KOMISJA
EUROPEJSKA

Strasburg, dnia 17.12.2024 r.
COM(2024) 702 final

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

Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania 2025

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

{SWD(2024) 700 final} - {SWD(2024) 701 final} - {SWD(2024) 702 final}

KOMUNIKAT – SPRAWOZDANIE PRZEDKŁADANE W RAMACH MECHANIZMU OSTRZEGANIA

W sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania wskazuje się – na podstawie interpretacji ekonomicznej tabeli wskaźników do celów procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej (PdZRM) – państwa członkowskie, w których zdaniem Komisji mogą występować zakłócenia równowagi lub które są narażone na takie zakłócenia ([1])**.** W interpretacji ekonomicznej tabeli wskaźników uwzględniono dane dotyczące wyników za 2023 r., interpretowane w sposób perspektywiczny. Obejmuje to zmiany pod względem ewentualnych zagrożeń w kontekście rozwoju sytuacji gospodarczej w danym roku (2024) oraz prognozy na lata 2025 i 2026 zawarte w jesiennej prognozie gospodarczej Komisji z 2024 r., w stosownych przypadkach. Upłynęło już kilka lat, a zatem do tabeli wprowadzono zmiany, a niniejsze sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania jest pierwszym opartym na zmienionej tabeli wskaźników. Główne zmiany omówiono w ramce 1, a bardziej szczegółowe informacje zawarto w specjalnym dokumencie roboczym służb Komisji dotyczącym tych zmian w tabeli wskaźników ([2]), który towarzyszy niniejszemu komunikatowi. Kolejny dokument roboczy służb Komisji zawiera pełną analizę ekonomiczną stanowiącą podstawę niniejszego komunikatu i towarzyszy mu załącznik z wartościami tabeli wskaźników ([3]).

Kończy się okres wysokiej inflacji, który rozpoczął się w 2021 r., w miarę jak inflacja zbliża się do celu inflacyjnego, choć w sektorze usług nadal utrzymuje się na wysokim poziomie. Do połowy 2024 r. inflacja powróciła do niższych poziomów po gwałtownym skoku w 2021 r. Ogólnie rzecz biorąc, stopy inflacji cen konsumpcyjnych stopniowo zbliżają się do celów inflacyjnych wyznaczonych przez władze monetarne. Pomimo tego powszechnego spadku nadal występuje presja inflacyjna. Inflacja generowana wewnętrznie, głównie w sektorze usług, pozostaje ogólnie wysoka i niejednorodna, a w niektórych krajach jej poziom jest szczególnie wysoki. Obecnie jej wpływ na inflację ogólną jest kompensowany przez zmniejszanie inflacji importowanej, głównie cen energii i żywności, oraz przez spadki cen wyrobów konsumpcyjnych trwałego użytku. Ten proces dezinflacyjny wynika zarówno z efektów bazy, jak i z niższych cen energii, które mają wpływ na przetwórstwo przemysłowe. Gdy oddziaływanie tych procesów osłabnie, inflacja w sektorze usług może spowodować wzrost ogólnych stóp inflacji, jeżeli w międzyczasie nie zostanie ograniczona. Ponieważ płaca realna dopiero w tym roku osiągnęła poziom sprzed pandemii, żądania płacowe mogą być nadal wysokie i przyczyniać się do utrzymania wysokiej inflacji bazowej oraz wysokiego poziomu deflatora PKB.

Wzrost gospodarczy ponownie nabrał tempa, jednak otoczenie makroekonomiczne nadal stanowi wyzwanie. W 2023 r. realny wzrost gospodarczy był słaby, ponieważ zarówno konsumpcja, jak i inwestycje zmalały w warunkach wysokich stóp procentowych oraz jednoczesnego

([1]) Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1176/2011 z dnia 16 listopada 2011 r. w sprawie zapobiegania zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowania.

([2]) Dokument roboczy służb Komisji w sprawie zmian tabeli wskaźników do celów procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, SWD(2024) 702.

([3]) Dokument roboczy służb Komisji, Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania na 2025 r., SWD(2024) 700; dokument roboczy służb Komisji, Załącznik statystyczny towarzyszący sprawozdaniu przedkładanemu w ramach mechanizmu ostrzegania 2025, SWD(2024) 701.

silnego wzrostu cen i kosztów. W 2024 r. pojawił się ponownie realny wzrost gospodarczy, wspierany przez wzrost siły nabywczej gospodarstw domowych dzięki wyższym płacom i niższej inflacji. Powinno to spowodować, że nominalny wzrost pozostanie stosunkowo dynamiczny, pomimo spadku inflacji. Chociaż stopy procentowe są nadal znacznie wyższe niż w ciągu ostatniej dekady, zaczęły one maleć. W rezultacie powinna zacząć słabnąć presja związana z obsługą zadłużenia, odczuwana przez gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa oraz sektor instytucji rządowych i samorządowych. Podczas gdy warunki finansowe stają się łagodniejsze, w niektórych krajach polityka fiskalna ulega zaostrzeniu, co może mieć wpływ na tempo wzrostu gospodarczego. Mając pandemię oraz wstrząsy związane z cenami energii już za sobą oraz doświadczając ponownego wzrostu gospodarczego, sektor instytucji rządowych i samorządowych zaczyna redukować zadłużenie, które wzrosło m.in. w wyniku polityki wspierającej popyt w czasie pandemii oraz wspomnianych wstrząsów. Globalny krajobraz gospodarczy pozostaje złożony, a rosnące napięcia geopolityczne i potencjalne zakłócenia gospodarcze stwarzają poważne wyzwania, które mogą wpłynąć na poziom długu sektora instytucji rządowych i samorządowych. Utrzymujące się ryzyka przechylają się na stronę negatywną i związane są z sytuacją globalną, tzn. konfliktem na Bliskim Wschodzie, trwającą wojną Rosji przeciwko Ukrainie oraz ogólnie zmiennym kontekstem geopolitycznym, które mogą zakłócać handel światowy i utrudniać warunki zewnętrzne.

