KOMISJA
EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 18.11.2020 r.
COM(2020) 745 final

SPRAWOZDANIE KOMISJI

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

Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania 2021 (przygotowane zgodnie z art. 3 i 4 rozporządzenia (UE) nr 1176/2011 w sprawie zapobiegania zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowania)

{SWD(2020) 275 final}

Niniejsze sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania rozpoczyna dziesiąty roczny cykl procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Celem procedury jest wykrywanie zakłóceń równowagi, które utrudniają właściwe funkcjonowanie gospodarek państw członkowskich, unii gospodarczej i walutowej lub całej Unii, zapobieganie takim zakłóceniom i ich korygowanie, 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 (art. 1 i 2 rozporządzenia (UE) nr 1176/2011).[1]

Tegoroczny cykl nadzoru w ramach europejskiego semestru, obejmujący wdrażanie procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, jest obecnie dostosowywany w związku z utworzeniem Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności. W przyjętej w połowie września 2020 r. rocznej strategii zrównoważonego wzrostu gospodarczego podsumowano sytuację gospodarczą i społeczną w Europie, ustanowiono ogólne priorytety polityczne dla UE oraz określono strategiczne wytyczne w sprawie wdrażania Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności.

Analiza zawarta w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania opiera się na ekonomicznej interpretacji tabeli wyników obejmującej wybrane wskaźniki, uzupełnionej szerszym zestawem dodatkowych wskaźników, narzędziami analitycznymi, ramami oceny i odpowiednimi informacjami dodatkowymi, w tym niedawno opublikowanymi danymi i prognozami. Tegoroczne sprawozdanie obejmuje wzmocnioną prospektywną ocenę ryzyk wpływających na stabilność makroekonomiczną i na rozwój zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania zawiera również analizę skutków, jakie dla całej strefy euro wywołują zakłócenia równowagi makroekonomicznej w państwach członkowskich.

W niniejszym sprawozdaniu wskazano państwa członkowskie, w odniesieniu do których należy przeprowadzić szczegółowe oceny sytuacji, aby sprawdzić, czy występują w nich zakłócenia równowagi wymagające działań politycznych (art. 5 rozporządzenia (UE) nr 1176/2011). Komisja przygotuje następnie szczegółowe oceny sytuacji w odniesieniu do wskazanych państw członkowskich, uwzględniając przy tym dyskusje nad sprawozdaniem przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania prowadzone z Parlamentem Europejskim oraz w Radzie i na forum Eurogrupy. Szczegółowe oceny sytuacji zostaną opublikowane wiosną 2021 r. i będą stanowić podstawę dokonywanej przez Komisję oceny dotyczącej występowania i natężenia zakłóceń równowagi makroekonomicznej oraz określenia luk w polityce.

1. STRESZCZENIE

[1] Zjednoczone Królestwo wystąpiło z Unii w dniu 31 stycznia 2020 r. na podstawie Umowy o wystąpieniu Zjednoczonego Królestwa Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej z Unii Europejskiej i Europejskiej Wspólnoty Energii Atomowej („umowa o wystąpieniu", Dz.U. C 384 I z 12.11.2019, s. 1), a prawo Unii ma nadal zastosowanie do Zjednoczonego Królestwa i w Zjednoczonym Królestwie przez czas trwania okresu przejściowego upływającego w dniu 31 grudnia 2020 r.

Niniejsze sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania jest sporządzane w kontekście kryzysu związanego z COVID-19. Biorąc pod uwagę gwałtowną i znaczną zmianę warunków gospodarczych wywołaną kryzysem związanym z COVID-19, interpretacja ekonomiczna zawarta w niniejszym sprawozdaniu obejmuje wzmocnioną prospektywną ocenę ryzyk wpływających na stabilność makroekonomiczną i na rozwój zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W tym celu konieczne jest uwzględnienie większej liczby informacji niż tylko ostateczne dane roczne zawarte w tabeli wyników niniejszego sprawozdania, które w tegorocznej edycji obejmują okres do 2019 r. W porównaniu z wcześniejszymi edycjami na potrzeby tegorocznego sprawozdania wykorzystano też zatem w większym stopniu prognozy i dane o wysokiej częstotliwości, aby ocenić potencjalne skutki kryzysu związanego z COVID-19[2].

Obecny cykl nadzoru w ramach europejskiego semestru jest tymczasowo dostosowywany w celu zapewnienia spójnego i skutecznego wdrażania Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności. Wpłynie to również na wdrażanie procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Tegoroczny cykl europejskiego semestru rozpoczął się wraz z przyjęciem w połowie września rocznej strategii zrównoważonego wzrostu gospodarczego na 2021 r., w której określono strategiczne wytyczne dotyczące wdrażania Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności[3]. Zgodnie z warunkami Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności państwa członkowskie mają przyjąć plany odbudowy i zwiększania odporności, w których określą reformy i inwestycje odpowiadające na główne wyzwania gospodarcze i dostosowane do priorytetów UE, w tym do zaleceń skierowanych do poszczególnych państw członkowskich w ostatnich latach, w szczególności w ramach cykli semestru w 2019 i 2020 r. Dzięki Instrumentowi na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności państwa członkowskie mają zatem okazję wdrażać reformy i inwestycje zgodne z zaleceniami odnoszącymi się do procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, które służą wyeliminowaniu utrzymujących się od dawna problemów strukturalnych, leżących u podstaw istniejących zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Jesienią 2020 r. nie będzie prowadzone szczególne monitorowanie środków polityki stanowiących odpowiedź na istniejące zakłócenia równowagi makroekonomicznej. Monitorowanie odbędzie się natomiast w kontekście oceny planów odbudowy i zwiększania odporności[4]. Pakiet szczegółowych ocen sytuacji na kolejny rok zostanie opublikowany wiosną 2021 r. wraz z oceną programów stabilności i konwergencji. Zostaną w nich szczegółowo zbadane natężenie i zmiany już stwierdzonych zakłóceń równowagi makroekonomicznej oraz ryzyko pojawienia się nowych zakłóceń[5].

---

[2] W rozporządzeniu (UE) nr 1176/2011 wyraźnie wskazano, że w analizie zawartej w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania wykorzystuje się inne istotne informacje (art. 3 ust. 2). Dane objęte tabelą wyników znajdują się w tabelach 1 i 2 na końcu sprawozdania. Do niniejszego sprawozdania dołączono załącznik statystyczny.

[3] „Roczna strategia zrównoważonego wzrostu gospodarczego na 2021 r.", COM(2020) 575 final, dostępna na stronie: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/pl/IP_20_1658

[4] W przypadku państw członkowskich, w których stwierdzono zakłócenia równowagi, szczególne monitorowanie stanowi ukierunkowany nadzór nad postępami we wdrażaniu polityki mającej na celu wyeliminowanie zakłóceń równowagi. Nadzór ten ma charakter dodatkowy w stosunku do nadzoru prowadzonego w ramach cyklu europejskiego semestru. W poprzednich latach przeprowadzano je jesienią.

[5] W przypadku państw członkowskich, w których stwierdzono zakłócenia lub nadmierne zakłócenia w lutym br., uwagi dotyczące poszczególnych państw zawarte w tegorocznym sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania (w sekcji 5) obejmują również podsumowanie najnowszych zaleceń w kontekście

Większość istniejących zakłóceń równowagi makroekonomicznej była w toku korekty, której sprzyjały korzystne warunki makroekonomiczne utrzymujące się do wybuchu kryzysu związanego z COVID-19. *Nierównowagi przepływów*, takie jak nadmiernie duże deficyty obrotów bieżących lub gwałtowny wzrost akcji kredytowej, zostały skorygowane w latach po kryzysie finansowym z 2008 r. w kontekście powszechnego procesu zmniejszania zadłużenia w sektorze prywatnym. Faza wzrostu gospodarczego, która rozpoczęła się w 2013 r., wspierała korektę *nierównowagi zasobowej* – która rozpoczęła się później i przebiegała wolniej – dzięki pobudzeniu procesu zmniejszania relacji zadłużenia sektora prywatnego, długu publicznego i zadłużenia zagranicznego do PKB oraz wzmocnieniu bilansów banków. W ostatnich latach ta ekspansja gospodarcza przyniosła jednocześnie pewne ryzyko przegrzania, głównie na poziomie dynamiki cen nieruchomości mieszkaniowych i zmian konkurencyjności kosztowej, zwłaszcza w państwach, w których wzrost gospodarczy był szczególnie dynamiczny.

Kryzys związany z COVID-19 pogłębia szereg istniejących zakłóceń równowagi makroekonomicznej i mogą się pojawić nowe ryzyka. W szczególności chodzi tu o wzrost relacji długu publicznego i zadłużenia sektora prywatnego do PKB. W dalszej perspektywie spłacie zadłużenia przez sektor prywatny może zagrozić niski poziom aktywności gospodarczej, upadłości i słaby rynek pracy. Trudności ze spłatą zadłużenia pogorszyłyby bilanse banków i zmniejszyłyby jeszcze bardziej ich rentowność. Jednocześnie spodziewane jest zahamowanie obserwowanej ostatnio nadmiernej dynamiki kosztów pracy i cen nieruchomości mieszkaniowych, ale jeżeli to dostosowanie zmieni się w nadmierną korektę w dół, zwłaszcza w przypadku cen nieruchomości mieszkaniowych w państwach członkowskich o już wysokim zadłużeniu gospodarstw domowych, będzie to stanowiło powód do niepokoju.

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

- **W przypadku większości państw członkowskich UE kryzys związany z COVID-19 prawdopodobnie nie spowoduje znaczących zmian salda obrotów bieżących.** Deficyty obrotów bieżących utrzymują się na umiarkowanym poziomie w większości państw. W niektórych państwach utrzymują się wciąż duże nadwyżki obrotów bieżących, chociaż malały one w ostatnich latach. Prognozuje się, że kryzys związany z COVID-19 spowoduje stosunkowo niewielkie zmiany sald obrotów bieżących. Jest to krańcowo inna sytuacja niż podczas światowego kryzysu finansowego, kiedy to państwa UE odnotowywały duże deficyty obrotów bieżących, a kryzys doprowadził do ich likwidacji. Chociaż wartości sald obrotów bieżących pozostają stabilne, kryją się za nimi jednak duże przesunięcia wkładów różnych sektorów w ogólną pozycję zewnętrzną: duża poprawa wierzytelności netto sektora prywatnego jest kompensowana przez znaczne pogorszenie wierzytelności netto sektora publicznego wskutek działań rządów mających na celu łagodzenie skutków kryzysu.
- **Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto) poprawiała się w ostatnich latach w większości państw członkowskich. Obecnie przewiduje się, że ta pozytywna tendencja ustanie.** Chociaż w niektórych państwach członkowskich utrzymuje się wysoki poziom narosłej nierównowagi zewnętrznej, to w 2019 r. MPI netto dalej poprawiała się w większości państw UE. Przyczyniały się do tego salda obrotów bieżących przewyższające poziomy stabilizujące MPI

---

procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej oraz działań podjętych przez dane państwa w celu ich wdrożenia.

netto, wzrost nominalnego PKB, a w niektórych przypadkach także pozytywne skutki wyceny. W dalszej perspektywie spodziewane jest, że relacja MPI netto do PKB przestanie się poprawiać ze względu na duże spadki PKB w 2020 r. i stosunkowo stabilne salda obrotów bieżących.

- **Na początku kryzysu związanego z COVID-19 w niektórych państwach członkowskich spoza strefy euro pojawiły się pewne napięcia w zakresie finansowania zewnętrznego.** Przez krótki czas pod koniec marca i w kwietniu na przepływy kapitału i kursy walutowe niektórych państw członkowskich spoza strefy euro wywierana była presja rynkowa spowodowana wzrostem awersji do ryzyka. Ustąpiła ona w związku z lepszymi wynikami na rynkach finansowych.

- **W świetle skali recesji wpływ kryzysu związanego z COVID-19 na rynek pracy był jak dotąd stosunkowo łagodny, do czego przyczyniły się również wprowadzone środki z zakresu polityki takie jak mechanizmy zmniejszonego wymiaru czasu pracy, ale spodziewany jest wzrost bezrobocia.** Kryzys zatrzymał wieloletnią pozytywną tendencję na rynkach pracy w całej UE. Jak dotąd kryzys przejawia się głównie w spadku średniej liczby godzin na pracownika, podczas gdy liczba osób bezrobotnych wzrosła tylko nieznacznie. To zjawisko chomikowania pracy, polegające na zatrzymywaniu w przedsiębiorstwach nadwyżkowej liczby pracowników, które charakteryzowało wiele gospodarek UE w 2020 r., wynika w dużej mierze z subsydiowanych przez rząd inicjatyw mających na celu utrzymanie miejsc pracy, w szczególności tymczasowych mechanizmów zmniejszonego wymiaru czasu pracy. Spodziewane jest jednak, że wzrost bezrobocia pojawi się z pewnym opóźnieniem, jak to zwykle ma miejsce po recesji. Istnieje w szczególności ryzyko utraty dużej liczby miejsc pracy w sektorach silnie dotkniętych pandemią, które będzie zależeć od tego, jak długotrwałe okażą się skutki pandemii, i od siły reakcji w zakresie polityki.

- **W ostatnich latach w różnych krajach UE następował coraz szybszy wzrost jednostkowych kosztów pracy, jako że płace rosły przy słabym przyroście wydajności, ale po gwałtownym wzroście tych kosztów w 2020 r. spodziewane jest jego spowolnienie w dalszej perspektywie.** Silną dynamikę jednostkowych kosztów pracy odnotowano na przestrzeni ostatnich lat w kilku państwach Europy Środkowo-Wschodniej i w państwach bałtyckich w kontekście solidnego wzrostu gospodarczego. Prognozuje się, że obniżenie wydajności pracy spowodowane spadkiem produkcji w połączeniu z utrzymywaniem miejsc pracy doprowadzi do wzrostu jednostkowych kosztów pracy w 2020 r. pomimo znacznego spowolnienia wzrostu płac. Oczekuje się, że prognozowane na 2021 r. stopniowe ożywienie gospodarcze przyniesie ponowny wzrost ogólnej wydajności, który zrównoważyłby częściowo wzrost jednostkowych kosztów pracy w 2020 r.

- **W 2020 r. spodziewany jest powszechny i znaczny wzrost zadłużenia przedsiębiorstw, spowodowany zwłaszcza ich zapotrzebowaniem na płynność.** Po wybuchu pandemii COVID-19 zaobserwowano gwałtowny wzrost kredytów i pożyczek zaciąganych na finansowanie kapitału obrotowego; w większości państw wzrosły kredyty udzielane przedsiębiorstwom niefinansowym. Gwarancje kredytowe pomogły przedsiębiorstwom pożyczać środki na wsparcie własnej działalności i zwiększyć ich poziom płynności. Do tego wzrostu zadłużenia przyczyniły się również moratoria na spłatę długów. Jest spodziewane, że rosnące poziomy zadłużenia w połączeniu ze znacznym spadkiem PKB w 2020 r. doprowadzą do gwałtownego wzrostu relacji długu do PKB, zwłaszcza w krótkim okresie. W przyszłości dynamika relacji długu do PKB ulegnie prawdopodobnie poprawie w miarę ożywienia gospodarczego, ale mogą pojawić się problemy z obsługą zadłużenia, zwłaszcza w sektorach dotkniętych trwałej pandemią. Miałoby to również wpływ na bilanse kredytodawców.

- **Dynamika zadłużenia gospodarstw domowych wydaje się stosunkowo ograniczona.** Przed kryzysem związanym z COVID-19 w wielu krajach pojawił się ponownie dynamiczny wzrost

akcji kredytowej dla gospodarstw domowych, po wieloletnim okresie, w którym zadłużenie to malało albo rosło tylko w słabym tempie. Wydaje się, że w 2020 r. wzrost salda zadłużenia gospodarstw domowych nieco spowolnił i to pomimo wpływu moratoriów na spłatę długów, które zmniejszyły presję na płynność ze strony zadłużonych gospodarstw domowych i tempo spłat. W 2020 r. relacja zadłużenia gospodarstw domowych do PKB rosła mechanicznie, w związku ze spadkiem PKB. Jednocześnie wzrosły oszczędności gospodarstw domowych w kontekście załamania się konsumpcji. Na perspektywy spłaty zadłużenia przez gospodarstwa domowe wpływa niekorzystnie pogorszenie sytuacji na rynkach pracy.

- **Wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych pozostawał silny w 2020 r., przy czym w niektórych państwach jego dynamika przyśpieszyła, ale obecnie prawdopodobne wydaje się jego spowolnienie, a nawet korekty w dół.** W 2019 r. ceny nieruchomości mieszkaniowych nadal szybko rosły, również w kilku krajach, w których widoczne były oznaki zawyżenia poziomu cen. Pogorszenie perspektyw zatrudnienia i dochodów gospodarstw domowych wskutek kryzysu przekłada się zwykle na osłabienie dynamiki cen nieruchomości mieszkaniowych. Najnowsze dane kwartalne wskazują już na pewne osłabienie rynków mieszkaniowych w ponad połowie państw UE. Prognozy dotyczące wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych sugerują, że w zdecydowanej większości państw członkowskich w latach 2020–2021 będzie miała miejsce korekta tych cen w dół.

- **Po kilkuletnim trendzie spadkowym, który był związany z silniejszym wzrostem nominalnego PKB, dług publiczny rośnie teraz szybko we wszystkich państwach członkowskich, zwłaszcza tych najbardziej dotkniętych skutkami kryzysu związanego z COVID-19.** W ostatnich latach dług publiczny malał w większości państw członkowskich, podczas gdy kilka państw o wysokim zadłużeniu nie zmniejszyło wskaźnika długu albo zmniejszyło go tylko nieznacznie. W czasie kryzysu rządy w całej UE umożliwiały działanie automatycznym stabilizatorom i udzielały bezpośredniego wsparcia fiskalnego i płynnościowego, aby złagodzić kryzys zdrowotny i skutki ograniczenia wydatków przez sektor prywatny. Wskaźniki długu publicznego rosną w większym stopniu w państwach, które odnotowywały najwyższe poziomy długu jeszcze przed kryzysem. Jest to również związane z głębszą recesją w tych państwach. Bezprecedensowe poluzowanie polityki pieniężnej i różnego rodzaju inicjatywy na szczeblach UE i strefy euro utrzymywały koszty finansowania na historycznie niskim poziomie i zwiększały zaufanie. Chociaż niektóre państwa wykorzystały wysoką płynność i popyt ze strony inwestorów, aby wydłużyć strukturę zapadalności swojego długu państwowego, to struktura długu publicznego w innych państwach może potęgować ryzyko: chodzi tu w szczególności o krótkie terminy zapadalności i wysoki poziom długu denominowanego w walutach obcych.

- **Warunki w sektorze bankowym poprawiły się w ostatnich latach, ale wstrząs wywołany pandemią COVID-19 może wystawić na próbę odporność sektora bankowego UE.** Od czasu globalnego kryzysu finansowego sytuacja w sektorze bankowym znacznie się poprawiła – współczynniki kapitałowe i bufory płynnościowe są lepsze niż dziesięć lat temu. Sektor ten zmaga się jednak nadal z problemem niskiej rentowności w warunkach niskich stóp procentowych oraz, w kilku państwach, z nadal stosunkowo wysokim poziomem kredytów zagrożonych. Zapewnianie przez banki centralne dużej płynności pomogło uniknąć zapaści kredytowej po wybuchu pandemii COVID-19; sytuację sektora bankowego ułatwiły też pewne tymczasowe odstępstwa od regulacji. Przewiduje się, że kryzys zaszkodzi jakości aktywów i perspektywom rentowności. Rosnące trudności ze spłatą zadłużenia przez przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe przełożą się w dalszej perspektywie na wzrost odsetka kredytów

zagrożonych, zwłaszcza po wygaśnięciu moratoriów na spłatę długów. Korekty w dół cen nieruchomości mieszkaniowych mogą mieć niekorzystny wpływ na wyceny zabezpieczeń, a tym samym pogorszyć bilanse banków.

Wstrząs wywołany pandemią COVID-19 pogłębia dotychczasowe zakłócenia równowagi w strefie euro, co uwypukla potrzebę optymalnego wykorzystania unijnych środków wsparcia. Według prognozy gospodarczej Komisji z jesieni 2020 r. państwa członkowskie, których gospodarki najbardziej ucierpiały wskutek kryzysu związanego z COVID-19 ze względu na poważny przebieg pandemii lub uzależnienie od sektorów bardzo narażonych na jej skutki, charakteryzują się stosunkowo wysokim poziomem długu publicznego i zadłużenia zagranicznego. Wydaje się zatem, że kryzys związany z COVID-19 nasila już istniejące trendy w zakresie zadłużenia wewnętrznego i zagranicznego w strefie euro. Niektóre państwa, które dotknął poważnie kryzys związany z COVID-19, charakteryzował w niedawnej przeszłości anemiczny wzrost potencjalny. Pandemia może też zatem pogłębiać różnice gospodarcze. Jednocześnie prognozy pokazują, że pomimo znacznego spadku popytu światowego utrzymuje się obecnie nadwyżka handlowa dla strefy euro jako całości, co wskazuje na możliwość dalszego zwiększania popytu wewnętrznego na poziomie zagregowanym strefy euro w celu pobudzenia ożywienia gospodarczego i jednocześnie wsparcia wysiłków EBC na rzecz osiągnięcia celu inflacyjnego. W świetle rosnącego zadłużenia we wszystkich państwach członkowskich Instrument na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności oraz inne instrumenty wsparcia finansowego wdrożone na poziomach strefy euro i całej UE, w tym SURE, REACT-EU oraz większa elastyczność w wykorzystywaniu pozostałych funduszy UE, mogą pomóc państwom członkowskim stworzyć warunki do trwałego ożywienia gospodarczego i wzmocnić odporność. W dalszej perspektywie ważne jest, aby wspierające działania w ramach polityki, reformy i inwestycje wdrażane w całej strefie euro były dobierane w taki sposób, aby skutecznie eliminowały zakłócenia równowagi makroekonomicznej, zwłaszcza, gdy są one nadmierne.

Podsumowując, w sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 ryzyko wydaje się rosnąć w państwach, w których stwierdzono już wcześniej (nadmierne) zakłócenia równowagi. Kryzys związany z COVID-19 cofnął w pewnym zakresie postępy wielu państw członkowskich w stopniowym zmniejszaniu zakłóceń równowagi, któremu sprzyjał przede wszystkim okres ekspansji gospodarczej od 2013 r. Jednocześnie występujące wcześniej presje spowodowane przegrzaniem rynku wskutek silnego wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych i jednostkowych kosztów pracy wydają się obecnie mniejszym zagrożeniem w średnim okresie – prawdopodobna jest nawet korekta w dół. Presja na przepływy kapitału i kursy walutowe jak dotąd pojawiła się w 2020 r. tylko przez krótki czas, ale może się utrzymać zmienność nastrojów na rynku. W związku z tym nadzór musi koncentrować się na państwach, w których wydaje się rosnąć ryzyko. Do tej grupy należą głównie państwa, w których stwierdzono już zakłócenia równowagi. Oprócz tego należy uważnie monitorować rozwój sytuacji w innych państwach członkowskich, w tym w kilku gospodarkach spoza strefy euro, w przypadku których słaba stabilność zewnętrzna przejawiła się wiosną w postaci presji rynkowej, oraz w państwach członkowskich o bardzo wysokim poziomie zadłużenia.

Wzrost relacji zadłużenia sektora prywatnego i długu publicznego do PKB, który nastąpił w 2020 r., wymaga uważnego monitorowania, ale na obecnym etapie nie są konieczne nowe szczegółowe oceny sytuacji. Rośnie ryzyko grożące zakłóceniami równowagi makroekonomicznej. Wiąże się ono zwłaszcza ze wzrostem relacji długu do PKB i dotyczy w szczególności państw, w których stwierdzono już zakłócenia lub nadmierne zakłócenia. Znaczne wzrosty relacji długu do PKB w 2020 r. wynikają w dużej mierze z mechanicznego efektu przejściowych, lecz poważnych recesji, które zmniejszają mianownik tej relacji (tzn. wielkość PKB). Te wzrosty długu publicznego i zadłużenia przedsiębiorstw są również związane z dostosowaniem do potężnego jednorazowego wstrząsu, jakim był wybuch pandemii COVID-19, oraz wynikiem celowych wysiłków politycznych o czasowym

charakterze (związanych również z takimi środkami jak gwarancje bankowe i moratoria na spłatę długów), które miały złagodzić skutki kryzysu i zapobiec pogłębianiu się w przyszłości skutków pandemii w postaci spadku aktywności gospodarczej, dochodów i stabilności makroekonomicznej. Działania zapobiegające pogłębieniu i utrwaleniu się recesji są konieczne, aby poprawić przyszłe perspektywy w zakresie zadłużenia, nawet jeśli wiążą się one z przejściowym wzrostem długu.

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 przeprowadzone, aby stwierdzić, czy istniejące zakłócenia równowagi zmniejszają się, utrzymują czy też pogłębiają, uwzględniając przy tym realizowane polityki naprawcze. Przewiduje się zatem przygotowanie szczegółowych ocen sytuacji dla 12 państw członkowskich, w których stwierdzono występowanie zakłóceń i nadmiernych zakłóceń na podstawie wyników szczegółowych ocen sytuacji z lutego 2020 r.[6] Obecnie zakłócenia równowagi makroekonomicznej stwierdzono w dziewięciu państwach członkowskich (**Chorwacji, Francji, Niemczech, Irlandii, Niderlandach, Portugalii, Rumunii, Hiszpanii** i **Szwecji**), a nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej – **na Cyprze, w Grecji** i **we Włoszech**.

W niniejszym sprawozdaniu zwrócono uwagę na wiążące się potencjalnie z ryzykiem zmiany w szeregu państw członkowskich, dla których nie będą przygotowywane szczegółowe oceny sytuacji. Wskutek pandemii COVID-19 w niektórych państwach spoza strefy euro pojawiło się ponownie ryzyko związane z finansowaniem zewnętrznym. Wydaje się, że w przypadku Węgier warto monitorować wzajemne zależności między zaciąganiem kredytów i pożyczek przez sektor instytucji rządowych i samorządowych a finansowaniem zewnętrznym[7]. Dług publiczny jest częściowo finansowany w walucie obcej, co odzwierciedla otwarty charakter gospodarki oraz fakt, że część dochodów sektora publicznego i sektora prywatnego jest w walutach obcych. Dług publiczny ma jednak bardzo krótki termin zapadalności i jego znaczna część znajduje się w posiadaniu krajowego sektora bankowego, podczas gdy wysokość oficjalnych rezerw zbliżyła się na początku 2020 r. do minimalnego poziomu ostrożnościowego. Chociaż presja rynkowa ustąpiła od wiosny i obecnie nie ma solidnych przesłanek świadczących o tym, że istnieje ryzyko zakłóceń równowagi, ryzyko takie może się ponownie pojawić w przyszłości i w związku z tym wymaga uważnego monitorowania. Warto również monitorować skutki wzrostu relacji długu do PKB w szeregu państw członkowskich, które nie są obecnie objęte nadzorem w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Oczekuje się, że zarówno zadłużenie sektora prywatnego, jak i dług publiczny będą dalej rosnąć, powyżej poziomu wartości progowych ustalonych w procedurze dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Państwa członkowskie, w których prognozuje się wzrost zadłużenia sektora prywatnego przekraczający wartość progową, to Dania, Finlandia i Luksemburg. W Austrii i Słowenii spodziewany jest dalszy wzrost długu publicznego powyżej poziomu 60 % PKB. Istnieje duża niepewność co do tego, w jakim stopniu zmiany te stanowią źródło dodatkowego ryzyka dla stabilności makroekonomicznej, zwłaszcza w świetle konieczności uwzględnienia również perspektyw wzrostu w średnim i długim okresie oraz wpływu kryzysu związanego z COVID-19. Dlatego też na obecnym etapie nie ma potrzeby przeprowadzania szczegółowej oceny sytuacji w odniesieniu do dodatkowych

[6] Zob. „Europejski Semestr 2020: 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(2020) 150 final z 26.2.2020. W lutym br. również Bułgaria została objęta szczegółową oceną sytuacji, ale stwierdzono, że nie występują w niej już zakłócenia równowagi.

[7] Interakcje między finansami publicznymi a sektorem zagranicznym są warte przeanalizowania również w zaplanowanej szczegółowej ocenie sytuacji dotyczącej Rumunii.

państw członkowskich, choć prognozowany wzrost wskaźników długu wymaga uważnego monitorowania.

2. ZMIENIAJĄCE SIĘ PERSPEKTYWY GOSPODARCZE: WPŁYW NA ZAKŁÓCENIA RÓWNOWAGI MAKROEKONOMICZNEJ W STREFIE EURO

Pandemia COVID-19 stanowiła bezprecedensowy wstrząs dla gospodarki. W odpowiedzi na wybuch pandemii wprowadzano, począwszy od marca 2020 r., środki ograniczające, aby zmniejszyć liczbę zakażeń. W większości państw członkowskich środki te były stopniowo łagodzone od maja. Wdrażane środki były zasadniczo proporcjonalne do powagi sytuacji zagrożenia zdrowia publicznego, ale znacznie różniły się między poszczególnymi państwami[8]. W rezultacie pandemii COVID-19 ogromny wstrząs popytowy mający wpływ na konsumpcję został jeszcze spotęgowany ograniczeniami podaży podczas lockdownów. Dynamika spożycia pozostaje stłumiona w porównaniu z tendencjami przed pandemią COVID-19, zwłaszcza w przypadku działalności usługowej, w przypadku której trudniejsze jest unikanie kontaktów międzyludzkich. Hamujący wpływ na inwestycje ma wciąż znaczna niepewność. Niski wzrost dochodów i zatrudnienia oraz słaba dynamika rynku eksportowego będą osłabiać popyt również w dalszej perspektywie. Zakłócenia niektórych łańcuchów wartości i środki ograniczające kontakty personalne w miejscu pracy nadal wpływają niekorzystnie na podaż, zmniejszając wydajność[9]. UE i inne części świata przechodzą obecnie drugą falę pandemii. Panuje duża niepewność co do jej dotkliwości i czasu trwania. W swojej prognozie gospodarczej z jesieni 2020 r. Komisji przewiduje ogółem spadek PKB o -7,8 % w strefie euro i o -7,4 % w UE w 2020 r. Pomimo spodziewanego na 2021 r. ożywienia prognozuje się, że poziomy PKB będą niższe niż przed kryzysem w 2019 r. (wykres 1)[10].[11]

Bezprecedensowe reakcje polityczne pomogły złagodzić skutki gospodarcze kryzysu związanego z COVID-19. W całej UE i w innych głównych regionach świata wdrażano w niespotykanej skali działania w ramach polityki, aby zapobiec załamaniu się dochodów po wprowadzeniu środków ograniczających oraz zmniejszyć ryzyko utraty dużej liczby miejsc pracy i upadłości przedsiębiorstw. Rządy udzielały wsparcia fiskalnego za pomocą mechanizmów zmniejszonego wymiaru czasu pracy i zwiększonego wsparcia dochodu dla osób bezrobotnych. Wprowadzono moratoria na płatności podatków i spłaty kredytów hipotecznych. Udzielano gwarancji kredytów bankowych, aby zapobiec ograniczeniu akcji kredytowej. EBC wdrożył szeroką gamę środków wspierających, aby utrzymać stabilność finansową i sprawne funkcjonowanie rynków finansowych, w tym zapewniał dodatkową płynność bankom, złagodził wymogi dotyczące zabezpieczeń oraz dokonywał dużych dodatkowych zakupów aktywów sektora publicznego i sektora prywatnego w ramach programu zakupu aktywów (APP) i nadzwyczajnego programu zakupów w czasie pandemii (PEPP). Jednolity Mechanizm Nadzorczy złagodził wymogi regulacyjne wobec banków w sposób antycykliczny. W ramach Europejskiego Mechanizmu Stabilności (EMS) wszystkim państwom należącym do strefy euro udostępniono wsparcie z tytułu kryzysu pandemicznego w oparciu o wspomagającą uwarunkowaną

---

[8] Zob. https://ec.europa.eu/info/files/policy-measures-against-spread-coronavirus_pl. Zob. również Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Monitor fiskalny, październik 2020 r.

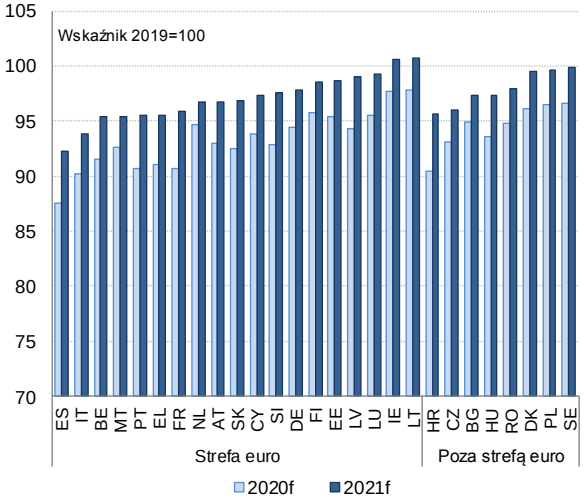
[9] Zob. Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Światowa prognoza gospodarcza, rozdział 2, październik 2020 r.

[10] Komisja Europejska, Europejska prognoza gospodarcza – jesień 2020 r., Institutional paper 136, listopad 2020 r.

[11] Na wykresach w poniższych sekcjach nie uwzględniono Zjednoczonego Królestwa, ponieważ odnoszą się one do procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w 2021 r., czyli po zakończeniu okresu przejściowego.

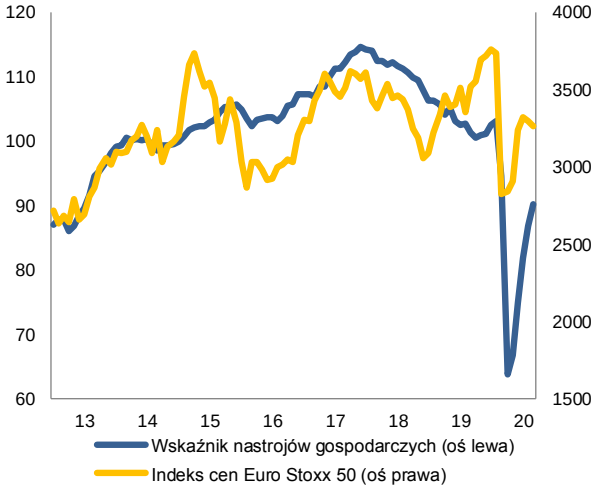
linię kredytową (ECCL). UE i jej państwa członkowskie wprowadziły trzy działania osłonowe dla pracowników, przedsiębiorstw i państw: instrument tymczasowego wsparcia w celu zmniejszenia zagrożeń związanych z bezrobociem w sytuacji nadzwyczajnej (SURE), ogólnoeuropejski fundusz gwarancyjny Europejskiego Banku Inwestycyjnego oraz wsparcie z tytułu kryzysu pandemicznego w ramach EMS. Komisja przedstawiła wnioski w sprawie nowych instrumentów wspierających odbudowę (Next Generation EU), które zostały uzgodnione przez Radę Europejską w lipcu. Chodzi tu w szczególności o duży Instrument na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności. W ramach tego instrumentu udzielane są dotacje i pożyczki wspierające reformy i inwestycje mające na celu zwiększenie potencjału wzrostu gospodarczego, wzmocnienie odporności gospodarczej i społecznej oraz ułatwienia transformacji ekologicznej i cyfrowej, zgodnie z celami Unii w tym zakresie. Wdrożono szereg innych środków z zakresu polityki, w tym przyspieszenie i uelastycznienie wykorzystania pozostałych funduszy UE, wprowadzenie tymczasowych ram pomocy państwa i uruchomienie ogólnej klauzuli wyjścia w ramach paktu stabilności i wzrostu.

Wykres 1: PKB w cenach stałych w porównaniu z poziomem sprzed kryzysu



Źródło: prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej z jesieni 2020 r.

Wykres 2: Nastroje gospodarcze i indeks giełdowy, 2013–2020



Źródło: Komisja Europejska i ECB, dane uzyskane z DataStream.

Po wybuchu pandemii COVID-19 na rynkach finansowych pojawiły się początkowo silne reakcje. Rynki finansowe spodziewały się poważnej recesji wkrótce po wybuchu kryzysu związanego z COVID-19. Doszło do załamania rynków akcji w związku ze zmianą oczekiwań co do zysków przedsiębiorstw. Wyceny rynku obligacji odzwierciedlały dynamikę ucieczki do bezpiecznych aktywów: wzrosły premie z tytułu ryzyka w przypadku obligacji państwowych postrzeganych przez inwestorów jako bardziej ryzykowne i zwiększyły się znacznie spready obligacji korporacyjnych, zwłaszcza w segmentach o niskim ratingu. Dynamika kursu walutowego odzwierciedlała presję na rynki wschodzące w sytuacji odpływu kapitału i znacznych korekt w dół cen ropy naftowej i surowców. Zaobserwowano również pewną presję na osłabienie walut kilku państw członkowskich spoza strefy euro. Napięcia były szczególnie widoczne również w przypadku niektórych walut i rentowności obligacji państw członkowskich spoza strefy euro, które przyjęły systemy elastycznego kursu walutowego w warunkach nasilonej zmienności przepływów kapitału. [12]

Po wprowadzeniu przez władze publiczne środków wspierających warunki na rynkach finansowych uległy znacznej poprawie, odrywając się jednocześnie od realnych perspektyw gospodarczych. Na rynkach akcji i obligacji pojawiło się ożywienie, a premie za ryzyko zmniejszały się. Rynki kursów walutowych ustabilizowały się, podobnie jak rynki towarowe. Straty, które skumulowały się od czasu wybuchu pandemii COVID-19, znacznie zmalały. Ograniczono też wahania rynkowe. Wydaje się, że w kontekście masowych, szybkich i wiarygodnych interwencji ze strony władz publicznych rynki finansowe oderwały się od realnych perspektyw gospodarczych, które są nadal narażone na znaczne ryzyko pogorszenia(Wykres 2).[13]

[12] Zob. również EBC, Financial Stability Review, maj 2020 r., Bank Rozrachunków Międzynarodowych, Roczne sprawozdanie gospodarcze, czerwiec 2020 r., oraz Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Raport na temat stabilności finansowej na świecie, kwiecień 2020 r., aktualizacja z czerwca 2020 r. i październik 2020 r.

[13] Wskaźnik Komisji dotyczący nastrojów gospodarczych poprawił się wprawdzie, ale jest obecnie niższy od średniej notowanej od ożywienia gospodarczego w 2013 r., natomiast główny indeks cen akcji w strefie euro

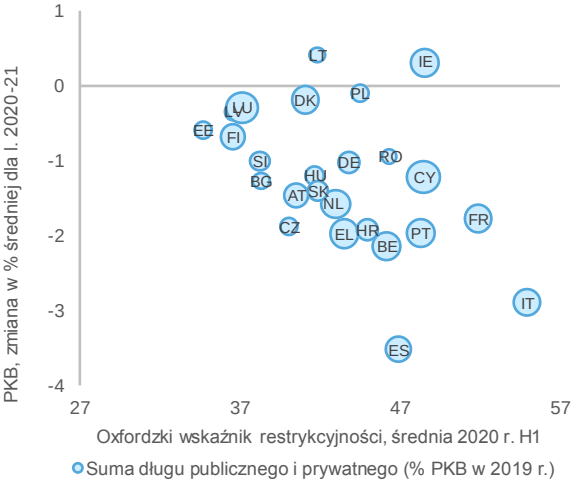
Perspektywy gospodarcze związane z rozwojem pandemii, a także reakcjami politycznymi i zmianami zachowań podmiotów gospodarczych obarczone są dużą niepewnością. Nie pojawiły się jeszcze w pełni skutki recesji z wiosny 2020 r., jeżeli chodzi o wpływ na zatrudnienie, upadłości i bilanse banków. Obecnie trwająca druga fala pandemii pogarsza perspektywy wzrostu gospodarczego, ponieważ wprowadzane są nowe środki powstrzymujące jej rozprzestrzenianie się. Spodziewane jest, że w krótkim okresie zahamują one aktywność gospodarczą i pogorszą nastroje, co będzie miało negatywny wpływ na konsumpcję i inwestycje, choć w mniejszym stopniu niż wiosną, dzięki temu, że obecne podejście jest bardziej ukierunkowane. Wydaje się zatem bardzo prawdopodobne, że po silnym ożywieniu w trzecim kwartale czwarty kwartał 2020 r. przyniesie zastój we wzroście unijnego PKB UE. Mogą się też ponownie pojawić napięcia handlowe i geopolityczne. Wspierający kurs polityki organów budżetowych i władz monetarnych był dotychczas oceniany przez rynki finansowe jako wiarygodny, a przedwczesne wycofanie środków stanowiłoby ryzyko. Nie można wykluczyć ponownej oceny ryzyka i pojawienia się na nowo napięć finansowych, zwłaszcza w państwach, które wykazują jednocześnie wysoki poziom długu, słabą pozycję zewnętrzną i duże potrzeby w zakresie finansowania, których nie są w stanie zaspokoić na rynku krajowym. Jeżeli chodzi o ewentualny bardziej pozytywny scenariusz, szybsze postępy w kontrolowaniu pandemii oraz wdrażanie ambitnych i skoordynowanych polityk w UE mogłyby umożliwić szybsze pojawienie się ożywienia gospodarczego.

Obecna sytuacja gospodarcza ma wpływ na zakłócenia równowagi makroekonomicznej. W większości państw członkowskich rosną relacje długu publicznego i zadłużenia sektora prywatnego do PKB. Wzrost ten jest spowodowany zarówno mechanicznym efektem recesji, która zmniejsza mianownik w relacji długu do PKB, jak i zaciąganiem nowych kredytów i pożyczek przez sektor publiczny i sektor przedsiębiorstw w celu złagodzenia skutków kryzysu związanego z COVID-19. Oprócz tego pogarszające się perspektywy dotyczące spłaty zadłużenia sektora publicznego i sektora prywatnego stanowią ryzyko mogące mieć wpływ na bilanse sektora finansowego, który także ucierpiałby bezpośrednio wskutek wstrząsu spowodowanego COVID-19, tracąc częściowo rentowność. Jednocześnie zatrzymają się prawdopodobnie trendy pogorszenia konkurencyjności kosztowej i cenowej oraz silnego wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych, które obserwowano wcześniej w niektórych państwach członkowskich. W tym kontekście pojawiają się jednak pytania o możliwe skutki odwrócenia tych trendów. W szczególności, stłumiony wzrost albo spadek dochodów z pracy może przełożyć się na słabszą zdolność gospodarstw domowych do spłaty zadłużenia, a korekty w dół cen nieruchomości mieszkaniowych – zwłaszcza gdy wystąpią w państwach o wysokim poziomie zadłużenia gospodarstw domowych i będą przebiegać w sposób nieuporządkowany – mogą pogorszyć bilanse banków, ponieważ zmaleje wartość zabezpieczeń.

---

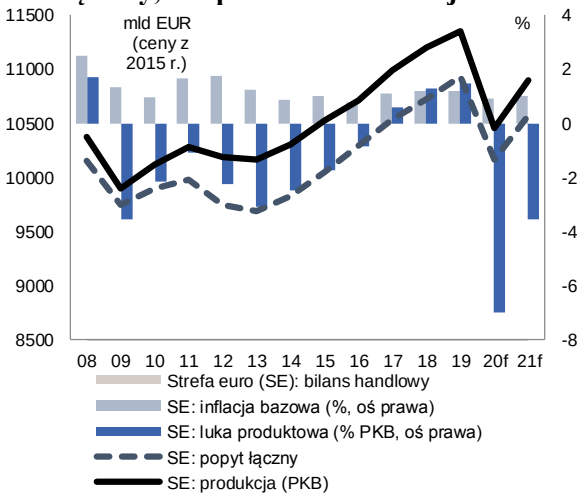
powrócił do wartości zasadniczo zbliżonych do średniej z tego samego okresu po 2013 r. Zob. również Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Stabilność finansowa na świecie, aktualizacja z czerwca 2020 r. i październik 2020 r.

