



KOMISJA EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 14.2.2012 r.
COM(2012) 68 final

SPRAWOZDANIE KOMISJI

Sprawozdanie przedłożone w ramach mechanizmu ostrzegania

**Sprawozdanie przygotowane zgodnie z art. 3 i 4 rozporządzenia w sprawie zapobiegania
zaburzeniom równowagi i ich korygowania**

1. WPROWADZENIE

Zwrot w kierunku poszerzenia i pogłębienia zarządzania gospodarczego w unii gospodarczej i walutowej

W ciągu minionej dekady doszło do akumulacji znacznych i mających trwały charakter zakłóceń równowagi makroekonomicznej – o czym świadczą duże i utrzymujące się deficyty bądź nadwyżki w bilansach płatniczych, trwała utrata konkurencyjności, rosnące poziomy zadłużenia oraz bańki cenowe na rynkach nieruchomości – które stanowiły jedną z przyczyn obecnego kryzysu gospodarczego. Stanowiły one nie tylko źródło problemów gospodarczych, jakie napotykają niektóre państwa członkowskie, ale miały również poważne skutki uboczne, które zwiększają zagrożenia, z którymi boryka się aktualnie strefa euro.

Niniejsze sprawozdanie przedłożone w ramach mechanizmu ostrzegania stanowi pierwszy etap stosowania nowej procedury nadzoru służącej zapobieganiu zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowaniu (zwanej dalej procedurą dotyczącą zakłóceń równowagi makroekonomicznej). Niniejsze sprawozdanie zawiera również ostateczną wersję tabeli wskaźników (przedstawioną w tabeli 1 i w sekcji 2). Nadzór mający na celu zapobieganie zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowanie w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej stanowi nowy instrument wzmocnionych ram zarządzania gospodarczego w unii gospodarczej i walutowej. Został on uchwalony w ramach tzw. „sześciopak” – pakietu sześciu aktów ustawodawczych dotyczących zarządzania gospodarczego, który przewiduje między innymi również znaczące wzmocnienie nadzoru nad polityką budżetową. Nadzór nad zakłóceniami równowagi makroekonomicznej w ramach wspomnianej procedury stanowi część „europejskiego semestru”, który przyjmuje całościowe i wybiegające w przyszłość podejście do wyzwań w zakresie polityki gospodarczej, przed którymi stoi Unia Europejska w swoich dążeniach na rzecz zapewnienia długoterminowej stabilności finansów publicznych, konkurencyjności, stabilności rynków finansowych oraz wzrostu gospodarczego.

Rola i zakres sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania

Sprawozdanie w ramach mechanizmu ostrzegania służy jako narzędzie wstępnej diagnozy, w ramach której Komisja określa państwa członkowskie, których sytuacja uzasadnia jej zdaniem dokładniejsze zbadanie, czy istnieją w nich zakłócenia równowagi¹ lub ryzyko ich wystąpienia. Należy podkreślić, że to dopiero w ramach tej pogłębionej analizy szczegółowo badane będą czynniki wpływające na obserwowane zmiany sytuacji, co powinno pozwolić określić charakter tych zakłóceń. Jedynie na podstawie takiej pogłębionej analizy i w stosownych przypadkach Komisja przedstawi zalecenia dotyczące polityki, bądź to w ramach działań zapobiegawczych, bądź to działań naprawczych. Pogłębione analizy oraz wnioski dotyczące zaleceń będą stanowiły część europejskiego semestru.

Ustalenia, czy konieczna jest pogłębiona analiza, dokonuje się na podstawie oceny tabeli wskaźników sporządzonej przez Komisję po konsultacjach z Radą, Parlamentem Europejskim i Europejską Radą ds. Ryzyka Systemowego (ERRS) (zob. sekcja 2 oraz tabele 1 i 2)². Należy

¹ Definicję „zakłóceń równowagi” zawiera art. 2 rozporządzenia w sprawie zapobiegania zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowania.

² Rada zatwierdziła tabelę wskaźników w konkluzjach Rady ECOFIN z dnia 7 listopada 2011 r. Parlament Europejski przyjął odpowiednią rezolucję w dniu 15 grudnia 2011 r. ERRS wyraziła swoją opinię w piśmie z dnia 9 grudnia 2011 r.

zaznaczyć, że wskaźniki zawarte w tabeli nie są interpretowane w sposób mechaniczny. Ocena poszczególnych krajów przeprowadzana jest przy uwzględnieniu zmian wskaźników w dłuższym okresie czasu, a także najświeższych danych i prognoz. Uwzględnia się ponadto różne dodatkowe, istotne informacje. Komisja zwraca także szczególną uwagę na rozszerzony zestaw wskaźników (zob. sekcja 2, tabela 3), które – jak podkreśliły Rada i Parlament Europejski – mają szczególne znaczenie dla ekonomicznej analizy tabeli wskaźników.