Spuścizną dobiegającego końca okresu wysokiej inflacji są rozbieżne ścieżki wzrostu i zróżnicowane wzrosty ogólnych poziomów cen, co może prowadzić do problemów z konkurencyjnością kosztową. We wszystkich krajach odnotowano ogółem silne spadki inflacji cen konsumpcyjnych, a w niektórych z nich w ciągu ostatniego roku wystąpiła na krótko deflacja. Są to zasadniczo kraje, w których energia i inne towary odegrały znaczącą rolę w spadku cen, częściowo ze względu na efekty bazy. W pewnej liczbie państw inflacja bazowa pozostaje jednak zdecydowanie wyższa niż w innych porównywalnych gospodarkach, co dodatkowo zwiększa łączny poziom skumulowanego wzrostu cen w ostatnich latach. Stwarza to perspektywę ciągłego efektu sprzężenia zwrotnego między wzrostem płac a inflacją cenową; w przypadku krajów, które już doświadczyły bardzo wysokiego wzrostu poziomu cen, takie ciągłe efekty sprzężenia zwrotnego mogą być niepokojące. Wzrost PKB również podąża rozbieżnymi ścieżkami. Chociaż ogólna tendencja polegająca na niskim wzroście gospodarczym w 2023 r. i odbiciu tego wzrostu w latach 2024 i 2025, jest w przybliżeniu wspólna dla wszystkich krajów, to istnieją między nimi znaczne różnice. Nie występują spójne zależności między wysoką inflacją bazową a popytem krajowym, co wskazuje na znaczne różnice w pokryzysowym krajobrazie. W szczególności, w niektórych państwach wysoka inflacja bazowa towarzyszy wprawdzie utrzymującemu się wysokiemu wzrostowi realnego PKB, ale w innych pozostaje na wysokim poziomie mimo ujemnego wzrostu w ubiegłym roku oraz faktu, że realny PKB pozostaje na niskim poziomie, zarówno na tle innych państw, jak i w porównaniu ze stopami wzrostu sprzed pandemii.

Sektorowa interpretacja tematyczna

- W 2023 r. **saldo obrotów bieżących poprawiło się w niemal wszystkich państwach członkowskich**, ponieważ ceny energii spadły, a popyt pozostał słaby, co częściowo zrekompensowało znaczną redukcję bilansu handlowego z 2022 r. Pomimo tej poprawy salda obrotów bieżących w wielu państwach utrzymują się poniżej poziomów sprzed pandemii – zwłaszcza w przypadku niektórych dużych dłużników netto – oraz poniżej poziomów, które mogłyby sprzyjać szybkiej poprawie tych sald. W kilku szczególnych przypadkach popyt krajowy utrzymał się na wysokim poziomie i wydaje się, że utrzymuje się także wysoki deficyt obrotów bieżących. W niektórych innych przypadkach znaczna poprawa rachunków bieżących albo ich ustabilizowanie się na umiarkowanym poziomie są spowodowane zmniejszeniem popytu, które ma charakter albo cykliczny, albo przynajmniej tymczasowy. W takich przypadkach powrót korzystniejszych warunków koniunkturalnych może ujawnić, że ujemne saldo jest większe. Utrzymują się wysokie nadwyżki, przy czym w niektórych przypadkach istotną rolę odgrywają

niektóre salda dochodów i specyfika poszczególnych krajów. Ogólnie rzecz biorąc, w 2024 r. stopniowy wzrost popytu krajowego równoważy dalszą poprawę w zakresie *terms of trade*, co przekłada się na zasadniczo stabilne salda obrotów bieżących w tym i w następnym roku, choć w ujęciu rocznym poprawa sytuacji w ostatnich kwartałach dopiero wyłania się z danych. W porównaniu z sytuacją sprzed pandemii nastąpiła zmiana w zakresie udzielania i zaciągania pożyczek w różnych sektorach gospodarki, ponieważ sektor instytucji rządowych i samorządowych zwiększył swoje zadłużenie netto, podczas gdy sektor prywatny zwiększył swoją pozycję wierzytelności netto. W 2024 r. wpływ ten nie jest tak widoczny jak w 2023 r., ponieważ spadł poziom zadłużenia sektora instytucji rządowych i samorządowych, a wzrósł poziom oszczędności sektora prywatnego.

- W 2023 r. duże **ujemne pozycje zewnętrzne netto** znacznie się zmniejszyły, przy czym znaczącą rolę odegrał efekt mianownika, który z nadwyżką skompensował niektóre znaczne deficyty. W niektórych przypadkach silne efekty wyceny doprowadziły do dalszego zmniejszania się tych pozycji, w odzwierciedleniu zmian kursów walutowych. Duże dodatnie **pozycje zewnętrzne netto** nie ulegały znaczącym zmianom, ponieważ efekty licznika i mianownika równoważą się w obliczu utrzymujących się znacznych nadwyżek na rachunku obrotów bieżących.

- Na początku 2023 r. **saldo obrotów bieżących strefy euro** zaczęło rosnąć z najniższego poziomu, który odnotowano w ramach obecnego cyklu koniunkturalnego, i od tego czasu systematycznie wzrasta co kwartał. Poprawa w zakresie *terms of trade* doprowadziła do gwałtownej poprawy salda nominalnego, podczas gdy ogólnie ograniczony popyt przyczynił się do wzrostu salda obrotów bieżących. Saldo obrotów bieżących strefy euro nadal pozostaje poniżej poziomu sprzed pandemii, co jest efektem trwałego wpływu wyższych cen energii na bilans handlowy oraz stopniowego spadku sald dochodów pierwotnych. Te redukcje sald dochodów pierwotnych koncentrują się w niewielkiej liczbie krajów, a w niektórych przypadkach odzwierciedlają działalność spółek specjalnego przeznaczenia, z silnymi transgranicznymi powiązaniami finansowymi, ale ograniczonymi powiązaniami z gospodarkami krajowymi. Jednocześnie nastąpił spadek (niewielkiej) nadwyżki usług, chociaż wkład turystyki jest zasadniczo na poziomie długoterminowej średniej. Prognozuje się, że saldo obrotów bieżących strefy euro będzie nadal poprawiać się w tym roku i nie będzie ulegać znaczącym zmianom w przyszłym roku, ze względu na długotrwały niedobór inwestycji krajowych w stosunku do oszczędności. Ogólnie rzecz biorąc, znaczna poprawa międzynarodowych pozycji inwestycyjnych netto (MPI netto) dłużników netto doprowadziła do jednostronnego przywrócenia równowagi **pozycji zewnętrznych w strefie euro** mimo braku korekty ze strony państw będących dużymi wierzycielami netto.

- Wzrost **jednostkowych kosztów pracy** ogółem wyraźnie przyspieszył w 2023 r. – ale przy znacznych różnicach między krajami – w większości przypadków w wyniku przyspieszenia wzrostu płac i powolnego lub nawet ujemnego wzrostu wydajności. Bardzo silny wzrost jednostkowych kosztów pracy stanowi największy wzrost w ostatnich latach dla większości państw członkowskich. Wzrost wynagrodzeń był znaczny, ale w niektórych państwach członkowskich płace realne nadal nie osiągnęły poziomu z 2019 r. W 2024 r. obserwuje się opóźnienie wzrostu płac, ale w wielu państwach prognozowane wzrosty utrzymują się na rekordowo wysokim poziomie. Sytuacja na rynku pracy pozostaje ogólnie trudna, co zwiększa siłę przetargową pracowników. Choć w niektórych krajach rośnie bezrobocie, wzrost ten następuje z niskiego poziomu i pozostaje ograniczony. W wielu przypadkach wzrostowi bezrobocia towarzyszył znacznie bardziej istotny wzrost zatrudnienia, wynikający ze wzrostu migracji lub większego uczestnictwa w rynku pracy. Duże kraje będące dłużnikami netto w strefie euro odnotowały wzrost jednostkowych kosztów pracy poniżej średniej dla strefy euro, a wiele

krajów będących wierzycielami netto odnotowało silniejszy wzrost; powinno to wesprzeć symetryczne przywracanie równowagi pozycji zewnętrznych w strefie euro.

