejsza się, odzwierciedlając warunki wyższego wzrostu gospodarczego. Zatrudnienie w dalszym ciągu rośnie, a bezrobocie maleje w wyniku zwiększonej aktywności gospodarczej.

Wykres A26 ***Zadłużenie w sektorach gospodarki***



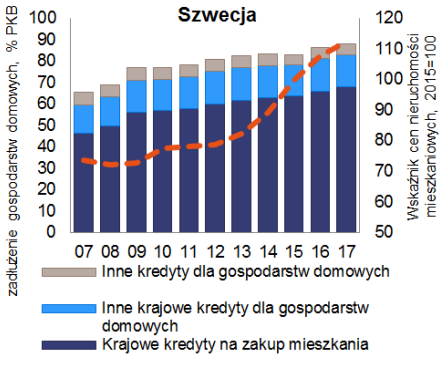
Źródło: Eurostat

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

Szwecja: W marcu 2018 r. Komisja stwierdziła, że w Szwecji występują *zakłócenia równowagi makroekonomicznej*, w szczególności dotyczące zawyżonego poziomu cen nieruchomości mieszkaniowych w powiązaniu ze stale rosnącym zadłużeniem gospodarstw domowych. W zaktualizowanej tabeli wyników wskaźnik zadłużenia sektora prywatnego przekracza orientacyjną wartość progową.

Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących pozostaje umiarkowana i zmniejszyła się w 2017 r. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto nieznacznie się zmniejszyła i jest teraz bliska równowadze. Utrata udziałów w rynkach eksportowych zmniejszyła się, a przedmiotowy wskaźnik jest obecnie nieco poniżej wartości progowej. Wzrost jednostkowego kosztu pracy jest ograniczony, a realny efektywny kurs walutowy obniżył się. Zadłużenie gospodarstw domowych jest wysokie i stale rośnie od 2008 r.,

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



Źródło: Eurostat i EBC

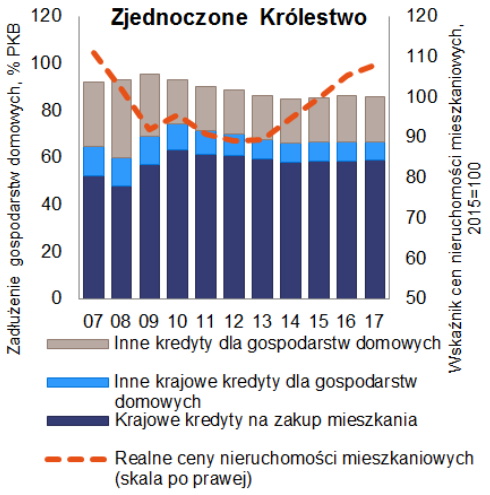
również w 2017 r. Wzrostowi temu towarzyszy wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych, co oznacza zagrożenie dla stabilności makroekonomicznej. Jesienią 2017 r. ceny nieruchomości mieszkaniowych nieco spadły, ale zasadniczo pozostały na bardzo wysokim poziomie. Wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych i zadłużenia gospodarstw domowych nasilają korzystne warunki opodatkowania własności takich nieruchomości, niskie stopy oprocentowania kredytów hipotecznych oraz specyficzne aspekty rynku kredytów hipotecznych. Ryzyko w systemie bankowym wydaje się ograniczone, ponieważ jakość aktywów i rentowność utrzymują się na wysokim poziomie, a finanse gospodarstw domowych są na ogół w dobrej kondycji. Kurczą się zasoby siły roboczej, a bezrobocie nadal się zmniejsza.

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z wysokim poziomem zadłużenia sektora prywatnego i z sektorem nieruchomości mieszkaniowych. W związku z tym Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w marcu 2018 r. – że przydatna będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.