Wykres 3: Recesje, wskaźnik restrykcyjności polityki (Oxford Stringency Index) i poziomy zadłużenia przed COVID-19



Źródło: Eurostat, prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej z jesieni 2020 r. i oksfordzka baza danych o rządowych środkach reagowania na COVID-19.

Wykres 4: Produkcja strefy euro, popyt wewnętrzny, eksport netto i inflacja bazowa



Źródło: baza danych AMECO i prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej z jesieni 2020 r.
Uwaga: chociaż różnica między PKB a popytem wewnętrznym z definicji powinna być równa bilansowi handlowemu, dane te nie odpowiadają sobie w pełni ze względu na rozbieżności w sprawozdawczości w obrębie strefy euro.

Wydaje się, że wstrząs związany z COVID-19 pogłębia dotychczasowe zakłócenia równowagi w strefie euro.[14] Chociaż nie wydaje się, aby poziom zadłużenia był czynnikiem znacznie pogłębiającym recesję po pandemii COVID-19, to większość państw najbardziej dotkniętych pandemią i zmuszonych do wprowadzenia środków powstrzymujących jej rozprzestrzenianie się charakteryzował stosunkowo wysoki poziom długu publicznego lub zadłużenia sektora prywatnego (Wykres 3). [15] Oznacza to, że wskutek dosyć poważnych recesji rosną obecnie relacje długu do PKB, zwłaszcza w krajach, w których poziom zadłużenia był już wcześniej stosunkowo wysoki. [16] Niektóre kraje będące

[14] 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". Analiza zawarta w sprawozdaniu towarzyszy ocenie przedstawionej w dokumencie roboczym służb Komisji „Analiza gospodarki strefy euro", który jest dołączony do zalecenia Komisji dotyczącego zalecenia Rady w sprawie polityki gospodarczej w strefie euro.

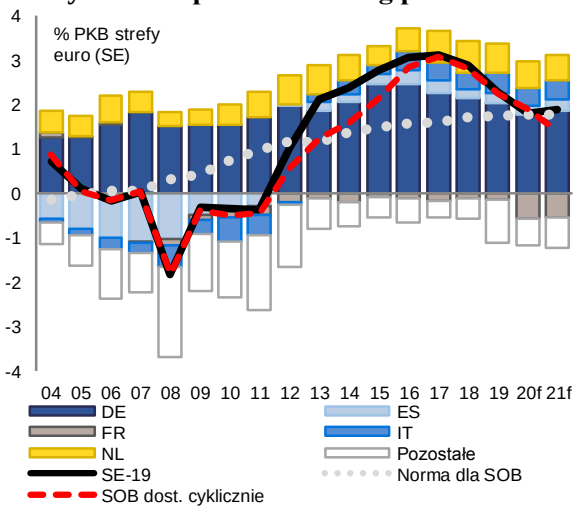
[15] Wskaźnik restrykcyjności polityki przedstawiony na wykresie 3 obejmuje w ujęciu zagregowanym osiem środków powstrzymujących rozprzestrzenianie się pandemii i jeden komponent dotyczący ochrony zdrowia. Zobacz T. Hale i in. (2020), „Variation in government responses to COVID-19" [Zmiany w reakcji rządu na COVID-19]. Bankowa Grupa Interesariuszy, dokument roboczy 32 (wersja 8.0), Blavatnik School of Government, Uniwersytet Oksfordzki, październik.

[16] Po sprawdzeniu stopnia surowości lockdownu, jakości instytucji i zależności gospodarki od turystyki dług publiczny nie wydaje się znaczący w świetle grupy reprezentatywnej czynników determinujących skalę recesji po pandemii COVID-19. Wynik ten potwierdza pogląd, że interwencje władz monetarnych wspierające rynki obligacji skutecznie zapobiegały pogłębieniu recesji przez napięcia na tych rynkach. Zob. A. Sapir, „Why has COVID-19 hit different European Union economies so differently?" [Dlaczego COVID-19 dotknął gospodarki Unii Europejskiej w tak różny sposób?], Policy Contribution Issue nr 18, wrzesień 2020 r.

dłużnikami netto, które zostały poważnie dotknięte pandemią, charakteryzuje ponadto stosunkowo wysoki udział dochodów z turystyki (są to m.in. Cypr, Grecja, Portugalia, Hiszpania). Państwa te są szczególnie narażone na kryzys związany z COVID-19 i ma on również wpływ na ich salda zewnętrzne. Podsumowując, wydaje się, że kryzys związany z COVID-19 wzmacnia już istniejące w strefie euro trendy w zakresie różnic gospodarczych oraz zadłużenia krajowego i zagranicznego.

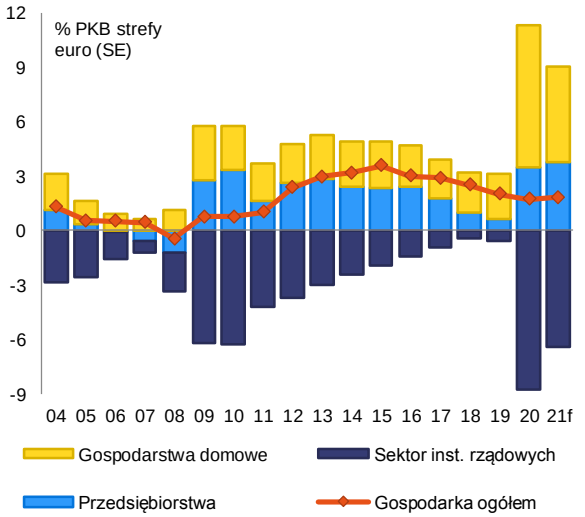
W związku z ogromnym spadkiem zagregowanego popytu prognozowane jest, że nadwyżka bilansu handlowego strefy euro przestanie się stopniowo zmniejszać. Nadwyżka handlowa strefy euro malała od 2017 r., a na lata 2020 i 2021 prognozuje się, że pozostanie zasadniczo na niezmienionym poziomie. Spodziewane jest, że spadek PKB w 2020 r. i jego ponowny wzrost w 2021 r. będą zasadniczo odpowiadać zmianom popytu wewnętrznego. Prognozuje się tak samo, że dynamika importu strefy euro będzie ściśle odpowiadać dynamice eksportu. W świetle pogorszenia się luki produktowej w 2020 r., która według prognoz ma być większa niż ta zaobserwowana w 2009 r. po kryzysie finansowym, nie jest zatem spodziewany dalszy spadek nadwyżki handlowej na poziomie strefy euro. Jednocześnie oczekuje się, że inflacja bazowa pozostanie niska (Wykres 4).

Wykres 5: Zmiany salda obrotów bieżących strefy euro: w podziale według państw



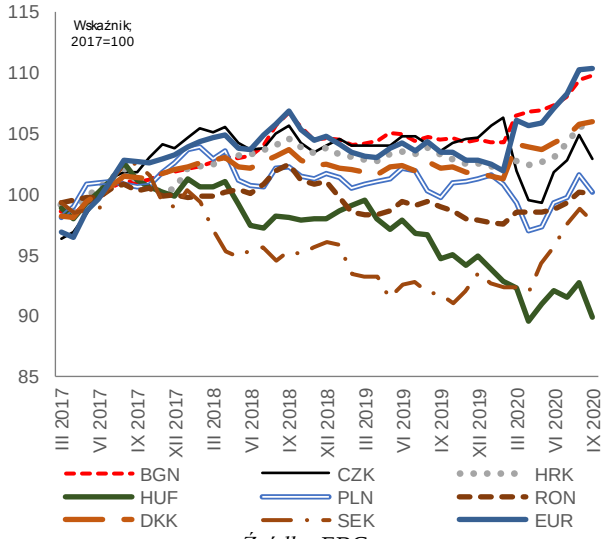
Źródło: bilans płatniczy opracowany przez Eurostat i prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej z jesieni 2020 r.
Uwaga: saldo obrotów bieżących 19 państw strefy euro za lata 2020 i 2021 odpowiada skorygowanej wartości zawartej w prognozie Komisji Europejskiej z jesieni 2020 r., która uwzględnia rozbieżności w sprawozdawczości poszczególnych krajowych organów statystycznych w obrębie strefie euro (zob. przypis 17).

Wykres 6: Wierzytelności netto/zadłużenie netto strefy euro



Źródło: baza danych AMECO, Eurostat; prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej z jesieni 2020 r.
Uwaga: dane dotyczące gospodarki ogółem za lata 2020 i 2021 dla strefy euro liczącej 19 członków (SE-19) odpowiadają skorygowanym wartościom zawartym w prognozie Komisji Europejskiej z jesieni 2020 r. Dane dotyczące gospodarki SE-19 ogółem za wcześniejsze lata odpowiadają wierzytelnościom netto/zadłużeniu netto według danych Eurostatu dotyczących bilansu płatniczego. Dane dotyczące sektora gospodarstw domowych i sektora przedsiębiorstw za lata 2020 i 2021 oblicza się jako sumę dla 19 państw należących do strefy euro, z wyjątkiem Malty, dla której dane nie są dostępne.

Wykres 7: Nominalne efektywne kursy walutowe (NEER)



Źródło: EBC.

Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących strefy euro wyrażona jako odsetek PKB malała od 2017 r., a na 2020 r. prognozowany jest jej dalszy spadek. Saldo obrotów bieżących strefy euro rosło do 2017 r. w związku z powszechnym zmniejszaniem zadłużenia, a od tego czasu odnotowano jego spadek. W 2019 r. saldo obrotów bieżących strefy euro szacuje się na 2,3 % PKB (Wykres 5).[17] Chociaż w latach 2017–2018 spadek nadwyżki na rachunku obrotów bieżących wynikał głównie ze zmian bilansu handlowego towarów, które były związane w szczególności z napięciami w polityce handlowej i większymi kosztami energii, za spadek w 2019 r. odpowiadało w dużej mierze saldo usług. Mimo tych spadków nadwyżka na rachunku obrotów bieżących strefy euro w 2019 r. pozostała największą nadwyżką na świecie w ujęciu nominalnym. Jej wartość, również po uwzględnieniu zmian cyklicznych, przekraczała nieznacznie normę dla salda obrotów bieżących, która jest uzasadniona w świetle fundamentalnych parametrów gospodarczych i szacowana na 2 % PKB strefy euro[18]. Przy założeniu niezmiennego kursu polityki spodziewane jest, że nadwyżka na rachunku obrotów bieżących strefy euro będzie się dalej zmniejszać, do poziomu 1,8 % PKB w 2020 r., a według prognozy Komisji Europejskiej z jesieni 2020 r. wzrośnie następnie do 1,9 % PKB w 2021 r., osiągając tym samym wartość nieco niższą niż szacowana obecnie norma dla salda obrotów bieżących. Prognozowane zmniejszenie nadwyżki strefy euro wynika częściowo ze spadku kosztów energii; znaczne umocnienie euro, które rozpoczęło się na początku 2020 r. (Wykres 7), oznaczałoby również spadek salda obrotów bieżących w dalszej perspektywie.

Struktura geograficzna nadwyżki na rachunku obrotów bieżących strefy euro pozostaje stabilna, ale zmienia się znacząco wkład poszczególnych sektorów gospodarki. Na nadwyżkę strefy euro składają się w dalszym ciągu głównie duże, ale stale malejące, nadwyżki odnotowywane w Niemczech i Niderlandach: w 2019 r. salda obrotów z zagranicą tych dwóch państw stanowiły łącznie 2,7 % PKB strefy euro[19]. Oczekuje się, że salda obrotów bieżących strefy euro będą wykazywać pewną stabilność w poszczególnych krajach również w latach 2020 i 2021 (Wykres 5). Chociaż wartości sald obrotów bieżących pozostają stabilne, kryją się za nimi jednak znaczne przesunięcia w obrębie pozycji wierzytelności netto poszczególnych sektorów gospodarki: znaczny wzrost wierzytelności netto sektora prywatnego jest niemal całkowicie skompensowany przez gorszą sytuację sektora instytucji rządowych i samorządowych (Wykres 6). Ta tendencja, zaobserwowana w odniesieniu do strefy euro jako całości, potwierdza się również w przypadku poszczególnych państw. Duży wzrost oszczędności sektora gospodarstw domowych w 2020 r. jest w dużej mierze związany ze środkami izolacji i słabą dynamiką spożycia usług, w przypadku których możliwości utrzymania dystansu fizycznego są niewielkie, a także zapobiegawczym oszczędzaniem w odpowiedzi na większą niepewność. Gwałtowny wzrost wierzytelności netto przedsiębiorstw wiąże się częściowo ze spadkiem inwestycji, a oprócz tego wynika też ze wzrostu zapobiegawczych oszczędności. Malejące dochody sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz środki polityki fiskalnej wdrażane w celu złagodzenia wpływu pandemii

[17] Dane dotyczące salda obrotów bieżących strefy euro, o których jest tutaj mowa i które wykorzystano w niniejszym sprawozdaniu, odnoszą się do „skorygowanego" salda na rachunku bieżącym w obrotach strefy euro z resztą świata (zgodnie z danymi statystycznymi dotyczącymi bilansu płatniczego strefy euro), którego wartość jest spójna ze zgłaszanymi przez państwa członkowskie saldami obrotów bieżących względem partnerów spoza strefy euro (w ramach tzw. koncepcji wspólnotowej). Wartość ta może różnić się od sumy nominalnych sald obrotów bieżących państw członkowskich ze względu na asymetrie pomiędzy saldami członków strefy euro zgłaszanymi przez poszczególne krajowe urzędy statystyczne.

[18] MFW (External Sector Report, 2020) sugeruje, że norma dla salda obrotów bieżących strefy euro wynosi około 1,4 % PKB.

[19] Suma nadwyżek odnotowanych w Niemczech i Niderlandach jest wyższa niż nadwyżka strefy euro, ponieważ niektóre państwa do niej należące odnotowały w 2019 r. deficyty; zob. również przypis 17.

COVID-19 na dochody przekładają się na znaczne pogorszenie salda wierzytelności netto sektora instytucji rządowych i samorządowych. Podobne tendencje, choć mniej natężone, są prognozowane na 2021 r.

Jeżeli chodzi o dalszą perspektywę, ograniczenie rosnącego ryzyka makroekonomicznego wymaga skutecznego wdrażania unijnych środków wsparcia.

- Obecny kryzys różni się diametralnie od kryzysu finansowego z 2008 r. Podczas gdy ten ostatni był w dużej spowodowany wyrównywaniem się destabilizujących zakłóceń równowagi (nadmiernego wykorzystania dźwigni finansowej w sektorze finansowym, baniek na rynku nieruchomości, dużych i stale rosnących deficytów bilansu płatniczego oraz wzrostu długu publicznego nawet w okresach dobrej koniunktury), to kryzys związany z COVID-19 jest rezultatem wstrząsów gospodarczych wywołanych przez ograniczenia rządowe i zmiany wzorców zachowań w odpowiedzi na zagrożenia zdrowotne. Wstrząsy te następują w sytuacji, gdy dzięki niedawnym korzystnym warunkom gospodarczym większość pozycji zewnętrznych zrównoważyła się lub osiągnęła nadwyżkę, w efekcie wieloletniego delewarowania sektora finansowego powstały solidne bufory kapitałowe w sektorze bankowym, dzięki procesowi zmniejszania zadłużenia w sektorze prywatnym relacja zadłużenia tego sektora do PKB spadła do poziomów znacznie niższych od szczytowych wartości obserwowanych przed kryzysem finansowym z 2008 r., a relacje długu publicznego do PKB zaczęły wykazywać tendencję spadkową w większości państw członkowskich strefy euro.
- Kluczowe znaczenie dla przyszłych perspektyw spłaty zadłużenia ma zapewnienie ożywienia gospodarczego i wzmocnienie fundamentalnych parametrów gospodarczych, co wymaga utrzymania przez cały 2021 r. wspierającego kursu polityki. Trwałe ożywienie ma kluczowe znaczenie dla sektora instytucji rządowych i samorządowych, ze względu na dynamikę dochodów publicznych, dla sektora finansowego i sektora przedsiębiorstw niefinansowych, ponieważ zdolność spłaty zadłużenia zależy od rentowności, a także dla gospodarstw domowych, gdyż zdolność obsługi zadłużenia hipotecznego będzie w przyszłości zależeć od dynamiki zatrudnienia i dochodów.
- Sprawne wykorzystanie dostępnych instrumentów wprowadzonych na poziomie strefy euro i całej UE przy jednoczesnym skutecznym wdrażaniu niezbędnych reform i inwestycji wspierałoby trwałe ożywienie gospodarcze i wzmacniało odporność. Niezwykle ważną rolę będzie odgrywać pełna absorpcja środków unijnych i wykorzystanie ich w jak najbardziej produktywny sposób. Zwiększyłoby to wpływ funduszy UE na gospodarkę i zapobiegło jednocześnie ryzyku, że takie zwiększenie wydatków w krótkim okresie będzie napędzać nadmierny wzrost działalności w sektorach dóbr niewymiennych oraz nierównowagę zewnętrzną w państwach, w których wpływy środków unijnych stanowią dużą część PKB.
- W dalszej perspektywie ważne jest, aby wspierające działania w ramach polityki, reformy i inwestycje wdrażane w całej strefie euro były dobierane w taki sposób, aby skutecznie eliminowały zakłócenia równowagi makroekonomicznej, zwłaszcza, gdy są one nadmierne.

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

Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania opiera się na ekonomicznej interpretacji tabeli wyników dla procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, która to tabela obejmuje szereg wskaźników i stanowi narzędzie pozwalające wykryć dowody

prima facie świadczące o możliwym ryzyku i podatności na zagrożenia. Tabela zawiera 14 wskaźników i orientacyjnych wartości progowych odnoszących się do następujących obszarów: pozycji zewnętrznej, konkurencyjności, zadłużenia sektora prywatnego oraz długu publicznego, rynków mieszkaniowych, sektora bankowego i zatrudnienia. Tabela opiera się na rzeczywistych danych dobrej jakości statystycznej, aby zapewnić stabilność danych i ich spójność między państwami. Zgodnie z rozporządzeniem w sprawie procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej (rozporządzenie (UE) nr 1176/2011) wartości z tabeli wyników nie są odczytywane mechanicznie w ocenach zawartych w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania, ale są poddawane interpretacji ekonomicznej, która pozwala na głębsze zrozumienie ogólnego kontekstu gospodarczego i uwzględnienie kwestii specyficznych dla poszczególnych państw[20]. Zestaw 28 wskaźników dodatkowych uzupełnia analizę tabeli wyników.

W porównaniu z wcześniejszymi sprawozdaniami przedkładanymi w ramach mechanizmu ostrzegania w niniejszym sprawozdaniu wykorzystano w większym stopniu prognozy i dane o wysokiej częstotliwości, aby ocenić dodatkowo skutki kryzysu związanego z COVID-19 w warunkach dużej niepewności. Skutki te nie są widoczne w oficjalnej tabeli wyników sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania, ponieważ zawiera ona jedynie dane do 2019 r. Wartości zmiennych zawartych w tabeli wyników i innych zmiennych, które były potrzebne do celów analizy w kontekście procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej na lata 2020 i 2021, oszacowano zatem w oparciu o dane prognostyczne Komisji i prognozy teraźniejszości opracowane na podstawie danych dotyczących przedziałów czasowych poniżej jednego roku (szczegółowe informacje na temat każdej zmiennej z tabeli wyników znajdują się w ramce 1). Chociaż szacunki te wydają się konieczne do oceny bieżącej sytuacji, należy również pamiętać o dużej niepewności związanej z tymi prognozami. Podobnie jak w poprzednich latach w ocenie zawartej w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania uwzględniono także ustalenia wynikające z ram oceny, a także wnioski z istniejących szczegółowych ocen sytuacji i odpowiednich analiz. Analiza Komisji podlega w dalszym ciągu zasadzie przejrzystości w zakresie wykorzystanych analiz i danych, a także zasadzie ostrożności w odniesieniu do wniosków z uwagi na świadomość oznaczeń zastrzegających w sprawie jakości danych.

Dane zawarte w tabeli wyników wskazują, że postępująca do niedawna korekta nierównowagi zasobowej ulegnie zahamowaniu, a ryzyko przegrzania obserwowane w ostatnich latach zmniejszy się w związku z kryzysem. Policzenie wartości, które przekraczały progi w tabeli wyników zawartej w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania w kolejnych latach, pozwoliło dostrzec poniższe tendencje (Wykres 8).

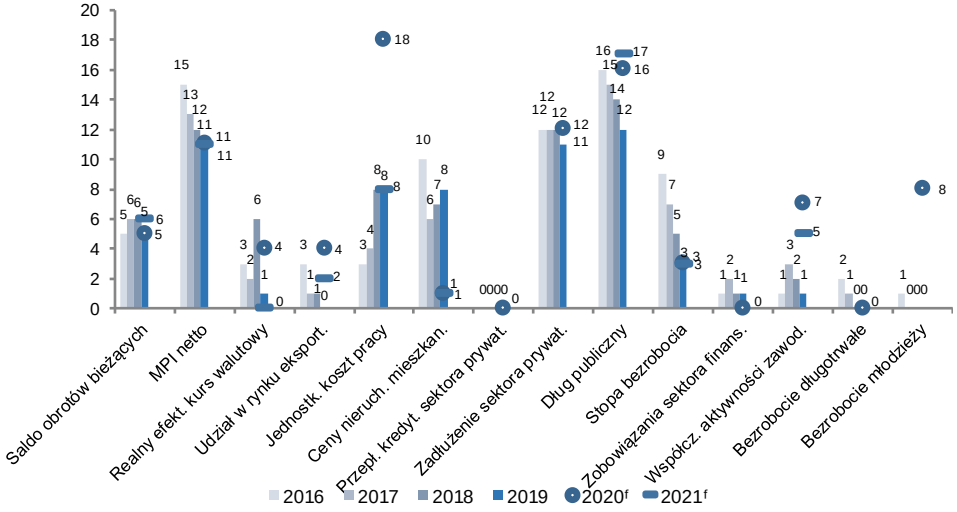
- Faza ekspansji gospodarczej, która rozpoczęła się w 2013 r., przyczyniła się do zmniejszenia relacji zadłużenia sektora prywatnego i długu publicznego do PKB dzięki korzystnym efektom mianownika. Zgodnie z tym do 2019 r. coraz mniejsza liczba państw wykazywała wskaźniki zadłużenia przekraczające wartości progowe. Wydaje się, że kryzys związany z COVID-19 zatrzymał ten trend.

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

- Po skorygowaniu dużych deficytów obrotów bieżących, które utrzymywały się w pierwszej dekadzie XXI w., podczas ostatniego dziesięciolecia narastały duże nadwyżki na rachunku obrotów bieżących niektórych gospodarek. Nadwyżki te uległy zmniejszeniu w ostatnich latach. Nie przewiduje się, aby kryzys związany z COVID-19 miał poważne skutki dla korekty zewnętrznej, ponieważ jego spodziewany wpływ na rachunki zewnętrzne będzie ograniczony, a liczba państw przekraczających wartości progowe dla sald obrotów bieżących i MPI netto zmienia się jedynie nieznacznie.

- Szybko rosnące jednostkowe koszty pracy i ceny nieruchomości mieszkaniowych sprawiły, że w ostatnich latach więcej wskaźników przekraczało odpowiednie wartości progowe. Spodziewane jest, że ta presja spowodowana przegrzaniem rynku, która występowała w krajach o szybkim wzroście, stopniowo ustąpi w efekcie kryzysu związanego z COVID. Widać to najbardziej na poziomie cen nieruchomości mieszkaniowych: w związku ze spodziewanym zahamowaniem ich dynamiki mniej będzie przypadków, w których grozi przekroczenie wartości progowej. Wzrost jednostkowych kosztów pracy może również osłabnąć, ale dopiero po przejściowym, choć gwałtownym wzroście w 2020 r., kiedy to ponad połowa państw członkowskich może przekroczyć wartość progową. Wzrost ten wynika z mechanicznego efektu wyraźnie niższej wydajności pracy, który pojawia się w sytuacji, gdy gwałtownie spada aktywność gospodarcza, a poziom zatrudnienia zmienia się tylko w niewielkim stopniu. Głównym powodem prognozowanego przekroczenia wartości progowych przez realne efektywne kursy walutowe są zmiany nominalnych kursów walutowych.

Wykres 8: Liczba państw członkowskich odnotowujących zmienne uwzględnione w tabeli przekraczające wartość progową



Źródło: Eurostat i obliczenia służb Komisji (zob. również ramka 1).
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. Informacje o podejściach zastosowanych na potrzeby prognozowania wskaźników tabeli wyników na lata 2020 i 2021 można znaleźć w ramce 1. Prognozy dotyczące następujących wskaźników sporządzono wyłącznie na 2020 r.: przepływy kredytowe sektora prywatnego, zadłużenie sektora prywatnego, zobowiązania sektora finansowego, bezrobocie długotrwałe, bezrobocie młodzieży.

Ramka 1: Prognozy teraźniejszości dotyczące podstawowych wskaźników zawartych w tabeli

wyników

Aby wzmocnić elementy prospektywne w interpretacji tabeli wyników, analiza sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania opiera się również, w miarę możliwości, na prognozach i projekcjach na lata 2020 i 2021 oraz na „prognozach teraźniejszości" dotyczących bieżącego roku. Wartości te opierają się na danych z prognozy Komisji z jesieni 2020 r., jeżeli są one dostępne. W przeciwnym razie dane liczbowe odzwierciedlają prognozy teraźniejszości oparte na wskaźnikach zastępczych, które służby Komisji opracowały specjalnie do celów niniejszego sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania.

W poniższej tabeli podsumowano założenia przyjęte na potrzeby prognoz i uzyskanych w drodze „prognozowania teraźniejszości" wartości podstawowych wskaźników tablicy wyników. Należy zauważyć, że wartości PKB znajdujące się w mianowniku niektórych wskaźników pochodzą z jesiennej prognozy Komisji.

W przypadku stóp obrazujących wieloletnie zmiany (takich jak pięcioletnia zmiana udziałów w rynkach eksportowych) na prognozach opierają się jedynie komponenty dotyczące lat 2020 i 2021, natomiast w komponentach dotyczących 2019 r. lub lat wcześniejszych wykorzystano dane Eurostatu stanowiące podstawę tabeli wyników dla procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

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

Wskaźnik	Podejście	Źródła danych
Saldo obrotów bieżących, % PKB (średnia z 3 lat)	Wartości z jesiennej prognozy Komisji dotyczące salda obrotów bieżących (koncepcja bilansu płatniczego)	baza danych AMECO.
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	Jesienna prognoza Komisji dotycząca wierzytelności netto/zadłużenia netto w gospodarce ogółem określa zmianę MPI netto odzwierciedlającą transakcje; inne efekty (np. skutek zmian wyceny) są uwzględniane do II kw. 2020 r., przy założeniu, że potem pozostaną one zerowe.	baza danych AMECO, Eurostat.
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.)	Wartości z jesiennej prognozy Komisji.	baza danych AMECO.
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	Dane liczbowe opierają się na (i) prognozie Komisji dotyczącej nominalnego eksportu towarów i usług dla państw członkowskich UE (koncepcja rachunków narodowych) oraz (ii) prognozie Komisji dotyczącej eksportu towarów i usług w ujęciu ilościowym dla reszty świata, przeliczonych na poziomy nominalne za pomocą deflatora importu USA oraz prognoz kursu walutowego EUR/USD, opracowanych przez Komisję.	baza danych AMECO.
Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy, 2010=100 (zmiana w %, 3 l.)	Wartości z jesiennej prognozy Komisji.	baza danych AMECO.
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkaniowych (2015=100) w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	Prognozy na podstawie modelu obliczono w oparciu o model wyceny nieruchomości mieszkaniowych, przekazanego państwom członkowskim w ramach grupy roboczej ds. metodologii strategii lizbońskiej Komitetu Polityki Gospodarczej. Prognozy przedstawiają zmiany procentowe realnych cen nieruchomości mieszkaniowych, które są przewidywane na podstawie fundamentalnych parametrów gospodarczych (ludność, prognozowany dochód do dyspozycji, zasoby mieszkaniowe, długoterminowa stopa procentowa oraz deflator cen dla wydatków na spożycie prywatne), a także współczynnik korygujący błędy podsumowujący korekty cen zbliżające je do	Eurostat, służby Komisji

	poziomu odpowiadającego fundamentalnym parametrom gospodarczym w długim okresie.	
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, skonsolidowane (% PKB)	Wartość za 2020 r. reprezentuje wskaźnik zastępczy przepływów kredytowych od I kw. 2020 r. do III kw. 2020 r., do obliczenia którego wykorzystano skonsolidowane dane z kwartalnych rachunków sektorowych EBC za okres od I kw. do II kw. 2020 r. oraz wskaźniki zastępcze dla niektórych składników przepływów kredytowych z III kw. 2020 r. W ramach tej ostatniej wartości przepływy kredytów i pożyczek udzielanych sektorowi prywatnemu przez monetarne instytucje finansowe (MIF) (na podstawie sporządzonych przez EBC pozycji bilansowych (BSI EBC)) wykorzystuje się do projekcji komponentów kredytów bankowych w III kw. 2020 r., a nominalną emisję dłużnych papierów wartościowych (na podstawie statystyk EBC dotyczących emisji papierów wartościowych (SEC EBC)) – do projekcji emisji obligacji w III kw. 2020 r.	EBC (QSA, BSI, SEC).
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	Wartość wskaźnika zastępczego zadłużenia sektora prywatnego za 2020 r. dotyczy sytuacji na koniec III kw. 2020 r. Do jej obliczenia wykorzystano skonsolidowane dane z kwartalnych rachunków sektorowych EBC za II kw. 2020 r. Prognozuje się tę wartość na przyszły okres – III kw. 2020 r., z wykorzystaniem danych dotyczących kredytów bankowych (na podstawie BSI EBC) oraz danych dotyczących zobowiązań z tytułu obligacji (na podstawie SEC EBC).	EBC (QSA, BSI, SEC).
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	Wartości z jesiennej prognozy Komisji.	baza danych AMECO.
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	Wartości z jesiennej prognozy Komisji.	baza danych AMECO.
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	Dane za 2020 r. przedstawiają wzrost zobowiązań MIF według danych EBC do września 2020 r.	EBC (BSI)
Współczynnik aktywności zawodowej – % ogółu ludności w wieku 15–64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	Stopa zmian dla lat 2020 i 2021 opiera się na jesiennej prognozie Komisji dotyczącej zmiany całej siły roboczej (wszystkich grup wiekowych) pomniejszonej o jesienną prognozę Komisji dotyczącą przyrostu ludności (grupa wiekowa 15-64 l.).	baza danych AMECO.
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	Prognoza teraźniejszości na 2020 r. opiera się na najnowszych danych (I-II kw. 2020 r., przy założeniu, że wskaźnik nie zmieni się do końca roku).	Eurostat (BAEL)
Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	Prognoza teraźniejszości na 2020 r. opiera się na najnowszych danych (styczeń-wrzesień 2020 r., przy założeniu, że stopa nie zmieni się do końca roku).	Eurostat (BAEL)

3.1 Sektor zagraniczny i konkurencyjność

W 2019 r. saldo obrotów bieżących było ogólnie dość stabilne. W 2018 r. widoczny był ogólny trend osłabienia sald obrotów bieżących w kontekście malejącego światowego popytu eksportowego i rosnących cen ropy, po czym zmiany salda obrotów bieżących w latach 2018–2019 nie wykazywały wyraźnego trendu i pozostały stosunkowo ograniczone (Wykres 10). W 2019 r. odnotowano znaczną poprawę w Bułgarii, Danii i na Litwie, natomiast ujemne saldo obrotów bieżących Cypru dalej się pogarszało. Zmniejszyły się nieco niektóre duże nadwyżki, w tym w Niemczech i Niderlandach.

- **W 2019 r. deficyty obrotów bieżących przekraczają dolną wartość progową wskazaną w tabeli wyników dla procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w przypadku dwóch państw członkowskich.** Wysoki deficyt Cypru uległ dalszemu pogorszeniu w 2019 r., w związku z czym średnia z 3 lat była w dalszym ciągu poniżej wartości progowej ustalonej w procedurze dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, odpowiedniej normy dla salda obrotów bieżących oraz poziomu wymaganego do osiągnięcia progu ostrożnościowego MPI netto w okresie następnych 10 lat[21]. Po nieznacznym dalszym pogorszeniu salda obrotów bieżących Rumunii średnia tego salda z 3 lat osiągnęła w 2019 r. wartość progową ustaloną w procedurze dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, a wynik ten jest również wyraźnie gorszy od odpowiedniej normy.

- **W 2019 r. deficyty obrotów bieżących przewyższały wartości odniesienia dla poszczególnych państw w przypadku większości państw członkowskich, z kilkoma wyjątkami (**Wykres 9**).**[22] Salda obrotów bieżących w ujęciu uwzględniającym zmiany cykliczne były zasadniczo zbliżone do salda nominalnego lub przewyższały je, co odzwierciedla negatywny wpływ ochładzania się koniunktury.[23] Salda obrotów bieżących Cypru i Rumunii są poniżej normy dla salda obrotów bieżących, która jest uzasadniona w świetle fundamentalnych parametrów gospodarczych. Deficyty Cypru, Grecji i Portugalii są poniżej poziomu wymaganego do zapewnienia konwergencji MPI netto do ostrożnej wysokości[24].

- **Trzy państwa UE dalej odnotowują nadwyżki na rachunku obrotów bieżących przekraczające górną wartość progową wskazaną w tabeli wyników dla procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej oraz wartości odniesienia dla poszczególnych państw.** Sytuacja ta zachodzi w przypadku Danii, Niemiec i Niderlandów od niemal dziesięciu lat. Podczas gdy Dania zwiększyła swoją nadwyżkę w 2019 r., salda Niemiec i Niderlandów w dalszym ciągu stopniowo malały. W Niderlandach salda obrotów bieżących zwiększa również działalność przedsiębiorstw wielonarodowych, która ma wpływ zarówno na saldo bilansu handlowego, jak i dochodów.

---

[21] Metodyki dotyczące progów ostrożnościowych MPI netto dla poszczególnych państw – zob. przypis 25.

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

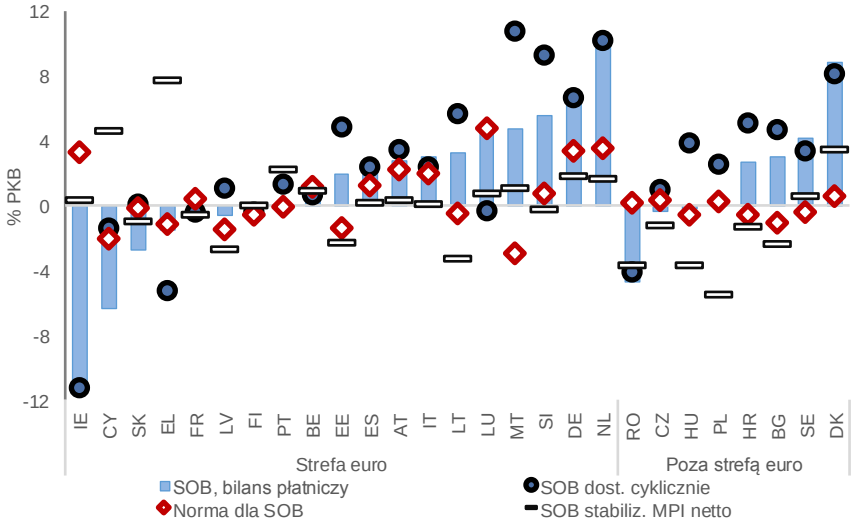
[23] Saldo obrotów bieżących w ujęciu uwzględniającym zmiany cykliczne bierze pod uwagę wpływ cyklu koniunkturalnego przez dostosowanie ze względu na lukę w produkcji krajowej i lukę produktową u partnerów handlowych, zob. M. Salto i A. Turrini (2010), „Comparing alternative methodologies for real exchange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

[24] Wysoki deficyt odnotowany przez Irlandię w 2019 r. wynika z jednorazowych skutków związanych z działalnością przedsiębiorstw wielonarodowych. Wielkość luki pomiędzy rzeczywistymi saldami obrotów bieżących a saldami koniecznymi do ustabilizowania MPI netto zależy w bardzo dużym stopniu od okresu, który jest brany pod uwagę. Na przykład saldo obrotów bieżących wymagane do ustabilizowania MPI netto Grecji powyżej ostrożnościowej wartości progowej MPI netto w 20-letnim horyzoncie czasowym to nadwyżka w wysokości 1,7 % % PKB, podczas gdy dla obliczeń w 10-letnim horyzoncie czasowym nadwyżka ta wynosi 7,7 % PKB.

Prognozy wskazują na pewną stabilność wartości sald obrotów bieżących również w latach 2020 i 2021, ale zmieni się znacząco wkład poszczególnych sektorów gospodarki w pozycję zewnętrzną. Kryzys związany z COVID-19 powoduje duży spadek przywozu i wywozu. Skala tego spadku jest zbliżona w obu przypadkach. Chociaż zagregowana pozycja wierzytelności netto państw UE nie zmienia się znacząco, zachodzą wyraźne przesunięcia w pozycjach wierzytelności netto poszczególnych sektorów gospodarki. W 2020 r. pozycje wierzytelności sektora instytucji rządowych i samorządowych znacznie się zmniejszyły dzięki publicznym środkom wsparcia wdrażanym w celu złagodzenia gwałtownej recesji, co wyrównuje wyższe oszczędności netto gospodarstw domowych i przedsiębiorstw (Wykres 11).

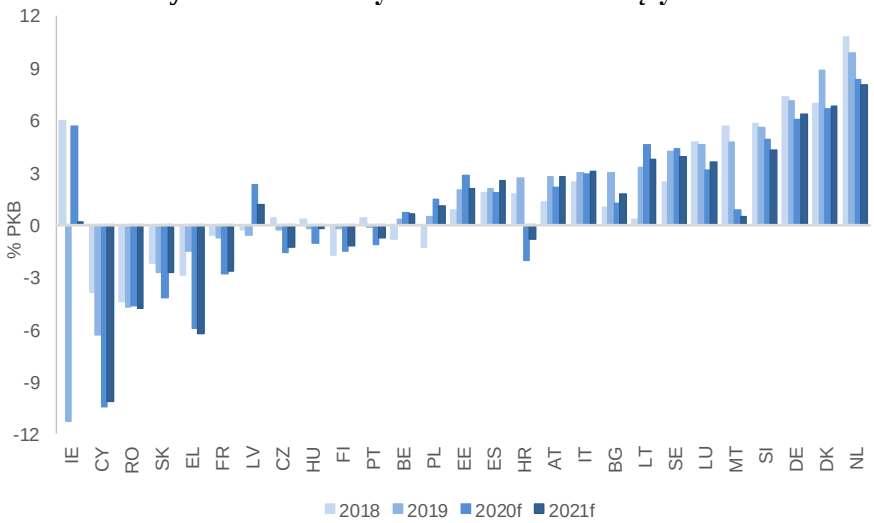
- **Spodziewane jest pogorszenie się sald obrotów bieżących niektórych państw będących dłużnikami netto, których gospodarki w dużym stopniu opierają się na eksporcie usług turystycznych.** Dotyczy to w szczególności Chorwacji, Cypru, Grecji i Malty.
- **Duże nadwyżki zmniejszą się w 2020 r.**: w Niemczech i Niderlandach zmniejszą się one znacząco w latach 2020 i 2021 w ujęciu łącznym.

Wykres 9: Saldo obrotów bieżących i wartości odniesienia w 2019 r.



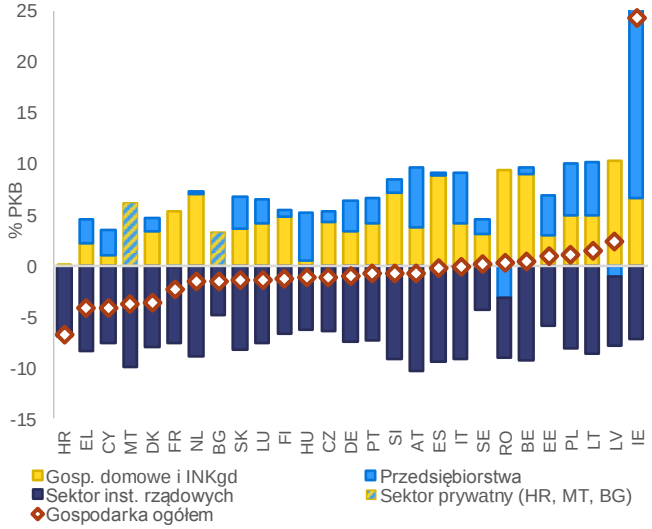
Źródło: Eurostat, obliczenia służb Komisji.
Uwaga: państwa przedstawiono w kolejności według salda obrotów bieżących w 2019 r. Saldo obrotów bieżących w ujęciu uwzględniającym zmiany cykliczne: zob. przypis 23. Normy dla salda obrotów bieżących: zob. przypis 22. Wartość odniesienia saldo obrotów bieżących stabilizujące MPI netto definiuje się jako saldo obrotów bieżących wymagane do utrzymania MPI netto na obecnym poziomie przez następne 10 lat albo – jeżeli obecny poziom MPI netto jest poniżej progu ostrożnościowego dla danego państwa – jako saldo obrotów bieżących wymagane do osiągnięcia progu ostrożnościowego MPI netto w okresie następnych 10 lat.

Wykres 10: Zmiany salda obrotów bieżących



Źródło: Eurostat, prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej z jesieni 2020 r. i obliczenia służb Komisji.
Uwaga: państwa przedstawiono w rosnącej kolejności według salda obrotów bieżących w 2019 r.

Wykres 11: Zmiana wierzytelności netto/zadłużenia netto w latach 2019–2020 w podziale według sektorów



Źródło: baza danych AMECO i prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej z jesieni 2020 r.
Uwaga: część zmiany stanu wierzytelności netto sektora przedsiębiorstw w Irlandii nie mieści się w skali na powyższym wykresie.

MPI netto dalej poprawiały się w większości państw członkowskich, ale utrzymuje się wysoki poziom zobowiązań wobec zagranicy, a kryzys może sprawić, że niektóre z tych obciążeń staną się trudniejsze do udźwignięcia. W 2019 r. MPI netto dalej poprawiała się w większości państw UE. Przyczyniały się do tego salda obrotów bieżących przewyższające progi stabilizujące MPI netto, wzrost nominalnego PKB, a w niektórych przypadkach także pozytywne skutki wyceny. W wielu państwach UE MPI netto są jednak nadal duże i ujemne. W 2019 r. 11 państw członkowskich (o jedno mniej niż w 2018 r.) odnotowało MPI netto przekraczającą wartość progową określoną w tabeli wyników jako -35 % PKB. W państwach tych wartości te są niższe niż wynikałoby z fundamentalnych parametrów gospodarczych (normy dla MPI netto), a w większości przypadków spadły nawet poniżej progów

ostrożnościowych (Wykres 12).[25] Kryzys hamuje poprawę bardziej ujemnych wskaźników MPI netto do PKB.