- W 2023 r. euro umocniło się w stosunku do innych głównych walut, ponieważ EBC kontynuował cykl zaostrzania polityki pieniężnej. Poza strefą euro waluty europejskie również zyskały na wartości, z wyjątkiem korony szwedzkiej. W rezultacie **realne efektywne kursy walutowe (REER)** ogólnie wzrosły, a jedynymi wyjątkami były Szwecja i niektóre kraje strefy euro o znacznie niższej inflacji, gdzie kursy te nie ulegały zasadniczo znaczącym zmianom. W krajach o bardzo wysokiej inflacji REER bazujące na HICP wzrosły w ciągu roku o ponad 5 % oraz jeszcze bardziej w krajach spoza strefy euro, które cechowała jednocześnie silna aprecjacja waluty krajowej i wysoka inflacja. W 2024 r. aprecjacja euro znacznie spowolniła, dzięki czemu REER w całej strefie euro pozostawały na zasadniczo stabilnym poziomie, a obecne znacznie mniejsze różnice w inflacji prowadzą do stosunkowo ograniczonych zmian REER.

- W całej UE **relacja długu przedsiębiorstw do PKB** w 2023 r. wykazywała trzeci rok z rzędu silne spadki, a wskaźnik ogólnego zadłużenia osiągnął najniższy poziom od ponad dziesięciu lat. Chociaż najistotniejszym czynnikiem powodującym spadek był wpływ inflacji na mianownik, do ogólnego spadku zadłużenia przedsiębiorstw przyczyniły się również niewielkie – albo w niektórych przypadkach wręcz ujemne – przepływy kredytowe netto. Przepływy kredytowe spadły ogółem do najniższego poziomu od ponad dziesięciu lat. Zmniejszenie zadłużenia przedsiębiorstw wiązało się przede wszystkim z redukcją wolumenu kredytów i pożyczek, podczas gdy dłużne papiery wartościowe nie ulegały znaczącym zmianom. Rygorystyczne warunki finansowania i wysokie stopy procentowe zwiększyły wydatki przedsiębiorstw z tytułu odsetek i ograniczyły zdolność sektora przedsiębiorstw do spłaty zadłużenia. Pomimo nieznacznego wzrostu niestabilności finansowej przedsiębiorstw obecnie nie ma powszechnych oznak wzrostu niespłacalności kredytów i pożyczek. Po osiągnięciu szczytowego poziomu w połowie 2022 r. udziały w zyskach spadły z powrotem do poziomów sprzed pandemii w 2023 r. i na początku 2024 r., co może wynikać z dostosowania się przedsiębiorstw do wyższego poziomu płac, chociaż stłumiona działalność gospodarcza i słaby wzrost wydajności prawdopodobnie wywierały i będą nadal wywierać presję na zyski w niektórych krajach i branżach. W 2024 r. proces redukcji zadłużenia nadal postępuje, ale w wolniejszym tempie, odzwierciedlając spowolnienie inflacji i niewielki wzrost przepływów kredytowych, które to zmiany powinny również sprzyjać stopniowemu – ale przebiegającemu w wolnym tempie – ożywieniu inwestycji przedsiębiorstw. Ożywienie to powinno nabrać tempa wraz ze wzrostem popytu oraz poprawą warunków finansowania i nastrojów przedsiębiorców.

- Dynamika wzrostu **cen nieruchomości mieszkalnych** spowolniła w 2023 r., po silnym przyśpieszeniu w latach 2020–2022. Między poszczególnymi krajami występowały jednak znaczne różnice – w niektórych państwach ceny spadły, a w kilku innych wzrosły. Obniżenie – albo spowolnienie wzrostu – cen wynika z dostosowania do wyższych kosztów finansowania zewnętrznego, ponieważ gospodarstwa domowe są w stanie spłacać mniejsze kwoty kredytów i pożyczek. Niewielka obniżka stóp procentowych, która już nastąpiła, wraz z dostosowaniem rynku do niższego poziomu cen, prowadzi do wznowienia popytu w 2024 r., chociaż w niektórych krajach utrzymuje się ograniczony wzrost cen. Szacuje się, że pomimo tego spowolnienia ceny nieruchomości mieszkalnych są nadal zawyżone w trzech czwartych krajów UE, z czego w ponad połowie z nich widoczne są oznaki zawyżenia cen o ponad 10 %. Dzieje się tak pomimo faktu, że największe spadki cen nieruchomości mieszkalnych miały miejsce na rynkach, które oceniono jako najbardziej przewartościowane. Jednocześnie w niektórych krajach wzrost cen nieruchomości mieszkalnych jest nadal bardzo silny. Ogólnie rzecz biorąc, nastąpił spadek liczby budowanych mieszkań i uzyskiwanych pozwoleń na budowę, zwłaszcza w krajach, w których ceny uległy znacznej korekcie, co powinno w najbliższej przyszłości ograniczyć podaż oraz

przywrócić dynamikę, która doprowadziła do silnych wzrostów cen nieruchomości mieszkalnych w ostatnich latach.

- W 2023 r. **wskaźniki zadłużenia gospodarstw domowych** nadal spadały, kontynuując trend spadkowy z ostatnich lat, i osiągnęły rekordowo niski poziom w większości krajów UE. Chociaż spadki w 2023 r. były w dużym stopniu spowodowane wpływem wysokiej inflacji na mianownik, do zmniejszenia wpływu nowych kredytów na zadłużenie przyczynił się również spadek przepływów kredytowych. Wzrost kosztów finansowania zewnętrznego był gwałtowny i przełożył natychmiast się na nowo udzielane kredyty i pożyczki, co z kolei zmniejszyło popyt na kredyty hipoteczne. Wpływ na spłaty odsetek od wcześniej zaciągniętych kredytów i pożyczek był bardziej bezpośredni w krajach, w których kredyty hipoteczne mają najczęściej zmienne oprocentowanie albo bardzo krótkie okresy obowiązywania stałego oprocentowania, a okresy spłaty są długie. Oszczędności gospodarstw domowych nieco wzrosły w 2023 r. po dwóch latach, w których spadły po gwałtownym wzroście spowodowanym pandemią. Średnio odsetki otrzymane przez gospodarstwa domowe wzrosły nieco bardziej niż odsetki zapłacone. Ponieważ jednak gospodarstwa domowe, do których należą aktywa oraz kredyty i pożyczki, różnią się między sobą, w wielu krajach niektóre gospodarstwa domowe mogą odczuwać znaczną presję związaną z wysokimi stopami procentowymi. Niedawna obniżka stóp procentowych i oczekiwany wzrost płac powinny nieco złagodzić tę presję w przyszłości. W 2024 r. bilanse gospodarstw domowych nadal się poprawiały, choć wolniej niż w 2023 r.