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

W 2017 r. saldo obrotów bieżących nieznacznie się zmniejszyło, głównie dzięki poprawie salda dochodów pierwotnych, ale znaczny deficyt i powiązane z nim znaczące potrzeby w zakresie finansowania zewnętrznego pozostają nadal aktualne. Deprecjacja funta szterlinga wpłynęła korzystnie na międzynarodową pozycję inwestycyjną netto, która jest nieznacznie ujemna, a konkurencyjność cenowa uległa poprawie w kontekście umiarkowanego wzrostu jednostkowego kosztu pracy. Do tej pory efekty słabszego kursu funta szterlinga po stronie wymiany handlowej netto były jednak rozczarowujące. Po kilku latach stopniowego zmniejszania zadłużenia relacja długu sektora prywatnego do PKB osiągnęła najniższy poziom. W szczególności zadłużenie gospodarstw domowych pozostaje wysokie i nadal wymaga uważnego monitorowania. Tempo wzrostu realnych cen nieruchomości mieszkaniowych uległo spowolnieniu i koszty mieszkaniowe stabilizują się, choć na wysokim poziomie. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych jest wysoki i zasadniczo stabilny. Silnemu wzrostowi zatrudnienia w dalszym ciągu towarzyszyło niskie i spadające bezrobocie, mimo że wydajność pracy pozostaje niewielka.

Wykres A28 ***Zadłużenie gospodarstw domowych i wskaźnik cen nieruchomości mieszkaniowych***



Źródło: Eurostat i EBC

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

Tabela 1.1: Tabela wyników procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej za 2017 r.