W sekcji 2 przedstawiono ostateczny kształt tabeli wskaźników stosowanej w ramach mechanizmu ostrzegania. Sekcja 3 zawiera przekrojową i tematyczną analizę sytuacji na podstawie zawartości tabeli. W sekcji 4 przeanalizowano wyniki tabeli w podziale na poszczególne kraje. Sekcja 5 zawiera najważniejsze ustalenia i wnioski.

Tabela 1. Użyte wskaźniki oraz orientacyjne wartości progowe (*)

	Zakłócenia równowagi w kategoriach zewnętrznych oraz konkurencyjność					Zakłócenia równowagi w kategoriach wewnętrznych				
Wskaźnik	Saldo rachunku obrotów bieżących, średnia z 3 lat, w % PKB	Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, w % PKB	Realny efektywny kurs walutowy, zmiana w % w okresie 3 lat, deflatory zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych względem 35 krajów uprzemysłowionych (a)	Udział w rynkach eksportowych, zmiana w % w okresie 5 lat	Nominalne jednostkowe koszty pracy, zmiana w % w okresie 3 lat (b)	Zmiana (w ujęciu rok do roku) cen nieruchomości (w przeliczeniu na ceny stałe) (c)	Przeplwy kredytowe sektora prywatnego, w % PKB (d), (e)	Zadłużenie sektora prywatnego, w % PKB (d), (e)	Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych, w % PKB (f)	Stopa bezrobocia, średnia z 3 lat
Źródło danych	Statystyki bilansu płatniczego, EUROSTAT	Statystyki bilansu płatniczego, EUROSTAT	Baza danych DG ECFIN ze wskaźnikami dotyczącymi konkurencyjności cenowej i kosztowej	Statystyki bilansu płatniczego, EUROSTAT	EUROSTAT	Zharmonizowany indeks cen mieszkań, EUROSTAT, uzupełniony danymi EBC, OECD i Banku Rozrachunków Międzynarodowych	EUROSTAT w przypadku danych rocznych oraz QSA (kwartalne dane sektorowe) i EBC w przypadku danych kwartalnych	EUROSTAT w przypadku danych rocznych oraz QSA (kwartalne dane sektorowe) i EBC w przypadku danych kwartalnych	EUROSTAT (procedura nadmiernego deficytu – definicja za Traktatem)	EUROSTAT
Orientacyjne wartości progowe	+6/-4%	-35% Dolny kwartył	+/-5% dla państw strefy euro +/-11% dla państw spoza strefy euro Dolny i górny kwartył państw strefy euro +/- odchylenie standardowe dla strefy euro	-6% Dolny kwartył	+9% dla państw strefy euro +12% dla państw spoza strefy euro Górny kwartył państw strefy euro 3 pp.	+6% Górny kwartył	+15% Górny kwartył	160% Górny kwartył	+60%	+10%
Okres obliczenia dla wartości progowych	1970-2007	Pierwszy rok, dla którego dostępne są dane (połowa lat 90-tych)-2007	1995-2007	1995-2007	1995-2007		1995-2007	1994-2007		1994-2007

Wybrane dodatkowe wskaźniki, które należy uwzględnić w analizie ekonomicznej	<i>Wierzytelności/zadłużenie netto wobec reszty świata (saldo rachunku kapitałowego + rachunku obrotów bieżących w % PKB)</i>	<i>Zadłużenie zagraniczne netto w % PKB</i>	<i>Realny efektywny kurs walutowy względem reszty strefy euro</i>	<i>Udział w rynkach eksportowych w oparciu o wolumen towarów; wydajność pracy; trend wzrostu ogólnej wydajności czynników produkcji</i>	<i>Nominalne jednostkowe koszty pracy (zmiana na przestrzeni 1 roku, 5 lat i 10 lat); efektywne jednostkowe koszty pracy względem reszty strefy euro; inne wskaźniki wydajności</i>	<i>Realne ceny mieszkań (zmiana na przestrzeni 3 lat); nominalne ceny mieszkań (zmiana na przestrzeni 1 roku i 3 lat); budownictwo mieszkaniowe</i>	<i>Wskaźnik zmiany poziomu zobowiązań finansowych nieskonsolidowanego sektora finansowego oraz współczynnika zadłużenia</i>	<i>Zadłużenie sektora prywatnego w oparciu o dane skonsolidowane</i>		
---	---	---	---	---	---	---	---	--	--	--