- Silny wzrost nominalnego PKB napędzany wysoką inflacją nadal wspierał redukcję **długu sektora instytucji rządowych i samorządowych** w 2023 r., pomimo wciąż znacznych poziomów deficytu publicznego. W latach 2024 i 2025 deficyty publiczne nie zmniejszą się znacząco w niektórych krajach o wysokim zadłużeniu, a w wyniku mniej korzystnej różnicy między stopami wzrostu nominalnego PKB a stopami procentowymi prognozuje się, że znaczna redukcja relacji długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB, widoczna od 2021 r., ulegnie spowolnieniu albo zatrzymaniu. Prognozowane jest jednak, że w niektórych krajach – szczególnie tych o wysokim zadłużeniu – znaczna redukcja zadłużenia będzie kontynuowana w 2024 r. Są to kraje z nadwyżkami lub ograniczonymi deficytami i utrzymującym się silnym wzrostem realnego PKB, który powinien pomóc w zmniejszeniu zadłużenia. W przypadku niektórych krajów spoza strefy euro może istnieć dodatkowe ryzyko związane z zadłużeniem sektora instytucji rządowych i samorządowych, w przypadku których stosunkowo duża część długu jest denominowana w walutach obcych, a zatem mogą na nią wpływać wahania kursów walutowych. W nadchodzących latach wdrożenie nowych ram fiskalnych UE przyczyni się do zmniejszenia zadłużenia sektora instytucji rządowych i samorządowych.

- Ogólnie rzecz biorąc, **sektor finansowy** w UE wykazał trwałą odporność w 2023 r. – wyższe dochody z odsetek były korzystne dla banków, a wskaźniki kredytów zagrożonych pozostawały stabilne. Wyższe stopy procentowe spowodowały wzrost marż odsetkowych, ponieważ banki przenosiły wyższe stopy szybciej na kredyty niż na depozyty. Zwiększyło to rentowność banków, zwłaszcza w przypadku tych, które w większym stopniu polegają na finansowaniu z depozytów. Wskaźnik kapitału podstawowego Tier I nieznacznie wzrósł. Kredyty zagrożone utrzymują się zasadniczo na stabilnym poziomie, chociaż w 2024 r. odnotowano pewne wzrosty, najwyraźniej związane głównie z korektą cen nieruchomości komercyjnych, która ma miejsce w wielu krajach, ale także z ogólnie gorszymi warunkami koniunkturalnymi. Standardy kredytowe uległy zaostrzeniu w 2023 r. i nastąpił spadek podaży kredytów, jak również popytu na nie zarówno ze strony gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw niefinansowych. Odporność sektora bankowego utrzymuje się w 2024 r., chociaż istnieją pewne oznaki pogorszenia jakości aktywów, ponieważ niektórzy kredytobiorcy – w tym przedsiębiorstwa prowadzące działalność w sektorze nieruchomości – odczuwają skutki wyższych stóp procentowych i niedopasowania poziomu

płynności. Poza sektorem bankowym pozabankowy sektor finansowy jest prawdopodobnie narażony na dodatkowe ryzyka, związane z nimi zaostrzone warunki finansowania, pogarszającą się jakość kredytową i możliwość nieuporządkowanych korekt cen aktywów. Ryzyka te dotyczą m.in. płynności oraz wzajemnych powiązań między sektorem bankowym i pozabankowym, które są szczególnie silne w UE. Zakłócenia w sektorze funduszy inwestycyjnych lub w sektorze ubezpieczeń mogą mieć efekt mnożnikowy dla sektora bankowego i vice versa. Pogorszenie koniunktury w sektorze nieruchomości komercyjnych stanowi ryzyko dla niektórych części sektora finansowego i może wywołać negatywny efekt mnożnikowy dla całego sektora finansowego i gospodarki realnej.

Perspektywy dotyczące zakłóceń równowagi

Perspektywy dotyczące zakłóceń równowagi wynikają z otoczenia charakteryzującego się niezwykle silną inflacją, które doprowadziło do znacznego obniżenia wskaźników zadłużenia. Na 2023 r. przypadł znaczny spadek stóp inflacji, które pod koniec roku zbliżyły się do celów inflacyjnych wyznaczonych przez banki centralne. Czynnikiem decydującym o perspektywach zakłóceń równowagi przez cały rok był jednak wzrost cen i kosztów. Wysokie deflatory PKB wywierały silny efekt mianownika na główne wskaźniki zadłużenia. W ten sposób dotychczasowe zakłócenia równowagi – głównie wysokie poziomy zadłużenia – były nadal korygowane, a wiele agregatów, zwłaszcza zadłużenie przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, znajduje się obecnie na najniższym poziomie od wielu lat. Wyjątkiem jest dług sektora instytucji rządowych i samorządowych w niektórych krajach, w których – pomimo dalszej redukcji w 2023 r. – wskaźniki zadłużenia nie powróciły jeszcze do poziomu sprzed 2020 r.

Presja inflacyjna z ostatnich lat pozostawia za sobą zmieniony krajobraz gospodarczy. Mimo że spadek inflacji oznacza, iż jej wkład w zmniejszanie zadłużenia jest obecnie bardziej ograniczony, efekt powstały w okresie wyższej inflacji pozostaje – i będzie w przyszłości – czynnikiem kształtującym zakłócenia równowagi. Przewiduje się, że jednostkowy koszt pracy będzie nadal znacząco rosnąć w wielu krajach, ponieważ płace kompensują spadek realnych dochodów do dyspozycji. Mimo że banki centralne, w tym Europejski Bank Centralny, zaczęły luzować politykę pieniężną, stopy procentowe pozostają – i zgodnie z przewidywaniami będą dalej pozostawać – na wyższym poziomie, niż miało to miejsce w ostatnim dziesięcioleciu. Wpływa to na obciążenie odsetkami od zadłużenia i ma wpływ na wartość aktywów we wszystkich sektorach gospodarki. Od czasu podwyżek stóp procentowych nastąpiło już ograniczenie inwestycji, zarówno mieszkaniowych, jak i komercyjnych.