	Nierównowaga zewnętrzna i konkurencyjność					Nierównowaga wewnętrzna						Wskaźniki zatrudnienia[1]		
Rok 2017	**Saldo obrotów bieżących – % PKB** (średnia z 3 lat)	**Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto** (% PKB)	**Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP** (zmiana w % w okresie 3 lat)	**Udział w rynku eksportowym – % eksportu światowego** (zmiana w % w okresie 5 lat)	**Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (2010=100)** (zmiana w % w okresie 3 lat)	**Wskaźnik cen nieruchomości mieszkaniowych (2015=100) w przeliczeniu na ceny stałe** (zmiana w % w okresie 1 roku)	**Przepływy kredytowe sektora prywatnego, skonsolidowane** (% PKB)	**Zadłużenie sektora prywatnego, skonsolidowane** (% PKB)	**Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych** (% PKB)	**Stopa bezrobocia** (średnia z 3 lat)	**Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane** (zmiana w % w okresie 1 roku)	**Współczynnik aktywności zawodowej – % ogółu ludności w wieku 15–64 l.** (zmiana w p.p. w okresie 3 lat)	**Stopa bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l.** (zmiana w p.p. w okresie 3 lat)	**Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l.** (zmiana w p.p. w okresie 3 lat)
Wartości pr	-4/6%	-35%	±5 % (strefa euro) ±11 % (poza strefą	-6%	9 % (strefa euro)	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0,2 p.p.	0,5 p.p.	2 p.p.
BE	-0.3	52.6	0.9	3.9	1.1	1.5p	-1.5	187.0	103.4	7.8b	0.7	0.3b	-0.8b	-3.9b
BG	3.1	-42.8	-3.3	19.4	13.6p	6.2	6.2	100.1	25.6	7.7	1.1	2.3	-3.5	-10.9
CZ	1.0	-26.5	5.4	8.2	5.9	9.1p	4.1	67.4	34.7	4.0	22.9	2.4	-1.7	-8.0
DK	8.1	56.3	-2.1	0.5	3.0	3.2	-1.4	204.0	36.1	6.0	4.1	0.7b	-0.4b	-1.6
DE	8.4	54.0	-2.5	6.5	5.1	2.9	4.9	100.1	63.9	4.2	4.0	0.5	-0.6	-0.9
EE	2.3	-31.4	2.9	2.6	12.4	1.8	3.6	106.4	8.7	6.3	9.7	3.6	-1.4	-2.9
IE	2.9	-149.3	-6.2	64.4	-17.2	9.5p	-7.5	243.6	68.4	8.4	4.3	0.9	-3.6	-9.0
EL	-0.8	-142.5	-2.8	-10.0	-1.0p	-2.2e	-0.8p	116.4p	176.1	23.3	-12.9	0.9	-3.9	-8.8
ES	1.8	-83.8	-2.5	9.8	0.0p	4.5	0.2p	138.8p	98.1	19.6	4.0	-0.3	-5.2	-14.6
FR	-0.6	-20.1	-2.9	2.7	1.3p	1.8	7.0p	148.2p	98.5	10.0	4.3	0.5	-0.3	-1.9
HR	3.6	-62.4	0.0	20.0	-4.3d	2.8	1.2	98.4	77.5	13.5	3.9	0.3	-5.5	-17.7
IT	2.3	-5.3	-3.1	2.0	1.1	-2.0p	2.1	110.5	131.2	11.6	4.3	1.5	-1.2	-8.0
CY	-5.0	-121.5	-6.6	6.9	-2.7p	1.3p	8.7p	316.3p	96.1	13.0	-2.3	-0.4	-3.2	-11.3
LV	0.6	-56.3	1.7	7.8	14.7	5.5	0.3	83.5	40.0	9.4	6.1	2.4	-1.3	-2.6
LT	-0.7	-35.9	2.3	9.7	16.0	5.4	3.7	56.1	39.4	8.0	14.0	2.2	-2.1	-6.0
LU	5.0	47.0	-0.9	25.2	7.1	4.1	-15.5	322.9	23.0	6.1	-1.7	-0.6	0.5	-6.9
HU	4.0	-52.9	0.1	11.3	6.7	3.3	0.9	71.4	73.3	5.4	-8.0	4.2	-2.0	-9.7
MT	8.4	62.6	-2.3	11.2	1.7	4.1p	2.9	120.2	50.9	5.2	4.7	4.4	-1.1	-1.2
NL	8.3	59.7	-1.6	1.2	-0.2p	6.0	3.0p	252.1p	57.0	5.9	2.0p	0.7	-1.0	-3.8
AT	2.1	3.7	0.3	2.3	3.7	3.5	4.3	122.5	78.3	5.7	1.8	1.0	0.3	-0.5
PL	-0.3	-61.2	-3.4	28.4	4.5p	1.7	2.7	76.4	50.6	6.2	6.3	1.7	-2.3	-9.1
PT	0.4	-104.9	-0.7	14.6	3.5p	7.9	1.3p	162.2p	124.8	10.9	1.8	1.5	-3.9	-10.9
RO	-2.2	-47.7	-5.5	37.0	11.9p	4.0	1.7p	50.8p	35.1	5.9	8.1	1.6	-0.8	-5.7
SI	5.7	-32.3	-2.0	18.6	3.4	6.2	0.8	75.6	74.1	7.9	5.1	3.3	-2.2	-9.0
SK	-2.0	-65.6	-1.9	6.7	6.9	4.4	5.9	96.1	50.9	9.8	17.9	1.8	-4.2	-10.8
FI	-0.7	2.4	-2.6	-4.3	-2.5	0.5	8.2	146.4	61.3	8.9	-3.8	1.3	0.2	-0.4
SE	4.0	1.8	-5.4	-4.3	3.7	4.6	13.1	194.4	40.8	7.0	6.8	1.0	-0.2	-5.1
UK	-4.6	-8.6	-10.7	-1.0	5.4	2.4	8.4	169.0	87.4	4.8	-1.6	0.9	-1.1	-4.9

Wyróżnione kolorem dane liczbowe są równe wartościom progowym lub je przekraczają. Oznaczenia: b: przerwa w szeregu czasowym; d: definicje różnią się; e: dane szacunkowe; p: dane tymczasowe.