- Niektóre państwa strefy euro, takie jak Cypr, Grecja, Irlandia i Portugalia, nadal odnotowują **zdecydowanie ujemną MPI netto**, poniżej -100 % PKB. W tych czterech państwach MPI netto są znacznie niższe zarówno od norm dla MPI netto, jak i od progów ostrożnościowych. W Irlandii, a także na Cyprze, poziomy MPI netto odzwierciedlają w dużej mierze transgraniczne relacje finansowe między korporacjami wielonarodowymi oraz ważną rolę spółek celowych. Znaczną część MPI netto tych czterech państw, a także Hiszpanii, stanowią zobowiązania dłużne, o czym świadczy głęboko ujemna MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (NENDI)[26]. W Grecji za większość MPI netto odpowiada wysoki zagraniczny dług publiczny, który został często zaciągnięty na wysoce preferencyjnych warunkach[27]. Spodziewane w 2020 r. silne spadki PKB powinny mieć pewien niekorzystny wpływ na relację MPI netto do PKB, która według prognoz będzie się pogarszać.
- W państwach, które odnotowują **bardziej umiarkowanie ujemne MPI netto** przekraczające wartość progową określoną w tabeli wyników, te MPI netto są gorsze, niż można by oczekiwać na podstawie fundamentalnych parametrów gospodarczych tych państw, ale czasami są zbliżone do progów ostrożnościowych lub nawet je przewyższają. Państwa te, tj. Chorwacja, Węgry, Łotwa, Polska, Rumunia i Słowacja, a także inne państwa Europy Środkowo-Wschodniej i kraje bałtyckie, są zazwyczaj dużymi odbiorcami netto BIZ, w związku z czym ich wartości NENDI są korzystniejsze. W większości przypadków zmiany spodziewane w tych państwach w 2020 r. mają charakter od łagodnych po umiarkowane.
- Większość tych **dużych dodatnich MPI netto** zwiększała się dalej w 2019 r. Niemcy, Dania i Niderlandy odnotowują dodatnie MPI netto przekraczające 70 % PKB, przy czym do ich wzrostu w 2019 r. przyczyniły się również znaczne pozytywne skutki wyceny. MPI netto Belgii, Malty i Luksemburga przekraczają 50 % PKB. We wszystkich tych przypadkach wartości MPI netto wyraźnie przekraczają odpowiednie normy, tzn. odbiegają od poziomu, którego można by oczekiwać lub który mógłby być uzasadniony na podstawie fundamentalnych parametrów gospodarczych poszczególnych krajów.

---

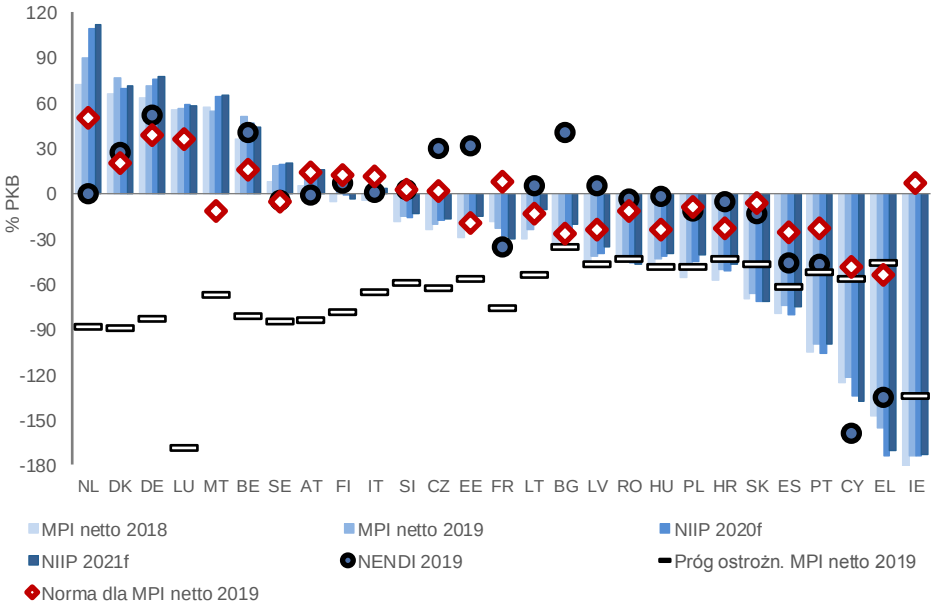
[25] MPI netto zgodną z fundamentalnymi parametrami gospodarczymi (normy dla MPI netto) otrzymuje się przez kumulację w czasie norm dla salda obrotów bieżących (zob. także przypis 22). Poziom progów ostrożnościowych MPI netto ustala się w taki sposób, aby maksymalnie wykorzystać ich przydatność w prognozowaniu kryzysu dotyczącego salda bilansu płatniczego, biorąc pod uwagę informacje specyficzne dla poszczególnych państw podsumowane za pomocą dochodu na mieszkańca. Metodologia obliczania wartości MPI netto zgodnych z fundamentalnymi parametrami gospodarczymi – zob. A. Turrini i S. Zeugner (2019), „Benchmarks for Net International Investment Positions" [Wartości odniesienia dla międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto], European Economy, Discussion Paper 097/2019.

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

[27] Pogorszenie MPI netto w Grecji w 2019 r. wynika w dużej mierze z negatywnych skutków wyceny.

Po wybuchu kryzysu związanego z COVID-19 w niektórych państwach spoza strefy euro pojawiły się napięcia w zakresie zadłużenia zagranicznego. Na początku kryzysu związanego z COVID-19 większość gospodarek wschodzących o płynnym kursie walutowym doświadczyła ucieczki kapitału i deprecjacji waluty. Ze strony władz monetarnych rynki spodziewały się potencjalnych kompromisów między wspieraniem gospodarki a stabilizacją waluty. Pewne napięcia były widoczne również w przypadku niektórych walut państw członkowskich spoza strefy euro, które przyjęły systemy elastycznego kursu walutowego. Waluty osłabiały się zwłaszcza w marcu i kwietniu, szczególnie na Węgrzech, ale presja zmalała i kursy walutowe ustabilizowały się w maju, a w niektórych przypadkach umocniły się w późniejszych miesiącach. Wydaje się wprawdzie, że napięcia na rynkach finansowych, a tym samym ryzyka związane z finansowaniem zewnętrznym, osłabły w późniejszym okresie, ale kilka państw członkowskich spoza strefy euro może być nadal podatne na zagrożenia w przypadku wzrostu awersji do ryzyka na światowych rynkach finansowych lub ponownego pojawienia się zmienności przepływów kapitału. Może na to wpłynąć szereg okoliczności, między innymi perspektywy dotyczące potrzeb w zakresie finansowania zagranicznego, w tym ze strony rządów, oraz dostępność rezerw walutowych.

Wykres 12: Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto) w latach 2018-2021 i wartości odniesienia w 2019 r.



Źródło: Eurostat i obliczenia służb Komisji (zob. również ramka 1).
Uwaga: państwa przedstawiono w malejącej kolejności relacji MPI netto do PKB w 2019 r. NENDI to MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą. Pojęcia normy dla MPI netto i progów ostrożnościowych dla MPI netto – zob. przypis 25. NENDI dla IE, LU i MT nie mieszczą się w skali.

W 2019 r. jednostkowy koszt pracy nadal dynamicznie wzrastał w różnych państwach UE, ale krzywa tego trendu opada w okresie kryzysu związanego z COVID-19. Tabela wyników pokazuje, że w 2019 r. wskaźnik wzrostu jednostkowych kosztów pracy przekraczał wartość progową w ośmiu państwach, czyli w takiej samej liczbie państw jak w poprzednim roku: w Bułgarii, Czechach, Estonii, na Łotwie, Litwie, w Luksemburgu, Rumunii i na Słowacji; z wyjątkiem Luksemburga wszystkie te państwa przekroczyły próg jeszcze przed 2018 r. Od 2013 r. dynamika wzrostu jednostkowych kosztów pracy przyspieszyła w krajach bałtyckich oraz w różnych państwach Europy Środkowo-Wschodniej

w kontekście wysokiego wzrostu gospodarczego, kurczących się zasobów pracy i niedoboru wykwalifikowanej siły roboczej.

Jeżeli chodzi o rozwój sytuacji po wybuchu pandemii COVID-19, w 2020 r. spodziewany jest jednorazowy wzrost jednostkowych kosztów pracy, a następnie bardziej umiarkowana dynamika tych kosztów. W związku z kryzysem wywołanym COVID-19 i niemal powszechnym spadkiem wydajności prognozuje się, że w 2020 r. dynamika wzrostu jednostkowych kosztów pracy zwiększy się jeszcze bardziej w całej UE. Na 2021 r. przewidywane jest jednak częściowe odwrócenie tej tendencji, ponieważ w efekcie prognozowanego ożywienia gospodarczego nastąpi ponowny wzrost wydajności, co doprowadzi do znacznego spadku albo stagnacji jednostkowych kosztów pracy w kontekście wolniejszej dynamiki płac (Wykres 13, górny panel).

- **Rosnące płace pozostawały najsilniejszym czynnikiem wzrostu jednostkowych kosztów pracy w wielu państwach w 2019 r., ale kryzys prowadzi obecnie do znacznego ograniczenia wzrostu płac.** Kryzys kładzie kres presji związanej z przegrzaniem rynku obserwowanej do 2019 r. Prognozuje się, że w większości państw UE płace i wynagrodzenia będą rosły w latach 2020 i 2021 w bardziej umiarkowanym tempie. W 2020 r. odzwierciedla to głównie efekt krótszego czasu pracy, głównie w kontekście tymczasowych mechanizmów zmniejszonego wymiaru czasu pracy[28]. W ramach tych mechanizmów pracownicy pozostają zatrudnieni, ale ich czas pracy i wysokość wynagrodzenia są redukowane[29].

- **W 2019 r. wzrost wydajności pracy pozostał ograniczony, a w 2020 r. zmniejszała się ona wskutek kryzysu.** Według prognoz dotyczących 2020 r. w niemal wszystkich państwach UE dojdzie do gwałtownego spadku wydajności, mierzonej w kategoriach produkcji na osobę zatrudnioną. Recesji w 2020 r. towarzyszył spadek nakładów pracy. Wynikał on jednak głównie ze zmniejszenia wymiaru czasu pracy, podczas gdy liczba zatrudnionych niewiele się zmieniła[30]. W związku z tym, gdy wydajność mierzy się w kategoriach produkcji na godzinę pracy, straty wydają się być bardziej umiarkowane (Wykres 13, czwarty panel). Do chomikowania pracy występującego powszechnie i na znaczną skalę w całej UE przyczyniło się w dużym stopniu szerokie wykorzystanie mechanizmów zmniejszonego wymiaru czasu pracy, które są subsydiowane przez rządy[31]. Na 2021 r. spodziewany jest gwałtowny wzrost wydajności, wraz

[28] 10 państw członkowskich UE, które jeszcze przed wybuchem pandemii COVID-19 dysponowały ramami umożliwiającymi wsparcie dochodu w przypadku zmniejszenia wymiaru czasu pracy, dostosowało je, aby były zdolne reagować na wstrząsy wywołane COVID-19. W innych państwach podobne środki wprowadzano w trybie doraźnym (zob. również ramka 2 i Komisja Europejska (2020), Labour Market and Wage Developments in Europe 2020 [Rynki pracy i zmiany poziomu wynagrodzeń w Europie w 2020 r.] (w przygotowaniu). Finansowanie takich systemów ułatwi SURE udostępniony przez Komisję.

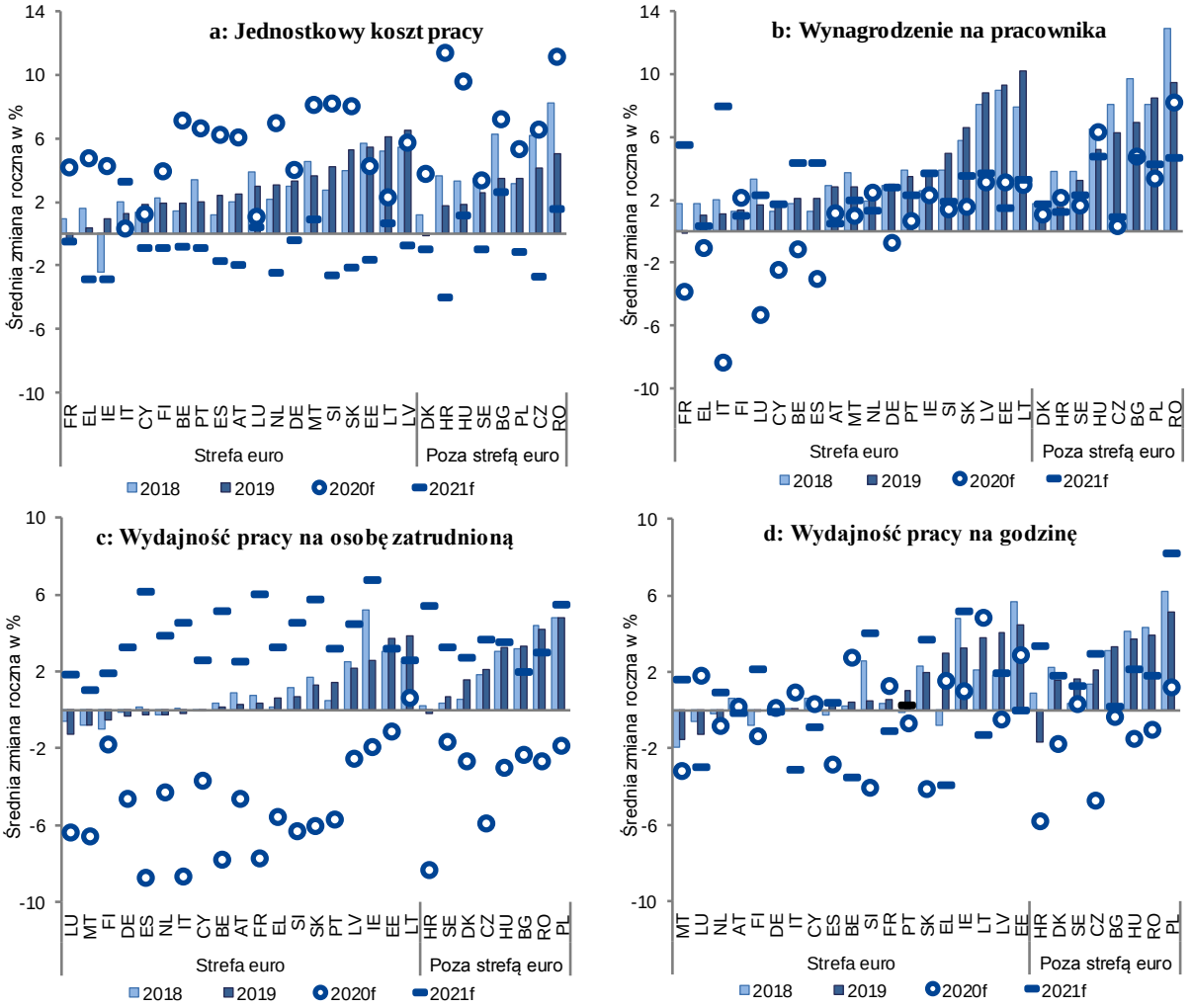
[29] Spadki wysokości wynagrodzenia na pracownika wydają się większe w krajach, w których wsparcie dochodu jest klasyfikowane jako transfer publiczny, a nie jako dochód z pracy.

[30] Szacuje się, że średnio, w całej strefie euro, spadek łącznej liczby godzin przepracowanych w pierwszym półroczu 2020 r. wynika ze zmniejszenia średniej liczby przepracowanych godzin o 75 %, a pozostała różnica – z redukcji zatrudnienia. Zob. EBC (2020), Economic Bulletin nr 6/2020.

[31] Botelho V., A. Consolo i A. Dias da Silva (2020), A preliminary assessment of the impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market [Wstępna ocena wpływu pandemii COVID-19 na rynek pracy w strefie euro], ECB Economic Bulletin nr 5/2020, Europejski Bank Centralny. OECD (2020), Policy Responses to Coronavirus (COVID-19) - Job retention schemes during the COVID-19 lockdown and beyond [Środki polityki wprowadzane w odpowiedzi na koronawirusa (COVID-19) – programy utrzymujące zatrudnienie podczas lockdownu związanego z COVID-19 i w późniejszym okresie], 3 sierpnia 2020 r.,https://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/job-retention-schemes-during-the-covid-19-lockdown-and-beyond-0853ba1d/#biblio-d1e2009.

z pojawieniem się ożywienia gospodarczego. Prognozuje się jednak, że w większości przypadków poziom wydajności albo pozostanie zbliżony do przedkryzysowego, albo będzie od niego niższy.

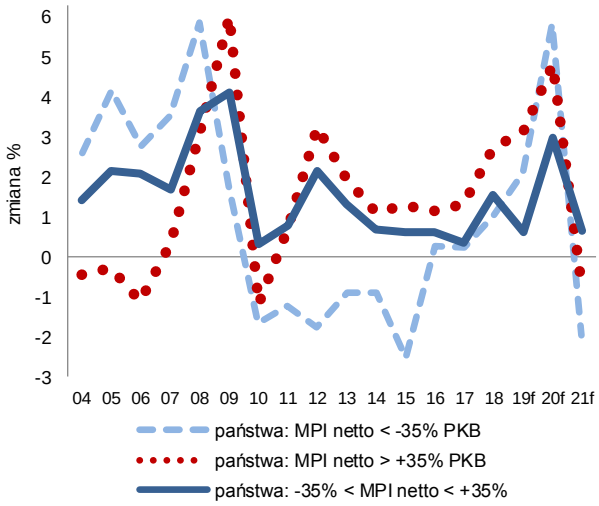
Wykres 13: Wzrost jednostkowych kosztów pracy w ostatnich latach, wynagrodzenie i wydajność



Źródło: baza danych AMECO; dane za lata 2020 i 2021 pochodzą z prognozy Komisji Europejskiej z jesieni 2020 r. Dane dotyczą liczby zatrudnionych i liczby pracujących.
Uwaga: na każdym wykresie państwa są przedstawione w porządku rosnącym według wartości odpowiedniej zmiennej w 2019 r.

Z perspektywy strefy euro spodziewane jest, że zmiany jednostkowego kosztu pracy będą w nieco mniejszym stopniu sprzyjać przywracaniu równowagi niż miało to miejsce w przeszłości. W 2019 r. wzrost jednostkowych kosztów pracy był nieco wyższy w szeregu państw będących wierzycielami netto, w tym w Niemczech, Luksemburgu i Niderlandach, niż w niektórych państwach będących dłużnikami netto, w tym na Cyprze, w Grecji, Irlandii, Hiszpanii i Portugalii. Prognozuje się jednak, że w latach 2020 i 2021 w ujęciu łącznym jednostkowe koszty pracy będą rosnąć w niemal takim samym tempie w obu grupach państw, a zatem nie przyczynią się do dalszego przywracania równowagi pozycji zewnętrznych (Wykres 14). Jednocześnie wiele państw będących dłużnikami netto zostało mocno dotkniętych kryzysem związanym z COVID-19 (zob. również sekcja 2), przez co odnotowały głębszy zastój w działalności gospodarczej, tak że w dalszej perspektywie presja kosztowa i presja na wzrost płac w tych państwach mogą być mniejsze.

Wykres 14: Wzrost jednostkowych kosztów pracy w strefie euro



Źródło: baza danych AMECO, dane za lata 2020 i 2021 pochodzą z prognozy gospodarczej Komisji Europejskiej z jesieni 2020 r.
Uwagi: państwa, w których MPI netto wynosi > +35 % PKB: DE, LU, NL, BE, MT. Państwa, w których MPI netto wynosi od 35 % do -35 % PKB: FI, EE, IT, LT, FR, SI, AT. Pozostałe państwa należą do grupy, w której MPI netto wynosi < -35 % PKB. Powyższy podział państw opiera się na średnich wartościach MPI netto w latach 2017-2019. W tym samym okresie państwa będące wierzycielami netto odnotowały średnią nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących. Dane liczbowe dotyczą średnich ważonych PKB względem trzech grup państw.

Coraz większy wpływ na dynamikę realnych efektywnych kursów walutowych (REER) ma zmienność nominalnych kursów walutowych. W latach 2016–2018 realne efektywne kursy walutowe rosły w większości państw członkowskich w związku z aprecjacją euro (Wykres 15). Utrata konkurencyjności była najbardziej widoczna przy pomiarze za pomocą jednostkowych kosztów pracy. W 2019 r. konkurencyjność poprawiła się jednak dzięki tymczasowej deprecjacji euro. W świetle tych zmian zachodzących w 2019 r. jedynie Estonia przekroczyła progi ze względu na umocniony realny efektywny kurs walutowy bazujący na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych (HICP), podczas gdy w 2018 r. było to sześć państw. Ten stan rzeczy odzwierciedla również słabą dynamikę inflacji. Jeżeli chodzi o dalszą perspektywę, przewiduje się, że aprecjacja euro w 2020 r. pociągnęła za sobą prawdopodobnie utratę globalnej konkurencyjności w państwach strefy euro, podczas gdy waluty niektórych państw spoza strefy euro uległy osłabieniu.

- **Nominalne deprecjacje z 2019 r. miały powszechny charakter, natomiast w przypadku zmian kursów walutowych, do których doszło w 2020 r., zaobserwowano większe różnice między państwami.** Większość państw UE odnotowała w 2019 r. nominalne deprecjacje, których skala była jeszcze większa w przypadku niektórych państw członkowskich spoza strefy euro, zwłaszcza Węgier, Rumunii i Szwecji. W 2020 r. euro zaczęło się ponownie umacniać po wybuchu pandemii COVID-19. Poza strefą euro waluty albo zasadniczo podążały za kursem euro, albo znacznie się umacniały (Szwecja), albo znacznie osłabiały, zwłaszcza w przypadku Węgier, a w mniejszym stopniu Czech i Polski.
- **W 2019 r. realne efektywne kursy walutowe bazujące na jednostkowych kosztach pracy umacniały się w większości państw członkowskich, ale w mniejszym stopniu niż w ostatnich latach, a kryzys dodatkowo osłabia trendy aprecjacyjne.** Silniejsza aprecjacja realna utrzymała się w 2019 r. w niektórych państwach Europy Środkowo-Wschodniej. Dotyczyło to kilku państw strefy euro, zwłaszcza krajów bałtyckich i Słowacji, oraz państw spoza strefy euro, w szczególności Bułgarii, Czech i Rumunii. Wśród państw będących wierzycielami netto jedynie Niemcy i Malta wykazywały znaczną aprecjację realnego efektywnego kursu walutowego. Po

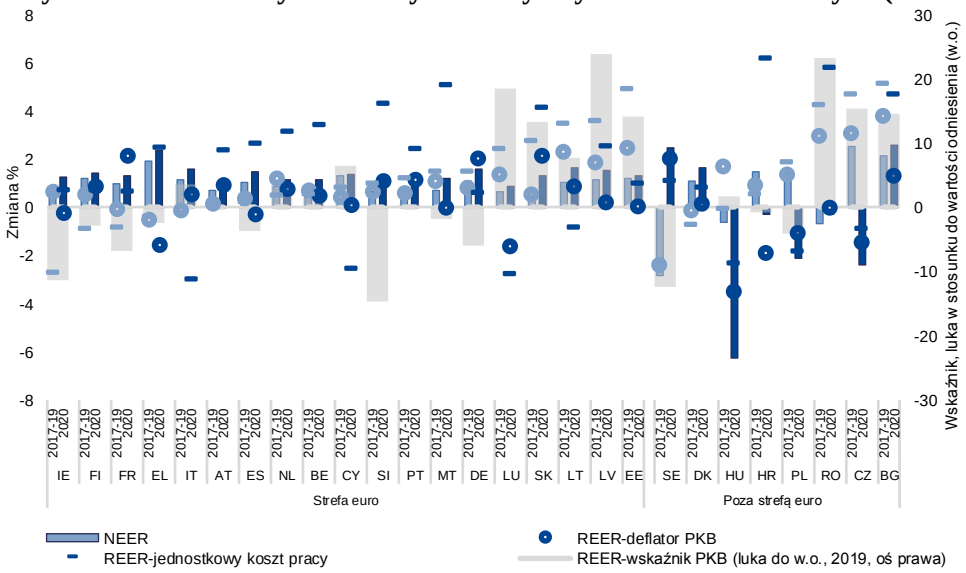
prognozowanej na 2020 r. realnej aprecjacji, która w większości państw odzwierciedla tymczasowe gwałtowne wzrosty jednostkowych kosztów pracy, przewiduje się, że prognozowane na 2021 r. osłabienie dynamiki wzrostu tych kosztów powinno również doprowadzić do ograniczenia realnej aprecjacji w większości państw UE.

- **W większości państw członkowskich nadal obserwuje się obniżenie marż (różnicy między ceną a kosztem).** W ostatnich latach dynamika realnych efektywnych kursów walutowych bazujących na jednostkowych kosztach pracy przewyższała dynamikę tych kursów bazującą na PKB i utrzymała się do 2019 r., ulegając jednak spowolnieniu, co sugeruje dalszą obniżkę marż zysku[32]. Tendencja ta utrzymywała się w 2020 r., przede wszystkim w niektórych państwach Europy Środkowo-Wschodniej, w Belgii, Grecji, na Malcie i w Hiszpanii.

- **Jeżeli chodzi o dalszą perspektywę, pomiary realnego efektywnego kursu walutowego wskazują, że zmiany konkurencyjności kosztowej mogą zacząć w mniejszym stopniu sprzyjać przywracaniu równowagi niż miało to miejsce w przeszłości.** Prognozuje się, że w latach 2020 i 2021 duże kraje będące dłużnikami netto lub kraje, które szczególnie ucierpiały w wyniku recesji wywołanej pandemią COVID-19, takie jak Chorwacja, Francja, Włochy, Portugalia lub Hiszpania, odnotują jedynie ograniczoną poprawę konkurencyjności względem Niemiec i Niderlandów albo nie odnotują jej wcale.

- **Poziom wskaźników realnego efektywnego kursu walutowego wydaje się przewyższać wartość odniesienia głównie w tych państwach członkowskich, w których silna dynamika cen względnych utrzymywała się od dłuższego czasu**. Dotyczy to w szczególności państw Europy Środkowo-Wschodniej.

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



Źródło: baza danych AMECO, dane za lata 2020 i 2021 pochodzą z prognozy gospodarczej Komisji Europejskiej z jesieni 2020 r.

[32] 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.

Uwaga: państwa przedstawiono w rosnącej kolejności według średniej rocznej zmiany realnego efektywnego kursu walutowego (REER) bazującego na deflatorze jednostkowych kosztów pracy w latach 2017–2019. Kursy REER i nominalny efektywny kurs walutowy (NEER) oblicza się w stosunku do 37 partnerów handlowych. Poziom wskaźnika realnego efektywnego kursu walutowego bazującego na PKB wyraża się jako procentową różnicę w stosunku do wartości odniesienia reprezentującej realny efektywny kurs walutowy zgodny z fundamentalnymi parametrami gospodarczymi. Wykres pokazuje różnicę między zaobserwowanym poziomem realnego efektywnego kursu walutowego a poziomem odniesienia dla tego kursu: dodatnie wartości wskaźnika wskazują na zawyżenie poziomu, a ujemne – na zaniżenie[33].

Wzrost udziału w rynkach eksportowych uległ spowolnieniu w 2019 r. i spodziewany jest jego dalszy spadek w przypadku większości państw członkowskich. W 2019 r. żadne państwo członkowskie nie odnotowało straty udziału w rynkach eksportowych poniżej wartości progowej określonej w tabeli wyników (na podstawie skumulowanej zmiany udziału w ciągu 5 lat). Środowisko handlowe zmienia się bardzo pod wpływem pandemii COVID-19, co ma wpływ na udziały w rynkach eksportowych.

- **Oczekuje się, że w 2020 r. udziały w rynkach eksportowych spadną w około połowie państw członkowskich UE.** Handel wewnątrzunijny jest ograniczany przez kryzys w większym stopniu niż handel zewnętrzny UE. Wynika to z faktu, że skutki kryzysu związanego z COVID-19 były w UE jak dotąd poważniejsze niż w innych obszarach świata. Jako że państwa UE prowadzą handel głównie między sobą, ich główne rynki eksportowe skurczyły się w porównaniu z rynkami eksportowymi innych obszarów świata. Przekłada się to również na utratę udziałów w rynku przez większość państw UE.
- **Spadek udziałów w rynkach eksportowych jest największy w przypadku państw, które eksportują intensywnie usługi, w szczególności usługi turystyczne.** Obrót handlowy zmniejsza się zwłaszcza w sektorze usług, w szczególności usług turystycznych, które bardzo ucierpiały wskutek ograniczeń dotyczących podróży zagranicznych i zmiany zachowań konsumentów. Prognozuje się, że w 2020 r. udziały w rynkach eksportowych zmniejszą się najbardziej w Chorwacji, na Cyprze, w Grecji, Francji, Włoszech, Portugalii i Hiszpanii, czyli w państwach silnie uzależnionych od sektora turystyki, który przechodzi obecnie ciężki okres. Wzrost udziałów w rynkach eksportowych prognozowany jest natomiast w przypadku Niemiec i Niderlandów.

3.2 Zadłużenie sektora prywatnego i rynki mieszkaniowe

Zadłużenie sektora prywatnego wyrażone jako odsetek PKB zmniejszało się w większości państw członkowskich do 2019 r. w kontekście korzystnego rozwoju sytuacji gospodarczej, ale w niektórych państwach poziom zadłużenia pozostaje wysoki. Jedenaście państw członkowskich przekroczyło wartość progową określoną w tabeli wyników dotyczącą łącznego zadłużenia sektora prywatnego w 2019 r.; w 2018 r. było to 12 państw: Cypr, Dania, Irlandia, Luksemburg, Niderlandy i Szwecja odnotowują relacje zadłużenia sektora prywatnego do PKB na poziomie ponad 200 %, co odzwierciedla również duże znaczenie przedsiębiorstw wielonarodowych i spółek celowych w kilku z tych państw. Belgia, Finlandia, Francja i Portugalia odnotowują niższe poziomy tej relacji zadłużenia,

[33] Metoda obliczania tych wartości odniesienia opartych na fundamentalnych parametrach gospodarczych opiera się na nocie skierowanej do grupy roboczej ds. metodologii strategii lizbońskiej Komitetu Polityki Gospodarczej „Benchmarks for the assessment of real effective currency rate" [Wartości odniesienia służące do oceny realnych efektywnych kursów walutowych], przedstawionej w dniu 15 czerwca 2020 r.

ale również przekraczają wartość progową. Zadłużenie różni się znacznie w poszczególnych państwach ze względu na czynniki strukturalne charakterystyczne dla danego kraju. W niektórych państwach UE zadłużenie wydaje się jednak wysokie również w porównaniu z wartościami odniesienia, które określają fundamentalne parametry gospodarcze w tych państwach. W niektórych krajach zadłużenie wydaje się wysokie także w odniesieniu do progów ostrożnościowych.[34]

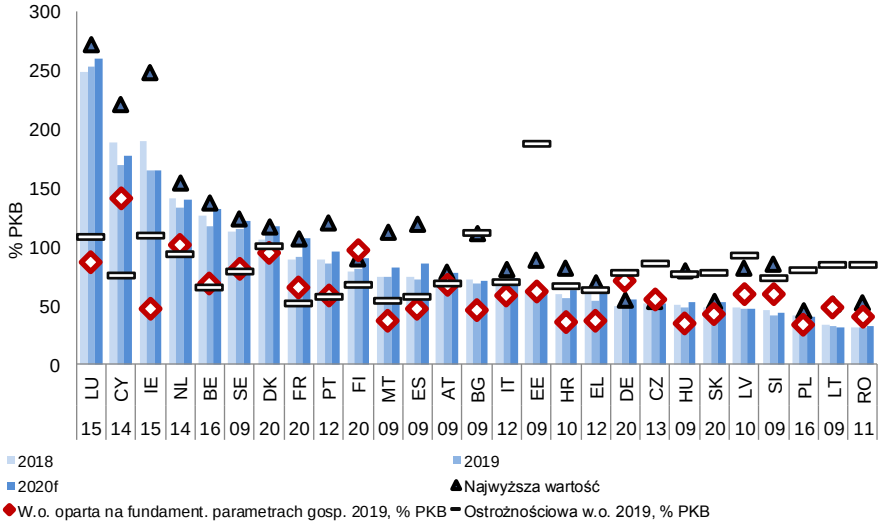
- **W 2019 r. kontynuowano zmniejszanie zadłużenia sektora prywatnego i w większości państw UE odnotowano niższe wskaźniki zadłużenia w tym sektorze.** Zmniejszenie relacji zadłużenia do PKB w latach 2018–2019 wynikało głównie ze wzrostu nominalnego PKB („pasywne zmniejszanie zadłużenia"), ponieważ w ostatnich latach w coraz większej liczbie państw nasiliło się zaciąganie kredytów i pożyczek.
- **W ostatnich latach wzrastała dynamika zaciągania kredytów i pożyczek, zwłaszcza w sektorze gospodarstw domowych**. Pomimo głównie dodatnich przepływów kredytowych netto, w latach 2018–2019 we wszystkich państwach UE z wyjątkiem Danii, Finlandii, Francji, Niemiec, Luksemburga i Szwecji zmniejszały się relacje zadłużenia do PKB w przypadku przedsiębiorstw niefinansowych. Jeśli chodzi o gospodarstwa domowe, spadek wskaźników zadłużenia odnotowano jedynie w około połowie państw członkowskich. W ostatnich latach dynamika salda zadłużenia (transakcje mające wpływ na stan kredytów i niespłacone dłużne papiery wartościowe) była stosunkowo wysoka w przypadku gospodarstw domowych (zob. sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania na 2020 r.). Tę samą prawidłowość zaobserwowano ponownie w latach 2018–2019.
- **Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych utrzymało się w 2019 r. powyżej wartości odniesienia w wielu państwach.** W Belgii, na Cyprze, w Danii, Francji, Irlandii, Luksemburgu, Niderlandach, na Malcie, w Portugalii, Hiszpanii i Szwecji zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych przekraczało poziomy uzasadnione zarówno fundamentalnymi parametrami gospodarczymi, jak i progami ostrożnościowymi. Oczekuje się, że w 2020 r. zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych utrzyma się blisko progów ostrożnościowych w Austrii, Chorwacji, Grecji i we Włoszech, a w Finlandii będzie nadal przekraczało poziomy ostrożnościowe (Wykres 16). W wielu państwach, w szczególności w Belgii, na Cyprze, w Irlandii, Luksemburgu i Niderlandach, na zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych znaczny wpływ wywierają transgraniczny dług wewnątrzgrupowy i zadłużenie spółek celowych.

[34] Wartości odniesienia dotyczące zadłużenia dla poszczególnych państw zostały opracowane przez Komisję Europejską we współpracy z grupą roboczą ds. metodologii strategii lizbońskiej Komitetu Polityki Gospodarczej (Komisja Europejska „Benchmarks for the assessment of private debt" [Wartości odniesienia służące do oceny zadłużenia sektora prywatnego], nota dla Komitetu Polityki Gospodarczej, ARES (2017) 4970814) i J.C. Bricongne, L. Coutinho, A. Turrini i S. Zeugner, „Is Private Debt Excessive?"[Czy zadłużenie prywatne jest nadmierne?], *Open Economies Review*, 3, 471–512, 2020 r. Wartości odniesienia oparte na fundamentalnych parametrach gospodarczych pozwalają ocenić zadłużenie sektora prywatnego w porównaniu z wartościami, które można wytłumaczyć na podstawie fundamentalnych parametrów gospodarczych; oblicza się je na podstawie regresji ujmujących główne wyznaczniki wzrostu akcji kredytowej, uwzględniając określony wyjściowy poziom zadłużenia. Progi ostrożnościowe stanowią poziom zadłużenia, powyżej którego prawdopodobieństwo kryzysu sektora bankowego jest stosunkowo wysokie; ustala się je w taki sposób, aby maksymalnie wykorzystać ich przydatność w prognozowaniu kryzysów sektora bankowego poprzez ograniczenie w jak największym stopniu prawdopodobieństwa nieprzewidzianych kryzysów i fałszywych ostrzeżeń oraz uwzględnienie informacji specyficznych dla poszczególnych państw dotyczących kapitalizacji banków, długu publicznego oraz poziomu rozwoju gospodarczego.

- **W 2019 r. zadłużenie gospodarstw domowych utrzymało się powyżej wartości odniesienia w kilku państwach członkowskich.** W Danii, Finlandii, Francji, Grecji, Niderlandach, Portugalii, Hiszpanii i Szwecji poziomy zadłużenia przekraczają zarówno wartość odniesienia opartą na fundamentalnych parametrach gospodarczych, jak i progi ostrożnościowe (Wykres 21). Zadłużenie gospodarstw domowych przekracza poziomy ostrożnościowe w Belgii i na Cyprze, a w Austrii, Niemczech i we Włoszech jest zbliżone do tych progów. W niektórych państwach wskaźniki zadłużenia sektora gospodarstw domowych wydają się znacznie wyższe, jeżeli oblicza się je jako odsetek dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych. Tak jest w przypadku Irlandii, Luksemburga i Malty.

W 2020 r. wskaźniki zadłużenia sektora prywatnego wydają się rosnąć w większości państw członkowskich, zwłaszcza w odniesieniu do przedsiębiorstw niefinansowych. Szacunki relacji zadłużenia do PKB dla przedsiębiorstw niefinansowych i gospodarstw domowych (na podstawie dostępnych informacji pochodzących z miesięcznych danych dotyczących salda zadłużenia) wskazują na znaczny wzrost w większości państw UE. Takie zwiększenie wskaźników zadłużenia jest w dużej mierze mechanicznym rezultatem niższych wartości PKB w mianowniku wskaźnika. W odniesieniu w szczególności do przedsiębiorstw niefinansowych pewną rolę odgrywa jednak również dynamika salda zadłużenia. Oczekuje się, że w 2020 r. przepływy kredytowe netto rzeczywiście będą duże w większości państw UE, zwłaszcza w Belgii, Finlandii, Francji, Irlandii, Luksemburgu, Hiszpanii i Szwecji, a w niektórych przypadkach znacznie większe niż w 2019 r.

Wykres 16: Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych



Źródło: Eurostat, sektorowe finansowe konta bilansowe – pożyczki (F4) plus dłużne papiery wartościowe (F3), baza danych AMECO i szacunki służb Komisji (zob. ramka 1).
Uwaga: państwa przedstawiono w porządku malejącym relacji zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych do PKB w 2019 r. Liczba pod kodem państwa oznacza rok, w którym odnotowano najwyższą wartość zadłużenia. Definicje wartości odniesienia opartych na fundamentalnych parametrach gospodarczych i progów ostrożnościowych – zob. przypis 34.

Jeżeli chodzi o przedsiębiorstwa niefinansowe, gwałtowne straty i niedobory płynności wyjaśniają zwiększone potrzeby pożyczkowe w 2020 r.

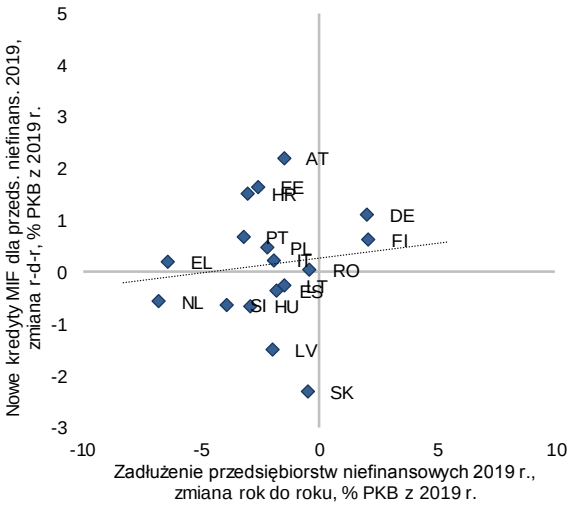
- **Wydaje się, że wskaźniki zadłużenia rosną w 2020 r. przede wszystkim w państwach, w których pandemia COVID-19 bardziej dotkliwie uderza w zyski i przepływy pieniężne przedsiębiorstw niefinansowych.** Ogólnie rzecz biorąc, państwa, w których oczekuje się znacznego spadku zysku z działalności operacyjnej netto przedsiębiorstw w 2020 r., to zasadniczo te same państwa, które odnotowywały największe przepływy kredytowe netto (transakcje) wyrażone jako odsetek PKB w 2019 r. (zob. Wykres 20).

- **Konieczne było zwiększone zaciąganie kredytów i pożyczek, aby sfinansować kapitał obrotowy przedsiębiorstw niefinansowych w celu stworzenia zabezpieczeń przed utratą płynności, co oznacza, że zadłużenie netto przedsiębiorstw niefinansowych nie wzrosło tak samo jak ich zadłużenie brutto.** Część pożyczek wykorzystano na uzupełnienie i zwiększenie buforów gotówkowych, aby poradzić sobie z rosnącą niepewnością co do sytuacji gospodarczej i skorzystać z tymczasowych środków specjalnych mających wspierać przepływy kredytowe. Pożyczki na finansowanie inwestycji odegrały niewielką rolę. Ogólnie rzecz biorąc, pomimo znacznych kredytów i pożyczek zaciągniętych w 2020 r. oczekuje się, że stan oszczędności przedsiębiorstw nie pogorszy się znacząco. Ponadto ze względu na ograniczone inwestycje oczekuje się wzrostu oszczędności netto sektora przedsiębiorstw we wszystkich państwach UE (zob. Wykres 11).
- **Wiele środków z zakresu polityki ułatwiło zaciąganie kredytów i pożyczek.** Rządowe gwarancje kredytowe, poza zapewnieniem bankom wystarczającej płynności przez władze monetarne oraz dostosowaniem regulacji ostrożnościowych, pomogły utrzymać przepływy kredytowe, zwłaszcza w przypadku małych i średnich przedsiębiorstw.
- **Moratoria na spłatę długu przyczyniają się do zwiększenia dynamiki zadłużenia w 2020 r.** Opóźnienie w spłacie zadłużenia przez przedsiębiorstwa niefinansowe, dozwolone wskutek moratoriów w całej UE, stanowiących środki rządowe lub dobrowolną inicjatywę pożyczkodawców, oznacza mechaniczne zwiększenie salda zadłużenia. Potwierdza to o wiele wyraźniejsza w 2020 r. pozytywna korelacja między zmianą w zadłużeniu przedsiębiorstw niefinansowych a „czysto nowym" kredytowaniem MIF (z wyłączeniem renegocjacji i spłat) niż ta zaobserwowana w 2019 r. (zob. Wykres 17 i Wykres 18). W związku z tym w 2020 r. spłaty wpłynęły na dynamikę zadłużenia w mniejszym stopniu niż w przeszłości, co prawdopodobnie wynikało z moratoriów.
- **W przyszłości oczekuje się, że dynamika relacji zadłużenia do PKB będzie bardziej ograniczona z kilku powodów.** Po pierwsze, oczekuje się, że mechaniczny wzrost wskaźników zadłużenia spowodowany zmniejszeniem mianownika będzie krótkotrwały, ponieważ relacja zadłużenia do PKB zwiększy się w 2020 r. głównie z powodu tymczasowego cyklicznego pogorszenia koniunktury (zob. Wykres 19). Po drugie, środki nadzwyczajne wprowadzone w 2020 r. będą stopniowo wycofywane. Wygaśnięcie moratoriów na spłatę długu doprowadzi do większych spłat. Stopniowe znoszenie gwarancji kredytowych będzie wiązało się z ograniczeniem możliwości zaciągania kredytów i pożyczek przez przedsiębiorstwa w trudnych warunkach. Dane z badania sugerują ponadto, że w przyszłości może dojść do zaostrzenia warunków udzielania kredytów i pożyczek[35]. Po trzecie, alternatywą dla zaciągania nowych kredytów i pożyczek przez przedsiębiorstwa niefinansowe będzie możliwość zmniejszenia zabezpieczeń przed utratą płynności.
- **Przedłużające się trudności w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych mogą znacząco uderzyć w inwestycje i pogorszyć perspektywy spłaty zadłużenia.** Rentowność nadal będzie poważnie zagrożona, zwłaszcza w sektorach usług dotkniętych pandemią. Może to oznaczać nie tylko ograniczone inwestycje, ale również trudności w spłacie istniejącego zadłużenia. Ogólnie

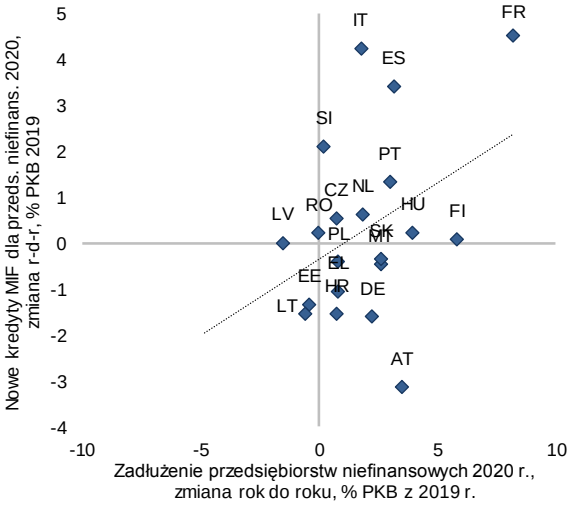
[35]EBC (2020): Badanie akcji kredytowej banków w strefie euro – drugi kwartał 2020 r., lipiec 2020 r.

rzecz biorąc, wygaśnięcie moratoriów na spłatę długu będzie wiązało się z większym obciążeniem zadłużeniem ze względu na skumulowane odsetki.