Wzrost nominalny zapewni bardziej ograniczone wsparcie dla pasywnego zmniejszania zadłużenia w nadchodzących latach. Prognozuje się, że wzrost nominalny ogółem jest nadal trochę wyższy niż przed pandemią, głównie za sprawą deflatora PKB, który również pozostaje nieco wyższy. W nadchodzących latach dalsze zmniejszanie kosztów finansowania dłużnego nie będzie już jednak możliwe bez redukcji poziomu długu. W przypadku gospodarstw domowych mających wysokie zadłużenie i kredyty hipoteczne o zmiennym oprocentowaniu albo o stałym oprocentowaniu, którego okres obowiązywania dobiegł lub właśnie dobiega końca, zdolność do spłaty wyższych odsetek może być zagrożona. W przypadku przedsiębiorstw widoczne jest ograniczenie przepływów kredytowych, któremu towarzyszy spadek zysków jednostkowych, następujący po silnych wzrostach; spadek ten wynika prawdopodobnie z konieczności częściowej absorpcji coraz wyższych jednostkowych kosztów pracy w miarę jak płace wzrastają w ślad za kosztami utrzymania.

W niektórych krajach widoczne są znaczne deficyty obrotów bieżących, a zadłużenie zagraniczne netto może znów zacząć rosnąć. W kilku przypadkach zadłużenie zagraniczne znajduje się w punkcie zwrotnym, a znacznych deficytów obrotów bieżących nie kompensuje już

wzrost nominalny; w rezultacie spodziewane jest pogorszenie pozycji zewnętrznej netto w nadchodzących latach. Chociaż nie dotyczy to krajów o najwyższym zadłużeniu zewnętrznym, dotknięte są niektóre kraje, w których brak skutecznych działań w ramach polityki może doprowadzić do niepokojącego wzrostu zadłużenia zewnętrznego. Przeciwdziałanie wymaga zazwyczaj zmniejszenia deficytów budżetowych, aby zahamować wysoki popyt, co jednocześnie przyczynia się do ograniczenia utrzymującej się presji inflacyjnej, ale konieczne może być również dostosowanie w sektorze gospodarstw domowych lub przedsiębiorstw.

W ostatnich latach narastały wyzwania związane z konkurencyjnością kosztową i niektóre państwa stoją obecnie w obliczu znacznie wyższych poziomów cen i kosztów w wyniku skumulowanych wzrostów, a w niektórych przypadkach sytuacja ta nadal się pogarsza. Chociaż różnice inflacyjne bardzo się zmniejszyły – a w wielu przypadkach zniknęły – w niektórych państwach członkowskich pozostawiły po sobie znacznie wyższe względne ceny i koszty. Wprawdzie dotyczy to głównie krajów, które nadal mają pewien potencjał nadrobienia zaległości, wzrost ten wydaje się znacznie wyższy niż wzrost, który można w wiarygodny sposób przypisać czynnikom takim jak efekt Balassy-Samuelsona, i nie jest spowodowany przyrostami wydajności. W rezultacie poziomy cen w tych krajach są znacznie wyższe niż wcześniej, co może wywierać presję na ich konkurencyjność, szczególnie w przypadku, gdy wysokie poziomy cen nakładają się na już osłabioną pozycję konkurencyjną sprzed pandemii. Skorygowanie tych skutków zajmie długi czas: będą one wymagały gwałtownego obniżenia cen i kosztów, co może prowadzić do zakłóceń gospodarczych albo sprawić, że obniżki cen i kosztów w relacjach z partnerami handlowymi będą trwać dłużej lub będą głębsze, niż miałoby to miejsce w przeciwnym razie.

Wzrost cen i kosztów może wywierać dodatkową presję na stronę zewnętrzną, a w niektórych przypadkach mogą pojawić się trudności w powstrzymaniu dalszego wzrostu cen i kosztów. W niektórych krajach, w których poziom cen i kosztów znacznie wzrósł, istnieją inne niekorzystne czynniki, które są źródłem szczególnego ryzyka. Utracie rynków eksportowych – która może być powiązana z przyczynami geopolitycznymi – może być trudniej przeciwdziałać przez znalezienie nowych możliwości z uwagi na wyższe ceny i koszty na rynku krajowym. Tam, gdzie salda obrotów z zagranicą znajdują się już pod presją, np. z powodu trwałego zmniejszenia sald wynikającego z efektu cen energii, wyższe poziomy kosztów mogą wywierać dodatkową presję na stronę zewnętrzną, dopóki nie nastąpi dostosowanie do niższego poziomu popytu. Tam, gdzie wzrost również został wyhamowany, może być trudno ograniczyć dalszą presję inflacyjną po ożywieniu popytu. W miarę normalizacji warunków gospodarczych mogą stać się widoczne niedociągnięcia gospodarcze, takie jak strukturalnie słabsze salda obrotów z zagranicą.

Wysokie ceny nieruchomości mieszkalnych nadal stanowią poważny problem w kilku krajach, pomimo pewnego wyhamowania w ostatnim czasie. Wzrost cen nieruchomości mieszkalnych wyhamował po latach silnego wzrostu, który w większości przypadków przyspieszył w czasie pandemii. Korekty te same w sobie nie zmniejszają znacząco ryzyka związanego ze zmianami cen nieruchomości mieszkalnych. Są one natomiast przejawem podatności na zagrożenia: w krajach, w których ceny nieruchomości mieszkalnych znacznie spadają, dzieje się tak dlatego, że u podstaw takiego stanu rzeczy leżała dynamika, która doprowadziła ceny do niezrównoważonych poziomów. Ogólnie rzecz biorąc, dynamika ta nie uległa zmianie. Gdy popyt na nieruchomości mieszkalne w pełni dostosuje się do wyższych poziomów stóp procentowych, można oczekiwać, że ceny nieruchomości mieszkalnych powrócą na ścieżkę silnego wzrostu ze względu na chroniczną lukę między dużym popytem a ograniczoną podażą na rynku nieruchomości mieszkalnych. Luka ta mogła pogłębić się wskutek spadku inwestycji mieszkalnych, do którego doszło w ostatnim czasie w kontekście najwyższych w historii migracji netto do niektórych państw członkowskich. Przystępność cenowa zasobów mieszkaniowych, która w wielu krajach staje się coraz mniejsza, prawdopodobnie jeszcze się pogorszy. Na obszarach metropolitalnych niektórych państw członkowskich ceny nieruchomości mieszkalnych osiągnęły poziom, który może hamować zdolność

gospodarek tych państw do przyciągania pracowników, co może stanowić coraz poważniejsze ograniczenie dla ich modelu wzrostu. W niektórych krajach wzrost cen nieruchomości mieszkalnych jest nadal bardzo silny i ponownie przyspiesza. W niektórych przypadkach ten silny wzrost utrzymuje się wraz z silną dynamiką inflacji, którą może być trudno ograniczyć bez silnego wpływu na gospodarkę.