1) Wskaźniki zatrudnienia, zob. s. 2 sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania za 2016 r. 2) Wskaźnik cen nieruchomości mieszkaniowych: e = dla EL źródłem jest narodowy bank centralny. 3) Nominalny jednostkowy koszt pracy: d = dla HR w przypadku danych dotyczących zatrudnienia wykorzystano koncepcję krajową a nie wewnętrzną, uniją. 4) Stopa bezrobocia, współczynnik aktywności zawodowej, stopa bezrobocia długotrwałego i stopa bezrobocia młodzieży: BE: rewizja metodyki badania; IE: zastosowanie jako źródła danych nowego badania aktywności ekonomicznej ludności zamiast kwartalnego krajowego badania gospodarstw domowych; DK: usprawnienie gromadzenia danych, wprowadzenie komputerowych wywiadów online.

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

Tabela 2.1: Wskaźniki dodatkowe, 2017 r.

Rok 2017	Realny PKB (zmiana w % w okresie 1 roku)	Nakłady brutto na środki trwałe (% PKB)	Wydatki krajowe brutto na badania i rozwój(% PKB)	Rachunek obrotów bieżących i rachunek kapitałowy (wierzytelności/zadłużenie netto) (% PKB)	MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB)	Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w gospodarce sprawozdającej – przepływy (% PKB)	Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w gospodarce sprawozdającej – stany (% PKB)	Saldo handlu produktami energetycznymi (% PKB)	Realny efektywny kurs walutowy – partnerzy handlowi strefy euro (zmiana w % w okresie 3 lat)	Wyniki eksportu względem rozwiniętych gospodarek (zmiana w % w okresie 5 lat)	Warunki wymiany handlowej (zmiana w % w okresie 5 lat)	Udział w rynku eksportowym wg wolumenu (zmiana w % w okresie 1 roku)	Wydajność pracy (zmiana w % w okresie 1 roku)	Kredyty zagrożone brutto podmiotów krajowych i zagranicznych(% kredytów brutto)	Poziom jednostkowych kosztów pracy względem strefy euro (zmiana w % w okresie 10 lat)	Wskaźnik cen nieruchomości mieszkaniowych (2015=100) – w ujęciu nominalnym (zmiana w % w okresie 3 lat)	Budownictwo mieszkaniowe (% PKB)	Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (włączając INKgd, % PKB)	Dźwignia finansowa banków, podmioty krajowe i zagraniczne, dane skonsolidowane (aktywa ogółem / kapitał własny ogółem)
BE	1.7	23.5	:	0.8	45.0	-7.8	199.9	-2.5	2.8	-0.8	1.0	-0.3	0.3	2.7p	1.4	8.2	5.9	60.1	13.2p
BG	3.8	18.5	0,8p	7.7	33.1	3.8	88.4	-4.2	-3.0	14.0	5.7	0.5	2,0p	10,2p	50.9	19.5	2.9	20.4	7.7p
CZ	4.3	24.7	1,8p	2.0	28.8	4.3	78.3	-2.6	5.8	3.3	3.1	1.4	2.7	2.8p	1.0	24.4p	3.9	29.7	12.4p