Wykres 17: Nowe kredyty MIF dla przedsiębiorstw niefinansowych a zmiany relacji zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych do PKB, 2019 r.

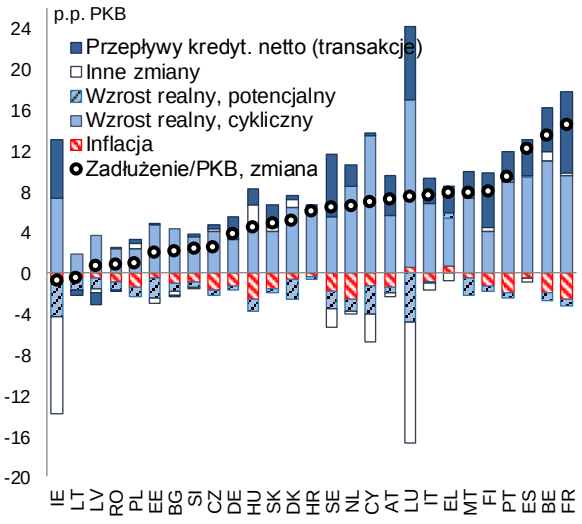


Wykres 18: Nowe kredyty MIF dla przedsiębiorstw niefinansowych a zmiany relacji zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych do PKB, 2020 r.

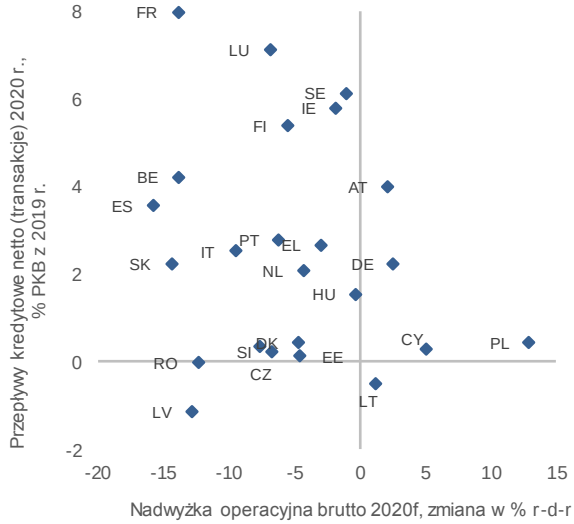


Źródło: EBC – baza danych MIR, baza danych AMECO, obliczenia Eurostatu i służb Komisji (zob. również ramka 1 dotycząca prognoz zadłużenia sektora prywatnego).
Uwaga: nowe kredyty MIF odnoszą się do „czysto nowych" kredytów udzielanych przez monetarne instytucje finansowe (MIF) i obejmują jedynie nowe kredyty udzielone przedsiębiorstwom niefinansowym przez MIF, z wyłączeniem renegocjacji i spłat. Belgia, Cypr i Luksemburg nie zostały uwzględnione z uwagi na wartości nietypowe, a Bułgaria, Dania, Irlandia i Szwecja – ze względu na dostępność danych.

Wykres 19: Rozkład zmiany relacji zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych do PKB (2019–2020)

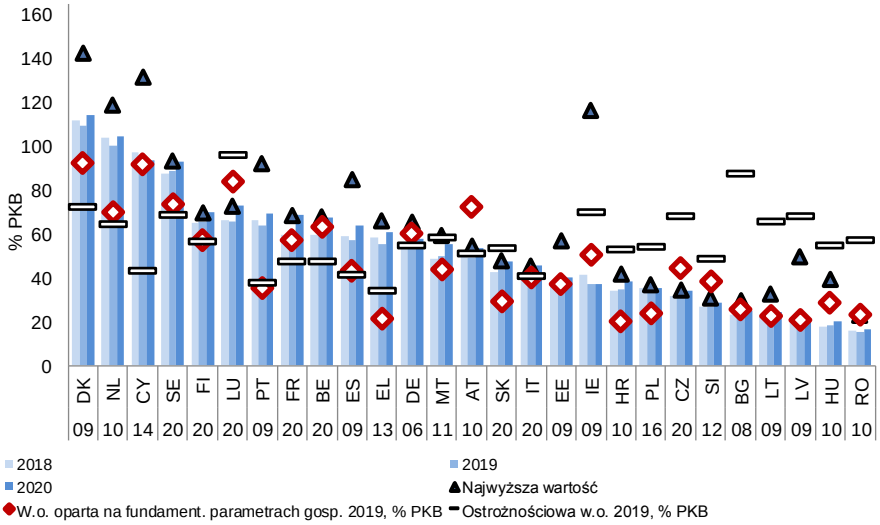


Wykres 20: Zmiany nadwyżki operacyjnej brutto w 2020 r. oraz akcja kredytowa (transakcje) netto na rzecz przedsiębiorstw niefinansowych



Źródło: baza danych AMECO, szacunki Eurostatu i służb Komisji (zob. ramka 1) oraz obliczenia oparte na miesięcznych danych EBC dotyczących pożyczek MIF i transakcji na dłużnych papierach wartościowych (przepływów) odnoszących się do sektora prywatnego na podstawie bazy danych BSI, prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej z jesieni 2020 r.
Uwaga: przepływy kredytowe netto (transakcje dotyczące zadłużenia) odpowiadają transakcjom dotyczącym pożyczek (F4) i dłużnych papierów wartościowych (F3) z sektorowych finansowych rachunków transakcji (Eurostat). Nadwyżka operacyjna brutto przedsiębiorstw niefinansowych jest niedostępna w odniesieniu do Bułgarii, Chorwacji i Malty.

Wykres 21: Zadłużenie gospodarstw domowych



Źródło: Eurostat, sektorowe finansowe konta bilansowe – pożyczki (F4) plus dłużne papiery wartościowe (F3), baza danych AMECO i szacunki służb Komisji (zob. ramka 1).

Uwagi: państwa przedstawiono w porządku malejącym relacji zadłużenia gospodarstw domowych do PKB w 2019 r. Liczba pod kodem państwa oznacza rok, w którym odnotowano najwyższą wartość zadłużenia. Definicje wartości odniesienia opartych na fundamentalnych parametrach gospodarczych i progów ostrożnościowych – zob. przypis 34.

Jeśli chodzi o gospodarstwa domowe, wydaje się, że pandemia COVID-19 doprowadziła do osłabienia dynamiki zaciągania kredytów i pożyczek w związku z gorszymi perspektywami w zakresie wysokości dochodów i zwiększaniem stanu oszczędności.

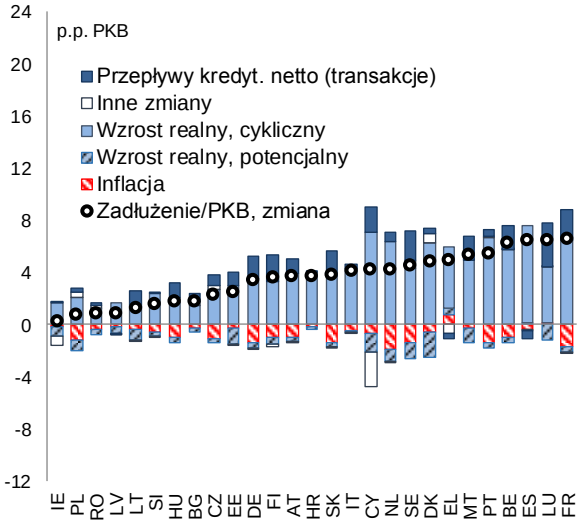
- **Oczekuje się, że w 2020 r. przepływy kredytowe netto (transakcje dotyczące zadłużenia) na rzecz gospodarstw domowych będą bliskie zeru lub umiarkowane w przypadku większości państw UE.** Jak przedstawiono na wykresie 22, wzrost relacji zadłużenia gospodarstw domowych do PKB w ujęciu ogólnym wynika w dużej mierze ze spadku PKB, a nie z transakcji kredytowych i transakcji na papierach wartościowych, które są raczej ograniczone i wydaje się, że zmniejszyły się w prawie wszystkich państwach UE w porównaniu z 2019 r. Spowolnienie zadłużania gospodarstw domowych wydaje się uzasadnione pogarszającymi się perspektywami dochodów gospodarstw domowych w połączeniu ze zwiększaniem przez nie oszczędności – ma to charakter częściowo zapobiegawczy, a częściowo wynika ze środków ograniczających, które zawężają możliwości konsumpcji. Różnice między państwami są prawdopodobnie powiązane z dotkliwością lockdownu i zatrzymaniem zakupów nieruchomości mieszkaniowych, różnym stopniem wsparcia dochodów gospodarstw domowych ze strony rządów i różnymi warunkami kredytowymi, a także z warunkami na rynku mieszkaniowym.

- **Spowolnienie w zaciąganiu kredytów i pożyczek przez gospodarstwa domowe ma miejsce pomimo efektu wywoływanego przez moratoria.** Podobnie jak w przypadku przedsiębiorstw niefinansowych moratoria na spłatę długu mają pozytywny wpływ na ewolucję salda zadłużenia z uwagi na niższe spłaty. W związku z tym wydaje się, że poziom zadłużenia gospodarstw domowych zmniejsza się wolniej.

- **Dynamika zadłużenia gospodarstw domowych prawdopodobnie pozostanie ograniczona, a w miarę pogarszania się sytuacji na rynkach pracy mogą pojawić się trudności ze spłatą.** Pomimo utrzymujących się sprzyjających warunków finansowych i środków rządowych mających na celu złagodzenie skutków kryzysu na rynku pracy i jego konsekwencji dla gospodarstw domowych, dochody gospodarstw domowych nadal będą znajdować się pod presją.

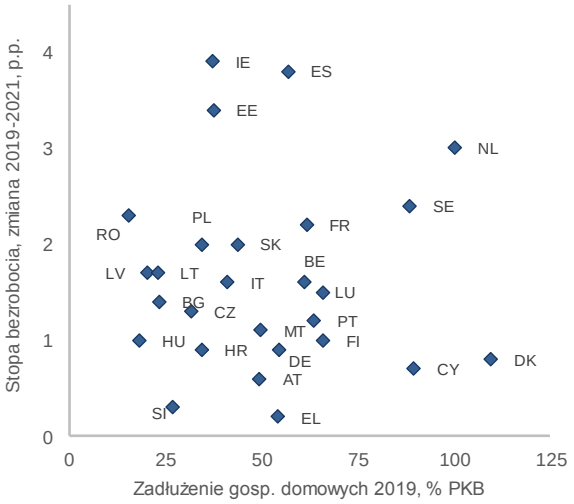
W szczególności prognozuje się, że stopy bezrobocia, po spadku notowanym do 2020 r., będą rosły w ujęciu ogólnym w 2021 r. Będzie to również odzwierciedlać utratę miejsc pracy w następstwie stopniowego znoszenia środków wprowadzonych przez rządy w celu złagodzenia skutków pandemii, w szczególności subsydiowanych mechanizmów zmniejszonego wymiaru czasu pracy, które mają być tymczasowe, aby uniknąć utrzymywania miejsc pracy w nierentownych przedsiębiorstwach. Większe trudności w spłacie zadłużenia w przypadku gospodarstw domowych mogą wystąpić również w państwach już charakteryzujących się stosunkowo wysokim zadłużeniem gospodarstw domowych (Wykres 23).

Wykres 22: Rozkład zmiany relacji zadłużenia gospodarstw domowych do PKB (2019–2020)



Źródło: przepływy kredytowe netto (transakcje dotyczące zadłużenia) odpowiadają transakcjom dotyczącym pożyczek (F4) i dłużnych papierów wartościowych (F3) z sektorowych finansowych rachunków transakcji (Eurostat). Inne źródła to baza danych AMECO i szacunki służb Komisji (zob. ramka 1) oraz obliczenia oparte na miesięcznych danych EBC dotyczących pożyczek MIF i transakcji na dłużnych papierach wartościowych (przepływów) odnoszących się do sektora prywatnego na podstawie bazy danych BSI.

Wykres 23: Zadłużenie gospodarstw domowych i bezrobocie



Źródło: baza danych AMECO, dane na lata 2020 i 2021 pochodzą z prognozy gospodarczej Komisji Europejskiej z jesieni 2020 r.

Do początku 2020 r. ceny nieruchomości mieszkaniowych nadal rosły, w niektórych przypadkach w szybszym tempie.

- **W 2019 r. wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych przekroczył wartość progową zawartą w tabeli wyników w ośmiu państwach członkowskich** (Chorwacja, Czechy, Grecja, Węgry, Luksemburg, Polska, Portugalia i Słowacja), czyli w o jednym państwie więcej niż w 2018 r. Ogólnie rzecz biorąc, potwierdziło to kontynuację dynamicznego wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych obserwowanego od połowy dekady.
- **W 2019 r. ceny nieruchomości mieszkaniowych wzrosły w niemal wszystkich państwach UE, a tempo tego wzrostu w latach 2018–2019 było szybsze w większości państw członkowskich.** Spowolnienie wzrostu cen odnotowano natomiast w Bułgarii, Danii, Niemczech, Irlandii, na Łotwie, Malcie, w Niderlandach, Rumunii, Hiszpanii i Słowenii.

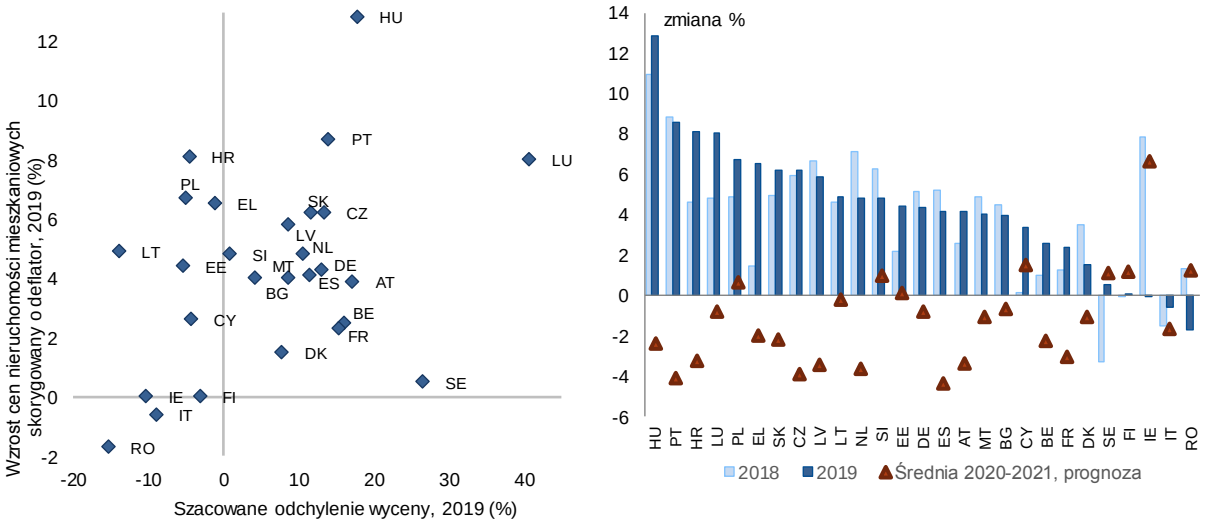
- **Niedawna pozytywna tendencja w zakresie wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych wynikała głównie z fundamentalnych parametrów gospodarczych.** W kontekście opóźnionego dostosowania podaży nieruchomości mieszkaniowych głównymi czynnikami leżącymi u podstaw niedawnego zapotrzebowania na usługi mieszkaniowe były niskie stopy procentowe i wzrost dochodów z pracy. Przyspieszenie wzrostu długu hipotecznego stało się widoczne dopiero po skonsolidowaniu wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych i upowszechniło się w całej UE.
- **Wyraźny wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych obserwuje się również w państwach członkowskich wykazujących oznaki zawyżenia cen (**Wykres 24). W niektórych państwach, w których występowały oznaki zawyżenia cen, odnotowano pewne spowolnienie wzrostu cen w latach 2018–2019. Nie miało to jednak miejsca w innych istotnych przypadkach, w tym w Luksemburgu i Szwecji.[36]
- **W 2019 r. w większości państw członkowskich występowały oznaki zawyżenia cen.** Porównanie indeksów cen z wartościami odniesienia wskazuje na powszechne występowanie zawyżenia cen. Szacunki poziomów cen potwierdzają, że przystępność cen nieruchomości mieszkaniowych jest ograniczona. W mniej więcej połowie państw UE, aby kupić dom lub mieszkanie o powierzchni 100 m2, potrzebny jest dochód z ponad 10 lat[37].

Wykres 24: Zmiany cen nieruchomości mieszkaniowych w przeliczeniu na ceny stałe i odchylenia wyceny w 2019 r.

Wykres 25: Ewolucja wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych w przeliczeniu na ceny stałe

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

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



Źródło: Eurostat, obliczenia służb Komisji.

Uwaga: odchylenie wyceny szacuje się jako średnią trzech wartości: odchyleń wskaźników ceny do dochodu i ceny do najmu w stosunku do ich długoterminowych średnich oraz odchyleń wyceny uzyskanych z opartego na regresji modelu wyznaczników cen nieruchomości mieszkaniowych (zob. przypis 36). Prognozy cen nieruchomości mieszkaniowych bazują na wykorzystującym regresję modelu wyznaczników ceny nieruchomości mieszkaniowych (zob. przypis 40).

Oczekuje się, że w przyszłości kryzys związany z COVID-19 zahamuje niedawną dynamikę cen nieruchomości mieszkaniowych, głównie w związku ze spadkiem dochodów z pracy.

- **Dane kwartalne za 2020 r. pokazują, że wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych zaczyna słabnąć w kilku państwach członkowskich.** Podczas gdy większość państw UE nadal notowała wzrost cen w drugim kwartale br. w porównaniu z tym samym kwartałem 2019 r., w niektórych państwach odnotowano już spowolnienie wzrostu lub nawet spadek cen nieruchomości mieszkaniowych w przeliczeniu na ceny stałe. Korekty w dół w ujęciu rocznym obserwuje się na Cyprze i Węgrzech. W ponad połowie państw UE odnotowuje się spowolnienie i stagnację. Obserwując dynamikę w pierwszej połowie 2020 r. w ujęciu kwartał do kwartału, zwłaszcza w Estonii, na Węgrzech i w Rumunii, ale także do pewnego stopnia na Łotwie, w Portugalii, Słowenii i Szwecji, można zauważyć, że pojawia się tendencja do powszechniejszych korekt w dół[38] .

- **Szacunki poziomów cen ofertowych sprzedawców potwierdzają początki osłabienia rynku mieszkaniowego.** Dane dotyczące cen nieruchomości mieszkaniowych do połowy 2020 r. mogą nie w pełni odzwierciedlać skutki kryzysu związanego z COVID, ponieważ transakcje zostały w wielu przypadkach uzgodnione przed wybuchem pandemii COVID. Niemniej jednak ostatnie szacunki cen ofertowych również sugerują korekty w dół w niektórych państwach. [39]

[38] Sezonowość może mieć wpływ na zmiany cen nieruchomości mieszkaniowych w przeliczeniu na ceny stałe w ujęciu kwartał do kwartału. Dotyczy to w szczególności Rumunii ze względu na sezonowość zastosowanego deflatora – deflatora rachunków narodowych w odniesieniu do spożycia prywatnego. Nowsze dane, oparte na wskaźniku cen nieruchomości mieszkaniowych Valueguard HOX, wskazują, że we wrześniu 2020 r. nominalne ceny nieruchomości mieszkaniowych w Szwecji wzrosły o 8,9 % w ujęciu rok do roku.

[39] Szacunki te uzyskano z próby losowej w podziale według regionu w odniesieniu do domów i mieszkań o maksymalnej powierzchni 600 metrów kwadratowych. Dane pochodzą ze strony internetowej agenta nieruchomości Idealista.com. Dla każdego kraju początkowa liczebność próby wynosiła około 1700–2000 nieruchomości. Skład próby jest dynamiczny, ponieważ niektóre nieruchomości przestają być dostępne i pojawiają

- **Prognozy cen nieruchomości mieszkaniowych oparte na modelu wskazują również na osłabienie rynków mieszkaniowych w 2021 r. oraz na korekty w dół w zdecydowanej większości państw członkowskich UE (**Wykres 25). Spadek dochodów z pracy tłumaczy znaczną część oczekiwanych spowolnień. Znaczne spowolnienie spodziewane jest zwłaszcza w krajach, w których występuje obecnie zawyżenie.[40]

W niektórych państwach członkowskich zawyżonemu poziomowi cen nieruchomości mieszkaniowych w dalszym ciągu towarzyszy wysoki poziom zadłużenia gospodarstw domowych. Dotyczy to w szczególności Belgii, Danii, Luksemburga, Niderlandów i Szwecji. Niderlandy charakteryzują się również wysokim poziomem cen w stosunku do średniego dochodu gospodarstwa domowego. Wzrost wolumenu kredytów hipotecznych był w 2019 r. szczególnie gwałtowny w Bułgarii i na Malcie (ponad 10 % w porównaniu z poprzednim rokiem), a w 14 innych państwach przekroczył 5 %. W niektórych przypadkach odnotowano silny wzrost z już i tak stosunkowo wysokich poziomów, zwłaszcza w Belgii, Francji, Niemczech, Luksemburgu i na Malcie. Silny wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych wiązał się w państwach UE, oprócz Grecji i Portugalii, z wyraźnym wzrostem wolumenu kredytów hipotecznych[41].

3.3 Sektor instytucji rządowych i samorządowych

W 2019 r. wskaźniki długu publicznego dalej spadały w większości państw członkowskich w warunkach utrzymującej się korzystnej sytuacji gospodarczej, ale teraz ponownie rosną w całej UE, a zwłaszcza w państwach, które dotkliwiej odczuły kryzys związany z COVID-19. W 2019 r. wskaźniki długu przekroczyły wartość progową w tabeli wyników – 60 % PKB – w 12 państwach członkowskich, podczas gdy w 2018 r. dotyczyło to większej liczby państw (14). Dług w Grecji, we Włoszech i w Portugalii przekraczał 100 % PKB, w Belgii, na Cyprze, we Francji i w Hiszpanii osiągnął poziom jedynie nieco poniżej tej wartości. Inne państwa członkowskie, których dług przekracza 60 % PKB, to Austria, Chorwacja, Węgry i Słowenia. W 2019 r. zmniejszenie wskaźników długu publicznego było bardziej widoczne (powyżej 5 p.p. PKB) na Cyprze, w Grecji i w Irlandii, natomiast we Francji i we Włoszech poziom długu publicznego pozostał niezmieniony. W 2019 r. i w kilku wcześniejszych latach w niektórych przypadkach, w tym w Belgii, na Cyprze, we Francji i Portugalii, odnotowano dług publiczny przekraczający 60 % PKB oraz zadłużenie sektora prywatnego przekraczające stosowną wartość progową zawartą w tabeli wyników.

---

się nowe nieruchomości. Mediana ceny metra kwadratowego była monitorowana w okresie między kwietniem i wrześniem 2020 r. i wskazuje na wyraźną tendencję spadkową w trzech analizowanych państwach.

[40] Prognozy dotyczące cen nieruchomości mieszkaniowych są prognozami służb Komisji Europejskiej obliczanymi w ramach modelu korekty błędem, z wykorzystaniem jako zmiennych objaśniających: populacji, dochodu do dyspozycji, podaży nieruchomości mieszkaniowych, długoterminowej stopy procentowej oraz deflatora cen spożycia prywatnego, a także pozostałości po szacowanym związku o charakterze kointegracji.

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

Relacje długu publicznego do PKB wyraźnie rosną w wyniku kryzysu związanego z COVID-19. Straty w produkcji i uszczuplenie dochodów związane z recesją w 2020 r., a także szeroko zakrojone środki wsparcia wprowadzone przez rządy w celu złagodzenia skutków kryzysu leżą u podstaw nasilonego zaciągania kredytów i pożyczek i wzrostu salda zadłużenia we wszystkich państwach członkowskich UE. Rządy zezwoliły na działanie automatycznych stabilizatorów podczas kryzysu i zapewniły bezpośrednie wsparcie fiskalne oraz wsparcie płynności w celu złagodzenia kryzysu zdrowotnego i ograniczenia wydatków sektora prywatnego. Ponadto wzrost relacji długu do PKB w 2020 r. częściowo wynika z mechanicznego wpływu, jaki wywiera znacznie zmniejszone nominalne PKB.

- **Prognozuje się, że do końca 2021 r. wskaźniki długu publicznego pozostaną wyższe niż w 2019 r. we wszystkich państwach UE, a w niektórych przypadkach różnice będą znaczne.** Oczekuje się, że pod koniec 2020 r. znacznie więcej państw członkowskich przekroczy próg 60 % PKB, a kilka kolejnych przekroczy 100 %. W 2021 r. wskaźniki długu mają się ustabilizować lub nieznacznie się zmniejszyć w około połowie państw dzięki ożywieniu gospodarczemu i prognozowanym niższym deficytom (Wykres 26). W pozostałych państwach UE przewiduje się jednak dalszy wzrost długu publicznego w 2021 r., zwłaszcza w Rumunii, gdzie wysoki deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych ma zgodnie z prognozami dodatkowo się zwiększyć w przyszłym roku, a wskaźnik długu jeszcze bardziej wzrośnie, chociaż jego poziom jest stosunkowo niski.

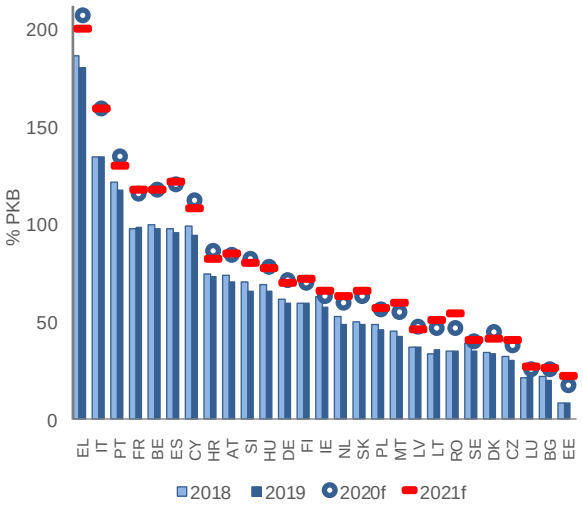
- **Oczekuje się, że wzrost wskaźników długu publicznego będzie na ogół gwałtowniejszy, przy czym poziomy długu sprzed kryzysu były już stosunkowo wysokie.** Odzwierciedla to fakt, że recesje w tych krajach są zasadniczo bardziej dotkliwe, głównie dlatego, że zakażenia były powszechne lub że wprowadzono silne środki powstrzymujące rozprzestrzenianie się wirusa, a gospodarki tych państw w większym stopniu opierają się na sektorach takich jak turystyka. Zgodnie z prognozami wskaźniki długu publicznego wzrosną w 2020 r. o ponad 20 punktów procentowych PKB w Grecji, we Włoszech i w Hiszpanii. Wzrost zadłużenia odzwierciedla również zmiany długu niewynikające z poziomu deficytu/nadwyżki budżetu (SFA), które to zmiany zwiększają zadłużenie. Obejmują one również formy wsparcia finansowego nieujęte w saldach budżetu sektora instytucji rządowych i samorządowych. Prognozuje się, że będą one najbardziej odczuwalne na Cyprze, w Danii, Niemczech i Słowenii.

- **Finansowanie sektora instytucji rządowych i samorządowych nie stało się bardziej kosztowne.** W 2019 r. dochody z obligacji skarbowych utrzymywały się na stabilnym poziomie lub malały. Po wstrząsie wywołanym przez pandemię COVID-19 i wynikających z tego zawirowaniach na rynkach finansowych, które miały miejsce w marcu i kwietniu, dochody te wzrosły w przypadku niektórych państw strefy euro, ale także państw spoza strefy euro. W kontekście ograniczonych wahań na rynkach finansowych oraz w następstwie szeroko zakrojonych działań władz monetarnych, rentowność tych obligacji ponownie się jednak zmniejszyła i zbliżyła do poziomów dominujących wcześniej w 2020 r., a w niektórych przypadkach spadła nawet poniżej tych poziomów; wzrost zaobserwowano jedynie w bardzo nielicznych przypadkach.

Struktura długu publicznego może stwarzać dodatkowe zagrożenia dla niektórych krajów. Struktury zapadalności długu publicznego znacznie się różnią w poszczególnych państwach członkowskich, co oznacza również różne potrzeby w zakresie refinansowania w najbliższej przyszłości. Prognozuje się, że potrzeby finansowe brutto w nadchodzących latach wyniosą co najmniej 20 % PKB w przypadku Belgii, Francji, Węgier, Włoch i Hiszpanii (Wykres 27). Niektóre państwa

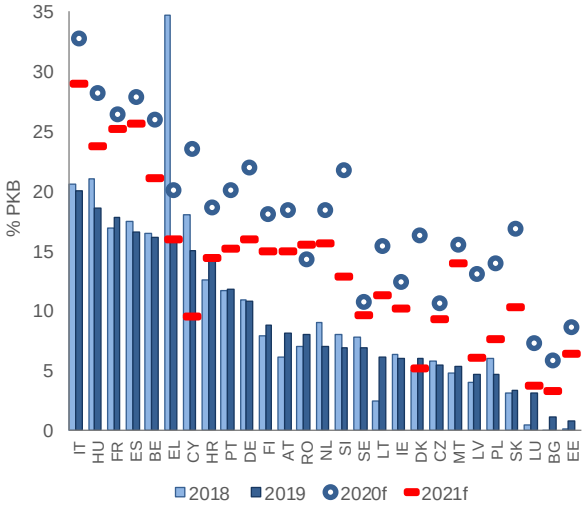
spoza strefy euro nienależące do ERM II, w tym Węgry i Rumunia, są narażone na dodatkowe ryzyko w obliczu stosunkowo dużego odsetka ich długu publicznego denominowanego w walucie obcej.

Wykres 26: Dług publiczny



Źródło: baza danych AMECO, dane z 2020 i 2021 r. pochodzą z prognozy gospodarczej Komisji Europejskiej z jesieni 2020 r.
Uwaga: państwa są wymienione w porządku malejącym według długu publicznego w 2019 r. w stosunku do PKB.

Wykres 27: Potrzeby finansowe brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych



Źródło: obliczenia służb Komisji.
Uwaga: potrzeby finansowe brutto oblicza się jako sumę deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych, zmiany długu niewynikającej z poziomu deficytu/nadwyżki budżetu (SFA) i amortyzacji zadłużenia. Państwa są wymienione w porządku malejącym potrzeb finansowych sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2019 r. w stosunku do PKB.

3.4 Sektor finansowy

Unijny sektor bankowy znacznie wzmocnił się w ostatnich latach pomimo utrzymujących się wyzwań związanych z niską rentownością i kredytami zagrożonymi w kilku państwach członkowskich.

- **Unijny sektor bankowy znajduje się w lepszej kondycji niż na początku światowego kryzysu finansowego.** Odsetek kredytów zagrożonych znacznie spadł, zwłaszcza w przypadkach, gdy był na wyższym poziomie. Współczynniki kapitałowe przestały rosnąć w 2018 r. po przekroczeniu wymogów regulacyjnych TIER 1 we wszystkich państwach członkowskich. Zabezpieczenia przed utratą płynności w bankach są również znacznie silniejsze niż dziesięć lat temu. W 2019 r. wzrost zobowiązań sektora finansowego pozostał ograniczony; jedynie Węgry przekroczyły wartość progową zawartą w tabeli wyników.
- **Wyzwaniem dla sektora bankowego UE pozostają niskie poziomy rentowności**, które w 2019 r. uległy dalszemu pogorszeniu w warunkach niskich stóp procentowych. Rentowność wydaje się szczególnie niska na Cyprze, w Niemczech, Grecji, Irlandii i Portugalii. Jeżeli chodzi o współczynniki kapitałowe, są one stosunkowo niższe w Niemczech, Grecji, na Węgrzech, w Portugalii i Hiszpanii.
- **Kilka państw UE zmaga się z problemem, na który składają się: niska rentowność, współczynniki kapitałowe poniżej średniej oraz wysoki wskaźnik kredytów zagrożonych**

(Wykres 28 i Wykres 29).[42]W Grecji wskaźnik kredytów zagrożonych zmniejszył się, ale nadal wynosi około 35 %, natomiast rentowność jest jedynie nieznacznie dodatnia i współczynniki kapitałowe należą do najniższych w UE. Banki cypryjskie odnotowały znaczną poprawę w zakresie bardzo wysokiego wskaźnika kredytów zagrożonych, który spadł poniżej 20 %, a rentowność banków była dodatnia, ale poniżej średniej unijnej. We Włoszech, w Bułgarii i Portugalii wskaźnik kredytów zagrożonych znacznie spadł w ostatnich latach, a w 2019 r. nastąpił dalszy, choć bardziej umiarkowany spadek, do poziomu poniżej 7 %. Współczynniki kapitałowe są poniżej średniej we Włoszech i Portugalii, a rentowność jest niższa, szczególnie w przypadku Portugalii.

Wstrząs związany z pandemią COVID-19 prawdopodobnie będzie miał znaczący wpływ na jakość aktywów, rentowność i kapitał banków. Wpływ ten nie jest jeszcze widoczny i może unaocznić się za jakiś czas, również w świetle szeroko zakrojonych środków polityki wsparcia. Wstrząs związany z COVID-19 spowodował znaczne pogorszenie się perspektyw gospodarczych, a niektóre banki są w znacznym stopniu narażone na skutki kryzysu w sektorach nieproporcjonalnie nim dotkniętych. Duża płynność zapewniana przez banki centralne pomogła ograniczyć zapaść kredytową po wybuchu pandemii COVID-19, a zawieszenie wypłat dywidend i tymczasowe złagodzenie przepisów w pewnych przypadkach dają bankom dodatkową przestrzeń. Pojawia się jednak wiele wyzwań, które mogą niekorzystanie wpłynąć na bilanse i kapitał banków[43]:

- **Rosnące kredyty zagrożone.** Trudności w spłacie zadłużenia przez przedsiębiorstwa niefinansowe, których rentowność najbardziej ucierpiała w wyniku kryzysu związanego z COVID-19, najprawdopodobniej pociągną za sobą wzrost odsetka kredytów zagrożonych. Oczekuje się, że odnotowanych zostanie więcej upadłości, zwłaszcza w sektorach, w których możliwości ograniczenia dystansu fizycznego są mniejsze. Fakt, że dochody gospodarstw domowych i perspektywy zatrudnienia są ograniczone oznaczałby, że również zadłużenia hipoteczne mogą w większej części stać się zagrożone. Ponadto w krajach, w których występują problemy wynikające z przeszłości, banki będą miały większe trudności ze sprzedażą istniejących kredytów zagrożonych. Z powodu moratoriów już mają miejsce opóźnienia w płatnościach . Ponieważ obowiązują moratoria, część kredytów, które normalnie zostałyby sklasyfikowane jako kredyty zagrożone, obecnie może nie zostać zaklasyfikowana jako taka. Dostępne dane dotyczące próby banków o znaczeniu systemowym w UE wskazują, że począwszy od drugiego kwartału

[42] Kredyty zagrożone w zestawie wskaźników dodatkowych zawartych w tabeli wyników definiuje się jako zagrożone kredyty i zaliczki brutto ogółem będące odsetkiem kredytów i zaliczek brutto ogółem (wartość bilansowa brutto), dla sektora sprawozdawczego „krajowe grupy bankowe i samodzielne banki, jednostki zależne kontrolowane przez podmioty zagraniczne oraz oddziały kontrolowane przez podmioty zagraniczne, wszystkie instytucje". Wartości przedstawiono w tabeli 2.1 w załączniku. Zharmonizowane dane dotyczące wskaźników kredytów zagrożonych dostępne są dopiero od 2014 r. Dlatego w odniesieniu do danych dotyczących 2008 r. i wzrostu do wartości szczytowej wykresWykres 29 pokazuje dane odnoszące się do relacji zagrożonych instrumentów dłużnych brutto względem instrumentów dłużnych brutto ogółem, dostępne w dłuższym szeregu czasowym i odnosi się również do innych instrumentów dłużnych, oprócz kredytów, jakie są ujęte w bilansach podmiotów sektora bankowego. Wartość ta jest zwykle nieco niższa niż wskaźnik kredytów zagrożonych, głównie ze względu na większy mianownik – tzn. wartość instrumentów dłużnych brutto ogółem jest większa od wartości wszystkich kredytów. Największa różnica między tymi dwoma wskaźnikami wynosi obecnie 4 punkty procentowe (w przypadku Grecji), natomiast w przypadku większości państw jest ona niższa niż 1 punkt procentowy.

[43] Niedawny test warunków skrajnych EBC, w którym oszacowano utratę kapitału dla sektora bankowego strefy euro w ramach scenariuszy alternatywnych, zob. https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200728~7df9502348.en.html.

2020 r. odsetek kredytów zagrożonych przestał się zmniejszać[44]. Wstępne szacunki ewentualnych zmian wskaźników kredytów zagrożonych sugerują znaczny wzrost[45].

- **Oczekuje się, że rentowność banków UE jeszcze się pogorszy.** Spodziewany jest dalszy spadek rentowności w wyniku zmniejszonego popytu na kredyty, mniejszych marż odsetkowych i strat kredytowych.[46] Po wybuchu pandemii COVID-19 w wycenach kapitału własnego banków konsekwentnie odnotowywano znaczne spadki. Wyceny kapitału własnego banków uległy stagnacji już w 2019 r., w marcu 2020 r. znacznie spadły dokładnie w czasie wybuchu pandemii COVID-19, a następnie poprawiły się jedynie w niewielkim stopniu, wyraźnie podążając za europejskimi indeksami giełdowymi.
- **Wyceny aktywów.** Banki przejmują duże ilości obligacjach państwowych. Instytucje finansowe powiązane z państwami w krajach o bardziej niestabilnych finansach publicznych mogą być narażone na niekorzystny wpływ więzi bank-państwo. Ponadto złagodzenie rynków nieruchomości, w szczególności nieruchomości komercyjnych, może obniżyć wartość zabezpieczeń hipotecznych i prowadzić do powstania zależności między cenami nieruchomości mieszkaniowych, bilansami banków i dostępnością kredytów hipotecznych.

Kryzys ten jeszcze bardziej wydłuży okres stosowania niskich stóp procentowych, co może mieć negatywny wpływ na niebankowy sektor finansowy. Ponieważ niskie stopy procentowe dotyczą szczególnie aktywów finansowych o niskim ryzyku, stanowią one obciążenie także dla rentowności i bilansów instytucji niebędących bankami, których portfele aktywów obejmują inwestycje głównie w tego rodzaju aktywa, np. przedsiębiorstw ubezpieczeniowych, szczególnie w sektorze ubezpieczeń na życie, oraz funduszy emerytalno-rentowych. W poszukiwaniu rentowności wiele instytucji niebędących bankami zwiększyło swoją dźwignię finansową i ekspozycję na bardziej ryzykowne aktywa, których ceny spadły po wybuchu pandemii COVID, co spowodowało znaczne straty z tytułu wyceny, w szczególności dla funduszy inwestycyjnych. Oczekuje się również, że niedawne wydarzenia będą miały niekorzystny wpływ na sektor ubezpieczeń[47].

Wykres 28: Rentowność i kapitał sektora bankowego

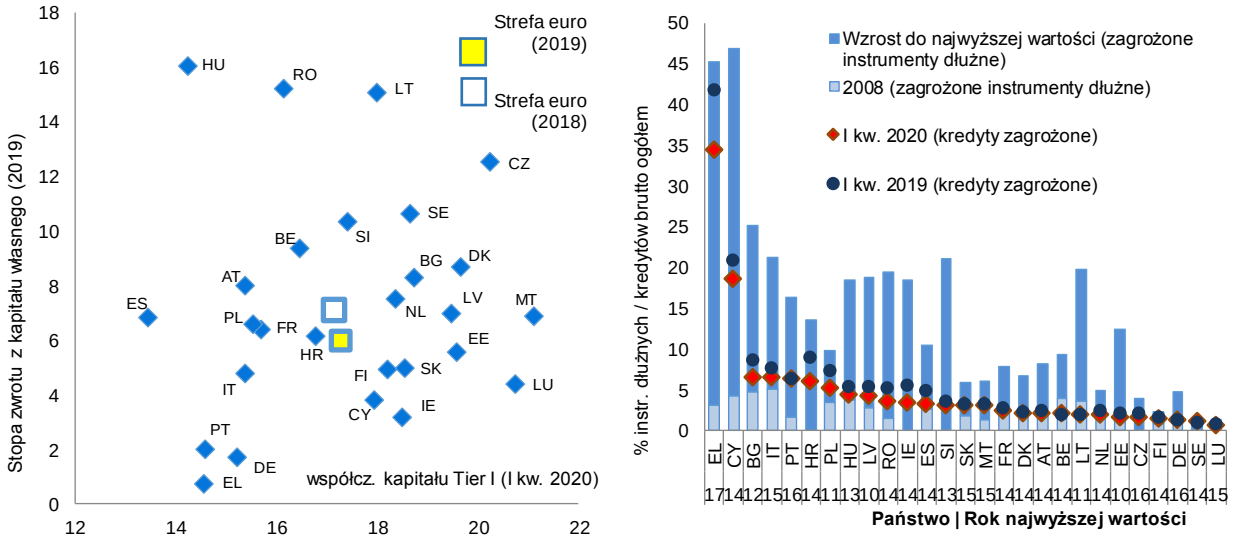
Wykres 29: Kredyty zagrożone

[44] Źródło: tablica wskaźników ryzyka EUNB, II kw. 2020 r.