Wnioski dotyczące poszczególnych krajów i nadzór następczy

W 2025 r. przygotowane zostaną szczegółowe oceny sytuacji dotyczące dziewięciu państw członkowskich, w których stwierdzono występowanie zakłóceń równowagi lub nadmiernych zakłóceń równowagi w 2024 r.([4]) Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania zawiera przegląd najważniejszych danych leżących u podłoża tych zakłóceń. W szczegółowych ocenach sytuacji z 2025 r., które zostaną opublikowane w pierwszej połowie 2025 r., przeprowadzona zostanie ocena ekonomiczna, aby stwierdzić, czy te zakłócenia pogarszają się, czy są poddawane korekcie, czy też zostały już skorygowane, z myślą o aktualizacji dotychczasowych ocen i analizie ewentualnych utrzymujących się potrzeb w zakresie polityki. Dotyczy to **Cypru, Niemiec, Grecji, Włoch, Węgier, Niderlandów, Rumunii, Słowacji** i **Szwecji**.

Ponadto interpretacja ekonomiczna tabeli wskaźników prowadzi do wniosku, że szczegółową ocenę sytuacji należy przeprowadzić także dla Estonii, ponieważ w tym państwie członkowskim występuje szczególne ryzyko nowo pojawiających się zakłóceń równowagi. Jest to zgodne z podejściem perspektywicznym, które przyjmowano w ostatnich latach. W myśl tego podejścia należy podjąć szczegółowe oceny sytuacji ze względu na kumulację niepokojących zmian, nie czekając, aż pojawi się pewność, że występują zakłócenia równowagi. W Estonii występowała w ostatnich latach silna presja kosztowa, przy jednoczesnym znacznym wzroście cen nieruchomości mieszkalnych i pewnym wzroście zadłużenia gospodarstw domowych. Sytuacja w Estonii wyróżnia się ze względu na trwałość tych tendencji oraz występowanie innych niepokojących czynników, które stwarzają dodatkowe zagrożenia.

W Estonii dalej narasta utrata konkurencyjności kosztowej i pogorszyło się saldo obrotów bieżących; jednocześnie utrzymuje się znaczący wzrost cen nieruchomości mieszkalnych. Państwo to poddano szczegółowej ocenie sytuacji wiosną 2023 r., ale nie stwierdzono wówczas zakłóceń równowagi: występowały tam już podatności na zagrożenia związane z konkurencyjnością, równowagą zewnętrzną i cenami nieruchomości mieszkalnych, ale stwierdzono, że są one niewielkie i wkrótce powinny się zmniejszyć. Obecna tabela wskaźników dla Estonii pokazuje, że orientacyjne wartości progowe przekroczyły w 2023 r. dwa wskaźniki, a mianowicie realny efektywny kurs walutowy i jednostkowy koszt pracy. Interpretacja ekonomiczna tabeli wskaźników w oparciu o niedawne zmiany i perspektywy na przyszłość nie rozwiewa w wystarczającym stopniu wątpliwości. Presja kosztowa zmniejszyła się wprawdzie, ale należy do najwyższych w strefie euro. Inflacja w tym państwie jest nadal rekordowo wysoka – przy czym niedawno odnotowano wzrost inflacji bazowej – i wyraźnie przewyższa średnią dla strefy euro. Pomimo słabego wzrostu gospodarczego w Estonii pojawił się silny wzrost cen i kosztów. Gospodarka nie odbiła się po kryzysie wywołanym wojną Rosji z Ukrainą – w latach 2023 i 2024 przechodziła wyraźną recesję; w ujęciu realnym PKB zbliżony jest do poziomu sprzed pandemii, co stanowi najgorszy wynik w UE. Wywóz znacznie spadł w ostatnim czasie, podobnie jak udział w rynkach eksportowych. Deficyt obrotów bieżących zmniejszył się nieco w porównaniu z poziomem z 2022 r., ale nie oczekuje się jego dalszej poprawy. Ponadto deficyt ten występuje w okresie spowolnionej aktywności gospodarczej, co sugeruje słabszą pozycję zewnętrzną, a poprawa koniunktury skutkująca wyższym popytem zmniejszyłaby saldo obrotów bieżących. W ostatnich latach doszło jednocześnie do znacznego wzrostu cen nieruchomości mieszkalnych – w pierwszym półroczu 2024 r. ceny nominalne wzrosły o ponad 7 %. W rezultacie spotęgowało się ryzyko zawyżenia cen nieruchomości mieszkalnych. Zadłużenie gospodarstw domowych spadło nieco w 2023 r., ale pozostaje wysokie pomimo faktu, że koszty finansowania zewnętrznego są najwyższe w strefie euro.

([4]) Komunikat Komisji, Europejski semestr w 2024 r. – pakiet wiosenny, COM(2024) 600 final.

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

Ramka: Wyniki przeglądu tabeli wskaźników do celów PdZRM za rok 2024

Zgodnie z rozporządzeniem w sprawie PdZRM Komisja regularnie ocenia adekwatność tabeli wskaźników do celów PdZRM i w razie konieczności aktualizuje ją (art. 4 ust. 7 rozporządzenia (UE) nr 1176/2011). W niniejszym sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania wprowadzono szereg zmian do tabeli wskaźników, zarówno do wskaźników głównych, jak i pomocniczych. Podobnie jak w przypadku poprzednich przeglądów tabeli wskaźników planowane zmiany przekazano przed ich ostatecznym przyjęciem Parlamentowi Europejskiemu, Radzie (w tym komitetom ekspertów) i ERRS.

Przyjęte zmiany uwzględniają najnowsze postępy w zakresie wskaźników statystycznych i mają na celu uczynienie tabeli wskaźników bardziej zwięzłą, bardziej wyważoną, jeżeli chodzi o poszczególne bloki tematyczne, i bardziej perspektywiczną. Zmiany opracowano, kierując się następującymi zasadami: (i) stabilność (unikanie zbyt częstych rewizji); (ii) nienamnażanie zmiennych (liczba zmiennych co do zasady nie powinna rosnąć, aby zapewnić zgodność z określonym w rozporządzeniu wymogiem dotyczącym uproszczenia tabeli wskaźników); (iii) adekwatność i istotność dla nadzoru w ramach PdZRM oraz (iv) potrzeba uwzględnienia ciągłej poprawy jakości statystyk. Poniżej przedstawiono najważniejsze zmiany wskaźników podstawowych, a dodatkowe szczegółowe informacje są dostępne w towarzyszącym dokumencie roboczym służb Komisji([5]).