DK	2.3	20.5	:	8.1	18.6	0.6	54.3	-0.1	-0.5	-4.0	2.9	-0.9	0.7	2,5p	-0.2	17.7	4.6	128.0	16.4p
DE	2.2	20.3	3,0e	7.9	41.5	2.1	42.1	-1.8	0.3	1.7	5.9	-0.7	0.7	1,8p	8.4	16.0	6.1	52.7	14.1p
EE	4.9	24.4	:	4.2	21.5	5.9	95.5	-0.6	2.5	-2.0	4.2	-1.8	2.1	1,9p	22.5	18.1	4.3	39.4	6.8p
IE	7.2	23.5	1.1	-1.1	-259.1	0.3	435.6	-1.2	-2.1	57.0	-0.1	2.5	4.2	9.9p	-39.2	32.8p	2.0	47.7	6,6p
EL	1,5p	12.9p	1,1p	-0.5	-126.4	1.8	17.6	-1,8p	-1.7	-14.1	7.4p	1,5p	0,0p	45.0p	-12.9	-8,3e	0,6p	57.0	8.8p
ES	3,0p	20.5p	:	2.1	-58.1	0.6	58.6	-1,8p	-1.0	4.8	0,8p	-0,1p	0,4p	4.4p	-11.1	15.1	5.2p	61.1	13.5p
FR	2,2p	22.5p	:	-0.5	-33.5	1.9	46.5	-1,7p	-0.5	-1.9	5.0p	-0,8p	1,1p	3,1p	-0.2	2.6	6,2p	58.6	15.2p
HR	2.9	20.1	:	4.5	-17.3	3.6	58.7	-2.9	0.7	14.6	2.5	1.1	0.7d	8.8p	-15.0	1.7	:	34.1	7.4p
IT	1.6	17.6	:	2.7	-3.9	0.5	26.1	-1.9	-0.6	-2.6	7.6	0.4	0.4	11.2p	-0.3	-4.6	4.4	41.3	12.2p
CY	4.2p	20.9p	:	-7.9	-95.1	50.0	1017.8	-4,2p	-3.7	2.1	0,9p	0,7p	0,4p	30.7p	-8.9	1,0p	5.7p	107.5	12.1p
LV	4.6	20.9	0,5p	1.5	-7.6	3.8	59.0	-3.0	0.9	2.9	3.4	0.9	4.7	5.6p	7.7	14.0	1.9	22.2	8.9p
LT	4.1	19.2	0.9	2.1	-7.9	2.4	40.9	-3.0	1.5	4.8	5.9	8.3	4.7	3.2p	8.9	19.0	2.7	22.4	10.7p
LU	1.5	18.9	:	4.5	-3947.3	-264.1	8263.3	-2.8	0.1	19.5	-0.1	-7.2	-1.8	0,7p	14.9	18.0	3.2	65.9	13.2p
HU	4.1	22.2	1.4	4.2	-8.1	-9.3	211.0	-3.8	0.7	6.3	3.3	-0.6	2.1	8.4p	6.3	35.8	2.8	18.8	9.7p
MT	6.7	21.1	0.6	14.3	229.6	27.3	1627.0	-8.9	1.4	6.2	2.7	-1.5	1.4	3,1p	4.8	17,5p	4.8	50.4	13.5p
NL	2.9p	20.5p	:	10.4	-29.5	39.4	615.5	-0,8p	-0.5	-3.3	1,7p	0,0p	0,7p	2,1p	-2.5	17.0	4.4p	104.5p	16.7p
AT	2.6	23.6	3.2p	1.9	-4.1	3.7	66.7	-2.1	2.1	-2.3	1.9	-0.6	0.8	3.5p	5.7	19.9	4.4	50.4	11,6p
PL	4.8	17.7	1.0	1.4	-20.7	2.0	49.7	-2.0	-3.0	22.7	6.1	4.2	3,4p	6,6p	1.7	7.4	2.8	34.9	8.8p
PT	2.8p	16.6p	1,3p	1.4	-60.9	4.6	79.6	-2,1p	0.9	9.5	7.3p	2,5p	-0,5p	13.3p	-8.2	20.6	2.8p	68.9	10.6p
RO	7.3p	22.6p	:	-2.0	-5.8	2.8	44.5	-1,3p	-5.0	30.9	3.6p	4.4p	4.3p	6,6p	32.8	15.6	:	16.1	9.6p
SI	4.9	18.5	:	6.4	-17.7	2.2	37.3	-2.6	-1.4	13.3	3.6	5.4	1.9	9.2p	1.1	12.5	2.1	27.1	8.0p
SK	3.2	21.4	0.9	-1.1	-15.1	6.3	72.4	-3.5	-1.5	1.9	-1.6	0.6	1.0	3.7p	2.0	19.0	2.7	40.6	9.3p
FI	2.8	22.1	2.8	-0.6	6.1	5.8	55.0	-1.6	-1.0	-8.6	5.5	2.2	1.6	1,2p	5.4	2.0	6.4	67.1	18.9p
SE	2.1	25.0	3.3	3.2	-7.0	5.8	4.2	-0.9	-3.9	-8.6	1.2	-2.1	-0.2	1,3p	5.6	30.7	5.7	88.2	16.5p
UK	1.7	17.2	1,7p	-3.8	-5.3	2.5	76.5	-0.6	-6.7	-5.4	5.3	0.4	0.7	1,5p	5.0	18.5	4.0	86.2	15.0p

Oznaczenia: d: definicje różnią się; e: dane szacunkowe; p: dane tymczasowe.