[45] Wskaźnik kredytów zagrożonych w strefie euro mógłby wzrosnąć między grudniem 2019 r. a 2021 r. o 1,7 i 2,3 p.p. (według Allianz Research, European Banks, „Could Eur 300 bn of Additional NPLs Crunch the Recovery in Europe?" [Czy 300 mld dodatkowych kredytów zagrożonych może spowodować zapaść kredytową i zagrozić odbudowie w Europie?], lipiec 2020 r.).

[46] EBC, Financial Stability Review [Przegląd stabilności finansowej], maj 2020 r. EUNB, The EU Banking Sector: First Insight on the Covid-19 Impacts [Sektor bankowy UE: wstępny wgląd w konsekwencje epidemii Covid-19], nota tematyczna EBA/REP/2020/17.

[47] EIOPA (2020): Sprawozdanie na temat stabilności finansowej, lipiec 2020 r.



Źródło: EBC, obliczenia służb Komisji.

Uwaga: średnie wartości Wykres 28 dla strefy euro nie są ważone wielkością gospodarki. Dane dotyczące zagrożonych instrumentów dłużnych brutto za 2008 r. są niedostępne w przypadku Chorwacji, Czech, Irlandii, Słowenii i Szwecji. Na wykresie 29 dane dotyczące 2008 r. oraz wzrostu do wartości szczytowej odnoszą się do relacji zagrożonych instrumentów dłużnych brutto do instrumentów dłużnych brutto ogółem; Wskaźniki kredytów zagrożonych podaje się za I kw. 2018 r. i I kw. 2019 r.; liczba pod kodem państwa oznacza rok, w którym odnotowano najwyższą wartość wskaźnika zagrożonych instrumentów dłużnych.

Ramka 2: Zatrudnienie i zmiany społeczne

W 2019 r., przed pandemią, nadal poprawiała się sytuacja na unijnych rynkach pracy, mimo że europejska gospodarka już zwalniała. W 2019 r. zatrudnienie w UE nadal rosło, a pod względem liczby pracujących osiągnięto nowy rekordowy poziom. W 2019 r. wskaźnik zatrudnienia wzrósł w prawie wszystkich państwach członkowskich. Największy wzrost wskaźnika zatrudnienia odnotowano w Bułgarii (2,4 p.p.), a następnie na Cyprze (1,9 p.p.), w Grecji (1,6 p.p.) i Chorwacji (1,5 p.p.). Bezrobocie nadal spadało w prawie wszystkich państwach członkowskich, osiągając w grudniu 2019 r. najniższy poziom od 2000 r. (6,5 %). Wszystkie państwa rozpoczęły 2020 r. z najniższymi od 2013 r. wskaźnikami bezrobocia. Spadek ten był szczególnie wyraźny w państwach o wysokim bezrobociu, takich jak Grecja i Chorwacja (-2 p.p.), Cypr (-1,3 p.p.) i Hiszpania (-1,2 p.p.), podczas gdy w Szwecji stopa bezrobocia wzrosła o 0,4 p.p., a w Luksemburgu i na Litwie utrzymywała się na mniej więcej tym samym poziomie co w 2018 r. (we wszystkich trzech przypadkach była jednak stosunkowo niska). W związku z tym różnice między krajami w zakresie stóp bezrobocia wyraźnie się zmniejszyły, ale pozostawały znaczące przed wybuchem pandemii COVID-19.

Współczynniki aktywności zawodowej były również dość odporne na spowolnienie gospodarcze przed pandemią, natomiast *bezrobocie długotrwałe* i *bezrobocie młodzieży* poprawiły się bardziej niż pozostałe wskaźniki rynku pracy. W 2019 r. współczynnik aktywności zawodowej (osoby w wieku 15–64 l.) spadł jedynie we Francji (-0,4 p.p.), na Łotwie (-0,2 p.p.) i w Estonii (-0,2 p.p.). Różnica między państwami o najniższym i najwyższym współczynniku aktywności zawodowej pozostała zasadniczo niezmieniona i wynosiła około 16 p.p. *Bezrobocie długotrwałe* zmniejszyło się w 2019 r. we wszystkich państwach członkowskich i wszystkie państwa odnotowały niższe poziomy niż trzy lata wcześniej. Najwyższe stopy bezrobocia długotrwałego odnotowano w Grecji (12,2 % ludności aktywnej zawodowo), we Włoszech (5,6 %) i w Hiszpanii (5,3 %). W niemal wszystkich krajach UE *bezrobocie młodzieży* zmniejszyło się w okresie trzech lat do 2019 r.; w Grecji i Hiszpanii nadal jednak przekraczało poziom 30 %, a we Włoszech było tylko nieco poniżej tej wartości. Jednocześnie w 2019 r. odsetek młodzieży (osoby w wieku 15–24 l.) niekształcącej się, niepracującej ani nieszkolącej wynosił w UE 10,1 %. Ponadto w kilku państwach członkowskich (w tym w Bułgarii, Chorwacji, na Cyprze, we Francji, w Grecji, na Węgrzech, w Irlandii, we Włoszech, w Rumunii, na Słowacji i w Hiszpanii) odsetek ten wynosi powyżej 10 %.

W 2019 r. dalej zmniejszyły się ubóstwo i wykluczenie społeczne, choć w niektórych państwach członkowskich utrzymują się one na wysokich poziomach. W 2019 r. w UE odsetek osób zagrożonych ubóstwem lub wykluczeniem społecznym (wskaźnik AROPE) jeszcze się zmniejszył do poziomu 21,4 %[48]. Wszystkie państwa odnotowały spadki wskaźnika w okresie trzech lat do 2019 r., z wyjątkiem Szwecji i Luksemburga, w których odnotowano jego wzrost, choć ze stosunkowo niskich poziomów. Pomimo znacznego spadku poziomu wskaźnika AROPE w Bułgarii, gdzie z niemal 39 % obniżył się on do 32,5 %, kraj ten nadal odnotowuje najwyższą wartość w UE; na kolejnym miejscu są Rumunia i Grecja (w obu przypadkach powyżej 30 %), natomiast Hiszpania, Łotwa i Litwa odnotowały wartości powyżej 25 %.

Wybuch pandemii COVID-19 jednak drastycznie zmienił perspektywy. W ciągu kilku tygodni nastąpiło dramatyczne pogorszenie prognoz na 2020 r. W drugim kwartale 2020 r. PKB był o prawie 15 % niższy niż na koniec 2019 r. (18 % w strefie euro), a zatrudnienie spadło o 3 %, co jest równe liczbie 6 mln zatrudnionych mniej

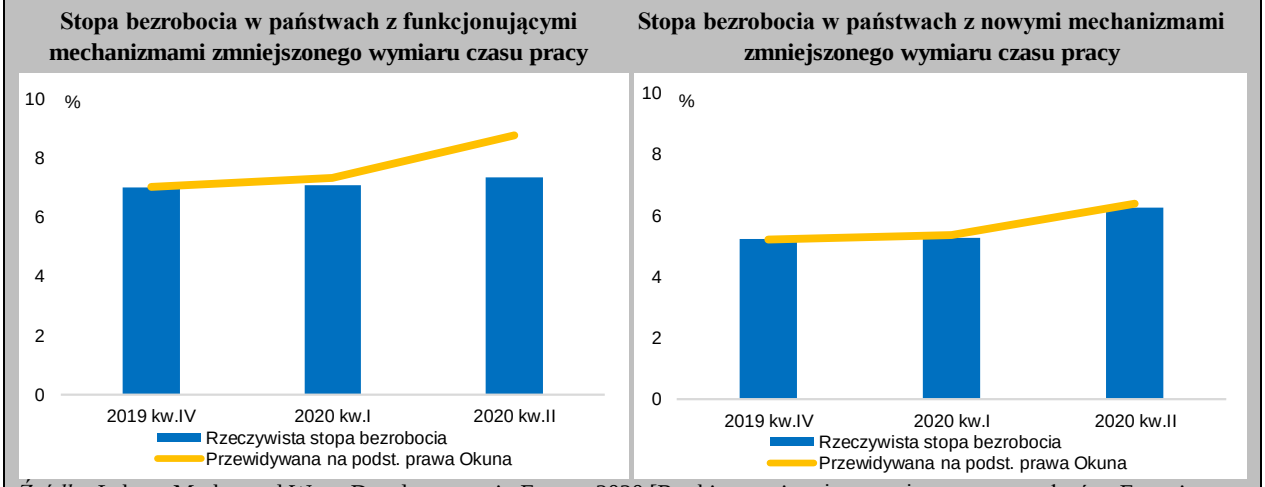
[48] Średnia ważona 25 państw członkowskich, w odniesieniu do których dostępne były dane do dnia 23 października 2020 r. Wskaźnik *zagrożenia ubóstwem lub wykluczeniem społecznym (AROPE)* odpowiada odsetkowi osób zagrożonych na podstawie co najmniej jednego z trzech wskaźników społecznych: 1. wskaźnika *zagrożenia ubóstwem (AROP)*, który mierzy ubóstwo dochodowe w stosunku do rozkładu dochodów w obrębie państwa i jest obliczany jako odsetek osób, których dochód do dyspozycji (skorygowany o skład gospodarstwa domowego) wynosi poniżej 60 % mediany krajowej; 2. wskaźnika *pogłębionej deprywacji materialnej (SMD)*, który obejmuje wskaźniki dotyczące braku środków i reprezentuje odsetek osób doświadczających co najmniej 4 z 9 rodzajów deprywacji, w oparciu o niezdolność do poniesienia niektórych konkretnych rodzajów wydatków; 3. wskaźnika *osób żyjących w gospodarstwach domowych o bardzo małej intensywności pracy* – osób w wieku 0–59 l. zamieszkujących gospodarstwa domowe, w których osoby dorosłe (w wieku 18–59 l.) w minionym roku przepracowały mniej niż 20 % swego łącznego potencjału pracy.

(2,9 % w strefie euro). Są to największe dotychczas spadki odnotowane na wczesnym etapie recesji. Ponadto istnieje duża niepewność związana z konsekwencjami tego bezprecedensowego wstrząsu, ponieważ skutki gospodarcze mogą się znacznie różnić w poszczególnych państwach, między innymi w zależności od intensywności pandemii i różnych specjalizacji sektorowych.

Powszechne wykorzystanie mechanizmów zmniejszonego wymiaru czasu pracy złagodziło wpływ recesji na bezrobocie. Chociaż stopa bezrobocia wzrosła we wszystkich państwach członkowskich, co stanowiło wyraźne odejście od kierunku zmian w poprzednich latach, w większości państw wzrosty te były stosunkowo niewielkie. Powszechne stosowanie mechanizmów zmniejszonego wymiaru czasu pracy przyczyniło się do ograniczenia masowej likwidacji miejsc pracy, do której w przeciwnym razie doszłoby w wielu państwach w następstwie znacznego zmniejszenia produkcji w pierwszych dwóch kwartałach 2020 r. Dotyczy to w szczególności krajów, w których już funkcjonowały mechanizmy zmniejszonego wymiaru czasu pracy; natomiast w krajach, które niedawno wprowadziły takie mechanizmy, częściowo ze względu na ich strukturę lub opóźnienia we wdrażaniu, osłabiają one wzrost bezrobocia jedynie w niewielkim stopniu w porównaniu z tym, czego można było oczekiwać na podstawie danych historycznych (wykres 1)[49].

Spadek współczynnika aktywności zawodowej tłumaczy spadek stóp bezrobocia obserwowany w niektórych państwach członkowskich. Dotkliwość recesji spowodowała bierność zawodową wielu bezrobotnych, którzy zrezygnowali z poszukiwania pracy. W dziewięciu państwach członkowskich, które stanowią ponad jedną trzecią populacji UE, odnotowano spadek współczynnika aktywności zawodowej. W UE w ujęciu całościowym współczynnik aktywności zawodowej (15-64 l.) spadł z 73,5 % w czwartym kwartale 2019 r. do 71,8 % w drugim kwartale 2020 r. Na przykład we Włoszech spadek stopy bezrobocia o 2 p.p. między styczniem a kwietniem stanowi odzwierciedlenie spadku współczynnika aktywności zawodowej o 3,5 p.p. wyraźniejszego niż spadek wskaźnika zatrudnienia (-1,7 p.p.).

Wykres: Rzeczywista stopa bezrobocia w przypadku istnienia mechanizmów zmniejszonego wymiaru czasu pracy i przewidywania prawa Okuna



Źródło: Labour Market and Wage Developments in Europe 2020 [Rynki pracy i zmiany poziomu wynagrodzeń w Europie w 2020 r.].
Uwaga: prawo Okuna odnosi się do obserwowanego związku między bezrobociem a stratami w produkcji danego kraju.

Kryzys związany z COVID-19 dotyka w nieproporcjonalnie większym stopniu pracowników o najsłabszej pozycji na rynku i może wymagać nieustających wysiłków na rzecz złagodzenia rosnących nierówności

[49] Komisja Europejska (2020), Labour Markets and Wage Developments in Europe 2020 [Rynki pracy i zmiany poziomu wynagrodzeń w Europie w 2020 r.] (w przygotowaniu). Kraje o skonsolidowanych mechanizmach zmniejszonego wymiaru czasu pracy: Austria, Belgia, Niemcy, Hiszpania, Finlandia, Francja, Włochy, Luksemburg, Portugalia i Szwecja.

społecznych i gospodarczych. Wpływ pandemii na zatrudnienie różni się w poszczególnych krajach, sektorach i w przypadku poszczególnych pracowników[50]. W szczególności, to pracownicy o najsłabszej pozycji na rynku pod względem sytuacji ekonomicznej (pracownicy o niskim poziomie wykształcenia, pracownicy o niskich dochodach, migranci urodzeni poza UE) i młodzi pracownicy prawdopodobnie pracują w sektorach szczególnie zagrożonych w kontekście pandemii (tj. handel detaliczny, usługi związane z zakwaterowaniem i gastronomią); większość z nich wykonuje pracę w oparciu o niestandardowe formy zatrudnienia. W związku z tym w przypadku braku środków naprawczych wpływ pandemii COVID-19 może być proporcjonalnie większy na osoby o niższych dochodach, co może doprowadzić do wzrostu wskaźników ubóstwa. W tym kontekście państwa członkowskie przyjęły tymczasowe środki mające na celu wsparcie słabszych grup o bardzo niskich dochodach i osób nieuprawnionych do zasiłku dla bezrobotnych. W dalszej perspektywie działania w poszczególnych krajach, przy wsparciu ze strony takich inicjatyw UE, jak SURE, REACT-EU, europejskie fundusze strukturalne i inwestycyjne oraz Instrument na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności, mają istotne znaczenie dla skutecznego złagodzenia wpływu kryzysu na sytuację społeczną.

[50] Zob. Basso, G., et al. (2020), „The new hazardous jobs and worker reallocation", OECD Social, Employment and Migration Working Papers (dokumenty robocze OECD na temat kwestii społecznych, zatrudnienia i migracji dotyczące nowych niebezpiecznych miejsc pracy i realokacji pracowników), nr 247, OECD Publishing, Paryż, https://doi.org/10.1787/400cf397-en.

4. STRESZCZENIE GŁÓWNYCH ZMIAN I WNIOSKI POD KĄTEM NADZORU

Zakłócenia równowagi makroekonomicznej były do 2019 r. głównie korygowane w warunkach korzystnej sytuacji gospodarczej, ale po wybuchu pandemii COVID-19 pojawiają się nowe zagrożenia.

- **Nierównowaga przepływów, skorygowana po kryzysie finansowym z 2008 r. i ekspansja gospodarcza od 2013 r. pomogły zmniejszyć nierównowagę zasobową,** głównie dzięki wyższemu mianownikowi obniżającemu relację długu do PKB. Jednocześnie w ostatnich latach ekspansja przyniosła pewne ryzyko przegrzania, głównie na poziomie cen nieruchomości mieszkaniowych i konkurencyjności kosztowej, zwłaszcza tam, gdzie wzrost był silniejszy. Tendencje te utrzymywały się do 2019 r.
- **Po wybuchu pandemii COVID-19 szereg istniejących zakłóceń równowagi makroekonomicznej może się pogłębiać i mogą się pojawić nowe zagrożenia.** Z prognoz i danych z okresów krótszych niż rok wynika w szczególności, że relacja długu publicznego do PKB i relacja zadłużenia sektora prywatnego do PKB obecnie rosną. W przyszłości perspektywom spłaty zadłużenia będą zagrażać utrzymujący się niski poziom aktywności gospodarczej, bankructwa przedsiębiorstw i osłabiony rynek pracy. Niekorzystna sytuacja zadłużeniowa, a także pogorszenie rentowności mogą mieć wpływ na bilanse banków w przyszłości. Jednocześnie nadmierna dynamika cen nieruchomości mieszkaniowych, charakterystyczna w niedawnej przeszłości, może przerodzić się w korektę w dół.

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

- W szeregu państw członkowskich w dalszym ciągu występują głównie *liczne i wzajemnie powiązane podatności na zagrożenia związane z poziomem długu*. Taka sytuacja panuje zazwyczaj w państwach dotkniętych cyklami gwałtownych wzrostów i spadków akcji kredytowej powiązanymi z odwracaniem salda obrotów bieżących po światowym kryzysie finansowym, co miało także wpływ na sektor bankowy i dług publiczny. Niektóre z tych państw członkowskich zostały poważnie dotknięte recesją związaną z COVID-19, co stanowi odzwierciedlenie również stosunkowo dużego znaczenia turystyki w ich gospodarkach.
    - W przypadku Cypru i Grecji wysokie salda zadłużenia oraz duża ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto są powiązane z utrzymującymi się wyzwaniami dla sektora finansowego. Wprawdzie w odniesieniu do cypryjskich banków obserwuje się poprawę w zakresie kredytów zagrożonych i rentowności, a w Grecji proces zmniejszania odsetka kredytów zagrożonych przyspieszył w 2019 r., poziomy tych kredytów nadal jednak pozostają bardzo wysokie. W przypadku Grecji utrzymuje się niski wzrost produktu potencjalnego przy wysokim bezrobociu.
    - W Chorwacji, Irlandii, Portugalii i Hiszpanii podatności na zagrożenia związane z narosłymi zakłóceniami równowagi są również znaczne, wielorakie i wzajemnie powiązane. W państwach tych zakłócenia równowagi zasobowej zmniejszały się do tej pory ze względu na wzrost nominalnego PKB. Towarzyszyły temu w niektórych przypadkach ponowny silny wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych (w Irlandii oraz od niedawna w Portugalii) oraz

ponowny wzrost jednostkowego kosztu pracy i ograniczona poprawa konkurencyjności w Portugalii i Hiszpanii. Wydaje się jednak, że tendencje te osłabiają się wraz z kryzysem, natomiast rosną relacje długu do PKB ze względu na niższy wzrost nominalnego PKB i wzrost zadłużenia.

- W Rumunii i na Węgrzech podatność na zagrożenia wiąże się z wzajemnymi powiązaniami między długiem publicznym a finansowaniem zewnętrznym. W Rumunii deficyt obrotów bieżących pogłębił się po latach bardzo silnego wzrostu jednostkowych kosztów pracy i dynamicznego wzrostu popytu krajowego. Dług publiczny rośnie szybko i będzie rósł dalej, co zwiększy potrzeby w zakresie finansowania zewnętrznego. Na Węgrzech dług publiczny generuje duże potrzeby w zakresie finansowania w świetle krótkich terminów zapadalności, a źródło takiego finansowania jest częściowo zewnętrzne. W obu krajach znaczna część długu jest denominowana w walucie obcej.

- W kilku państwach członkowskich podatności na zagrożenia wiążą się głównie z *dużym długiem sektora instytucji rządowych i samorządowych, który dodatkowo się zwiększa ze względu na kryzys* 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 wciąż dużym, choć szybko malejącym, odsetkiem kredytów zagrożonych, przynajmniej do czasu wybuchu kryzysu, w sytuacji utrzymującej się słabej dynamiki na rynku pracy. Belgia i Francja zmagają się głównie z problemami związanymi z dużym długiem sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz z potencjałem wzrostu gospodarczego w warunkach ograniczonej konkurencyjności. We Francji stosunkowo wysoki poziom zadłużenia sektora prywatnego zwiększał się jeszcze przed tym najnowszym kryzysem i wyraźnie wzrósł jeszcze bardziej już w tym roku. W Belgii względnie wysokiemu i wciąż rosnącemu poziomowi zadłużenia gospodarstw domowych towarzyszy możliwe zawyżanie cen nieruchomości mieszkaniowych; pozycja zewnętrzna tego państwa pozostaje stabilna, choć w ostatnim czasie nieco osłabła. Długi publiczne w tych państwach będą się zwiększać w świetle trwającej recesji, która osłabia podstawę dochodów, oraz środków podjętych w celu złagodzenia skutków kryzysu. W przypadku Belgii oczekuje się, że zarówno zadłużenie sektora prywatnego, jak i dług publiczny będą rosły, z poziomów już przekraczających wartości progowe tabeli wyników odnoszące się do procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

- Niektóre państwa członkowskie charakteryzują się *dużymi, ale stale zmniejszającymi się nadwyżkami na rachunku obrotów bieżących*, które utrzymują się powyżej poziomów, jakie uzasadniałyby fundamentalne parametry gospodarcze. Dotyczy to w szczególności Niemiec i Niderlandów. W Niderlandach znaczna nadwyżka połączona jest z wysokim zadłużeniem gospodarstw domowych i wyraźnym wzrostem cen nieruchomości mieszkaniowych. Presję cen nieruchomości mieszkaniowych notowano w ostatnim czasie także w Niemczech, jednak poziomy zadłużenia w tym państwie są stosunkowo niskie. Duże, lecz malejące nadwyżki mogą odzwierciedlać niewykorzystane możliwości wzrostu i inwestycji krajowych, co pociąga za sobą konsekwencje dla reszty strefy euro w sytuacji, w której inflacja utrzymuje się przez dłuższy czas na poziomie poniżej wartości docelowej, a popyt zagraniczny spada.

- W niektórych państwach członkowskich *rozwój sytuacji na rynku mieszkaniowym doprowadził do zagrożeń związanych z wyceną cen nieruchomości mieszkaniowych w kontekście wysokiego zadłużenia gospodarstw domowych*. Ma to miejsce w Szwecji, a w mniejszym stopniu także w Austrii, Danii i Luksemburgu, gdzie w ostatnich latach obserwowano trwały wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych, w kontekście ewentualnych różnic wynikających z zawyżonego poziomu cen i znacznych poziomów zadłużenia gospodarstw domowych. Dane z ostatnich lat

wskazują na pewną, lecz krótkotrwałą korektę w dół cen i zawyżonych cen w Szwecji, a w pozostałych przypadkach – na umiarkowany wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych (z wyjątkiem Luksemburga). W Finlandii nie notuje się znacznego wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych ani oznak możliwego zawyżenia cen, a jedynie wysokie i wciąż rosnące zadłużenie gospodarstw domowych. Rozwój sytuacji po wybuchu pandemii COVID-19 będzie prawdopodobnie charakteryzował się spowolnieniem wzrostu lub korektą w dół cen nieruchomości mieszkaniowych. W ramach monitorowania należy ustalić, czy takie dostosowanie następuje w sposób uporządkowany.

Postępujące pogłębianie się nierównowagi zasobowej nie powinno automatycznie oznaczać potrzeby przeprowadzenia nowych szczegółowych ocen sytuacji. Nasilenie się zagrożeń, w szczególności związanych z zadłużeniem sektora prywatnego i długiem publicznym, dotyczy w szczególności krajów, w których już stwierdzono zakłócenia lub nadmierne zakłócenia równowagi. Po drugie, prognozy nadal są obarczone znaczną niepewnością – zwłaszcza w świetle rozwoju pandemii – która prawdopodobnie pozostanie wszechobecna do czasu przygotowania szczegółowych ocen sytuacji. Po trzecie, znaczny wzrost relacji długu do PKB w 2020 r. jest częściowo wynikiem znacznego tymczasowego spadku nominalnego PKB i celowych wyborów politycznych mających złagodzić skutki kryzysu.

W niniejszym sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania stwierdza się, że przeprowadzenie szczegółowej oceny sytuacji jest uzasadnione w przypadku 12 państw członkowskich: Chorwacji, Cypru, Francji, Niemiec, Grecji, Irlandii, Włoch, Niderlandów, Portugalii, Rumunii, Hiszpanii i **Szwecji**. Te państwa członkowskie poddano szczegółowej ocenie sytuacji w poprzednim rocznym cyklu nadzoru w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej i stwierdzono, że występują w nich zakłócenia lub nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej. Nowe szczegółowe oceny sytuacji umożliwią dokładniejszą analizę przedstawionych wyzwań i pomogą w ocenie potrzeb w zakresie polityki. W szczególności przyszłe szczegółowe oceny sytuacji zostaną przygotowane po to, aby ocenić, czy te zakłócenia równowagi pogłębiają się czy są korygowane, oraz aby zaktualizować obecne oceny.

Niniejsze sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania wskazuje na potrzebę ścisłego monitorowania zmian, które w szeregu państw członkowskich nie poddawanych szczegółowej ocenie sytuacji, mogą stanowić źródło ryzyka. Wkrótce po wybuchu pandemii COVID-19 w szeregu państw członkowskich spoza strefy euro pojawiły się obawy związane z finansowaniem zewnętrznym. Presja rynkowa zmniejszyła się od tego czasu, ale to się może zmienić, jeżeli znów wystąpią warunki uzasadniające ponowną ocenę ryzyka. W szczególności w przypadku gdy rząd finansuje swoje potrzeby częściowo w walucie obcej, a finanse publiczne postrzegane są jako obarczone większym ryzykiem; Węgry wydają się przykładem państwa, w którym wzajemne zależności między pożyczkami rządowymi a finansowaniem zewnętrznym powinny być monitorowane[51]. Konsekwencje rosnących relacji długu do PKB również wymagają monitorowania w szeregu państw członkowskich, które nie są obecnie objęte nadzorem w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W Belgii oczekuje się, że zarówno zadłużenie sektora prywatnego, jak i dług publiczny wzrosną powyżej wartości progowych ustalonych w procedurze dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W Danii, Finlandii i Luksemburgu prognozuje się dalszy wzrost

[51] Interakcje między finansami publicznymi a sektorem zagranicznym są warte przeanalizowania również w zaplanowanej szczegółowej ocenie sytuacji dotyczącej Rumunii.

zadłużenia sektora prywatnego powyżej wartości progowej. W Austrii i Słowenii spodziewany jest dalszy wzrost długu publicznego powyżej poziomu 60 % PKB. Stopień, w jakim te zmiany pociągają za sobą dodatkowe zagrożenia dla stabilności makroekonomicznej, jest obarczony dużą niepewnością, ponieważ perspektywy dotyczące zadłużenia zależą przede wszystkim od średnio- i długoterminowych perspektyw wzrostu, które są obecnie trudne do oszacowania. Z tego względu w niniejszym sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania stwierdza się, że nie ma potrzeby przeprowadzania szczegółowych ocen sytuacji w odniesieniu do tych państw na obecnym etapie.

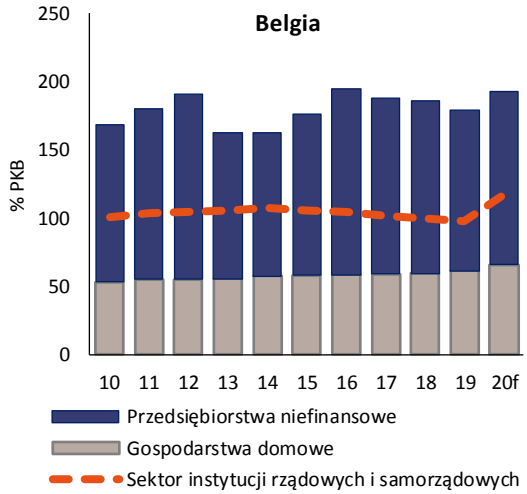
5. UWAGI DOTYCZĄCE POSZCZEGÓLNYCH PAŃSTW CZŁONKOWSKICH

BELGIA: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w przypadku Belgii nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2019 r. wskaźniki dotyczące zadłużenia sektora prywatnego i długu publicznego przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 realny PKB znacznie spadnie: wzrost, który w 2019 r. wynosił 1,7 %, w 2020 r. będzie ujemny i wyniesie do -8,4 %. Według prognoz realny wzrost w 2021 r. ma wynieść 4,1 %, co oznacza, że nominalny PKB będzie o 1,4 % niższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

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



Źródło: Eurostat

- **Podatność na zagrożenia zewnętrzne pozostała ograniczona.** W 2019 r. odnotowano niewielką nadwyżkę obrotów bieżących, natomiast MPI netto jest wyraźnie dodatnia, co ogranicza obawy dotyczące stabilności zewnętrznej. Jednostkowe koszty pracy rosną w ograniczonym tempie.
- **Zadłużenie sektora prywatnego** utrzymywało się na poziomie znacznie przekraczającym wartość progową w 2019 r. i oczekuje się jego dalszego wzrostu w 2020 r. do około 200 % PKB. Zadłużenie belgijskich **przedsiębiorstw niefinansowych** jest wysokie, ale w dużej mierze odzwierciedla transgraniczne pożyczki wewnątrzgrupowe, które zmniejszają ryzyko. **Zadłużenie gospodarstw domowych**, które odzwierciedla głównie zadłużenie hipoteczne, nadal rosło w 2019 r. wskutek dodatniego przepływu kredytowego netto. Po spadku w pierwszej połowie 2020 r. ze względu na środki izolacji i ograniczenia w przemieszczaniu się inwestycje mieszkaniowe powinny ponownie wzrosnąć w drugiej połowie roku. W 2019 r. wzrosły ceny nieruchomości mieszkaniowych; występują również oznaki możliwego zawyżenia cen.
- W ostatnich latach wzmocniono **bilanse banków**, a wskaźniki kapitału i płynności utrzymują się na odpowiednim poziomie. Ze względu na kryzys wywołany pandemią COVID19 już i tak wysoki poziom **długu publicznego** ma znacznie wzrosnąć – prognozuje się, że o 20 p.p. do poziomu prawie 118 % PKB w 2020 r.
- Korzystne warunki makroekonomiczne przyczyniły się do **tworzenia miejsc pracy, a stopa bezrobocia** nadal spadała w 2019 r., po osiągnięciu najwyższego poziomu w 2015 r. Oczekuje się, że ta tendencja spadkowa odwróci się w 2020 r., w szczególności prognozuje się gwałtowny wzrost bezrobocia w 2021 r. Wskaźnik bierności zawodowej utrzymuje się na wysokim poziomie.

Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, w Belgii nie było stwierdzonych zakłóceń równowagi makroekonomicznej, choć możliwe jest narastanie podatności na zagrożenia wynikające z zadłużenia. W sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 wzrasta dług publiczny i zadłużenie sektora prywatnego, co uzasadnia monitorowanie. Podsumowując, Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

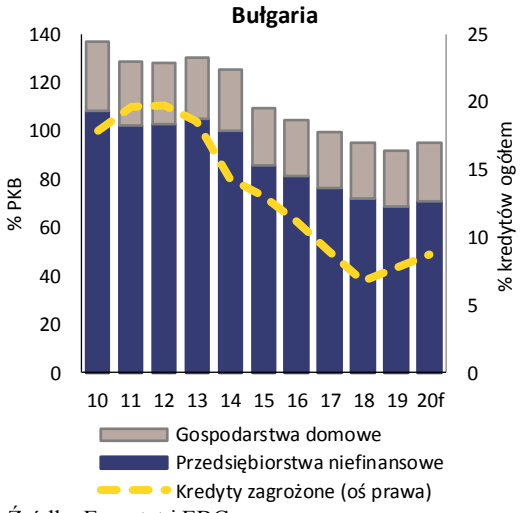
BUŁGARIA: W lutym 2020 r. Komisja stwierdziła, że w Bułgarii nie występują już zakłócenia równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2019 r. wskaźnik dotyczący wzrostu nominalnego jednostkowego kosztu pracy przekracza orientacyjną wartość progową.

Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 realny PKB znacznie spadnie: wzrost, który w 2019 r. wynosił 3,7 %, w 2020 r. będzie ujemny i wyniesie -5,1 %. Według prognoz realny wzrost w 2021 r. ma wynieść 2,6 %, co oznacza, że nominalny PKB będzie o 1,4 % wyższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących** zwiększyła się w 2019 r., ale oczekuje się, że w 2020 r. zmniejszy się nieco wraz z gwałtownym spadkiem dochodów z turystyki. Ujemna MPI netto, składająca się głównie z bezpośrednich inwestycji zagranicznych, nadal się poprawiała, w obrębie orientacyjnej wartości progowej w 2019 r., i prognozuje się jej dalszą poprawę w przyszłości. Ograniczenie wzrostu płac w kontekście kryzysu związanego z COVID-19 prawdopodobnie zmniejszy presję na konkurencyjność kosztową w przyszłości, chociaż chomikowanie pracy doprowadziło do tymczasowego wzrostu jednostkowych kosztów pracy w 2020 r.

Wykres A2: ***Zadłużenie sektora prywatn. i kredyty zagrożone***



Źródło: Eurostat i EBC

- W 2019 r. **sektor przedsiębiorstw nadal zmniejszał zadłużenie** dzięki silnemu wzrostowi nominalnego PKB. Zadłużenie przedsiębiorstw jest poniżej poziomu ostrożnościowego, ale wykracza poza podstawową wartość odniesienia. W 2019 r. odnotowano wzrost akcji kredytowej, ale oczekuje się, że zmniejszy się ona w 2020 r., natomiast wskaźnik zadłużenia wzrośnie wraz ze spadkiem PKB. Tempo wzrostu realnych **cen nieruchomości mieszkaniowych** nieco spowolniło w 2019 r. i szybciej rosła liczba kredytów hipotecznych, ale w 2020 r. prawdopodobne jest dalsze spowolnienie w związku z kryzysem związanym z COVID-19.
- Mimo wpływu kryzysu związanego z COVID-19 na budżet przewiduje się, że **dług publiczny** utrzyma się w 2020 r. na poziomie znacznie poniżej 30 % PKB. **Sektor finansowy** jest rentowny i dobrze skapitalizowany. Stabilność systemu finansowego wspierają usprawnione zarządzanie i lepszy nadzór. W lipcu 2020 r. Bułgaria przystąpiła do ERM II i weszła do unii bankowej. Wskaźnik kredytów zagrożonych wykazuje tendencję spadkową i w 2019 r. osiągnął 6,5 %. Wyzwaniem w przyszłości jest uniknięcie znacznego wzrostu kredytów zagrożonych po stopniowym wycofaniu rządowych środków wsparcia w odpowiedzi na kryzys związany z COVID-19.
- W 2019 r. **sytuacja na rynku pracy nadal rozwijała się korzystnie**, co obniżyło bezrobocie do 4,2 %. Tendencja spadkowa odwróciła się wraz z kryzysem wywołanym przez COVID-19, ale spadek zatrudnienia nie przełożył się w pełni na gwałtowny wzrost bezrobocia, gdyż wzrosła bierność zawodowa.

Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, w Bułgarii nie było stwierdzonych zakłóceń równowagi makroekonomicznej; odsetek kredytów zagrożonych i zadłużenie przedsiębiorstw były jednak stosunkowo wysokie, choć spadały. W sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 prawdopodobnie wzrośnie relacja zadłużenia przedsiębiorstw do PKB i może wzrosnąć odsetek kredytów zagrożonych. Podsumowując, Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

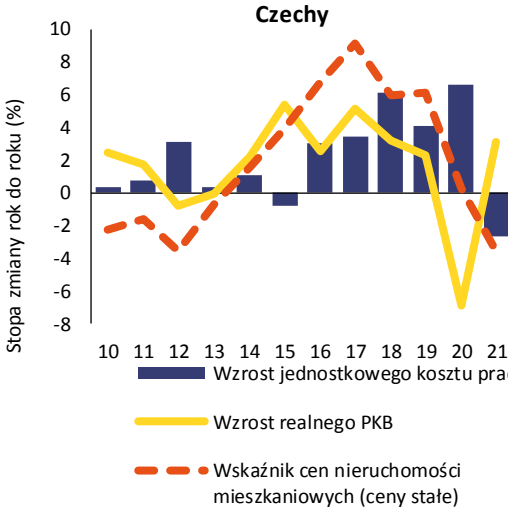
CZECHY: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w przypadku Czech nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2019 r. wskaźniki dotyczące wzrostu jednostkowych kosztów pracy i wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 realny PKB znacznie spadnie: wzrost, który w 2019 r. wynosił 2,3 %, w 2020 r. będzie ujemny i wyniesie -6,9 %. Według prognoz realny wzrost w 2021 r. ma wynieść 3,1 %, co oznacza, że nominalny PKB będzie o 0,8 % wyższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Pozycja zewnętrzna** jest stosunkowo stabilna, a deficyt obrotów bieżących w 2019 r. był ograniczony. Utrzymuje się wysoki stopień koncentracji eksportu i integracji w ramach globalnych łańcuchów wartości. W 2019 r. międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto) nadal się poprawiała, ale pozostaje ujemna na poziomie około -20 % PKB. MPI netto, z wyłączeniem instrumentów gwarantowanych, również się poprawia i wykazuje wyraźnie dodatnią pozycję salda aktywów netto.
- W 2019 r. tempo wzrostu **jednostkowych kosztów pracy** uległo spowolnieniu, ale utrzymywało się na wysokim poziomie. W przyszłości prawdopodobnie nastąpi pewne ograniczenie wzrostu płac z powodu kryzysu związanego z COVID-19, chociaż prognozuje się, że chomikowanie pracy doprowadzi do tymczasowego większego wzrostu jednostkowych kosztów pracy w 2020 r.

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



Źródło: Eurostat

- Nadal konieczny jest nadzór nad **cenami nieruchomości mieszkaniowych** i dynamiką kredytów hipotecznych. W 2019 r. wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych przyspieszył; pojawiło się też więcej oznak wskazujących na zawyżanie cen. W latach 2020–2021 wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych prawdopodobnie jednak spowolni. W 2019 r. przepływy kredytowe netto na rzecz gospodarstw domowych utrzymywały się na dodatnim poziomie, a wzrost kredytów hipotecznych był stabilny. W ostatnich latach odnotowano ogólnie umiarkowany wzrost akcji kredytowej, przy pewnym spowolnieniu w 2019 r., a **zadłużenie sektora prywatnego** utrzymuje się na niskim poziomie.
- Wskaźnik długu publicznego dalej się zmniejszył w 2019 r., ale prognozuje się, że w 2020 r., w wyniku kryzysu związanego z COVID-19, wzrośnie do 40 % PKB; w 2021 r. ma pozostać na mniej więcej tym samym poziomie. **Sektor bankowy** będący w dużej mierze w posiadaniu kapitału zagranicznego jest dobrze skapitalizowany, a poziom kapitału własnego należy do najwyższych w UE.
- W 2019 r. nastąpiła dalsza poprawa sytuacji **na rynku pracy** dzięki lepszym warunkom makroekonomicznym, przy czym stopa bezrobocia zmalała do 2 %. Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 stopa bezrobocia nieznacznie wzrośnie w latach 2020 i 2021, choć utrzyma się na bardzo niskim poziomie w porównaniu ze średnią unijną.

Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, w Czechach nie było stwierdzonych zakłóceń równowagi makroekonomicznej; chociaż konkurencyjność i presja na rynku mieszkaniowym były źródłem pewnego ograniczonego ryzyka. W sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 zmniejsza się presja kosztowa. Podsumowując, Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

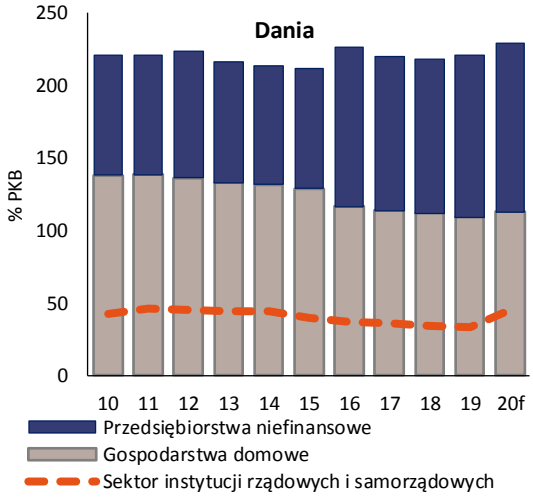
DANIA: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w przypadku Danii nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2019 r. wskaźniki dotyczące nadwyżki na rachunku obrotów bieżących i zadłużenia sektora prywatnego przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 realny PKB znacznie spadnie: wzrost, który w 2019 r. wynosił 2,8 %, w 2020 r. będzie ujemny i wyniesie -3,9 %. Według prognoz realny wzrost w 2021 r. ma wynieść 3,5 %, co oznacza, że nominalny PKB będzie o 1,5 % wyższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych w kontekście procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Saldo obrotów bieżących** nadal wykazuje znaczną nadwyżkę, osiągając poziom 8,9 % PKB w 2019 r.; prognozuje się, że w 2020 r. zmniejszy się do około 7 %. Kolejne nadwyżki doprowadziły do zdecydowanie dodatniej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, generując dodatnie dochody pierwotne netto, co z kolei przyczyniło się do nadwyżki na rachunku obrotów bieżących.

Wykres A4: ***Zadłużenie w poszczególnych sektorach***



Źródło: Eurostat

- **Zadłużenie sektora prywatnego** utrzymywało się w 2019 r. na zasadniczo stabilnym poziomie, choć nastąpił wzrost akcji kredytowej. Pomimo stałej tendencji pasywnego zmniejszania zadłużenia od 2009 r. **zadłużenie gospodarstw domowych** pozostaje najwyższe w UE i w 2019 r. wynosiło około 110 % PKB, wyraźnie powyżej progu wynikającego z fundamentalnych parametrów gospodarczych i progu ostrożnościowego, i ma wzrosnąć w 2020 r. Ryzyko związane z zadłużeniem gospodarstw domowych jest jednak częściowo równoważone znacznymi aktywami. W 2019 r. przepływy kredytowe netto na rzecz gospodarstw domowych utrzymywały się na dodatnim poziomie. Dalej wzrasta zadłużenie, do czego przyczyniają się niskie koszty finansowania i korzystne warunki podatkowe. **Realne ceny nieruchomości mieszkaniowych** nadal rosły w umiarkowanym tempie; pojawiły się oznaki wskazujące na pewne zawyżenie cen. Mimo niedawnej tendencji wzrostowej zadłużenie przedsiębiorstw pozostaje ogólnie umiarkowane.
- **Stopa bezrobocia** poprawiła się w 2019 r. do poziomu 5 % i zgodnie z prognozą wzrośnie jedynie w umiarkowanym stopniu ze względu na rządowe systemy wsparcia. Niedobór siły roboczej utrzymuje się tylko w kilku sektorach, co zmniejsza presję na płace.
- Ryzyko związane z **sektorem bankowym i długiem publicznym** pozostaje umiarkowane. Banki są na ogół dobrze przygotowane, aby podtrzymywać akcję kredytową na rzecz gospodarki. Ze względu na kryzys oraz znaczne pakiety nadzwyczajne i na rzecz odbudowy ustanowione przez rząd prognozuje się, że dług publiczny wzrośnie w 2020 r. o około 10 p.p. do poziomu 45 % PKB, a zatem pozostanie wyraźnie poniżej 60 % PKB.

Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, w Danii nie było stwierdzonych zakłóceń równowagi makroekonomicznej; chociaż wysokie zadłużenie gospodarstw domowych i sytuacja w zakresie nieruchomości mieszkaniowych były źródłem pewnego ograniczonego ryzyka. W sytuacji kryzysu

związanego z COVID-19 wskaźnik zadłużenia gospodarstw domowych ma wzrosnąć. Podsumowując, Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

NIEMCY: W lutym 2020 r. Komisja doszła do wniosku, że w Niemczech występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej, w szczególności związane z dużą nadwyżką na rachunku obrotów bieżących, która wynika z ograniczonych inwestycji spowodowanych oszczędnościami w sektorach zarówno prywatnym, jak i publicznym. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2019 r. wskaźnik nadwyżki na rachunku obrotów bieżących przekracza orientacyjną wartość progową.

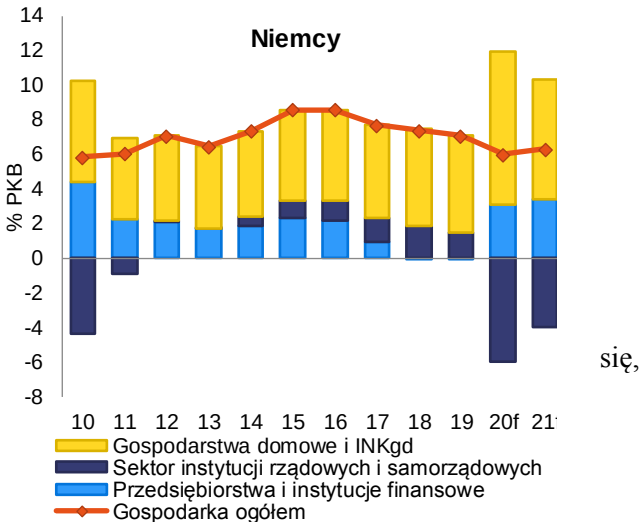
Zalecenia dla tego krajów istotne w kontekście procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej wydane w 2019 i 2020 r. są zasadniczo związane z inwestycjami, wspieraniem dochodów z pracy, otoczeniem działalności gospodarczej i emeryturami. Oprócz uzasadnionej polityki realizowanej w celu przeciwdziałania pandemii środki wprowadzone w 2020 r., aby wyeliminować zakłócenia równowagi dotyczą zwiększenia inwestycji publicznych, wspierania inwestycji prywatnych oraz zobowiązania do unikania wzrostu opodatkowania pracy.

Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 realny PKB znacznie spadnie: wzrost, który w 2019 r. wynosił 0,6 %, w 2020 r. będzie ujemny i wyniesie -5,6 %. Według prognoz realny wzrost w 2021 r. ma wynieść 3,5 %, co oznacza, że nominalny PKB będzie o 1,7 % wyższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących**, wynosząca 7,1 % PKB w 2019 r., stopniowo zmniejszała się w ostatnich latach. W 2020 r. gwałtowny spadek wierzytelności netto sektora instytucji rządowych i samorządowych przyczynia się do znacznego zmniejszenia nadwyżki, nawet jeśli sektor prywatny zwiększył swoje wierzytelności netto. W 2020 r. zmniejsza się również nadwyżka bilansu handlowego, ponieważ eksport kurczy się bardziej niż import. Oczekuje się, że wraz z ożywieniem gospodarczym nadwyżka na rachunku obrotów bieżących ponownie nieznacznie wzrośnie.

Wykres A5: ***Wierzytelności netto/zadłużenie netto w podziale według sektorów***



Źródło: Ameco

- W ostatnich latach wzrosły **inwestycje prywatne i publiczne**; ich poziom utrzymuje się nieznacznie poniżej średniej dla strefy euro. Mimo znacznego przyspieszenia tendencji wzrostowej w zakresie inwestycji publicznych w 2020 r., inwestycje prywatne znacznie ucierpiały w kontekście kryzysu związanego z COVID-19.
- **Dług publiczny** obniżył się w 2019 r. poniżej wartości progowej określonej w tabeli wyników, wynoszącej 60 % PKB, ale prognozuje się, że w 2020 r. wyniesie około 71 % PKB. Niemiecki **system bankowy** nadal utrzymuje odpowiedni kapitał i charakteryzuje się bardzo niskim odsetkiem kredytów zagrożonych. Niemniej jednak rentowność pozostaje niska, a odsetek kredytów zagrożonych prawdopodobnie wzrośnie.
- Przed kryzysem związanym z COVID-19 stan zasobów na **rynku pracy** był rekordowo niski, a poziom zatrudnienia – wysoki. Prognozuje się, że w 2020 r. stopa bezrobocia wzrośnie umiarkowanie, a wzrost płac spowolni. Mechanizmy zmniejszonego wymiaru czasu pracy

przyczyniły się do ograniczenia wzrostu bezrobocia i zapewniły częściową ulgę w zakresie dochodów.

Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, Niemcy posiadały dużą nadwyżkę oszczędności krajowych, opartą przede wszystkim na oszczędnościach netto gospodarstw domowych i sektora instytucji rządowych i samorządowych. W sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 nadwyżka na rachunku obrotów bieżących znacznie się zmniejsza, inwestycje rządowe przyspieszyły, natomiast ucierpiały inwestycje prywatne. Podsumowując, Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w lutym ubiegłego roku – że uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.

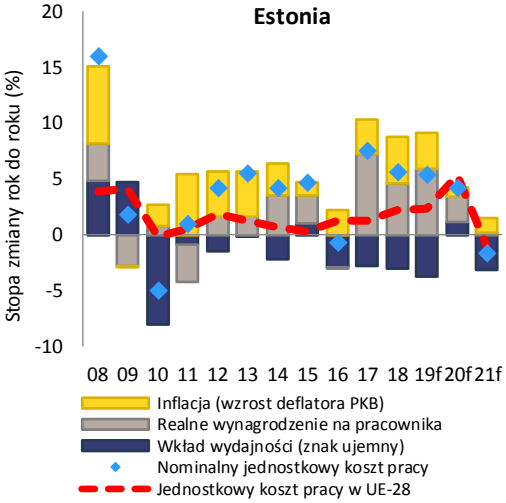
ESTONIA: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w przypadku Estonii nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2019 r. wskaźniki dotyczące realnego efektywnego kursu walutowego oraz wzrostu nominalnego jednostkowego kosztu pracy przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 realny PKB poważnie spadnie: wzrost, który w 2019 r. wynosił 5 %, w 2020 r. będzie ujemny i wyniesie -4,6 %. Według prognoz realny wzrost w 2021 r. ma wynieść 3,4 %, co oznacza, że nominalny PKB będzie o 0,7 % wyższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Podatność na zagrożenia zewnętrzne** pozostaje ograniczona, ponieważ MPI netto, choć jest ujemna, stopniowo się poprawia, a na 2020 r. prognozuje się dalszą poprawę tego wskaźnika do poziomu powyżej 20 % PKB. W 2019 r. nadwyżka na rachunku obrotów bieżących wynosiła prawie 2 % PKB i według prognoz w 2020 r. zbliży się do 3 %.
- Wzrost **nominalnego jednostkowego kosztu pracy** utrzymywał się w 2019 r. na poziomie powyżej 5 %, co wynikało z czynników związanych z kurczącymi się zasobami pracy. Prognozuje się, że ograniczenie wzrostu płac spowodowane kryzysem związanym z COVID-19 złagodzi wzrost jednostkowych kosztów pracy w latach 2020 i 2021. W 2019 r. postępowała aprecjacja realnego efektywnego kursu walutowego bazującego na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych, choć jej tempo było wolniejsze.

Wykres A6: ***Rozkład jednostkowego kosztu pracy***



Źródło: służby Komisji

- **Zadłużenie przedsiębiorstw i gospodarstw domowych** pozostaje stosunkowo niskie. Relacja długu sektora prywatnego do PKB zmniejszyła się w 2019 r. do 98 % PKB. W 2020 r. prawdopodobnie nieznacznie wzrośnie ze względu na spadek PKB, ale pozostanie na stosunkowo niskim poziomie.
- W 2019 r. wskaźnik kredytów zagrożonych w **sektorze bankowym** pozostał niski, ale w przyszłości może wzrosnąć wskutek kryzysu związanego z COVID-19. Prognozuje się, że pod wpływem kryzysu związanego z COVID-9 **dług publiczny** wzrośnie, a w 2021 r. będzie dalej rósł, choć jego poziom – około 20 % PKB – pozostanie najniższy w UE.
- Wyniki **rynku pracy** były bardzo dobre, ale kryzys związany z COVID-19 wpłynie na nie negatywnie, tak że wskaźnik bezrobocia wzrośnie z 4,4 % w 2019 r. do 7,5 % w 2020 r.

Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, w Estonii nie było stwierdzonych zakłóceń równowagi makroekonomicznej, chociaż wskaźniki dynamiki konkurencyjności kosztowej były źródłem pewnego ograniczonego ryzyka. W sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 pozycja zewnętrzna utrzymała się na niezmienionym poziomie i wskazuje, że należy się spodziewać ograniczenia wzrostu płac. Podsumowując, Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

IRLANDIA: W lutym 2020 r. Komisja stwierdziła, że w Irlandii występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej, w szczególności związane z wysokimi poziomami zadłużenia sektora prywatnego, długu publicznego i zobowiązań zagranicznych netto. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2019 r. wskaźniki dotyczące międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPI netto) oraz zadłużenia sektora prywatnego przekraczają orientacyjne wartości progowe.

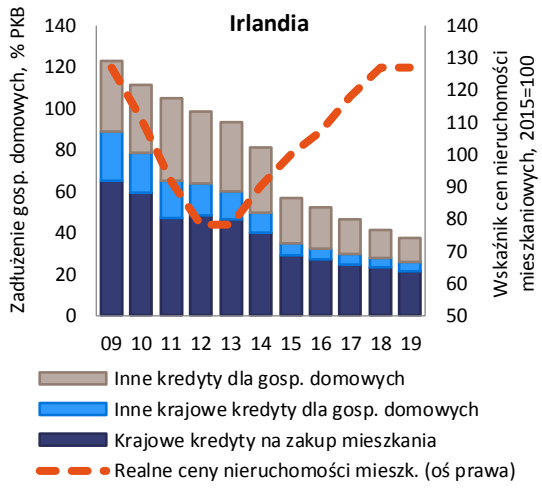
Zalecenia dla tego kraju istotne w kontekście procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej wydane w 2019 i 2020 r. są zasadniczo związane z polityką fiskalno-strukturalną i rynkiem mieszkaniowym. Uzasadnione działania polityczne podjęte w 2020 r. dotyczyły głównie pandemii.

Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 realny PKB poważnie spadnie: wzrost, który w 2019 r. wynosił 5,6 %, w 2020 r. będzie ujemny i wyniesie -2,3 %. Według prognoz realny wzrost w 2021 r. ma wynieść 2,9 %, co oznacza, że nominalny PKB będzie o 2,7 % wyższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Podatność na zagrożenia zewnętrzne** pozostaje problemem. Wahania zarówno salda obrotów bieżących, jak i MPI netto są trudne do ocenienia ze względu na wpływ działalności przedsiębiorstw wielonarodowych. Saldo obrotów bieżących, które jest bardzo zmienne, w 2019 r. było silnie ujemne, natomiast na 2020 r. prognozowana jest znacząca nadwyżka, a na 2021 r. – wartość zbliżona do równowagi. W 2019 r. nominalna MPI netto była zasadniczo stabilna.
- **Zadłużenie sektora prywatnego** utrzymuje się na wysokim poziomie, mimo że w 2019 r. relacja długu do PKB się obniżyła i zbliżyła do 200 % PKB. **Zadłużenie gospodarstw domowych** wyrażone jako odsetek PKB jest niskie, ale pozostaje wysokie w porównaniu z dochodem do dyspozycji. Ze względu na dużą liczbę przedsiębiorstw wielonarodowych działających w tym kraju trudno jest ocenić ryzyko związane z **zadłużeniem przedsiębiorstw**. W przyszłości w perspektywie niższych zysków i przy zasadniczo niezmienionych potrzebach w zakresie finansowania przedsiębiorstwa mogą być zmuszone do emisji długu w obliczu kryzysu związanego z COVID-19.
- Wzrost **cen nieruchomości mieszkaniowych** znacznie spowolnił w 2019 r. i zbliżył się do zera, przy czym problemem pozostaje przystępność cenowa mieszkań.
- **Relacja długu publicznego do PKB** spadła w 2019 r. poniżej progu 60 %, ale według prognoz w 2020 r. wzrośnie ponownie do około 63 % PKB, co odzwierciedlałoby głębokość recesji oraz rządowe środki wsparcia zastosowanie w reakcji na kryzys związany z COVID-19. Poziom długu publicznego wydaje się wyższy w porównaniu ze wskaźnikami dochodu narodowego, tj. relacją długu do DNB*, która w 2019 r. osiągnęła 95 %.

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



Źródło: Eurostat i EBC

- W ciągu ostatniej dekady **sektor bankowy** zwiększył swoją odporność. Wskaźnik kredytów zagrożonych stale się zmniejsza, ale może wzrosnąć po tym, jak rządowe środki wsparcia wprowadzone ze względu na kryzys związany z COVID-19 zostaną stopniowo wycofane.
- W 2019 r. miała miejsce dalsza poprawa wyników na **rynku pracy**. Prognozuje się, że wskaźnik bezrobocia w 2020 r. wzrośnie jedynie nieznacznie, do 5,3 %, ale w 2021 r. wzrost ten ma być większy – do 8,9 %.

Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, Irlandię cechowała podatność na zagrożenia dotycząca zadłużenia zewnętrznego, długu publicznego i zadłużenia sektora prywatnego. W sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 wzrosną wskaźniki zadłużenia i bezrobocia. Podsumowując, Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w lutym ubiegłego roku – że uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.

GRECJA: W lutym 2020 r. Komisja stwierdziła, że w Grecji występują nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej, w szczególności związane z wysokim zadłużeniem sektora instytucji rządowych i samorządowych, wysokim odsetkiem kredytów zagrożonych oraz niepełnym przywróceniem równowagi w kategoriach zewnętrznych w sytuacji wysokiego, choć zmniejszającego się poziomu bezrobocia i niskiego wzrostu potencjalnego. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2019 r. wskaźniki dotyczące międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPI netto), wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych, długu publicznego oraz bezrobocia przekraczają orientacyjne wartości progowe.

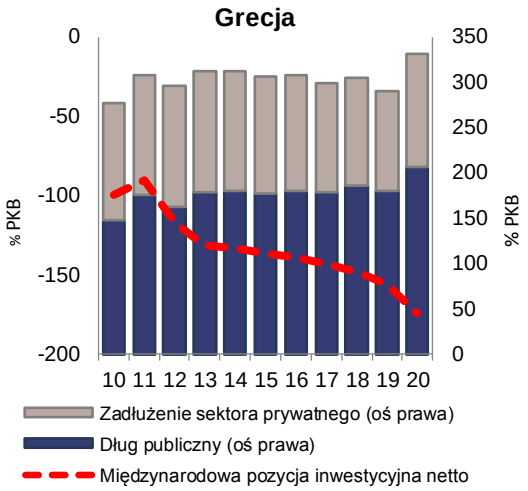
Zalecenia dla tego kraju istotne w kontekście procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej wydane w 2019 i 2020 r. są zasadniczo związane z polityką fiskalno-strukturalną, rynkiem pracy, otoczeniem działalności gospodarczej, kredytami zagrożonymi i sektorem finansowym. Oprócz uzasadnionej polityki realizowanej w celu przeciwdziałania pandemii, środki wprowadzone w 2020 r., aby wyeliminować zakłócenia równowagi, dotyczą niewypłacalności, rynków energii, przepisów dotyczących rynku pracy, kredytów zagrożonych, inwestycji publicznych, prywatyzacji, e-rządzenia, kształcenia i szkolenia oraz otoczenia działalności gospodarczej.

Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 realny PKB poważnie spadnie: wzrost, który w 2019 r. wynosił 1,9 %, w 2020 r. będzie ujemny i wyniesie -9 %. Prognozuje się, że realny wzrost w 2021 r. wyniesie 5 %, co oznacza, że nominalny PKB będzie o 5,3 % niższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Stabilność zewnętrzna** pozostaje problemem, ponieważ prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 nastąpi dalsze pogorszenie MPI netto. Dużą część MPI netto stanowi dług publiczny na preferencyjnych warunkach i o długich terminach zapadalności. Deficyt obrotów bieżących zmniejszył się w 2019 r., ale prognozuje się, że w latach 2020 i 2021 znacznie wzrośnie, co odzwierciedlałoby również wpływ słabszych wyników branży turystycznej.

Wykres A8: ***MPI netto, zadłużenie sektora prywatnego i dług publiczny***



Źródło: Eurostat

- W 2019 r. wskaźniki **zadłużenia sektora prywatnego** nadal wykazywały tendencję spadkową i utrzymywały się poniżej wartości progowej ustalonej w procedurze dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W 2019 r., po dziesięciu latach spadku, odnotowano szybszy wzrost **realnych cen nieruchomości mieszkaniowych**. Pod wpływem kryzysu związanego z COVID-19 w przyszłości może dojść do korekty tych cen w dół.
- **Dług publiczny** zmniejszył się w 2019 r. do 180 % PKB, ale oczekuje się, że w 2020 r., w związku ze spadkiem PKB i środkami zastosowanymi w celu zwalczania pandemii, wzrośnie do poziomu powyżej 200 % PKB. **Sektor bankowy** nadal jest obciążony wysokim stanem starych kredytów zagrożonych.
- **Bezrobocie** utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie, a powolna tendencja spadkowa została przerwana przez kryzys.

Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, Grecję cechowała podatność na zagrożenia dotycząca długu publicznego, starych kredytów zagrożonych, przywracania równowagi w kategoriach zewnętrznych, bezrobocia i niskiego wzrostu potencjalnego. W sytuacji kryzysu wskaźniki zadłużenia, bezrobocia i kredytów zagrożonych prawdopodobnie wzrosną. Podsumowując, Komisja uważa – biorąc również pod uwagę nadmierne zakłócenie równowagi makroekonomicznej stwierdzone w lutym – że przydatne będzie przeprowadzenie pogłębionej analizy dotyczącej utrzymywania się ryzyka makroekonomicznego i monitorowanie postępów w ograniczaniu nadmiernych zakłóceń równowagi.

HISZPANIA: W lutym 2020 r. Komisja stwierdziła, że w Hiszpanii występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej, w szczególności związane z wysokim zadłużeniem zewnętrznym i wewnętrznym (zarówno sektora instytucji rządowych i samorządowych, jak i sektora prywatnego) w sytuacji wysokiego bezrobocia. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2019 r. wskaźniki dotyczące międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPI netto), długu publicznego, stopy bezrobocia oraz aktywności zawodowej przekraczają orientacyjne wartości progowe.

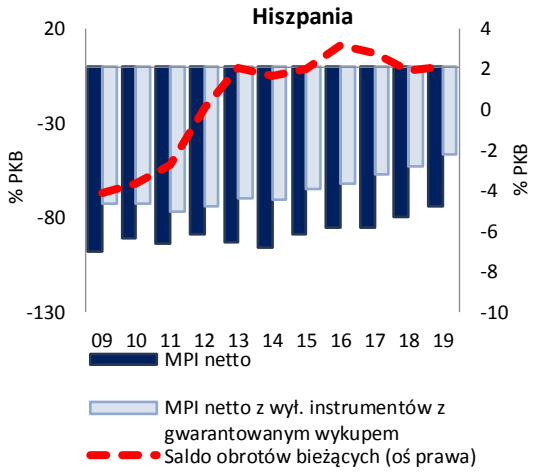
Zalecenia dla tego kraju istotne w kontekście procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej wydane w 2019 i 2020 r. są zasadniczo związane z polityką fiskalno-strukturalną, rynkiem pracy, kształceniem i otoczeniem działalności gospodarczej. Oprócz uzasadnionej polityki realizowanej w celu przeciwdziałania pandemii, środki wprowadzone w 2020 r., aby wyeliminować zakłócenia równowagi, dotyczą kształcenia i szkolenia oraz innowacji.

Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 realny PKB poważnie spadnie: wzrost, który w 2019 r. wynosił 2 %, w 2020 r. będzie ujemny i wyniesie -12,4 %. Prognozuje się, że realny wzrost w 2021 r. wyniesie 5,4 %, co oznacza, że nominalny PKB będzie o 6,1 % niższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Pozycja zewnętrzna** poprawiła się w 2019 r., a ujemna MPI netto polepszyła się, czemu towarzyszyła utrzymująca się nadwyżka na rachunku obrotów bieżących. Mimo to MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (NENDI) pozostaje znacząco ujemna. Prognozuje się jednak, że w 2020 r. ujemna MPI netto jeszcze się pogłębi, podczas gdy nadwyżka na rachunku obrotów bieżących ma się utrzymać na stosunkowo wysokim poziomie pomimo słabych wyników branży turystycznej.

Wykres A9: ***Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto i i saldo obrotów bieżących***



Źródło: służby Komisji

- **Zadłużenie przedsiębiorstw i gospodarstw domowych** wykazywało tendencję spadkową do 2020 r., a wskaźnik zadłużenia sektora prywatnego spadł w 2019 r. poniżej wartości progowej ustalonej w procedurze dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W 2019 r. przepływy kredytowe do sektora prywatnego pozostały niewielkie. Zadłużenie gospodarstw domowych przekracza próg wynikający z fundamentalnych parametrów gospodarczych i próg ostrożnościowy. Wzrost bezrobocia mógłby zmniejszyć przyszłą zdolność spłaty. Według prognoz w 2020 r. wzrośnie relacja zadłużenia zarówno przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych do PKB, głównie z powodu spadku PKB spowodowanego pandemią COVID-19.
- Prognozuje się, że i tak już wysoka relacja **długu publicznego** do PKB zwiększy się w 2020 r. o około 25 punktów procentowych i osiągnie poziom 120 % PKB, a w 2021 r. zasadniczo utrzyma się na tym poziomie.
- W ciągu ostatniej dekady **sektor bankowy** zwiększył swoją odporność. Charakteryzuje się wysoką płynnością i zasadniczo dysponuje odpowiednimi poziomami kapitałów, a rentowność jest umiarkowana. W 2019 r. odsetek kredytów zagrożonych się obniżył i zbliżył do 3 %, ale prawdopodobnie wzrośnie pod wpływem kryzysu związanego z COVID-19.

- W 2019 r. wyniki **na rynku pracy** nadal się poprawiały, chociaż bezrobocie i segmentacja rynków pracy nadal budzą niepokój. Prognozuje się, że w 2020 r. stopa bezrobocia wzrośnie do niemal 17 %, a w 2021 r. jeszcze nieznacznie się zwiększy. Współczynnik aktywności zawodowej nieco się obniżył w latach 2016–2019, częściowo ze względu na coraz większą liczbę osób uczestniczących w kształceniu.

Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, Hiszpanię cechowała podatność na zagrożenia dotycząca zadłużenia zewnętrznego, zadłużenia sektora prywatnego i długu publicznego oraz wysokiego bezrobocia. W sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 wzrastają wskaźniki zadłużenia i bezrobocia. Podsumowując, Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w lutym – że stosowne będzie przeprowadzenie pogłębionej analizy dotyczącej utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.

FRANCJA: W lutym 2020 r. Komisja stwierdziła, że we Francji występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej, w szczególności dotyczące wysokiego poziomu długu publicznego oraz słabej dynamiki konkurencyjności przy niskim wzroście wydajności. Związane z tym ryzyko ma wymiar transgraniczny. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2019 r. wskaźniki dotyczące zadłużenia sektora prywatnego i długu publicznego przekraczają orientacyjne wartości progowe.

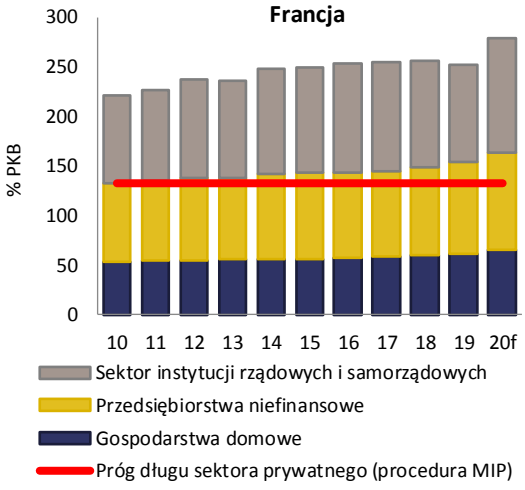
Zalecenia dla tego kraju istotne w kontekście procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej wydane w 2019 i 2020 r. są zasadniczo związane z polityką fiskalno-strukturalną, wydajnością pracy i otoczeniem działalności gospodarczej. Oprócz uzasadnionej polityki realizowanej w celu przeciwdziałania pandemii, środki wprowadzone w 2020 r., aby wyeliminować zakłócenia równowagi, dotyczą poprawy otoczenia działalności gospodarczej oraz badań i rozwoju.

Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 realny PKB poważnie spadnie: wzrost, który w 2019 r. wynosił 1,5 %, w 2020 r. będzie ujemny i wyniesie -9,4 %. Prognozuje się, że realny wzrost w 2021 r. wyniesie 5,8 %, co oznacza, że nominalny PKB będzie o 0,9 % niższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Pozycja zewnętrzna** utrzymuje się na stabilnym poziomie, przy ograniczonym deficycie obrotów bieżących i nieco bardziej ujemnej wartości MPI netto w 2019 r.
- **Wskaźnik zadłużenia sektora prywatnego** nadal wzrastał w 2019 r. i osiągnął poziom 153 % PKB, a na 2020 r. prognozuje się jego dalszy wzrost. **Kredyty przedsiębiorstw** były w 2019 r. na wysokim poziomie i oczekuje się, że jeszcze bardziej wzrosną, natomiast przedsiębiorstwa nadal gromadziły rezerwy gotówkowe w związku z rosnącymi zyskami, niższymi dywidendami, zmniejszonymi inwestycjami oraz ogólnie niskim i zmniejszającym się poziomem kredytów zagrożonych. **Zadłużenie gospodarstw domowych** jest wysokie i według przewidywań ma dalej rosnąć. Ceny nieruchomości mieszkaniowych wykazują pewne ograniczone oznaki zawyżenia cen, natomiast wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych w 2019 r. był ogólnie umiarkowany.

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



Źródło: Eurostat

- Spadki **konkurencyjności**, jakie nastąpiły w ostatnim dziesięcioleciu, nie zostały wyrównane. Wzrost jednostkowych kosztów pracy pozostał ograniczony, chociaż tempo wzrostu wydajności pracy uległo znacznemu spowolnieniu. Po pewnym przyroście w poprzednich latach w 2019 r. zmniejszył się udział w rynkach eksportowych.
- **Dług publiczny** utrzymywał się w 2019 r. na niezmienionym poziomie 98 % PKB. Prognozuje się, że w 2020 r., w związku ze spadkiem PKB i dużym pakietem fiskalnym, który ma na celu złagodzenie skutków kryzysu, relacja długu do PKB wzrośnie do około 116 % PKB. **Sektor bankowy** wykazuje wysokie, a nawet rosnące poziomy kapitału własnego, a jednocześnie obniża się odsetek kredytów zagrożonych, który w ogólnym ujęciu jest niski, chociaż rentowność sektora jest umiarkowana, podobnie jak w porównywalnych krajach europejskich. Pod wypływem kryzysu związanego z COVID-19 może jednak wzrosnąć liczba przypadków upadłości.

- Wyniki na **rynku pracy** poprawiły się w 2019 r., ale prognozuje się, że w przyszłości nieznacznie wzrośnie bezrobocie.

Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, Francję cechowała podatność na zagrożenia dotycząca zadłużenia, a także konkurencyjności. W sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 i przy uwzględnieniu środków wprowadzonych w celu wsparcia gospodarki dług publiczny wzrósł, a sytuacja pod względem konkurencyjności pozostała stosunkowo stabilna. Podsumowując, Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w lutym ubiegłego roku – że uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.

CHORWACJA: W lutym 2020 r. Komisja stwierdziła, że w Chorwacji występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej w szczególności związane z wysokimi poziomami długu publicznego, zadłużenia sektora prywatnego oraz zadłużenia zewnętrznego – przy niskim wzroście potencjalnym. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2019 r. wskaźniki dotyczące międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPI netto), wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych oraz długu publicznego przekraczają orientacyjne wartości progowe.

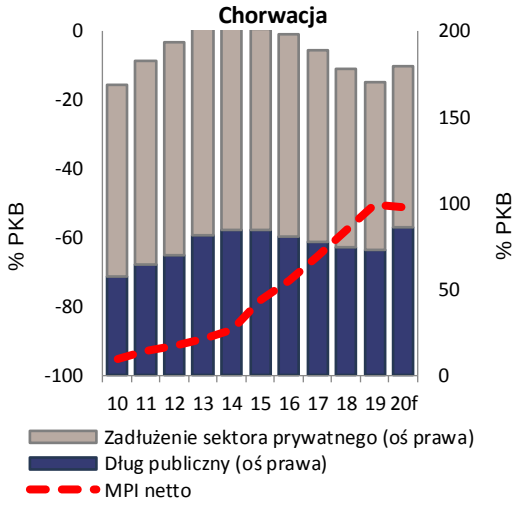
Zalecenia dla tego kraju istotne w kontekście procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej wydane w 2019 i 2020 r. są zasadniczo związane z polityką fiskalno-strukturalną, rynkiem pracy i otoczeniem działalności gospodarczej. Oprócz uzasadnionej polityki realizowanej w celu przeciwdziałania pandemii, środki wprowadzone w 2020 r., aby wyeliminować zakłócenia równowagi, dotyczą poprawy zarządzania sektorem publicznym oraz zmniejszenia obciążeń administracyjnych i finansowych przedsiębiorstw.

Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 realny PKB poważnie spadnie: wzrost, który w 2019 r. wynosił 2,9 %, w 2020 r. będzie ujemny i wyniesie -9,6 %. Prognozuje się, że realny wzrost w 2021 r. wyniesie 5,7 %, co oznacza, że nominalny PKB będzie o 2,5 % niższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Stabilność zewnętrzna** nadal budzi niepokój, natomiast MPI netto, która była na znacząco ujemnym poziomie, w 2019 r. nadal się poprawiała, a nadwyżka na rachunku obrotów bieżących wzrosła i zbliżyła się do 3 % PKB. Zagrożenia dla stabilności zewnętrznej łagodzi stosunkowo duży udział bezpośrednich inwestycji zagranicznych w łącznych zobowiązaniach względem zagranicy. Oczekuje się, że w 2020 r. saldo obrotów bieżących osiągnie wartość ujemną, głównie ze względu na słabe wyniki branży turystycznej.
- Wskaźnik **zadłużenia sektora prywatnego** w 2019 r. w dalszym ciągu się obniżał. Znaczna część zadłużenia jest wciąż denominowana w walutach obcych, co stwarza ryzyko walutowe.

Wykres A11: ***Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, zadłużenie sektora prywatnego i dług publiczny***



Źródło: Eurostat

- **Wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych** przyspieszył w 2019 r. do poziomu powyżej 8 %, czemu sprzyja coraz szybszy wzrost liczby udzielanych kredytów hipotecznych oraz zmniejszające się odchylenie wyceny. W świetle kryzysu związanego z COVID-19 prognozuje się spowolnienie wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych.
- **Dług publiczny** w dalszym ciągu się zmniejszał i w 2019 r. osiągnął 73 % PKB, co stanowi nadal stosunkowo wysoki poziom. Prognozuje się, że w 2020 r., z powodu gwałtownego pogorszenia koniunktury gospodarczej i zastosowania środków wspierających gospodarkę w związku z pandemią COVID-19, wskaźnik ten wzrośnie o ponad 15 punktów procentowych.
- **Sektor bankowy** charakteryzuje się umiarkowaną rentownością i stosunkowo wysokim poziomem kapitałów, ale również stosunkowo wysokim, choć malejącym, odsetkiem kredytów zagrożonych. Wskaźnik kredytów zagrożonych prawdopodobnie wzrośnie, kiedy rządowe środki wsparcia zastosowane w odpowiedzi na kryzys związany z COVID-19 będą stopniowo wycofywane.

- **Stopa bezrobocia** osiągnęła w 2019 r. rekordowo niski poziom 6,6 %, a towarzyszył temu silny spadek zarówno bezrobocia długotrwałego, jak i bezrobocia młodzieży. Prognozuje się jednak, że przy obecnym kryzysie bezrobocie wzrośnie.

Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, Chorwację cechowała podatność na zagrożenia dotycząca długu publicznego, zadłużenia sektora prywatnego i zadłużenia zewnętrznego, przy niskim wzroście potencjalnym. W sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 przewiduje się wzrost wskaźników zadłużenia i bezrobocia. Podsumowując, Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenie stwierdzone w lutym – że uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.

WŁOCHY: W lutym 2020 r. Komisja stwierdziła, że we Włoszech występują nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej, w szczególności związane z wysokim poziomem długu publicznego oraz utrzymującym się słabym wzrostem wydajności przy wciąż wysokim odsetku kredytów zagrożonych i wysokiej stopie bezrobocia. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2019 r. wskaźniki dotyczące długu publicznego i stopy bezrobocia przekraczają orientacyjne wartości progowe.

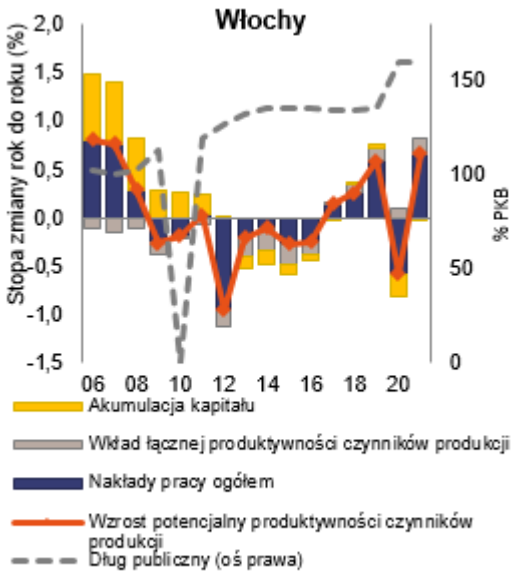
Zalecenia dla tego kraju istotne w kontekście procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej wydane w 2019 i 2020 r. są zasadniczo związane z polityką fiskalno-strukturalną, rynkiem pracy, otoczeniem działalności gospodarczej i sektorem finansowym. Oprócz uzasadnionej polityki realizowanej w celu przeciwdziałania pandemii, środki wprowadzone w 2020 r., aby wyeliminować zakłócenia równowagi, dotyczą skuteczności administracji publicznej i wspierania transformacji cyfrowej i ekologicznej.

Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 realny PKB poważnie spadnie: wzrost, który w 2019 r. wynosił 0,3 %, w 2020 r. będzie ujemny i wyniesie -9,9 %. Prognozuje się, że realny wzrost w 2021 r. wyniesie 4,1 %, co oznacza, że nominalny PKB będzie o 4,1 % niższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Pozycja zewnętrzna** jest stabilna, a międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto jest bliska równowadze; ponadto w 2020 r., pomimo słabych wyników branży turystycznej, utrzymuje się stabilna, znacząca nadwyżka na rachunku obrotów bieżących.
- Zagregowany **wzrost wydajności** pozostaje powolny i w perspektywie średnioterminowej ma się jedynie nieznacznie poprawić. W 2019 r. **wzrost jednostkowych kosztów pracy** pozostał na niskim poziomie, a na 2020 r. prognozuje się spowolnienie wzrostu płac.
- **Dług publiczny** utrzymywał się w 2019 r. na niezmienionym poziomie wynoszącym około 135 % PKB, ale oczekuje się, że w 2020 r. znacznie wzrośnie, o około 25 punktów procentowych, co odzwierciedlałoby reakcję na pandemię i spadek aktywności gospodarczej. Oczekuje się, że w 2020 r. – po raz pierwszy od 2009 r. – saldo pierwotne osiągnie wartość ujemną.

Wykres A12: Wzrost potencjalny i dług publiczny



Źródło: Służby Komisji

- Jeżeli chodzi o **sektor bankowy**, nastąpiło dalsze znaczące zmniejszenie wskaźnika kredytów zagrożonych, choć nadal pozostaje on stosunkowo wysoki i wynosi niemal 7 %. Środki wsparcia płynności przyznane w reakcji na pandemię poprawiły akcję kredytową, która w 2019 r. była na stosunkowo słabym poziomie. Wskaźnik kredytów zagrożonych prawdopodobnie wzrośnie, jeżeli niektóre środki związane z COVID-19 zostaną wycofane zbyt wcześnie.
- Wstrząs związany z nadejściem pandemii zaczął odwracać niedawną poprawę sytuacji na **rynku pracy**, która może ulec dalszemu pogorszeniu, kiedy zacznie się stopniowe wycofywanie środków nadzwyczajnych. Prognozuje się, że w 2020 r. wskaźnik bezrobocia utrzyma się na poziomie około 10 %.

Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, Włochy cechowała podatność na zagrożenia dotycząca wysokiego poziomu długu publicznego i słabego wzrostu wydajności, przy wciąż wysokich – choć zmniejszających się – wskaźnikach kredytów zagrożonych i bezrobocia. W sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 wzrosły wskaźniki zadłużenia, natomiast wpływ tego kryzysu na rynek pracy i sektor bankowy może stać się widoczny z pewnym opóźnieniem, w zależności od czasu trwania kryzysu i rytmu stopniowego wycofywania środków wsparcia . Podsumowując, Komisja uważa – biorąc również pod uwagę nadmierne zakłócenie równowagi makroekonomicznej stwierdzone w lutym – że przydatne będzie przeprowadzenie pogłębionej analizy dotyczącej utrzymywania się ryzyka makroekonomicznego i monitorowanie postępów w ograniczaniu nadmiernych zakłóceń równowagi.

CYPR: W lutym 2020 r. Komisja stwierdziła, że na Cyprze występują nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej, w szczególności związane z bardzo wysokim odsetkiem kredytów zagrożonych, który stanowi obciążenie dla sektora finansowego, a także wysokimi poziomami zadłużenia sektora prywatnego, długu publicznego i zadłużenia zewnętrznego, przy umiarkowanym wzroście potencjalnym. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2019 r. wskaźniki dotyczące deficytu obrotów bieżących, międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPI netto), zadłużenia sektora prywatnego i długu publicznego przekraczają orientacyjne wartości progowe.

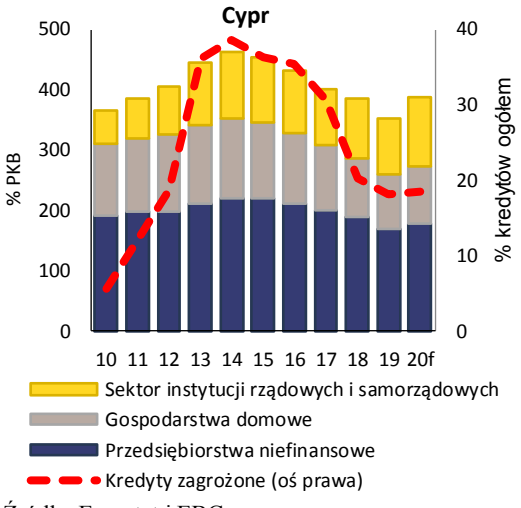
Zalecenia dla tego kraju istotne w kontekście procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej wydane w 2019 i 2020 r. są zasadniczo związane z polityką fiskalno-strukturalną, zadłużeniem sektora prywatnego, kredytami zagrożonymi i otoczeniem działalności gospodarczej. Oprócz uzasadnionej polityki realizowanej w celu przeciwdziałania pandemii, działania podjęte w 2020 r., aby wyeliminować zakłócenia równowagi, dotyczą systemu wymiaru sprawiedliwości, administracji publicznej, podsektora lokalnego i dostępu do finansowania.

Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 realny PKB poważnie spadnie: wzrost, który w 2019 r. wynosił 3,1 %, w 2020 r. będzie ujemny i wyniesie -6,2 %. Prognozuje się, że realny wzrost w 2021 r. wyniesie 3,7 %, co oznacza, że nominalny PKB będzie o 0,7 % niższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Podatność na zagrożenia zewnętrzne** nadal daje powody do zaniepokojenia, ponieważ MPI netto, pomimo poprawy w 2019 r., jest na znacząco ujemnym poziomie, a duża część tej pozycji odzwierciedla działalność spółek celowych. W 2019 r. saldo obrotów bieżących wykazało duży deficyt, który wyniósł 6,3 % PKB, i oczekuje się, że w 2020 r. sytuacja pod tym względem gwałtownie się pogorszy wraz z dużym spadkiem obrotów w turystyce.
- W 2019 r. wskaźnik **zadłużenia przedsiębiorstw** nadal się obniżał, choć pozostaje wysoki. Przedsiębiorstwa niefinansowe zmniejszały zadłużenie szybciej niż gospodarstwa domowe. W 2019 r. **zadłużenie gospodarstw domowych** wyniosło około 90 % PKB, co przekracza progi ostrożnościowe. Oczekuje się, że w 2020 r. wskaźniki zadłużenia sektora prywatnego wzrosną ze względu na spadek nominalnego PKB i moratoria na spłatę kredytów i pożyczek. Oczekuje się, że powrót tendencji spadkowej nastąpi w 2021 r.
- Chociaż relacja **długu publicznego** do PKB spadła w 2019 r., to biorąc pod uwagę środki wsparcia budżetowego, dodatkową emisję obligacji i spadek PKB, prognozuje się, że w 2020 r. wzrośnie ona o około 20 punktów procentowych i osiągnie poziom bliski 113 % PKB. W ostatnich latach (2018–2019), wraz ze znacznym spadkiem odsetka kredytów zagrożonych, poprawiła się stabilność **sektora bankowego**. W 2020 r. wzrost wskaźnika kredytów zagrożonych jest niezbyt duży ze względu na sprzedaż aktywów i odpisy, ale w 2021 r. może być wyższy w związku ze zniesieniem moratoriów na spłatę zadłużenia.

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



Źródło: Eurostat i EBC

Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, Cypr cechowała podatność na zagrożenia dotycząca zadłużenia zewnętrznego, zadłużenia sektora prywatnego, długu publicznego i nadal wysokiego wskaźnika kredytów zagrożonych, przy umiarkowanym wzroście potencjalnym. W sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 pogorszył się deficyt obrotów bieżących, wzrosły wskaźniki zadłużenia i nastąpiło spowolnienie procesu pozbywania się przez banki kredytów zagrożonych. Podsumowując, Komisja uważa – biorąc również pod uwagę nadmierne zakłócenie równowagi makroekonomicznej stwierdzone w lutym – że przydatne będzie przeprowadzenie pogłębionej analizy dotyczącej utrzymywania się ryzyka makroekonomicznego i monitorowanie postępów w ograniczaniu nadmiernych zakłóceń równowagi.