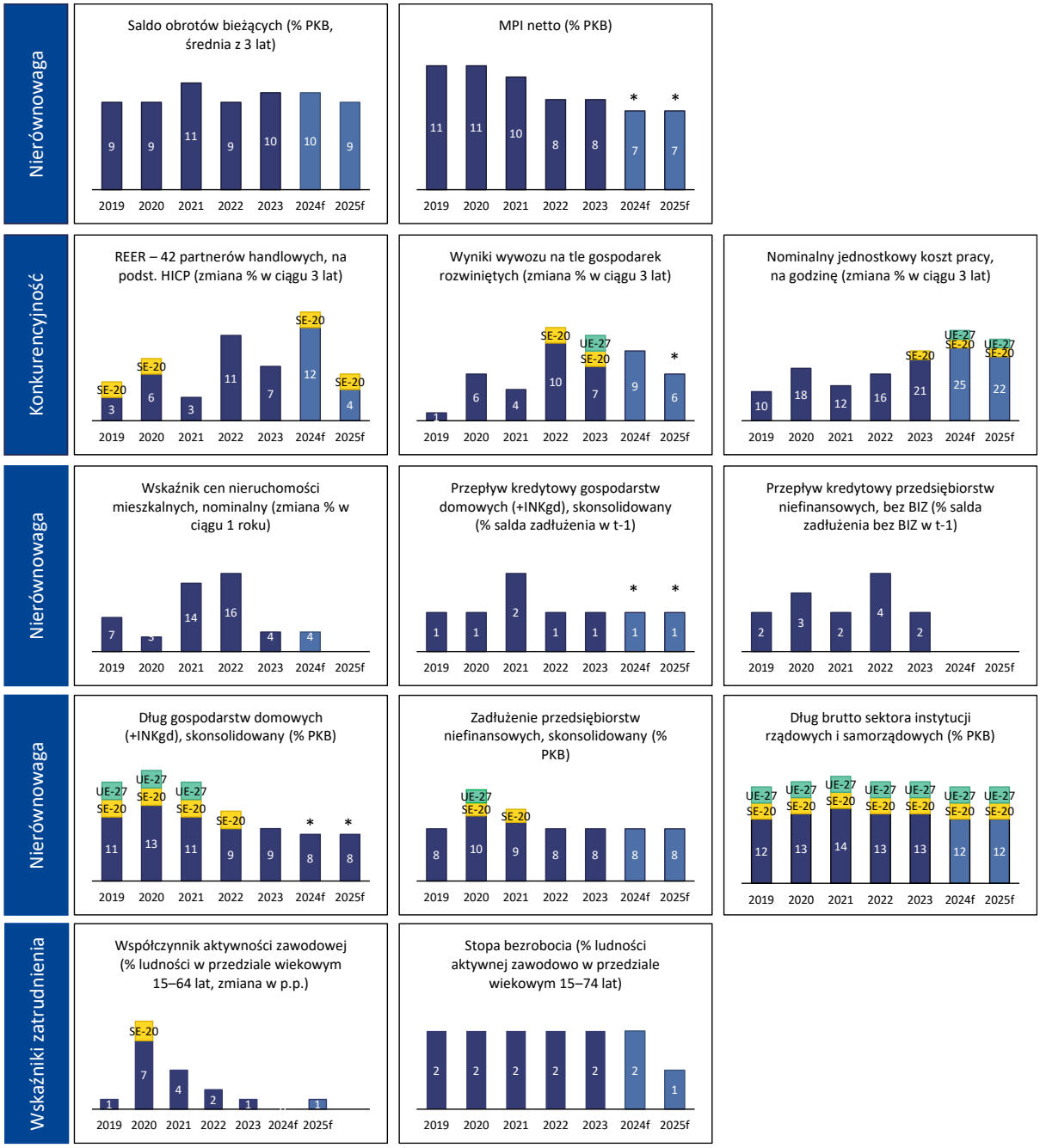
- Wskaźnik dotyczący wyników eksportu w porównaniu z innymi zaawansowanymi gospodarkami zmieniono ze wskaźnika pomocniczego na wskaźnik podstawowy, mierzony jako zmiana w ciągu trzech lat. Nowy próg dla tego wskaźnika wynosi -3 %. Z kolei wskaźnik dotyczący udziału w rynku eksportowym uznano za wskaźnik pomocniczy.
- Wskaźniki dotyczące salda zadłużenia sektora prywatnego i przepływów kredytowych podzielono na odrębne wskaźniki dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych. Przepływy kredytowe będą mierzone jako odsetek stanów z poprzedniego roku, a przepływy kredytowe do przedsiębiorstw niefinansowych nie będą uwzględniać bezpośrednich inwestycji zagranicznych ani w liczniku, ani w mianowniku. Nowo ustanowione progi wynoszą odpowiednio 55 % i 85 % PKB dla stanu zadłużenia gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych oraz 14 % i 13 % stanu zadłużenia z poprzedniego roku dla przepływów kredytowych.
- Wskaźnik podstawowy zobowiązań sektora finansowego obniżono z uwagi na brak kompleksowego wskaźnika sektora finansowego, dla którego można rozsądnie określić próg, oraz z uwagi na istnienie kilku innych niezależnych mechanizmów nadzoru sektora finansowego na szczeblu europejskim, które zostały ustanowione po rozpoczęciu procedury dotyczącej PdZRM. Sektor bankowy będzie ściślej monitorowany za pomocą trzech wskaźników pomocniczych: kredytów zagrożonych brutto (% kredytów brutto), współczynnika kapitałowego Tier I sektora bankowego (% aktywów ważonych ryzykiem) oraz stopy zwrotu z kapitału własnego sektora bankowego (%). Chociaż wskaźniki te dostarczają ważnych informacji, trudno jest określić istotne progi makroekonomiczne. Brak wskaźnika podstawowego w tabeli wskaźników w żadnym wypadku nie oznacza, że sektor finansowy ma mniejsze znaczenie w nadzorze makroekonomicznym Komisji.
- Stopa bezrobocia długotrwałego i stopa bezrobocia młodzieży staną się wskaźnikami pomocniczymi.
- Próg wskaźnika realnego efektywnego kursu walutowego zostanie obniżony z ±5 % w przypadku krajów należących do strefy euro i ±11 % w przypadku krajów spoza strefy euro do ±3 % w przypadku krajów należących do strefy euro i ±10 % w przypadku krajów spoza strefy euro, aby uwzględnić cechy charakterystyczne dystrybucji nowszych danych.
- Wprowadzono pewne korekty do definicji i przekształceń niektórych wskaźników podstawowych, w szczególności:

([5]) Dokument roboczy służb Komisji w sprawie zmian tabeli wskaźników do celów procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, SWD(2024) 702.

- wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy będzie mierzony w przeliczeniu na godzinę, a nie na osobę zatrudnioną,
- wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych będzie mierzony w ujęciu nominalnym, a nie realnym, co doprowadzi również do zmiany progu na +9 %,
- stopa bezrobocia będzie przedstawiana w ujęciu rocznym, a nie jako średnia z 3 lat.