Uwagi: (a) w przypadku partnerów handlowych z UE zastosowano zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych (HICP), natomiast w przypadku partnerów handlowych spoza UE deflator oparty jest na indeksie cen konsumpcyjnych zbliżonym do HICP pod względem metodyki; (b) indeks określający stosunek nominalnego wynagrodzenia na zatrudnionego do realnego PKB na zatrudnionego; (c) zmiany cen mieszkań odniesione do deflatora spożycia EUROSTAT; (d) sektor prywatny zdefiniowany jako przedsiębiorstwa niefinansowe, gospodarstwa domowe oraz instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych; (e) suma kredytów i papierów wartościowych innych niż akcje; zobowiązania, nieskonsolidowane; (f) długoterminowa stabilność finansów publicznych *nie* będzie oceniana w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, gdyż kwestia ta jest już uwzględniona w pakcie stabilności i wzrostu. Wskaźnik ten stanowi jednak element tabeli, ponieważ dług publiczny ma wpływ na łączne zadłużenie kraju, a tym samym na jego ogólną podatność na zagrożenia. (*) Do końca 2012 r. planuje się opracowanie szerszego wskaźnika dla sektora bankowego/finansowego.

Tabela 2: Tabela wskaźników za rok 2010 w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej

Rok 2010	Zakłócenia równowagi w kategoriach zewnętrznych oraz konkurencyjność					Zakłócenia równowagi w kategoriach wewnętrznych				
	Saldo rachunku obrotów bieżących, średnia z 3 lat, w % PKB	Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, w % PKB	Realny efektywny kurs walutowy z uwzględnieniem deflatorów zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych, zmiana w % w okresie 3 lat	Udział w rynkach eksportowych, zmiana w % w okresie 5 lat	Nominalne jednostkowe koszty pracy, zmiana w % w okresie 3 lat	Ceny mieszkań (w przeliczeniu na ceny stałe), zmiana w % w ujęciu rok do roku	Przepływy kredytowe sektora prywatnego, w % PKB	Zadłużenie sektora prywatnego, w % PKB	Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych, w % PKB	Stopa bezrobocia, średnia z 3 lat
Wartości progowe	-4/+6%	-35%	±5% & ±11%	-6%	+9% & +12%	+6%	15%	160%	60%	10%
BE	-0,6	77,8	1,3	-15,4	8,5	0,4	13,1	233	96	7,7
BG	-11,1	-97,7	10,4	15,8	27,8	-11,1	-0,2	169	16	7,5
CZ	-2,5	-49,0	12,7	12,3	5,1	-3,4	1,7	77	38	6,1
DK	3,9	10,3	0,9	-15,3	11,0	0,5	5,8	244	43	5,6
DE	5,9	38,4	-2,9	-8,3	6,6	-1,0	3,1	128	83	7,5
EE	-0,8	-72,8	5,9	-0,9	9,3	-2,1	-8,6	176	7	12,0
IE	-2,7	-90,9	-5,0	-12,8	-2,3	-10,5	-4,5	341	93	10,6
EL	-12,1	-92,5	3,9	-20,0	12,8	-6,8	-0,7	124	145	9,9

ES	-6,5	-89,5	0,6	-11,6	3,3	-3,8	1,4	227	61	16,5
FR	-1,7	-10,0	-1,4	-19,4	7,2	5,1	2,4	160	82	9,0
IT	-2,8	-23,9	-1,0	-19,0	7,8	-1,4	3,6	126	118	7,6
CY	-12,1	-43,4	0,8	-19,4	7,2	-6,6	30,5	289	62	5,1
LV	-0,5	-80,2	8,5	14,0	-0,1	-3,9	-8,8	141	45	14,3
LT	-2,3	-55,9	9,1	13,9	0,8	-8,7	-5,3	81	38	12,5
LU	6,4	96,5	1,9	3,2	17,3	3,0	-41,8	254	19	4,9
HU	-2,1	-112,5	-0,5	1,4	3,9	-6,7	-18,7	155	81	9,7
MT	-5,4	9,2	-0,6	6,9	7,7	-1,6	6,9	212	69	6,6
NL	5,0	28,0	-1,0	-8,1	7,4	-3,0	-0,7	223	63	3,8
AT	3,5	-9,8	-1,3	-14,8	8,9	-1,5	6,4	166	72	4,3
PL	-5,0	-64,0	-0,5	20,1	12,3	-6,1	3,8	74	55	8,3
PT	-11,2	-107,5	-2,4	-8,6	5,1	0,1	3,3	249	93	10,4
RO	-6,6	-64,2	-10,4	21,4	22,1	-12,1	1,7	78	31	6,6
SI	-3,0	-35,7	2,3	-5,9	15,7	0,7	1,8	129	39	5,9
SK	-4,1	-66,2	12,1	32,6	10,1	-4,9	3,3	69	41	12,0
FI	2,1	9,9	0,3	-18,7	12,3	6,8	6,8	178	48	7,7
SE	7,5	-6,7	-2,5	-11,1	6,0	6,3	2,6	237	40	7,6
UK	-2,1	-23,8	-19,7	-24,3	11,3	3,4	3,3	212	80	7,0

Uwaga: (1) data graniczna dla zgromadzenia danych: 30 stycznia 2012 r. * Państwa objęte programem pomocy finansowej (IE, EL, PT, RO). LV pozostaje objęta nadzorem po zakończeniu programu pomocy na rzecz wsparcia bilansu płatniczego, którego realizację zakończono w dniu 19 stycznia 2012 r.