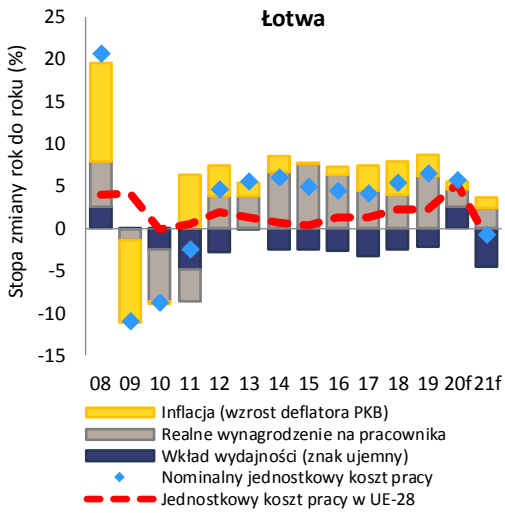
ŁOTWA: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w przypadku Łotwy nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2019 r. wskaźniki dotyczące międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPI netto) oraz wzrostu jednostkowych kosztów pracy przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 realny PKB poważnie spadnie: wzrost, który w 2019 r. wynosił 2,1 %, w 2020 r. będzie ujemny i wyniesie -5,6 %. Według prognoz realny wzrost w 2021 r. ma wynieść 4,9 %, co oznacza, że nominalny PKB będzie o 1,3 % wyższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Podatność na zagrożenia zewnętrzne** utrzymuje się, choć dostrzega się pewną poprawę. W 2019 r. saldo obrotów bieżących było w niewielkim stopniu ujemne, ale MPI netto, odzwierciedlająca głównie bezpośrednie inwestycje zagraniczne i dług publiczny, w dalszym ciągu szybko się poprawiała. Prognozuje się dalszą poprawę MPI netto oraz osiągnięcie nadwyżki na rachunku obrotów bieżących.
- Wzrost **jednostkowych kosztów pracy** w 2019 r. był nadal stosunkowo silny, co wynikało z wyraźnego wzrostu płac. Prognozuje się jednak, że w 2020 r. nastąpi spowolnienie wzrostu płac, zważywszy na wpływ kryzysu związanego z COVID-19. Jednocześnie realny efektywny kurs walutowy pozostał zasadniczo niezmieniony, po silnym umocnieniu waluty w poprzednim roku. Udział w rynkach eksportowych zmniejszył się po raz pierwszy w ciągu 4 lat.

Wykres A14: ***Rozkład jednostkowego kosztu pracy***



Źródło: służby Komisji

- **Zadłużenie przedsiębiorstw i sektora gospodarstw domowych** utrzymuje się na umiarkowanym poziomie, choć wraz ze spadkiem PKB w sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 prognozuje się wzrost obu tych wskaźników. Podczas gdy w 2019 r. wzrosła akcja kredytowa na rzecz przedsiębiorstw niefinansowych, na 2020 r. prognozowane jest jej znaczne osłabienie. W 2019 r. wzrost **cen nieruchomości mieszkaniowych** nadal był wysoki i pozostawał nieco poniżej wartości progowej, ale oczekuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 nastąpi jego spowolnienie.
- Kiedy nadszedł kryzys, **sektor bankowy** był w stabilnej sytuacji finansowej, a poziomy kapitałów i wskaźniki płynności były wyższe od średniej unijnej. Wskaźnik kredytów zagrożonych jest wprawdzie niski, ale prawdopodobnie wzrośnie, kiedy rządowe środki wsparcia zastosowane w odpowiedzi na kryzys związany z COVID-19 będą stopniowo wycofywane. **Dług publiczny** obniżył się jeszcze bardziej w 2019 r. i osiągnął poziom około 37 % PKB, ale na 2020 r., w efekcie zastosowania środków służących przeciwdziałaniu pandemii oraz spadku PKB, prognozowany jest jego wzrost.

Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, na Łotwie nie było stwierdzonych zakłóceń równowagi makroekonomicznej, chociaż dynamika związana z podażą pracy i konkurencyjnością kosztową była źródłem pewnego ograniczonego ryzyka. W sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 tymczasowo

zmniejszyła się presja na rynek pracy i presja na wzrost płac. Podsumowując, Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

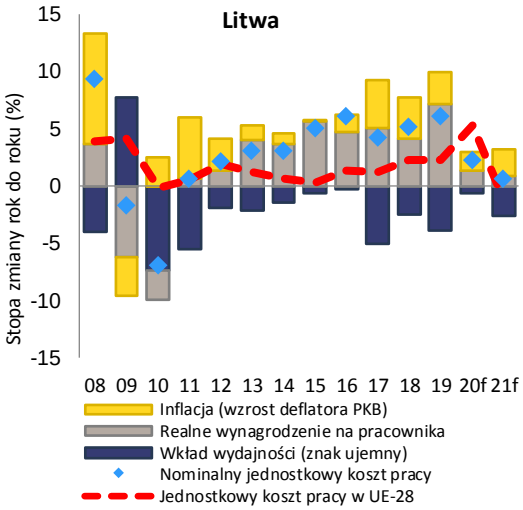
LITWA: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w przypadku Litwy nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2019 r. wskaźnik wzrostu jednostkowych kosztów pracy przekracza orientacyjną wartość progową.

Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 realny PKB poważnie spadnie: wzrost, który w 2019 r. wynosił 4,3 %, w 2020 r. będzie ujemny i wyniesie -2,2 %. Według prognoz realny wzrost w 2021 r. ma wynieść 3 %, co oznacza, że nominalny PKB będzie o 4,8 % wyższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Podatność na zagrożenia zewnętrzne** jest w dalszym ciągu ograniczona, ponieważ MPI netto, choć ujemna, do 2019 r. stopniowo się poprawiała. Składają się na nią głównie skumulowane bezpośrednie inwestycje zagraniczne. Według prognoz dalsza poprawa MPI netto ma nastąpić w 2020 r. i 2021 r. Rosnący eksport usług transportowych znacznie poprawił bilans handlowy, w związku z czym nadwyżka na rachunku obrotów bieżących wzrosła do ponad 3 % w 2019 r. i oczekuje się, że w latach 2020 i 2021 utrzyma się na dość wysokim poziomie. Nadal w solidnym tempie rośnie udział w rynkach eksportowych.

Wykres A15: ***Rozkład jednostkowego kosztu pracy***



Źródło: służby Komisji

- Od 2016 r. gwałtownie rośnie **nominalny jednostkowy koszt pracy**, co odzwierciedla kurczące się zasoby pracy i pewne zmiany regulacyjne, w tym stosunkowo szybki wzrost płac minimalnych i płac w sektorze publicznym. Oczekuje się, że w 2020 r. pandemia COVID-19 będzie miała negatywny wpływ na płace w sektorze prywatnym i spowolni wzrost nominalnego jednostkowego kosztu pracy.
- **Sektor bankowy** jest wysoce rentowny, a współczynnik kapitałowy nieznacznie przekracza średnią dla strefy euro. Wskaźnik kredytów zagrożonych wykazuje tendencję spadkową i jest ogólnie niski. W 2019 r. dalej zmniejszał się **dług publiczny**, ale na 2020 r. prognozowany jest jego wzrost do około 47 % PKB w wyniku kryzysu związanego z COVID-19, a następnie dalszy wzrost w 2021 r.
- Przed pandemią COVID-19 wyniki **rynku pracy** były dobre, a wskaźnik bezrobocia wynosił 6,3 %. Prognozuje się jednak, że w 2020 r. wskaźnik bezrobocia wzrośnie do 8,9 %, zanim ponownie się obniży w 2021 r.

Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, na Litwie nie było stwierdzonych zakłóceń równowagi makroekonomicznej, chociaż dynamika konkurencyjności kosztowej była źródłem pewnego ograniczonego ryzyka. W sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 pozycja zewnętrzna utrzymała się na niezmienionym poziomie, a presja na wzrost płac zmniejszyła się. Podsumowując, Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

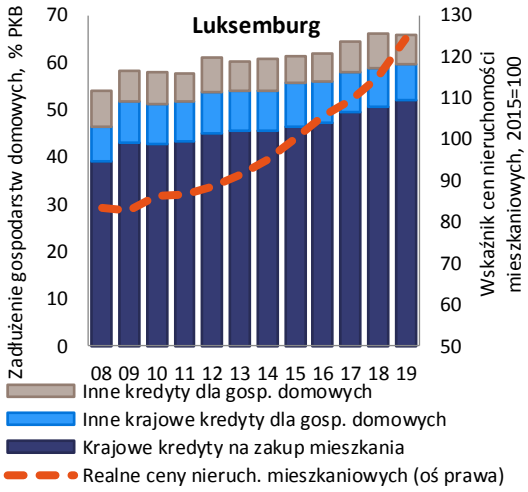
LUKSEMBURG: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w przypadku Luksemburga nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2019 r. wskaźniki dotyczące wzrostu jednostkowych kosztów pracy, wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych oraz zadłużenia sektora prywatnego przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 realny PKB poważnie spadnie: wzrost, który w 2019 r. wynosił 2,3 %, w 2020 r. będzie ujemny i wyniesie -4,5 %. Według prognoz realny wzrost w 2021 r. ma wynieść 3,9 %, co oznacza, że nominalny PKB będzie o 0,3 % wyższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Stabilność zewnętrzna daje jedynie niewielkie powody do niepokoju**. Na rachunku obrotów bieżących notuje się stabilną nadwyżkę, a międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto jest wyraźnie dodatnia. W 2019 r. **jednostkowy koszt pracy** nadal rósł w stosunkowo wysokim tempie w warunkach kurczących się zasobów pracy. Oczekuje się, że w 2020 r. wzrost jednostkowych kosztów pracy będzie ograniczony w sytuacji umiarkowanego wzrostu płac wynikającego z kryzysu związanego z COVID-19.

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



Źródło: Eurostat i EBC

- **Relacja zadłużenia sektora prywatnego do PKB** jest bardzo wysoka i wynosi 319 %, co odzwierciedla głównie wysokie **zadłużenie przedsiębiorstw**, które w 2019 r. przekraczało 250 % PKB. Tak wysoka wartość odzwierciedla jednak przede wszystkim rolę Luksemburga jako globalnego centrum finansowego oraz transgraniczne pożyczki wewnątrzgrupowe. **Zadłużenie gospodarstw domowych** ustabilizowało się w 2019 r. na poziomie 66 % PKB i jest znacznie poniżej wartości odniesienia wynikającej z fundamentalnych parametrów gospodarczych oraz ostrożnościowej wartości odniesienia, choć jest wyższe, jeżeli porówna się je z dochodem do dyspozycji. W 2019 r. akcja kredytowa w segmencie hipotecznym wzrosła o 8 %, przy czym połowa pozostających do spłaty kredytów ma oprocentowanie zmienne, chociaż odsetek ten szybko maleje. Oczekuje się, że w 2020 r. relacja zadłużenia gospodarstw domowych do PKB wzrośnie, w szczególności ze względu na spadek PKB.
- W 2019 r. **ceny nieruchomości mieszkaniowych** nadal wyraźnie rosły i istnieją oznaki zawyżenia cen. Prognozuje się, że wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych w latach 2020–2021 nie ulegnie znacznemu spowolnieniu. Jeżeli chodzi o stronę podaży, w 2019 r. zmniejszyła się liczba budowanych nieruchomości mieszkaniowych, co zwiększyło niedopasowanie między podażą a popytem, które napędza wzrost cen tych nieruchomości.
- **Sektor bankowy** jest stosunkowo dobrze skapitalizowany, dysponuje płynnością i pozostaje rentowny, chociaż rentowność jest niższa od średniej w strefie euro. Odsetek kredytów zagrożonych jest bardzo niski. Rozwój sytuacji cenowej na rynku mieszkaniowym, jaki wiąże się z poziomem ekspozycji banków na ryzyko związane z kredytami hipotecznymi i wysokim

zadłużeniem gospodarstw domowych, wymaga jednak stałego monitorowania. **Dług publiczny** jest niski i oczekuje się, że 2021 r. wzrośnie do około 25 % PKB.

Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, w Luksemburgu nie było stwierdzonych zakłóceń równowagi makroekonomicznej, choć rosnące ceny nieruchomości mieszkaniowych i zadłużenie gospodarstw domowych były źródłem pewnego ryzyka. W sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 czasowo zmniejszyła się presja cenowa i kosztowa. Podsumowując, Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

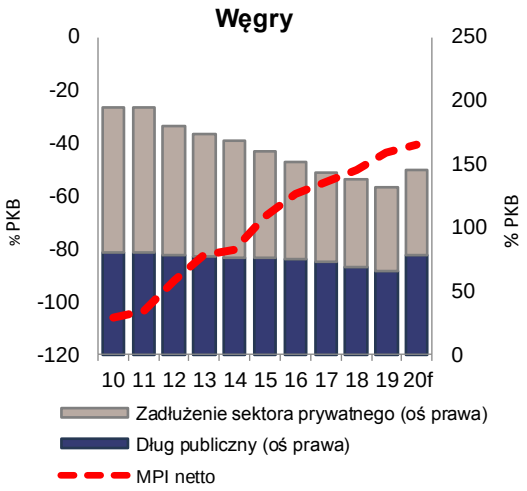
WĘGRY: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w przypadku Węgier nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2019 r. wskaźniki dotyczące międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPI netto), wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych, długu publicznego oraz wzrostu zobowiązań finansowych przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 realny PKB poważnie spadnie: wzrost, który w 2019 r. wynosił 4,6 %, w 2020 r. będzie ujemny i wyniesie -6,4 %. Według prognoz realny wzrost w 2021 r. ma wynieść 4 %, co oznacza, że nominalny PKB będzie o 6,2 % wyższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Podatność na zagrożenia zewnętrzne** utrzymuje się pomimo trwałej poprawy MPI netto, która w 2019 r. wyniosła -44 % i przekroczyła wartość odniesienia wynikającą z fundamentalnych parametrów gospodarczych. Według prognoz MPI netto będzie w dalszym ciągu się poprawiać w 2020 i 2021 r. Oficjalne rezerwy na początku 2020 r. były zbliżone do poziomów uznawanych za minima ostrożnościowe. Saldo obrotów bieżących przeszło w umiarkowany deficyt w 2019 r. i oczekuje się, że do 2022 r. pozostanie ono umiarkowanie ujemne. Pomimo pogarszającej się konkurencyjności kosztowej zwiększyło się tempo wzrostu udziału w rynkach eksportowych. W 2020 r. forint uległ znacznej deprecjacji, co sprzyja zwiększaniu konkurencyjności w przyszłości, ale odzwierciedla również podatność na zmiany nastrojów na światowych rynkach finansowych.

*Wykres A17: **MPI netto, zadłużenie sektora prywatnego i dług publiczny***



Źródło: Eurostat

- W 2019 r. **ceny nieruchomości mieszkaniowych** i przepływy kredytowe znacznie wzrosły, a jednocześnie pojawiały się obawy dotyczące zawyżenia cen. Oczekuje się, że kryzys związany z COVID-19 doprowadzi do pewnej korekty cen.
- W 2019 r. **dług publiczny** się obniżał i spadł do poziomu około 65 % PKB. W 2020 r. ma wzrosnąć o prawie 13 punktów procentowych, co odzwierciedlałoby głębokość recesji i zastosowanie przez rząd środków wsparcia w reakcji na kryzys związany z COVID-19. Potrzeby brutto w zakresie finansowania są szczególnie duże, co wynika z wysokiego zadłużenia w połączeniu ze stosunkowo niską duracją. Ponadto zarówno dług publiczny, jak i zadłużenie przedsiębiorstw są narażone na ryzyko walutowe. Jednocześnie otwartość gospodarki sprawia, że dochód krajowy i saldo budżetowe są wrażliwe na zmiany kursów walutowych. Pewien poziom długu denominowanego w walucie obcej może pomóc w zabezpieczeniu tej ekspozycji.
- **Sektor bankowy** jest wysoce rentowny, ale współczynnik kapitału Tier 1 jest niższy niż w większości innych państw UE. Kompleksowe moratorium na spłatę zadłużenia przez kredytobiorców tymczasowo chroni banki przed potencjalnymi przypadkami niewykonania zobowiązań. Wskaźnik kredytów zagrożonych pozostaje jednak stosunkowo wysoki i w 2019 r. wynosił 4,3 %, a po wygaśnięciu moratorium może wzrosnąć. Banki komercyjne są w posiadaniu znacznej części długu publicznego (około 20 % PKB).

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z presją kosztową, strukturą eksportu, długiem publicznym i rynkiem mieszkaniowym. W sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 problemy dotyczące presji kosztowej prawdopodobnie w przyszłości staną się mniej dotkliwe, natomiast wydaje się, że wzrosło ryzyko związane z wzajemnymi powiązaniami między potrzebami rządu w zakresie finansowania a finansowaniem zewnętrznym. Mimo to należy zaznaczyć, że sama skala narosłych zakłóceń równowagi nie jest szczególnie wysoka. Podsumowując, Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

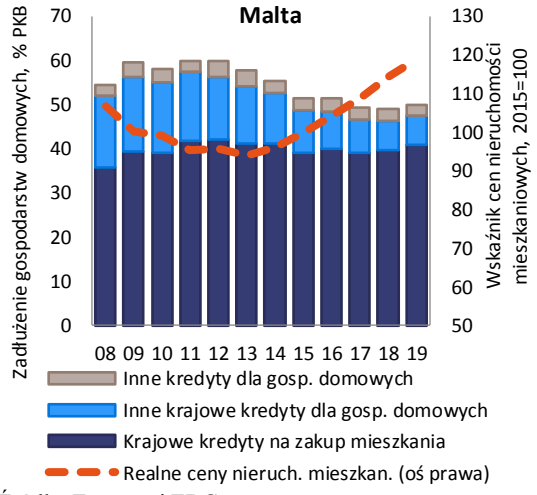
MALTA: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w przypadku Malty nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2019 r. żaden wskaźnik nie przekracza orientacyjnej wartości progowej.

Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 realny PKB poważnie spadnie: wzrost, który w 2019 r. wynosił 4,9 %, w 2020 r. będzie ujemny i wyniesie -7,3 %. Prognozuje się, że realny wzrost w 2021 r. wyniesie 3 %, co oznacza, że nominalny PKB będzie o 2,6 % niższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- Nadwyżka na **rachunku obrotów bieżących** jest wysoka, ale oczekuje się, że do 2021 r. zbliży się do równowagi, częściowo ze względu na słabe wyniki branży turystycznej. Zdecydowanie dodatnia międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto odzwierciedla rolę tego kraju jako międzynarodowego centrum finansowego. W ostatnich latach jednostkowe koszty pracy rosły w stosunkowo szybkim tempie.
- W 2019 r. **zadłużenie sektora prywatnego** nieznacznie wzrosło i zbliżyło się do wartości progowej określonej w tabeli wyników. Było to spowodowane utrzymującą się silną ekspansją akcji kredytowej, która podtrzymuje ożywione inwestycje w budownictwo mieszkaniowe. Oczekuje się, że te tendencje w sektorze budowlanym w dalszym ciągu się utrzymają, czemu sprzyjać ma tymczasowe obniżenie podatków od transakcji związanych z nieruchomościami w latach 2020 i 2021. Korzystne warunki na rynku pracy w połączeniu z niskimi stopami procentowymi sprzyjały wzrostowi zadłużenia gospodarstw domowych, które wymaga obserwacji. W 2019 r. utrzymał się trwający od pewnego czasu **wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych**, przy czym pojawiły się pewne oznaki zawyżenia cen. Z uwagi na kryzys związany z COVID-19 prognozuje się, że w 2020 r. nastąpi tymczasowe spowolnienie wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych.

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



Źródło: Eurostat i EBC

- **Dług publiczny** wykazywał tendencję spadkową do 2019 r., a w 2020 r., w związku z pandemią COVID-19, ma wzrosnąć do 60 % PKB. Zobowiązania w sektorze bankowym zmniejszały się w 2019 r., a poziom kredytów zagrożonych nie zmienił się; prowadzony jest także przegląd ram prawnych dotyczących niewypłacalności, który ma wzmocnić odporność sektora. Niemniej jednak w portfelach banków coraz bardziej dominuje sektor nieruchomości, co wymaga ścisłego monitorowania.
- **Stopa bezrobocia** spadła w 2019 r., a współczynnik aktywności zawodowej w dalszym ciągu wzrastał. W sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 prognozuje się jednak wzrost stopy bezrobocia.

Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, na Malcie nie było stwierdzonych zakłóceń równowagi makroekonomicznej, chociaż wysokie saldo obrotów bieżących i stosunkowo dynamiczny wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych były źródłem pewnego ograniczonego ryzyka. W sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 zmniejszyła się nieco presja wewnętrzna, a pozycja zewnętrzna utrzymała się

na niezmienionym poziomie. Podsumowując, Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

NIDERLANDY: W lutym 2020 r. Komisja stwierdziła, że w Niderlandach występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej, w szczególności związane z wysokim poziomem zadłużenia sektora prywatnego i wysoką nadwyżką na rachunku obrotów bieżących. W zaktualizowanej tabeli wyników wskaźniki dotyczące nadwyżki na rachunku obrotów bieżących oraz zadłużenia sektora prywatnego przekraczają orientacyjne wartości progowe.

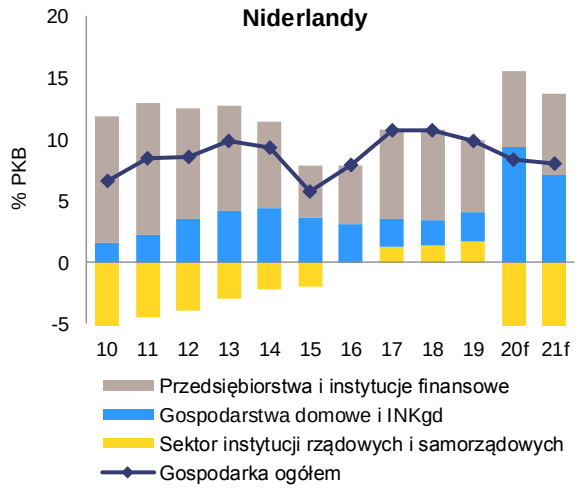
Zalecenia dla tego kraju istotne w kontekście procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej wydane w 2019 i 2020 r. są zasadniczo związane z inwestycjami, dochodem gospodarstw domowych, emeryturami, zadłużeniem sektora prywatnego i rynkiem mieszkaniowym. Oprócz uzasadnionej polityki realizowanej w celu przeciwdziałania pandemii, środki wprowadzone w 2020 r., aby wyeliminować zakłócenia równowagi, dotyczą systemu emerytalnego, inwestycji w nieruchomości mieszkaniowe, mniej preferencyjnego traktowania zadłużenia gospodarstw domowych w systemie opodatkowania oraz uruchomienia Invest-NL.

Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 realny PKB poważnie spadnie: wzrost, który w 2019 r. wynosił 1,7 %, w 2020 r. będzie ujemny i wyniesie -5,3 %. Prognozuje się, że realny wzrost w 2021 r. wyniesie 2,2 %, co oznacza, że nominalny PKB będzie o 0,1 % niższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących** zmniejszyła się z 10,8 % PKB w 2018 r. do 9,9 % w 2019 r. i oczekuje się, że w 2020 r. również nieznacznie się obniży. W sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 stan oszczędności netto sektora instytucji rządowych i samorządowych przeszedł w wartość zdecydowanie ujemną, ale prawdopodobnie zostanie to w dużej mierze zrównoważone dalszym wzrostem nadwyżki oszczędności gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Ogólnie spodziewane jest, że nadwyżka na rachunku obrotów bieżących utrzyma się na wysokim poziomie, znacznie powyżej wartości odniesienia wynikających z fundamentalnych parametrów gospodarczych.

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



Źródło: Ameco

- **Zadłużenie sektora prywatnego**, które w 2019 r. wyniosło około 230 % PKB, przed kryzysem związanym z COVID-19 wykazywało tendencję spadkową. Na **zadłużenie przedsiębiorstw** składa się przede wszystkim wewnątrzgrupowe zadłużenie przedsiębiorstw wielonarodowych. **Zadłużenie gospodarstw domowych**, które w 2019 r. wyniosło 100 % PKB, jest głównie związane z korzystnym traktowaniem do celów podatkowych kredytów hipotecznych i zbyt mało efektywnym rynkiem wynajmu nieruchomości. Oczekuje się, że od 2020 r. ponownie wzrośnie wskaźnik zadłużenia gospodarstw domowych. Wzrost bezrobocia może zmniejszyć przyszłą zdolność gospodarstw domowych do spłaty zadłużenia. W 2019 r. **ceny nieruchomości mieszkaniowych** wzrosły o 4,8 % i istnieją oznaki zawyżenia cen.
- **System bankowy** jest dobrze skapitalizowany, charakteryzuje się niskim poziomem kredytów zagrożonych i jest rentowny. Według prognoz w 2020 r. **dług publiczny** wzrośnie do około 64 % PKB i w kolejnych latach może jeszcze się zwiększyć.

- Przed kryzysem **zasoby pracy** skurczyły się do nienotowanego wcześniej poziomu. Wskutek kryzysu warunki na rynku pracy ulegną prawdopodobnie znacznemu pogorszeniu, co dotknie w szczególności osoby znajdujące się w mniej korzystnej sytuacji na rynku pracy.

Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, Niderlandy dysponowały utrzymującą się od długiego czasu dużą nadwyżką krajowych oszczędności, której towarzyszył wysoki poziom zadłużenia sektora prywatnego. Oczekuje się, że po kryzysie nadwyżka oszczędności nieco się zmniejszy, choć pozostanie wysoka, natomiast wskaźniki zadłużenia sektora prywatnego mają wzrosnąć. Podsumowując, Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w lutym ubiegłego roku – że uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.

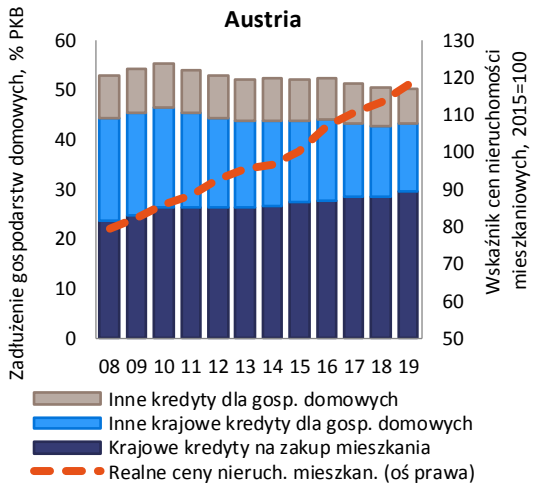
AUSTRIA: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w przypadku Austrii nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2019 r. wskaźnik długu publicznego przekracza orientacyjną wartość progową.

Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 realny PKB poważnie spadnie: wzrost, który w 2019 r. wynosił 1,4 %, w 2020 r. będzie ujemny i wyniesie -7,1 %. Według prognoz realny wzrost w 2021 r. ma wynieść 4,1 %, co oznacza, że nominalny PKB będzie o 0,6 % wyższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Podatność na zagrożenia zewnętrzne** jest nadal ograniczona. Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących wzrosła w 2019 r., zbliżając się do 3 % PKB, ale prognozuje się, że w 2020 r. nieco się zmniejszy. Wzrost jednostkowych kosztów pracy w 2019 r. postępował w umiarkowanym tempie, ale pozostaje stosunkowo ograniczony. Skala prognozowanego na 2020 r. ograniczenia wzrostu płac jest niezbyt duża, m.in. dlatego, że negocjacje płacowe w ważnych sektorach gospodarki odbyły się jeszcze przed wybuchem kryzysu.

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



Źródło: Eurostat i EBC

- **Zadłużenie sektora prywatnego** nadal wykazywało tendencję spadkową, ponieważ w 2019 r. wskaźnik zadłużenia gospodarstw domowych utrzymywał się na niezmienionym poziomie, a przedsiębiorstwa niefinansowe w umiarkowanym stopniu zmniejszały zadłużenie. W 2020 r. spodziewany jest jednak wzrost obu tych wskaźników, głównie ze względu na spadek PKB spowodowany pandemią wywołaną przez COVID-19. Prognozuje się, że sytuacja ta częściowo się odwróci w 2021 r., co odzwierciedlałoby zakładane ożywienie gospodarcze.
- **Realne ceny nieruchomości mieszkaniowych** nadal wykazywały tendencję zwyżkową i w 2019 r. ich wzrost ponownie przyspieszył, przy czym pojawiły się pewne bardziej wyraźne oznaki zawyżenia cen. W 2021 r. jest jednak spodziewana pewna korekta cenowa. Monitorowanie sytuacji cenowej jest wprawdzie uzasadnione, ale nie wydaje się, by wzrosty cen były wywołane akcją kredytową.
- Ogólnie rzecz biorąc, **sektor bankowy** jest dobrze przygotowany do tego, by pomagać w łagodzeniu skutków kryzysu. Wskaźnik kredytów zagrożonych spadł w 2019 r. do nieco powyżej 2 %. Także **dług publiczny** nadal wykazywał tendencję spadkową, ze względu na silny wzrost gospodarczy i trwającą likwidację aktywów upaństwowionych instytucji finansowych. Ze względu na kryzys oczekuje się jednak, że w 2020 r. dług ten wzrośnie do około 84 % PKB, czyli o prawie 14 punktów procentowych powyżej poziomu z 2019 r.
- Poprawa otoczenia makroekonomicznego przyczyniła się do dalszej poprawy sytuacji **na rynku pracy**, chociaż prognozuje się, że w 2020 r. w wyniku kryzysu wzrośnie bezrobocie.

Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, w Austrii nie było stwierdzonych zakłóceń równowagi makroekonomicznej, choć rynek mieszkaniowy był źródłem pewnej podatności na zagrożenia.

W sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych staje się bardziej umiarkowany, a dług publiczny rośnie. Podsumowując, Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

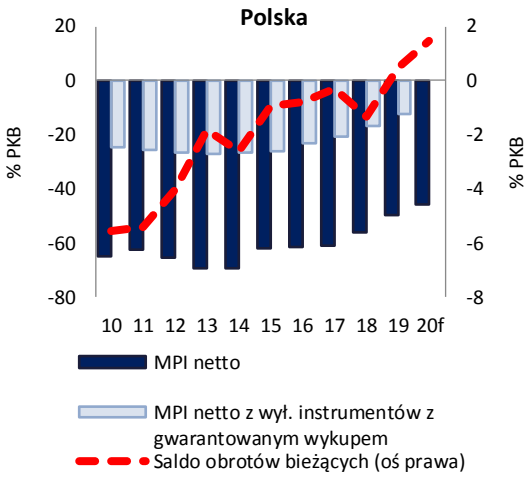
POLSKA: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w przypadku Polski nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2019 r. wskaźniki dotyczące międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPI netto) oraz wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 realny PKB poważnie spadnie: wzrost, który w 2019 r. wynosił 4,5 %, w 2020 r. będzie ujemny i wyniesie -3,6 %. Według prognoz realny wzrost w 2021 r. ma wynieść 3,3 %, co oznacza, że nominalny PKB będzie o 5 % wyższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Podatność na zagrożenia zewnętrzne** jest w dalszym ciągu ograniczona, ponieważ MPI netto, choć ujemna, do 2019 r. stopniowo się poprawiała. Ponadto składają się na nią głównie skumulowane bezpośrednie inwestycje zagraniczne, a znaczna część napływu tych inwestycji wynika z reinwestowania zysków. Prognozuje się, że MPI netto nieznacznie się polepszy i w 2020 r. osiągnie poziom 49 % PKB, a w 2021 r. nadal będzie się poprawiać, choć w spowolnionym tempie. W 2019 r. saldo obrotów bieżących przybrało wartość dodatnią, a nadwyżki spodziewane są również w latach 2020 i 2021.

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



Źródło: służby Komisji

- **Zadłużenie sektora prywatnego** utrzymuje się poniżej progów ostrożnościowych i w 2019 r. zmalało. Oczekuje się, że w 2020 r. utrzyma się na stabilnym poziomie.
- W 2019 r. przyspieszył wzrost **cen nieruchomości mieszkaniowych**, podobnie jak wzrost akcji kredytowej w segmencie hipotecznym. W 2019 r. wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych osiągnął niemal 7 %, ale oczekuje się, że w latach 2020-2021 nastąpi jego spowolnienie. Ryzyko pozostaje ograniczone i istnieje niewiele oznak zawyżenia wartości.
- **Sektor bankowy** jest dobrze przygotowany do tego, by pomagać w łagodzeniu skutków kryzysu. Ponadto wskaźnik kredytów zagrożonych spadł w 2019 r. do około 6 %, co wciąż stanowi stosunkowo wysoki poziom, a w przyszłości w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 może wzrosnąć. W 2019 r. jeszcze bardziej zmniejszył się **dług publiczny**, ale biorąc pod uwagę środki wprowadzone w celu przeciwdziałania pandemii oraz spadek PKB, prognozuje się, że w 2020 r. wzrośnie on o 11 punktów procentowych do poziomu zbliżonego do 60 % PKB.
- Korzystne zmiany makroekonomiczne w 2019 r. przyczyniły się do dalszej poprawy sytuacji na **rynku pracy** przy rekordowo niskim poziomie bezrobocia. Kryzys związany z COVID-19 prawdopodobnie spowoduje jednak jego wzrost w latach 2020–2021.

Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, w Polsce nie było stwierdzonych zakłóceń równowagi makroekonomicznej, chociaż ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto była źródłem pewnego ograniczonego ryzyka. W sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 pozycja zewnętrzna utrzymała się na niezmienionym poziomie. Podsumowując, Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

PORTUGALIA: W lutym 2020 r. Komisja stwierdziła, że w Portugalii występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej, w szczególności związane z wysokimi poziomami zobowiązań zagranicznych netto, zadłużenia sektora prywatnego i długu publicznego, a także wysokim odsetkiem kredytów zagrożonych w sytuacji niskiego wzrostu wydajności. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2019 r. wskaźniki dotyczące międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPI netto), wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych, zadłużenia sektora prywatnego oraz długu publicznego przekraczają orientacyjne wartości progowe.

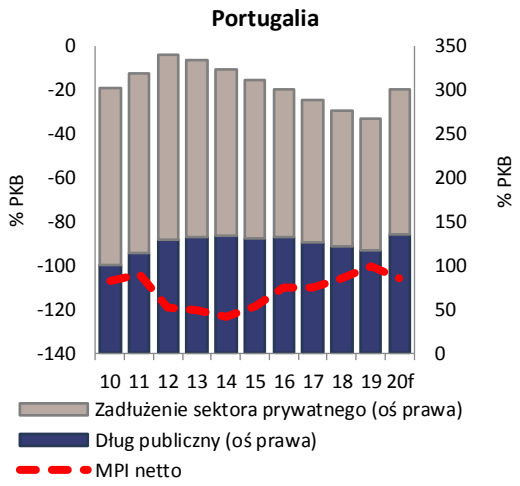
Zalecenia dla tego kraju istotne w kontekście procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej wydane w 2019 i 2020 r. są zasadniczo związane z polityką fiskalno-strukturalną, otoczeniem działalności gospodarczej i kredytami zagrożonymi. Oprócz uzasadnionej polityki realizowanej w celu przeciwdziałania pandemii, środki wprowadzone w 2020 r., aby wyeliminować zakłócenia równowagi, dotyczą kształcenia i umiejętności, cyfryzacji oraz sądów administracyjnych.

Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 realny PKB poważnie spadnie: wzrost, który w 2019 r. wynosił 2,2 %, w 2020 r. będzie ujemny i wyniesie -9,3 %. Prognozuje się, że realny wzrost w 2021 r. wyniesie 5,4 %, co oznacza, że nominalny PKB będzie o 1,1 % niższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Stabilność zewnętrzna** pozostaje podatna na zagrożenia ze względu na wysoki poziom zobowiązań zagranicznych netto tego kraju oraz negatywny wpływ COVID-19 na turystykę zagraniczną. Saldo obrotów bieżących, które było zasadniczo zrównoważone w 2019 r., ma w 2020 r. nieznacznie się pogorszyć. Według prognoz w 2020 r. ujemna MPI netto będzie się pogłębiać, choć w stosunkowo wolnym tempie.
- **Zadłużenie sektora prywatnego** nadal wykazywało tendencję spadkową i w 2019 r. osiągnęło prawie 150 % PKB, ale w sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 ma ponownie wzrosnąć. W **sektorze przedsiębiorstw** problemy z płynnością są dotkliwe i wprowadzono programy gwarancji kredytowych. Wskaźnik kredytów zagrożonych wprawdzie ciągle się obniżał, ale kiedy rozpoczął się kryzys związany z COVID-19 był on stosunkowo wysoki, a po wygaśnięciu moratoriów na spłatę kredytów i pożyczek prawdopodobnie wzrośnie ryzyko niewypłacalności. Relacja **zadłużenia gospodarstw domowych** do PKB, która już teraz jest wysoka, ma w 2020 r. jeszcze wzrosnąć wraz ze spadkiem PKB, podczas gdy wskaźnik oszczędności gospodarstw domowych znacząco wzrasta.

Wykres A22: ***MPI netto, zadłużenie sektora prywatnego i dług publiczny***



Źródło: Eurostat

- Do 2019 r. **realny wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych** przekraczał orientacyjną wartość progową przez cztery lata z rzędu, a oznaki zawyżenia cen były coraz wyraźniejsze. W latach 2020–2021 oczekuje się jednak gwałtownego spadku tempa wzrostu przy zmniejszonym popycie na rynku i zwiększonej produkcji budowlanej.
- **Dług publiczny** jest wysoki i mimo stałej tendencji spadkowej w 2019 r. sięgał 117 % PKB. Biorąc jednak pod uwagę środki wprowadzone w celu przeciwdziałania pandemii oraz spadek PKB, dług publiczny w 2020 r. ma według prognoz wzrosnąć o 18 punktów procentowych.

Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, Portugalię cechowała podatność na zagrożenia dotycząca wysokiego zadłużenia przy niskim wzroście wydajności. W sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 wzrosły wskaźniki zadłużenia w różnych sektorach. Podsumowując, Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w lutym ubiegłego roku – że uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.

RUMUNIA: W lutym 2020 r. Komisja stwierdziła, że w Rumunii występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej, w szczególności związane ze spadkiem konkurencyjności kosztowej, pogorszeniem pozycji zewnętrznej i rosnącym deficytem obrotów bieżących przy ekspansywnej polityce fiskalnej i nieprzewidywalnym otoczeniu działalności gospodarczej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2019 r. wskaźniki dotyczące deficytu obrotów bieżących, międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPI netto) oraz wzrostu jednostkowych kosztów pracy przekraczają orientacyjne wartości progowe.

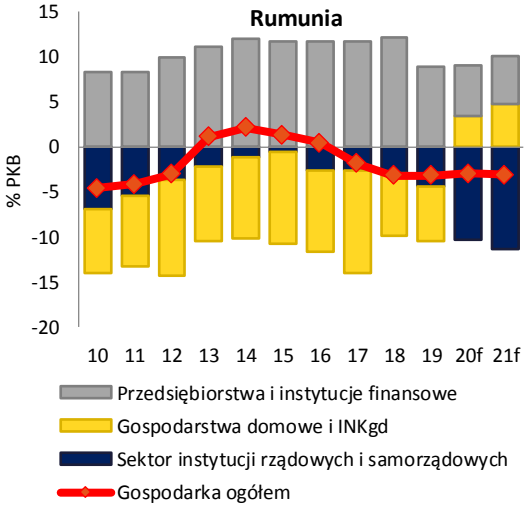
Zalecenia dla tego kraju istotne w kontekście procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej wydane w 2019 i 2020 r. są zasadniczo związane z polityką fiskalną, stabilnością finansową, konkurencyjnością kosztową i otoczeniem działalności gospodarczej. Oprócz uzasadnionej polityki realizowanej w celu przeciwdziałania pandemii, środki wprowadzone w 2020 r., aby wyeliminować zakłócenia równowagi, dotyczą głównie sektora bankowego oraz, w mniejszym stopniu, mechanizmu ustalania płacy minimalnej.

Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 realny PKB poważnie spadnie: wzrost, który w 2019 r. wynosił 4,2 %, w 2020 r. będzie ujemny i wyniesie -5,2 %. Według prognoz realny wzrost w 2021 r. ma wynieść 3,3 %, co oznacza, że nominalny PKB będzie o 3,6 % wyższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Stabilność zewnętrzna** pozostaje podatna na zagrożenia, ponieważ w 2019 r. nie nastąpiła dalsza poprawa ujemnej MPI netto, lecz wartość ta ustabilizowała się na poziomie około -44 % PKB. Prognozuje się, że w 2020 r. MPI netto pozostanie na zbliżonym poziomie. W 2019 r. deficyt obrotów bieżących pogorszył się do prawie 5 % PKB i w latach 2020 i 2021, według prognoz, nadal będzie dość wysoki.
- W 2019 r., przy kurczących się zasobach pracy, utrzymał się wysoki wzrost nominalnego **jednostkowego kosztu pracy**. Ograniczenie wzrostu płac z powodu kryzysu związanego z COVID-19 prawdopodobnie zmniejszy presję na konkurencyjność kosztową, chociaż chomikowanie pracy doprowadziło w 2020 r. do dodatkowego wzrostu jednostkowych kosztów pracy.

Wykres A23: ***Wierzytelności netto/zadłużenie netto w podziale według sektorów***



Źródło: Ameco

- Prognozuje się, że w 2020 r. relacja **długu publicznego** do PKB wzrośnie o ponad 11 punktów procentowych do około 47 % PKB, co odzwierciedlałoby skutki kryzysu, ale także już wcześniej uchwalony stały wzrost wydatków bieżących. Przewiduje się, że w 2021 r. dług publiczny dalej znacząco wzrośnie. Ponadto stosunkowo duża jego część jest denominowana w walucie obcej, z czym wiąże się ryzyko walutowe. W latach 2019–2020 nieprzewidywalność polityki nadal budziła obawy, w szczególności w związku z przepisami mającymi wpływ na stabilność fiskalną.
- Od 2019 r. obniża się rentowność **sektora bankowego**, choć nadal znacząco przewyższa średnią unijną. Wskaźnik kredytów zagrożonych wprawdzie spadł na początku 2020 r. poniżej 4 % i oczekuje się, że w 2020 r. pozostanie umiarkowany, ale z powodu kryzysu związanego z COVID-

19 może wzrosnąć. Zadłużenie sektora prywatnego pozostało na niskim poziomie, ale na 2020 r. prognozuje się jego umiarkowany wzrost.

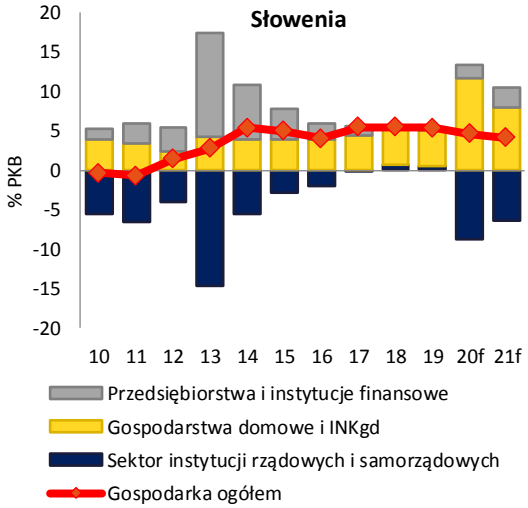
Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, Rumunię cechowała podatność na zagrożenia dotycząca zadłużenia zewnętrznego, długu publicznego, konkurencyjności kosztowej oraz nieprzewidywalnego otoczenia działalności gospodarczej. W sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 znacznie wzrosły wskaźniki zadłużenia, a sytuacja budżetowa uległa pogorszeniu. Podsumowując, Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w lutym ubiegłego roku – że uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.

SŁOWENIA: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w przypadku Słowenii nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2019 r. wskaźnik długu publicznego przekracza orientacyjną wartość progową.

Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 realny PKB poważnie spadnie: wzrost, który w 2019 r. wynosił 3,2 %, w 2020 r. będzie ujemny i wyniesie -7,1 %. Według prognoz realny wzrost w 2021 r. ma wynieść 5,1 %, co oznacza, że nominalny PKB będzie o 1,3 % wyższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

Wykres A24: ***Wierzytelności netto/zadłużenie netto w podziale według sektorów***



Źródło: Ameco

- W 2019 r. **nadwyżka na rachunku obrotów bieżących** utrzymywała się na wysokim poziomie i wynosiła prawie 6 % PKB. Nadwyżka odzwierciedla znaczne oszczędności gospodarstw domowych. Oczekuje się, że w 2020 i 2021 r. nadwyżka ta będzie stopniowo maleć. W 2019 r. inwestycje utrzymywały się zasadniczo na poziomie, jaki odnotowano w poprzednim roku i który pozostaje niski w porównaniu ze średnimi historycznymi. MPI netto jest umiarkowanie ujemna. W 2019 r. zwiększyła się dynamika wzrostu jednostkowych kosztów pracy.
- W 2019 r. odnotowano także dalsze obniżanie się **długu publicznego**, który osiągnął poziom około 66 % PKB, ale w 2020 r., w wyniku zastosowania środków reagowania kryzysowego i pogorszenia koniunktury gospodarczej, spodziewany jest jego wzrost do około 82 % PKB. Ponadto prognozowane koszty starzenia się społeczeństwa w dalszym ciągu stanowią obciążenie dla średnio- i długookresowej stabilności finansów publicznych.
- W 2019 r. dalej się zmniejszało **zadłużenie sektora prywatnego**, chociaż przepływy kredytowe do sektora prywatnego pozostały dodatnie. **Wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych** w 2019 r. zmniejszył się do poziomu poniżej wartości progowej i oczekuje się, że w latach 2020–2021, pod wpływem kryzysu związanego z COVID-19, nastąpi dalsze jego spowolnienie. Kiedy nadszedł kryzys, **sektor bankowy** był w stosunkowo dobrej sytuacji, charakteryzował się niskim odsetkiem kredytów zagrożonych i ograniczoną dźwignią finansową, co według przewidywań ograniczy skutki kryzysu w tym sektorze.
- W 2019 r. nastąpiła dalsza poprawa sytuacji na **rynku pracy**: współczynnik aktywności zawodowej był na rekordowo wysokim poziomie, a bezrobocie – na bardzo niskim. Oczekuje się, że w 2020 r. sytuacja ta się pogorszy.

Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, Słowenia miała silną pozycję gospodarczą, nie było tam zakłóceń równowagi makroekonomicznej, choć stabilność fiskalna i rozwój sytuacji cenowej na rynku nieruchomości mieszkaniowych wskazywały na ograniczone ryzyko. Prognozuje się, że w sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 wzrośnie poziom długu publicznego, ale wysoka nadwyżka na rachunku obrotów bieżących ma się utrzymać. Podsumowując, Komisja nie uważa za konieczne

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

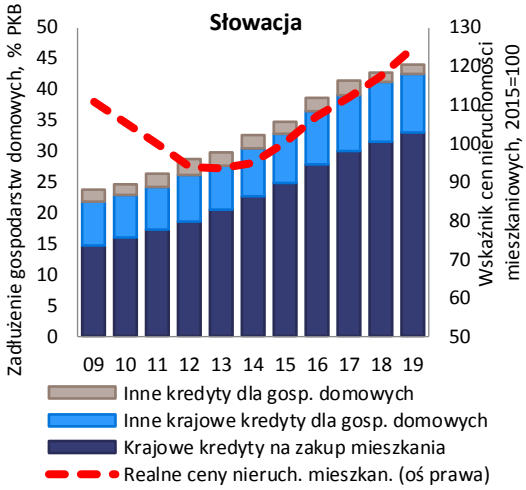
SŁOWACJA: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w przypadku Słowacji nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2019 r. wskaźniki dotyczące międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPI netto), wzrostu jednostkowych kosztów pracy oraz wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 realny PKB poważnie spadnie: wzrost, który w 2019 r. wynosił 2,3 %, w 2020 r. będzie ujemny i wyniesie -7,5 %. Według prognoz realny wzrost w 2021 r. ma wynieść 4,7 %, co oznacza, że nominalny PKB będzie o 0,6 % wyższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- Pomimo poprawy sytuacji **podatność na zagrożenia zewnętrzne** nadal daje powody do zaniepokojenia. Utrzymuje się wysoki stopień koncentracji eksportu i integracji w ramach globalnych łańcuchów wartości. W 2019 r. stopniowo poprawiała się MPI netto, choć wartość ta była zdecydowanie ujemna i w 2019 r. wynosiła -66 %. Według prognoz MPI netto pogorszy się w 2020 i 2021 r. Ryzyko jest ograniczone, ponieważ duża część zobowiązań zagranicznych dotyczy bezpośrednich inwestycji zagranicznych. W 2019 r. zwiększył się deficyt obrotów bieżących, a na 2020 r. prognozuje się jego dalszy wzrost.

Wykres A25: ***Zadłużenie gospodarstw domowych, wskaźnik cen nieruchomości mieszkaniowych***



Źródło: Eurostat i EBC

- Na uwagę zasługuje rozwój sytuacji pod względem **konkurencyjności kosztowej**, ponieważ od 2017 r. jednostkowe koszty pracy stale rosły, co wynikało z silnego wzrostu płac w kontekście kurczących się zasobów pracy i szerszej dynamiki konwergencji w kierunku średniej unijnej. Realne efektywne kursy walutowe nieznacznie wzrosły na przestrzeni ostatnich lat. W 2020 i 2021 r. z uwagi na kryzys związany z COVID-19 i zahamowanie wzrostu płac może zmniejszyć się presja na konkurencyjność kosztową.
- **Zadłużenie sektora prywatnego**, a szczególnie zadłużenie gospodarstw domowych, rośnie od kilku lat, choć tempo tego wzrostu maleje. Zadłużenie gospodarstw domowych utrzymuje się poniżej poziomów ostrożnościowych, ale przekracza poziom wynikający z fundamentalnych parametrów gospodarczych i jest wysokie w porównaniu z innymi państwami UE w regionie.
- Wzrost **cen nieruchomości mieszkaniowych** był szybki i w 2019 r. wyniósł ponad 6 %. Rynek mieszkaniowy wykazuje pewne oznaki zawyżenia cen i przyczynia się do wzrostu zadłużenia gospodarstw domowych. Przewiduje się jednak spowolnienie wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych w latach 2020-2021. Przemawiają za tym również środki makroostrożnościowe zastosowane przez Bank Narodowy oraz spadek dochodów realnych w 2020 r.
- **Sektor bankowy** jest dobrze skapitalizowany, a jego rentowność kształtuje się na poziomie zbliżonym do średniej w strefie euro. Wskaźnik kredytów zagrożonych znacznie spadł w ostatnich latach i jest poniżej średniej unijnej, ale z powodu kryzysu mogą wzrosnąć trudności z obsługą kredytów. Pod wpływem kryzysu relacja długu publicznego do PKB w 2020 r. wzrośnie i przekroczy 60 % PKB.

Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, na Słowacji nie było stwierdzonych zakłóceń równowagi makroekonomicznej, chociaż stabilność zewnętrzna, wewnętrzna presja cenowa i uzależnienie od przemysłu motoryzacyjnego wiązały się z ograniczonym ryzykiem. W sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 wewnętrzna presja cenowa zmniejszyła się, a pozycja zewnętrzna nieco się pogorszyła. Podsumowując, Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

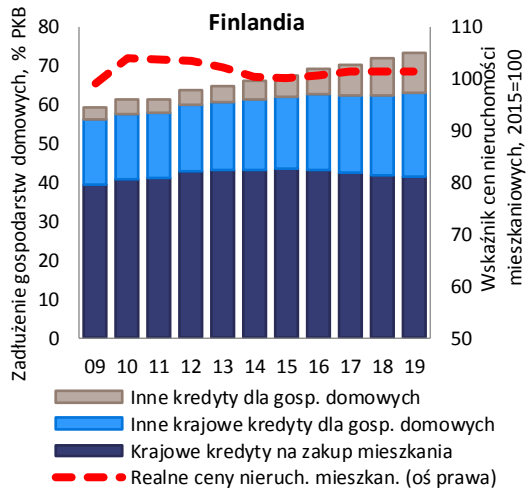
FINLANDIA: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w przypadku Finlandii nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2019 r. wskaźnik zadłużenia sektora prywatnego przekracza orientacyjną wartość progową.

Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 realny PKB poważnie spadnie: wzrost, który w 2019 r. wynosił 1,1 %, w 2020 r. będzie ujemny i wyniesie -4,3 %. Według prognoz realny wzrost w 2021 r. ma wynieść 2,9 %, co oznacza, że nominalny PKB będzie o 1,7 % wyższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- Jeżeli chodzi o **wymiar zewnętrzny**, deficyt obrotów bieżących zmniejszył się, natomiast międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto osiągnęła wartość dodatnią. Oczekuje się jednak, że w 2020 r. deficyt obrotów bieżących wzrośnie wraz ze spadkiem popytu zewnętrznego. Czwarty rok z rzędu wzrastał udział w rynkach eksportowych, nadrabiając narosłe straty z przeszłości. Wzrosły jednostkowe koszty pracy, ale realny efektywny kurs walutowy uległ deprecjacji, co zmniejsza ryzyko dla konkurencyjności kosztowej.

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



Źródło: Eurostat i EBC

- Relacja zadłużenia zarówno **przedsiębiorstw niefinansowych**, jak i **gospodarstw domowych** do PKB pozostała wysoka i nieznacznie się zwiększyła do odpowiednio około 82 % i 66 %. Korzystne warunki udzielania kredytów i niskie stopy procentowe przyspieszyły wzrost akcji kredytowej w 2019 r. Chociaż zadłużenie gospodarstw domowych przekracza poziom ostrożnościowy i poziom wynikający z fundamentalnych parametrów gospodarczych, koszty obsługi zadłużenia są bardzo niskie, ale prawie wszystkie nowe kredyty hipoteczne mają oprocentowanie zmienne. Biorąc pod uwagę środki związane z COVID-19 i spadek PKB, na 2020 r. przewiduje się dalszy wzrost poziomów zadłużenia.
- **Sektor finansowy** pozostaje dobrze skapitalizowany, a ryzyko dla stabilności finansowej jest ograniczone pomimo znacznej ekspozycji na ryzyko transgraniczne, zwłaszcza ryzyko w innych krajach nordyckich, ze względu na stosunkowo dużą zależność od finansowania z rynku międzybankowego i przeniesienie do Finlandii siedziby głównej jednego z większych banków w regionie. Kryzys może doprowadzić do wzrostu wskaźnika kredytów zagrożonych, ale oczekuje się, że pozostanie on bardzo niski.
- **Dług publiczny** dalej się obniżał i w 2019 r. osiągnął poziom poniżej wartości progowej, ponieważ dynamika wzrostu PKB nadal przewyższała tempo wzrostu zadłużenia. Prognozuje się jednak, że w 2020 r. dług publiczny wzrośnie o ponad 10 punktów procentowych do około 70 % PKB, co odzwierciedlałoby głębokość recesji i reakcję budżetową rządu na kryzys. Według prognoz w 2021 r. spodziewany jest umiarkowany wzrost długu publicznego.
- W 2019 r. wyniki na **rynku pracy** nadal się poprawiały, a wskaźniki bezrobocia i bezrobocia długotrwałego się obniżały. W obecnej sytuacji prognozuje się, że w 2020 r. wskaźnik bezrobocia wzrośnie do 7,9 %, a w 2021 r. lekko się obniży.

Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, Finlandię cechowała podatność na zagrożenia dotycząca zadłużenia sektora prywatnego. W sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 wskaźnik zadłużenia sektora prywatnego rośnie, ale ryzyko pozostaje ograniczone. Podsumowując, Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

SZWECJA: W lutym 2020 r. Komisja stwierdziła, że w Szwecji występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej, w szczególności dotyczące zawyżonego poziomu cen nieruchomości mieszkaniowych w połączeniu ze stale rosnącym zadłużeniem gospodarstw domowych. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2019 r. wskaźnik zadłużenia sektora prywatnego przekracza orientacyjną wartość progową.

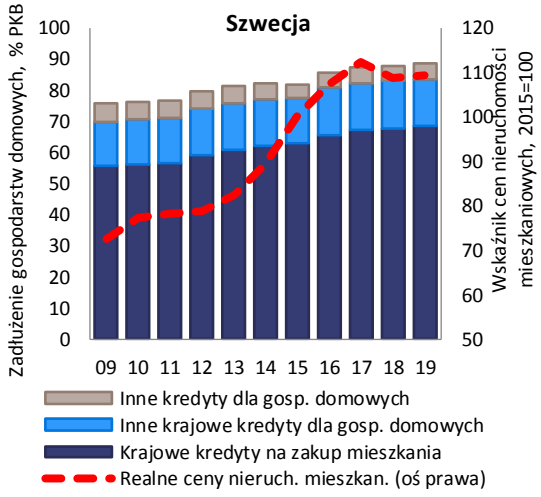
Zalecenia dla tego kraju istotne w kontekście procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej wydane w 2019 r. są zasadniczo związane z funkcjonowaniem rynku mieszkaniowego i zadłużeniem sektora prywatnego. Oprócz uzasadnionej polityki realizowanej w celu przeciwdziałania pandemii, środki wprowadzone w 2020 r., aby wyeliminować zakłócenia równowagi, dotyczą rynku nieruchomości mieszkaniowych na wynajem.

Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 realny PKB poważnie spadnie: wzrost, który w 2019 r. wynosił 1,3 %, w 2020 r. będzie ujemny i wyniesie -3,4 %. Według prognoz realny wzrost w 2021 r. ma wynieść 3,3 %, co oznacza, że nominalny PKB będzie o 2,8 % wyższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Pozycja zewnętrzna** pozostaje stabilna. Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących wzrosła w 2019 r. do ponad 4 % PKB, a już dodatnia MPI netto znacząco się zwiększyła. Oczekuje się, że w 2020 r. nadwyżka na rachunku obrotów bieżących utrzyma się na podobnym poziomie.
- W 2019 r. skonsolidowane **zadłużenie sektora prywatnego** osiągnęło nowy rekordowy poziom 204 % PKB, przy czym zarówno zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych, jak i zadłużenie gospodarstw domowych przekroczyło progi ostrożnościowe. **Zadłużenie gospodarstw domowych** wzrosło do rekordowego poziomu 89 % PKB. W pierwszej połowie 2020 r. pomimo silnego spadku aktywności gospodarczej nadal rosła akcja kredytowa związana z udzielaniem kredytów hipotecznych gospodarstwom domowym. Wzrost bezrobocia może zmniejszyć przyszłą zdolność gospodarstw domowych do spłaty zadłużenia.

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



Źródło: Eurostat i EBC

- Po spadku pod koniec 2017 r. **ceny nieruchomości mieszkaniowych** zaczęły ponownie rosnąć począwszy od 2018 r., przy czym kryzys związany z COVID-19 w zasadzie nie zahamował tej tendencji. Ceny nieruchomości mieszkaniowych pozostają ogólnie wysokie, a zawyżenie cen jest źródłem pewnego ryzyka. Wzrostowi cen nieruchomości mieszkaniowych i zadłużenia gospodarstw domowych sprzyjają takie czynniki, jak: korzystne traktowanie do celów podatkowych nieruchomości mieszkaniowych posiadanych na własność, bardzo niskie stopy oprocentowania kredytów hipotecznych oraz specyficzne aspekty rynku kredytów hipotecznych, a także ograniczenia po stronie podaży.
- Przewiduje się zatem, że w 2020 r. relacja **długu publicznego do PKB** znacznie wzrośnie, zanim ustabilizuje się w 2021 r., nadal znacznie poniżej progu 60 % PKB. Kiedy nadszedł kryzys, **sektor finansowy** miał solidną pozycję wyjściową i skorzystał ze środków wsparcia z finansowaniem

skoncentrowanym na wstępie, zaoferowanych w szczególności przez władze monetarne. W reakcji na kryzys regulacja makroostrożnościowa została tymczasowo złagodzona.

- Środki wsparcia polityki, takie jak tymczasowe środki skierowane do bezrobotnych, pomogły złagodzić wpływ kryzysu na **rynek pracy**. Przewiduje się jednak, że w 2020 r. bezrobocie wzrośnie do 8,8 %.

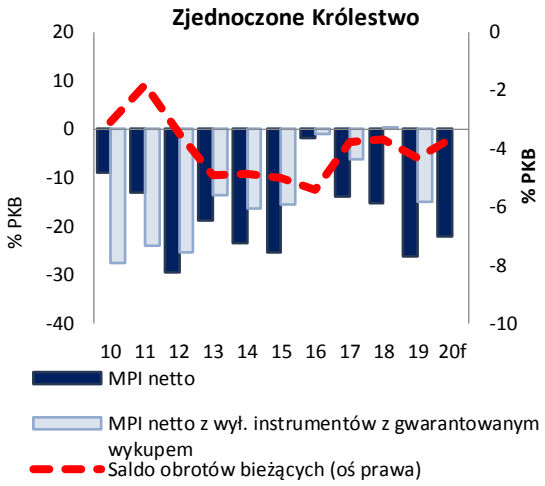
Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, Szwecję cechowała podatność na zagrożenia dotycząca rynku mieszkaniowego i zadłużenia sektora prywatnego. W sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 nadal utrzymują się zagrożenia związane z zadłużeniem gospodarstw domowych oraz poziomami kredytów hipotecznych i cen nieruchomości mieszkaniowych. Podsumowując, Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w lutym – że uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.

ZJEDNOCZONE KRÓLESTWO: W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w przypadku Zjednoczonego Królestwa nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej . W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2019 r. wskaźniki dotyczące zadłużenia sektora prywatnego i długu publicznego przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 realny PKB poważnie spadnie: wzrost, który w 2019 r. wynosił 1,3 %, w 2020 r. będzie ujemny i wyniesie -10,3 %. Prognozuje się, że realny wzrost w 2021 r. wyniesie 3,3 %, co oznacza, że nominalny PKB będzie o 3,9 % niższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

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



Źródło: służby Komisji

- **Podatność na zagrożenia zewnętrzne** wzrosła w związku ze znacznym deficytem obrotów bieżących i pogarszającą się międzynarodową pozycją inwestycyjną netto (MPI netto). Deficyt obrotów bieżących wzrósł w 2019 r. do poziomu powyżej 4 % PKB, co rodzi zapotrzebowanie Zjednoczonego Królestwa na finansowanie zewnętrzne. Prognozuje się, że w nadchodzących latach saldo obrotów bieżących nieco się zmniejszy. MPI netto uległa w 2019 r. dalszemu pogorszeniu do -26 % PKB i obecnie jest znacznie niższa od poziomu, jakiego można oczekiwać przy uwzględnieniu fundamentalnych paramentów gospodarczych, choć nadal przekracza poziom ostrożnościowy. Prognozuje się, że w przyszłości MPI netto ustabilizuje się mniej więcej na tym samym poziomie.
- W 2019 r. nieznacznie spadło **zadłużenie sektora prywatnego**. W szczególności zadłużenie gospodarstw domowych jest wysokie i utrzymuje się powyżej progów ostrożnościowych, co uzasadnia monitorowanie, zwłaszcza w świetle spodziewanego negatywnego wpływu pandemii na dochody gospodarstw domowych. **Realne ceny nieruchomości mieszkaniowych** w 2019 r. spadły o 0,3 %. W 2020 r. polityka rządu wprawdzie sprzyjała dotychczasowej sytuacji cenowej na rynku mieszkaniowym, ale można się spodziewać dalszych dostosowań.
- **Dług publiczny** utrzymuje się powyżej wartości progowej i prognozuje się, że w 2020 r. wzrośnie on powyżej 100 % PKB w następstwie działań podejmowanych przez rząd w celu przeciwdziałania skutkom pandemii oraz spadku PKB.
- **Sektor bankowy** jest nadal rentowny i dobrze skapitalizowany, a wskaźnik kredytów zagrożonych jest bardzo niski. Zagrożenie stwarza jednak narażenie sektora finansowego na ryzyko na rynku nieruchomości komercyjnych oraz skutki opuszczenia przez Zjednoczone Królestwo jednolitego rynku UE i unii celnej z końcem 2020 r.
- W 2019 r. **rynek pracy** pozostawał w dobrej kondycji, z wysokim poziomem zatrudnienia i rekordowo niskim bezrobociem. Oczekuje się jednak, że począwszy od 2020 r. pandemia będzie wywierać silny negatywny wpływ na rynek pracy.

Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, w Zjednoczonym Królestwie nie było stwierdzonych zakłóceń równowagi makroekonomicznej, ale pewne kwestie dotyczące zewnętrznego wymiaru gospodarki i zadłużenia sektora prywatnego wiążą się z ograniczonym ryzykiem. W sytuacji kryzysu

związanego z COVID-19 przewiduje się, że wskaźniki zadłużenia wzrosną, a podatność na zagrożenia zewnętrzne się utrzyma. W związku z tym Komisja nie będzie przeprowadzać pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Tabela 1: Tabela wyników procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, 2019 r.

	Nierównowaga zewnętrzna i konkurencyjność					Nierównowaga wewnętrzna						Wskaźniki zatrudnienia[1]		
2019 r.	**Saldo obrotów bieżących – % PKB** (średnia z 3 lat)	**Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto** (% PKB)	**Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP** (zmiana w %, 3 l.)	**Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu** (zmiana w %, 5 l.)	**Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy, (2010=100)** (zmiana w %, 3 l.)	**Wskaźnik cen nieruchomości mieszkaniowych (2015=100) w przeliczeniu na ceny stałe** (zmiana w %, 1 r.)	**Przepływy kredytowe sektora prywatnego, skonsolidowane** (% PKB)	**Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane** (% PKB)	**Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych** (% PKB)	**Stopa bezrobocia** (średnia z 3 lat)	**Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane** (zmiana w %, 1 r.)	**Współczynnik aktywności zawodowej – % ogółu ludności w wieku 15–64 l.** (zmiana w p.p., 3 l.)	**Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l.** (zmiana w p.p., 3 l.)	**Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l.** (zmiana w p.p., 3 l.)
Progi	-4%/+6%	-35%	±5% (strefa euro) ±11% (poza strefą	-6%	9% (strefa euro) 12% (poza strefą	6%	14%	133%	60%	10%	16,5%	-0,2 p.p.	0,5 p.p.	2 p.p.
BE	0,1	50,6	2,6	-3,1	5,3	2,5	3,8	179,1	98,1	6,2b	4,6	1,4	-1,7	-5,9
BG	2,5	-31,2	4,5	15,4	19,5p	4,0p	5,6	91,8	20,2	5,2	5,8	4,5	-2,1	-8,3
CZ	0,6	-20,3	8,7	5,1	14,4	6,2	3,1	80,8	30,2	2,4	5,6	1,7	-1,1	-4,9
DK	8,0	76,9	-0,2	2,6	1,4	1,5	11,4	221,2	33,3	5,3b	13,1	1,6b	-0,4	-2,1
DE	7,4	71,7	2,1	-1,1	7,9	4,3	5,4	105,4	59,6	3,4	7,3	1,3	-0,5	-1,3
EE	1,7	-21,4	6,2	2,0	19,9	4,4	3,8	97,8	8,4	5,2	12,5	1,4	-1,2	-2,3
IE	-1,6	-174,0	-1,4	71,0	-4,4	0,0	-9,1	202,4	57,4	5,8	15,5	0,6	-2,6	-4,3
EL	-2,1	-155,9	0,3	3,7	1,7p	6,5e	0,8p	109,9p	180,5	19,4	11,5	0,2	-4,8	-12,1
ES	2,3	-73,9	1,7	2,6	4,0p	4,1	1,3p	129,4p	95,5	15,5	0,9	-0,4	-4,2	-11,9
FR	-0,7	-22,9	1,6	-0,5	1,3p	2,3	8,0p	153,3p	98,1	9,0	7,5	0,3	-1,2	-4,9
HR	2,6	-50,3	1,5	22,5	4,7p	8,1	1,7p	91,2p	72,8	8,8	6,8	0,9	-4,2	-14,7
IT	2,7	-1,5	0,2	-2,6	3,2	-0,6	0,2	106,6	134,7	10,6	3,8	0,8	-1,1	-8,6
CY	-5,2	-122,3	-0,1	13,7	5,2p	2,6	2,7p	259,1p	94,0	8,9	3,9	2,6	-3,7	-12,5
LV	0,1	-41,7	3,7	3,6	17,0	5,8	1,5	67,1	36,9	7,5	4,6	1,0	-1,6	-4,9
LT	1,4	-24,1	3,7	16,8	16,4	4,9	3,0	55,1	35,9	6,5	4,1	2,5	-1,1	-2,6
LU	4,7	56,2	2,0	10,3	11,9	8,0	3,8	318,7	22,0	5,6	3,3	2,0	-0,9	-1,9
HU	0,7	-43,7	0,3	5,9	10,0p	12,8p	3,2p	66,6p	65,4	3,8	17,8	2,5	-1,3	-1,5
MT	5,1	54,6	1,3	18,1	8,5	4,0p	8,5	123,7	42,6	3,8	4,4	5,3	-1,5	-1,4
NL	10,5	90,0	2,4	0,7	5,9p	4,8	0,0p	234,0p	48,7	4,0	6,1p	1,2	-1,5	-4,1
AT	1,8	12,1	2,1	1,4	5,5	3,9	4,5	120,1	70,5	5,0	4,3	0,9	-0,8	-2,7
PL	-0,4	-49,4	2,8	25,1	9,2p	6,7	3,3	74,0	45,7	4,0	4,2	1,8	-1,5	-7,8
PT	0,5	-100,3	-0,4	8,5	7,6p	8,7	2,2p	149,2p	117,2	7,5	0,0	1,8	-3,4	-9,7
RO	-4,0	-43,5	0,2	17,9	24,5p	-1,7	2,0p	46,7p	35,3	4,3	10,4	3,0	-1,3	-3,8
SI	5,9	-15,4	1,0	16,0	8,4	4,8	0,8	68,7	65,6	5,4	9,9	3,6	-2,4	-7,1
SK	-2,3	-66,3	2,6	1,9	14,5	6,2	5,0	91,6	48,5	6,8	4,9e	0,8	-2,4	-6,1
FI	-0,9	3,6	0,2	4,6	0,8	0,0	7,6	147,5	59,3	7,6	7,6	2,4	-1,1	-2,9
SE	3,3	18,2	-8,3	-5,1	8,2	0,5	9,8	203,9	35,1	6,6b	10,6	0,8	-0,4	1,2
p.m.: UK	-3,9	-26,2	-2,9	-1,4	8,8	-0,3	2,8	154,7	85,4	4,0	3,3	0,8	-0,4	-1,8

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

(1) Zjednoczone Królestwo wystąpiło z Unii w dniu 31 stycznia 2020 r. na podstawie Umowy o wystąpieniu Zjednoczonego Królestwa Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej z Unii Europejskiej i Europejskiej Wspólnoty Energii Atomowej („umowa o wystąpieniu", Dz.U. C 384 I z 12.11.2019, s. 1), a prawo Unii ma nadal zastosowanie do Zjednoczonego Królestwa i w Zjednoczonym Królestwie przez czas trwania okresu przejściowego upływającego w dniu 31 grudnia 2020 r. (2) W odniesieniu do wskaźników zatrudnienia: zob. strona 2 AMR 2016. (3) Wskaźnik cen nieruchomości mieszkaniowych: e = dla EL dane szacunkowe narodowego banku centralnego. (4) Zadłużenie sektora prywatnego, przepływy kredytowe sektora prywatnego, zobowiązania sektora finansowego ogółem: LU dokonał rewizji głównej rachunków finansowych państwa. (5) Pozycja zobowiązań sektora finansowego ogółem dla SK, „Instrumenty pochodne i opcje na akcje dla pracowników" (F7) nie zawiera opcji na akcje dla pracowników. (6) Stopa bezrobocia, b = rewizja metodyki badania dla BE; b = ulepszenie gromadzenia danych, wprowadzenie techniki CAWI (wywiadu internetowego wspomaganego komputerowo) dla DK.
Źródło: Komisja Europejska, Eurostat i Dyrekcja Generalna ds. Gospodarczych i Finansowych (dla realnego efektywnego kursu walutowego) oraz Międzynarodowy Fundusz Walutowy i światowa prognoza gospodarcza (dla wielkości światowego eksportu towarów i usług).

Tabela 2: Wskaźniki dodatkowe, 2019 r.

2019 r.	Realny PKB (zmiana w %, 1 r.)	Nakłady brutto na środki trwałe (% PKB)	Wydatki krajowe brutto na badania i rozwój (% PKB)	Rachunek obrotów bieżących i rachunek kapitałowy (wierzytelności/zadłużenie netto) (% PKB)	Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB)	Przychodzące bezpośrednie inwestycje zagraniczne – przepływy (% PKB)	Przychodzące bezpośrednie inwestycje zagraniczne – stany (% PKB)	Bilans handlowy netto produktów energetycznych (% PKB)	Realny efektywny kurs walutowy – partnerzy handlowi strefy euro (zmiana w %, 3 l.)	Wyniki eksportu w porównaniu z zaawansowanymi gospodarkami (zmiana w %, 5 l.)	Terms of trade (zmiana w %, 5 l.)	Udział w rynkach eksportowych wyrażony wolumenem (zmiana w %, 1 r.)	Wydajność pracy (zmiana w %, 1 r.)	Kredyty zagrożone brutto podmiotów krajowych i zagranicznych (% kredytów brutto)	Jednostkowy koszt pracy – wyniki w porównaniu ze strefą euro (zmiana w %, 10 l.)	Wskaźnik cen nieruchomości mieszkaniowych (2015=100) – nominalny (zmiana w %, 3 l.)	Budownictwo mieszkaniowe (% PKB)	Zadłużenie gospodarstw domowych, dane skonsolidowane (włączając INKgd, % PKB)	Dźwignia finansowa banków, dane skonsolidowane, podmioty krajowe i zagraniczne (aktywa ogółem / kapitał
BE	1,7	24,2	brak danych	0,5	40,2	-5,3	168,1	-2,6	1,1	-4,8	1,2	-0,1	0,2	2,1p	0,3	10,9	6,2	61,2	13,4p
BG	3,7	18,7	0,8p	4,5	39,9	2,4	81,7	-2,9	1,7	13,4	8,9	2,8	3,3	6,5p	42,5	22,8p	2,8	23,3	8,2p
CZ	2,3	26,2	1,9p	0,2	29,7	3,7	78,1	-2,4	7,5	3,2	0,9	0,2	2,1	1,7p	9,0	32,4	4,5	31,8	12,1p
DK	2,8	22,0	3,0p	8,9	27,2	-2,0	54,3	-0,4	-2,5	0,8	-1,3	3,9	1,6	1,9p	-6,6	11,7	4,9	109,5	16,7p
DE	0,6	21,7	3,2e	7,1	51,3	1,9	46,6	-1,8	0,3	-2,9	3,3	-0,1	-0,3	1,2p	10,4	19,7	6,6	54,4	13,7p
EE	5,0	26,2	1,6p	3,2	31,2	9,3	96,7	-1,2	4,4	0,2	0,6	5,1	3,7	1,6p	22,2	19,6	4,9	37,6	7,5p
IE	5,6	45,6	0,8	-21,2	-285,4	-11,4	436,7	-1,2	-2,9	68,0	4,3	9,4	2,6	3,4p	-35,4	25,1	2,3	37,2	7,4p
EL	1,9p	10,1p	1,2p	-1,1	-135,3	2,4	23,8	-2,4p	-2,0	1,8	1,9p	3,7p	0,6p	35,5p	-17,8	8,0e	0,7p	54,3	10,9p
ES	2,0p	19,9p	1,1p	2,5	-46,8	1,0	67,7	-1,9p	0,0	0,8	-1,0p	1,2p	-0,3p	3,1p	-11,8	19,2	5,7p	56,9	13,5p
FR	1,5p	23,6p	brak danych	-0,6	-35,6	1,9	48,0	-1,8p	-0,1	-2,2	2,5p	0,8p	0,4p	2,5p	-1,4	9,7	6,4p	61,7	15,1p
HR	2,9p	21,0p	brak danych	4,7	-5,5	2,4	49,4	-2,9p	0,5	20,4	3,7p	5,7p	-0,2p	5,2p	-17,6	20,0	brak danych	34,6	7,5p
IT	0,3	18,1	1,5p	2,9	0,0	1,6	29,0	-2,0	-1,7	-4,3	4,2	-0,1	-0,2	6,7p	-2,4	-1,8	4,2	41,2	12,9p
CY	3,1p	19,4p	brak danych	-6,2	-159,5	103,5	1827,5	-4,0p	-2,5	11,7	0,7p	-1,5p	-0,1p	18,1p	-11,5	7,9	7,9p	89,5	12,8p
LV	2,1	22,2	0,6p	0,8	4,5	3,1	56,0	-2,7	2,8	1,8	6,7	1,0	2,1	3,9p	17,3	29,9	2,4	20,3	9,8p
LT	4,3	21,4	1,0p	5,2	4,8	2,9	44,0	-3,6	3,4	14,7	4,5	8,4	3,9	1,7p	16,8	24,9	2,9	23,0	14,5p
LU	2,3	16,9	brak danych	4,5	-3893,6	-446,6	6742,5	-3,2	1,0	8,3	-0,7	-0,3	-1,3	0,6p	8,5	24,5	3,4	65,9	15,0p
HU	4,6p	27,2p	1,5	1,6	-2,5	19,7	169,6	-3,8p	-0,6	4,0	0,0p	4,7p	3,3p	4,1p	15,3	50,0p	3,2p	18,4	9,6p
MT	4,9	21,6p	0,6p	5,6	246,3	27,5	1497,1	-6,4	-0,1	16,0	3,3	5,0	-0,8	3,2p	4,5	18,2p	4,9p	49,7	11,2p
NL	1,7p	21,0p	brak danych	9,9	-0,5	3,9	581,2	-0,8p	0,9	-1,1	1,9p	1,6p	-0,2p	1,8p	-1,7	26,3	5,0p	100,3p	16,1p
AT	1,4	24,7	3,2p	2,8	-1,1	-1,9	59,7	-2,2	1,1	-0,4	0,7	1,8	0,3	2,2p	5,5	16,6	4,7	49,5	11,2p
PL	4,5	18,5	1,3p	2,5	-12,5	2,4	46,4	-2,4	1,6	22,9	3,7	4,0	4,8p	6,1p	4,1	20,3	2,0	34,4	9,7p
PT	2,2p	18,2p	1,4p	0,9	-47,1	3,5	80,6	-2,5p	-1,6	6,6	4,1p	2,4p	1,4p	6,1p	-7,1	32,1	3,2p	63,6	10,8p
RO	4,2p	23,6p	brak danych	-3,4	-4,1	2,9	44,2	-1,7p	-1,2	15,8	4,7p	2,9p	4,2p	4,3p	30,7	15,8	2,4p	15,4	9,1p
SI	3,2	19,6	brak danych	5,2	1,6	3,1	39,7	-3,5	0,4	13,9	2,0	3,0	0,7	3,4p	-1,4	25,6	2,2	26,9	8,2p
SK	2,3	21,4	0,8	-2,0	-14,1	2,2	69,6	-3,1	1,9	0,1	-2,0	-0,3	1,3	2,9p	6,3	24,1	3,4	43,7	9,6p
FI	1,1	23,9	2,8p	-0,1	6,3	5,9	50,9	-1,7	-1,7	2,7	2,5	6,6	-0,5	1,4p	-3,1	3,7	7,2	66,0	16,6p
SE	1,3	24,5	3,4pe	4,2	-5,0	4,6	86,1	-1,1	-9,7	-6,7	-0,5	2,2	0,7	1,1p	5,8	8,3	4,6	88,6	17,9p
p.m.: UK	1,3	18,0	brak danych	-4,3	-15,1	0,8	80,5	-0,5	-4,4	-3,1	2,3	1,7	0,2	1,2p	9,2	9,1	4,0	84,1	16,0p

Oznaczenia: e: dane szacunkowe, p: dane wstępne.

(1) Zjednoczone Królestwo wystąpiło z Unii w dniu 31 stycznia 2020 r. na podstawie Umowy o wystąpieniu Zjednoczonego Królestwa Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej z Unii Europejskiej i Europejskiej Wspólnoty Energii Atomowej („umowa o wystąpieniu", Dz.U. C 384 I z 12.11.2019, s. 1), a prawo Unii ma nadal zastosowanie do Zjednoczonego Królestwa i w Zjednoczonym Królestwie przez czas trwania okresu przejściowego upływającego w dniu 31 grudnia 2020 r. (2) Oficjalny termin przekazania danych za 2019 r. dotyczących wydatków krajowych brutto na badania i rozwój upłynął w dniu 31 października 2020 r.; ekstrakcji danych dokonano w dniu 23 października 2020 r. (3) Wskaźnik cen nieruchomości mieszkaniowych: e = dla EL dane szacunkowe narodowego banku centralnego. (4) Zadłużenie gospodarstw domowych LU dokonał rewizji głównej rachunków finansowych państwa.
Źródło: Komisja Europejska, Eurostat i Dyrekcja Generalna ds. Gospodarczych i Finansowych (realny efektywny kurs walutowy), Europejski Bank Centralny (dane skonsolidowane dot. dźwigni finansowej banków oraz kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne) oraz Międzynarodowy Fundusz Walutowy, światowa prognoza gospodarcza (wielkość światowego eksportu towarów i usług).

Tabela 2 (kontynuacja) Wskaźniki dodatkowe, 2019 r.

2019 r.	Zatrudnienie (zmiana w %, 1 r.)	Współczynnik aktywności zawodowej – % ogółu ludności w wieku 15–64 l. (%)	Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (%)	Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (%)	Młodzież niepracująca, niekształcąca ani nieszkoląca się – % ogółu ludności w wieku 15–24 l.		Osoby zagrożone ubóstwem lub wykluczeniem społecznym – (% ogółu ludności)		Osoby zagrożone ubóstwem po transferach socjalnych – (% ogółu ludności)		Osoby z pogłębioną deprywacją materialną – % ogółu ludności		Osoby żyjące w gospodarstwach domowych o bardzo małej intensywności pracy – % ogółu ludności w wieku 0–59 l	
					%	zmiana w p.p., 3 l.	%	zmiana w p.p., 3 l.	%	zmiana w p.p., 3 l.	%	zmiana w p.p., 3 l.	%	zmiana w p.p., 3 l.
BE	1,6	69,0	2,3	14,2	9,3	-0,6	19,5b	-1,4b	14,8b	-0,7b	4,4b	-1,1b	12,4b	-2,5b
BG	0,3	73,2	2,4	8,9	13,7	-4,5	32,5	-7,9b	22,6	-0,3b	19,9	-12,0b	9,3	-2,6b
CZ	0,2	76,7	0,6	5,6	5,7	-1,3	12,5	-0,8	10,1	0,4	2,7	-2,1	4,2	-2,5
DK	1,2	79,1	0,8	10,1	7,7	1,0b	16,3	-0,5	12,5	0,6	2,6	0,0	9,3	-1,4
DE	0,9	79,2	1,2	5,8	5,7	-1,0	17,4	-2,3	14,8	-1,7	2,6	-1,1	7,6	-2,0
EE	1,3	78,9	0,9	11,1	6,9	-2,2	24,3	-0,1	21,7	0,0	3,3	-1,4	5,4	-0,4
IE	2,9	73,3	1,6	12,5	10,1	-2,5	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych
EL	1,2p	68,4	12,2	35,2	12,5	-3,3	30,0	-5,6	17,9	-3,3	16,2	-6,2	13,8	-3,4
ES	2,2p	73,8	5,3	32,5	12,1	-2,5	25,3	-2,6	20,7	-1,6	4,7	-1,1	10,8	-4,1
FR	1,1p	71,7	3,4	19,6	10,6	-1,3	17,9	-0,3	13,6	0,0	4,7	0,3	7,9	-0,5
HR	3,1p	66,5	2,4	16,6	11,8	-5,1	23,3	-4,6	18,3	-1,2	7,2	-5,3	9,2	-3,8
IT	0,5	65,7	5,6	29,2	18,1	-1,8	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych
CY	3,1p	76,0	2,1	16,6	13,7	-2,3	22,3	-5,4	14,7	-1,4	9,1	-4,5	6,8	-3,8
LV	-0,1	77,3	2,4	12,4	7,9	-3,3	27,3	-1,2	22,9	1,1	7,8	-5,0	7,6	0,4
LT	0,5	78,0	1,9	11,9	8,6	-0,8	26,3	-3,8	20,6	-1,3	9,4	-4,1	7,5	-2,7
LU	3,6	72,0	1,3	17,0	5,6	0,2	20,6	1,5b	17,5	1,7b	1,3	-0,3b	7,5	0,9b
HU	1,3	72,6	1,1	11,4	11,0	0,0	18,9	-7,4	12,3	-2,2	8,7	-7,5	5,0	-3,2
MT	5,8	75,9	0,9	9,3	8,6	-0,2	20,1	-0,2	17,1	0,6	3,6	-0,8	4,9	-2,4
NL	1,9p	80,9	1,0	6,7	4,3	-0,3	16,5	-0,2b	13,2	0,5b	2,5	-0,1b	9,2	-0,5b
AT	1,1	77,1	1,1	8,5	7,1	-0,6	16,9	-1,1	13,3	-0,8	2,6	-0,4	7,8	-0,3
PL	-0,2p	70,6	0,7	9,9	8,1	-2,4	18,2	-3,7	15,4	-1,9	3,6	-3,1	4,7	-1,7
PT	0,8p	75,5	2,8	18,3	8,0	-2,6	21,6	-3,5	17,2	-1,8	5,6	-2,8	6,2	-2,9
RO	0,0p	68,6	1,7	16,8	14,7	-2,7	31,2	-7,6	23,8	-1,5	14,5	-9,3	6,0	-2,2
SI	2,5	75,2	1,9	8,1	7,0	-1,0	14,4	-4,0	12,0	-1,9	2,6	-2,8	5,2	-2,2
SK	1,0	72,7	3,4	16,1	10,3	-2,0	16,4	-1,7	11,9	-0,8	7,9	-0,3	6,2	-0,3
FI	1,7	78,3	1,2	17,2	8,2	-1,7	15,6	-1,0	11,6	0,0	2,4	0,2	9,7	-1,7
SE	0,6	82,9	0,9	20,1	5,5	-1,0	18,8	0,5	17,1	0,9	1,8	1,0	8,6	0,1
p.m.: UK	1,1	78,1	0,9	11,2	10,5	-0,4	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych

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

(1) Zjednoczone Królestwo wystąpiło z Unii w dniu 31 stycznia 2020 r. na podstawie Umowy o wystąpieniu Zjednoczonego Królestwa Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej z Unii Europejskiej i Europejskiej Wspólnoty Energii Atomowej („umowa o wystąpieniu", Dz.U. C 384 I z 12.11.2019, s. 1), a prawo Unii ma nadal zastosowanie do Zjednoczonego Królestwa i w Zjednoczonym Królestwie przez czas trwania okresu przejściowego upływającego w dniu 31 grudnia 2020 r. (2) Oficjalny termin przekazania danych za 2019 r. dotyczących wskaźników dochodów i warunków życia (EU-SILC) upłynął w dniu 30 listopada 2020 r.; ekstrakcji danych dokonano w dniu 23 października 2020 r. (3) Wskaźniki dochodów i warunków życia. Należy zachować ostrożność przy porównywaniu danych w czasie dla BE: sondaż został ulepszony w kilku kluczowych aspektach. Przerwanie ciągłości ma charakter zarówno merytoryczny, jak i metodologiczny. Jeżeli chodzi o treść, w 2019 r. zaczęto wykorzystywać dane administracyjne na potrzeby większości zmiennych dotyczących dochodów. W rezultacie cały kwestionariusz SILC został gruntownie zmieniony. Na poziomie metodologicznym zmieniono cały model korygowania braku odpowiedzi, wycierania się panelu i kalibracji.

Źródło: Komisja europejska, Eurostat