Wprowadzono również kilka zmian w odniesieniu do wskaźników pomocniczych, w tym znacznie zmniejszono ich liczbę, jak wyszczególniono w załączonym dokumencie roboczym służb Komisji. Zmieniona tabela wskaźników będzie zawierać o 1 wskaźnik podstawowy i o 5 (+5) wskaźników pomocniczych mniej niż dotychczas stosowana wersja.

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



Liczba państw członkowskich odnotowujących zmienne tabeli wskaźników przekraczające odpowiednie wartości progowe w danym roku odzwierciedla dane według stanu na datę graniczną sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania na 2025 r. (31 października 2024 r.). Ze względu na możliwe rewizje *ex post* danych liczba wartości przekraczających progi obliczona przy użyciu danych za poprzednie lata dla zmiennych tabeli wskaźników może być inna niż liczba opublikowana w poprzednich edycjach sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania. * Brak dostępnych danych dla agregatów w okresie prognozy.

Źródło: prognozy Eurostatu i Komisji Europejskiej.

Wykres 2: **Zmienne tabeli wskaźników sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania, 2023 r., według państw**

saldo obrotów bieżących	MPI netto	REER	wyniki wywozu	-0,1%	51,5%	0,0%	-6,0%	-0,9%	-6,8%	8,5%	15,4%	-2,1%	-13,4%	24,2%	0,8%
nominalny jednost-kowy koszt pracy	**Tabela wskaźników**		ceny nieruchomości mieszkaln.	15,8%	**Belgia**		2,3%	26,9%	**Bułgaria**		9,9%	17,2%	**Czechy**		-1,7%
dług gospo-darst domow.	przepływ kredytowy gospod. domowych		dług przedsięb. niefinans.	57,1%	2,3%		96,4%	23,5%	16,3%		48,3%	31,0%	4,9%		41,8%
przepływ kredytowy przedsięb. niefinans.	dług publiczny	stopa bezro-bocia	współcz. aktywności zawodowej	3,2%	103,1%	5,5%	2,1%	8,5%	22,9%	4,3%	1,3%	0,6%	42,4%	2,6%	0,7%
10,1%	51,3%	-1,0%	2,5%	5,8%	70,8%	1,9%	-7,8%	-3,1%	-21,1%	15,7%	7,7%	9,7%	-101,4%	-1,2%	-9,2%
5,7%	**Dania**		-4,2%	11,0%	**Niemcy**		-8,5%	32,5%	**Estonia**		5,9%	11,9%	**Irlandia**		3,1%
88,3%	0,4%		108,6%	51,0%	0,7%		59,6%	36,8%	6,3%		54,5%	28,9%	3,7%		109,7%
4,7%	33,6%	5,1%	1,8%	2,7%	62,9%	3,1%	2,4%	3,8%	20,2%	6,4%	2,0%	39,5%	43,3%	4,3%	6,7%
-7,7%	-139,3%	-1,2%	32,1%	1,3%	-51,7%	-0,8%	14,0%	-0,6%	-28,1%	-1,8%	2,1%	-0,6%	-26,0%	4,3%	36,6%
-1,8%	**Grecja**		13,8%	10,0%	**Hiszpania**		4,0%	9,5%	**Francja**		-0,4%	17,1%	**Chorwacja**		11,9%
40,9%	-1,0%		52,4%	46,1%	-1,9%		65,9%	62,6%	1,3%		91,9%	30,1%	9,5%		42,8%
4,6%	163,9%	11,1%	4,2%	-3,1%	105,1%	12,2%	2,3%	3,1%	109,9%	7,3%	1,9%	7,7%	61,8%	6,1%	2,9%
0,1%	7,4%	0,7%	3,1%	-6,7%	-92,7%	0,3%	17,4%	-4,5%	-26,0%	10,8%	-1,7%	-1,2%	-4,6%	12,8%	6,6%
5,0%	**Włochy**		1,3%	3,7%	**Cypr**		2,9%	25,8%	**Łotwa**		3,7%	37,3%	**Litwa**		9,8%
37,2%	-0,5%		58,1%	64,3%	1,0%		130,2%	18,6%	5,2%		35,8%	21,2%	6,6%		29,9%
-1,9%	134,8%	7,7%	3,2%	0,4%	73,6%	5,8%	4,2%	1,8%	45,0%	6,5%	-1,4%	12,1%	37,3%	6,9%	0,3%
7,9%	33,1%	-1,5%	-14,4%	-3,9%	-36,8%	10,2%	1,2%	5,0%	92,9%	-0,5%	-10,7%	8,8%	52,9%	2,4%	-2,0%
20,9%	**Luksemburg**		-9,1%	35,4%	**Węgry**		7,1%	0,4%	**Malta**		6,2%	9,2%	**Niderlandy**		-1,9%
67,9%	1,0%		273,1%	16,9%	3,4%		55,5%	49,1%	6,8%		69,6%	94,5%	1,1%		114,3%
-25,7%	25,5%	5,2%	1,9%	8,0%	73,4%	4,1%	2,9%	18,1%	47,4%	3,5%	4,7%	-1,4%	45,1%	3,6%	2,1%
0,7%	16,6%	1,8%	-1,4%	-0,6%	-32,6%	9,2%	7,7%	-0,7%	-72,3%	-1,4%	16,2%	-7,8%	-39,5%	6,7%	6,8%
10,3%	**Austria**		-2,9%	23,9%	**Polska**		8,8%	11,0%	**Portugalia**		8,2%	27,5%	**Rumunia**		3,3%
45,0%	-1,6%		71,4%	23,7%	-0,2%		32,2%	55,0%	0,1%		70,8%	12,5%	2,8%		28,2%
1,3%	78,6%	5,1%	1,8%	4,0%	49,7%	2,8%	4,3%	-0,6%	97,9%	6,5%	4,0%	9,6%	48,9%	5,6%	2,7%
2,4%	2,3%	1,1%	0,2%	-5,4%	-54,9%	7,5%	-3,1%	-0,8%	12,6%	-1,9%	-6,0%	6,1%	36,1%	-7,5%	-2,9%
15,2%	**Słowenia**		7,2%	17,8%	**Słowacja**		-0,2%	14,0%	**Finlandia**		-5,7%	11,3%	**Szwecja**		-5,3%
23,9%	3,9%		34,7%	44,0%	4,6%		41,4%	63,9%	-0,4%		76,3%	84,6%	0,6%		117,2%
-2,1%	68,4%	3,7%	1,4%	2,5%	56,1%	5,8%	2,0%	2,6%	77,1%	7,2%	2,6%	0,8%	31,5%	7,7%	1,9%

Źródło: Eurostat.