1) Oficjalny termin przekazania danych za 2017 r. dotyczących wydatków krajowych brutto na badania i rozwój upływa w dniu 31 października 2018 r.; ekstrakcji danych dokonano w dniu 24 października 2018 r. 2) Wskaźnik cen nieruchomości mieszkaniowych: e = dla EL źródłem jest narodowy bank centralny. 3) Wydajność pracy: d = dla HR w przypadku danych dotyczących zatrudnienia wykorzystano koncepcję krajową a nie wewnętrzną, unijną.

Źródło: Komisja Europejska, Eurostat i Dyrekcja Generalna ds. Gospodarczych i Finansowych (realny efektywny kurs walutowy), Europejski Bank Centralny (kredyty zagrożone brutto podmiotów krajowych i zagranicznych oraz dźwignia finansowa banków, podmioty krajowe i zagraniczne, dane skonsolidowane) oraz dane Międzynarodowego Funduszu Walutowego, światowa prognoza gospodarcza (wielkość światowego eksportu towarów i usług).

Tabela 2.1 (c.d.): Wskaźniki dodatkowe, 2017 r.

Rok 2017	Wskaźnik zatrudnienia (zmiana w % w okresie 1 roku)	Współczynnik aktywności zawodowej – % ogółu ludności w wieku 15–64 l. (%)	Stopa bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (%)	Stopa bezrobocia osób młodych – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (%)	Młodzież niekształcąca się, niepracująca ani nieszkoląca się – % ogółu ludności w wieku 15-24 l.		Osoby zagrożone ubóstwem lub wykluczeniem społecznym – % ludności ogółem		Osoby zagrożone ubóstwem po uwzględnieniu transferów socjalnych – % ludności ogółem		Osoby doświadczające pogłębionej deprywacji materialnej – % ludności ogółem		Osoby żyjące w gosp. dom. o bardzo małej intensywności pracy – % ogółu ludności w wieku 0–59 l.	
					%	zmiana w p.p. w okresie 3 lat	%	zmiana w p.p. w okresie 3 lat	%	zmiana w p.p. w okresie 3 lat	%	zmiana w p.p. w okresie 3 lat	%	zmiana w p.p. w okresie 3 lat
BE	1.4	68.0b	3.5b	19.3b	9.3b	-2,7b	20.3	-0.9	15.9	0.4	5.1	-0.8	13.5	-1.1
BG	1,8p	71.3	3.4	12.9	15.3	-4.9	38.9	-1,2b	23.4	1.6	30.0	-3.1	11.1	-1.0
CZ	1.6	75.9	1.0	7.9	6.3	-1.8	12.2	-2.6	9.1	-0.6	3.7	-3.0	5.5	-2.1
DK	1.6	78.8b	1.3b	11.0	7.0b	1.2b	17.2	-0.7	12.4	0.3	3.1	-0.1	10.0	-2.2
DE	1.4	78.2	1.6	6.8	6.3	-0.1	19.0	-1.6	16.1	-0.6	3.4	-1.6	8.7	-1.3
EE	2.7	78.8	1.9	12.1	9.4	-2.3	23.4	-2,6b	21.0	-0.8	4.1	-2.1	5.8	-1,8b
IE	2.9	72.7	3.0	14.4	10.9b	-4,4b	:	:	:	:	:	:	:	:
EL	1,5p	68.3	15.6	43.6	15.3	-3.8	34.8	-1.2	20.2	-1.9	21.1	-0.4	15.6	-1.6
ES	2,6p	73.9	7.7	38.6	13.3	-3,8b	26.6	-2.6	21.6	-0.6	5.1	-2.0	12.8	-4.3
FR	1,1p	71.5	4.2	22.3	11.5	0.3b	17.1	-1.4	13.3	0.0	4.1	-0.7	8.1	-1.5
HR	2.2d	66.4	4.6	27.2	15.4	-3.9	26.4	-2.9	20.0	0.6	10.3	-3.6	12.2	-2.5
IT	1.2	65.4	6.5	34.7	20.1	-2.0	28.9	0.6	20.3	0.9	10.1	-1.5	11.8	-0.3
CY	3.9p	73.9	4.5	24.7	16.1	-0.9	25.2	-2.2	15.7	1.3	11.5	-3.8	9.4	-0.3
LV	0.0	77.0	3.3	17.0	10.3	-1.7	28.2	-4.5	22.1	0.9	11.3	-7.9	7.8	-1.8
LT	-0.5	75.9	2.7	13.3	9.1	-0.8	29.6	2.3	22.9	3.8	12.4	-1.2	9.7	0.9
LU	3.4	70.2	2.1	15.4	5.9	-0.4	21.5	2.5	18.7	2.3	1.2	-0.2	6.9	0.8
HU	2.0	71.2	1.7	10.7	11.0	-2.6	25.6	-6.2	13.4	-1.6	14.5	-9.5	6.6	-6.2
MT	5.2	72.2	1.6	11.3	8.6b	-1,7b	19.2	-4.6	16.8	0.9	3.3	-6.9	6.7	-3.1
NL	2,2p	79.7	1.9	8.9	4.0	-1.5	17.0	0.5	13.2	1.6	2.6	-0.6	9.5	-0.7
AT	1.7	76.4	1.8	9.8	6.5	-1.2	18.1	-1.1	14.4	0.3	3.7	-0.3	8.3	-0.8
PL	1,4p	69.6	1.5	14.8	9.5	-2.5	19.5	-5.2	15.0	-2.0	5.9	-4.5	5.7	-1.6
PT	3,3p	74.7	4.5	23.8	9.3	-3.0	23.3	-4.2	18.3	-1.2	6.9	-3.7	8.0	-4.2
RO	2.8p	67.3	2.0	18.3	15.2	-1.8	35.7	-4.6	23.6	-1.5	19.7	-6.2	6.9	-0.3
SI	2.9	74.2	3.1	11.2	6.5	-2.9	17.1	-3.3	13.3	-1.2	4.6	-2.0	6.2	-2.5
SK	2.2	72.1	5.1	18.9	12.1	-0.7	16.3	-2.1	12.4	-0.2	7.0	-2.9	5.4	-1.7
FI	1.2	76.7	2.1	20.1	9.4	-0.8	15.7	-1.6	11.5	-1.3	2.1	-0.7	10.7	0.7
SE	2.3	82.5	1.2	17.8	6.2	-1.0	17.7	-0.5	15.8	0.2	1.1	0.1	8.8	-0.2
UK	1.0	77.6	1.1	12.1	10.3	-1.6	:	:	:	:	4.9p	-2,5p	:	:

Oznaczenia: b: przerwa w szeregu czasowym; d: definicje różnią się; e: dane tymczasowe.

1) Oficjalny termin przekazania danych za 2017 r. dotyczących osób zagrożonych ubóstwem lub wykluczeniem społecznym upływa w dniu 30 listopada 2018 r., natomiast dane wygenerowano w dniu 24 października 2018 r. 2) Nominalny jednostkowy koszt pracy i produktywność pracy dla HR d: w przypadku danych dotyczących zatrudnienia wykorzystano koncepcję narodową, a nie koncepcję krajową. 3) Wskaźniki badania aktywności ekonomicznej ludności dla IE: zastosowanie jako źródła danych nowego badania aktywności ekonomicznej ludności zamiast kwartalnego krajowego badania gospodarstw domowych.

Źródło: Komisja Europejska, Eurostat.