Tabela 3: Dodatkowe wskaźniki wykorzystane w ekonomicznej analizie tabeli wskaźników przygotowanej w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, dane za rok 2010

Rok 2010	Wzrost realnego PKB w ujęciu roku, w %	Nakłady brutto na środki trwałe, w % PKB	Wydatki krajowe brutto na badania i rozwój, w % PKB	Saldo rachunku obrotów bieżących, w % PKB, dane z bilansu płatniczego	Wierzytelności/zadłużenie netto wobec reszty świata, w % PKB, dane z bilansu płatniczego	Zadłużenie zagraniczne netto, w % PKB	Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, w % PKB	Saldo handlu produktami energetycznymi, w % PKB	Realny efektywny kurs walutowy względem strefy euro (17 krajów), zmiana w % (w okresie 3 lat)	Udział w rynkach eksportowych wg wolumenu, zmiana w % (w ujęciu rok do roku)	Wzrost wydajności pracy, w ujęciu rok do roku, w %	Wzrost zatrudnienia, w ujęciu rok do roku, w %	Nominalne jednostkowe koszty pracy, zmiana w % w okresie 10 lat	Realne jednostkowe koszty pracy względem strefy euro (17 krajów), zmiana w % (w okresie 10 lat)	Nominalne ceny mieszkań, zmiana w % w okresie 3 lat	Budownictwo mieszkaniowe, w % PKB	Zadłużenie sektora prywatnego, w % PKB, dane skonsolidowane	Zobowiązania finansowe sektora finansowego, dane nieskonsolidowane, wzrost w ujęciu rok do roku
BE	2,3	20,2	2,0	1,5	1,3	-121,8	5,7	na	1,9	-5,6	1,4	0,8	22,5	4,0	6,3	na	130,6	-2,1
BG	0,2	23,5	0,6	-1,3	-0,5	43,6	4,9	-5,9	:	3,9	6,4	-5,9	72,9	:	-11,8	4,3	151,2	-2,2
CZ	2,7	24,4	1,6	-3,1	-2,2	0,5	3,4	-3,5	:	3,0	4,5	-0,9	27,1	:	4,0	4,4	71,6	2,5
DK	1,3	17,2	3,1	5,5	5,6	25,4	-2,4	1,1	:	-10,4	3,6	-2,0	34,5	:	-14,1	4,2	244,1	7,8
DE	3,7	17,5	2,8	5,7	5,7	-5,8	1,4	-2,9	-1,4	-0,7	3,2	0,5	4,3	-16,7	3,6	5,3	111,8	0,0

EE	2,3	18,8	1,6	3,6	7,2	24,1	8,1	-1,5	8,0	7,7	7,4	-4,1	73,8	42,4	-44,5	3,3	na	-10,1
IE	-0,4	11,5	1,8	0,5	0,1	-295,9	12,7	na	-5,2	-12,4	4,0	-4,2	28,7	9,4	-33,8	3,0	292,8	5,9
EL	-3,5	16,6	na	-10,1	-9,2	97,4	0,1	-4,2	5,1	-11,7	-1,7	-1,9	36,6	13,7	2,8	4,8	124,1	8,5
ES	-0,1	22,9	1,4	-4,6	-4,0	91,7	1,8	-3,0	1,0	-6,8	2,6	-2,3	29,2	8,5	-9,9	7,5	213,9	-1,8
FR	1,5	19,3	2,3	-1,7	-1,7	23,5	1,3	-2,4	-0,1	-6,0	1,4	0,2	22,6	3,7	0,0	6,1	137,4	2,9
IT	1,5	19,7	1,3	-3,5	-3,5	51,3	0,4	-3,4	0,8	-4,7	2,3	-0,7	30,5	11,5	2,3	5,3	125,4	1,4
CY	1,1	18,6	0,5	-9,9	-9,7	18,4	3,3	na	0,6	-5,8	1,1	0,0	32,8	9,2	-6,5	6,0	289,0	-7,6
LV	-0,3	19,5	0,6	3,0	4,9	53,5	1,6	-4,8	:	2,9	4,7	-3,7	86,0	:	-46,8	2,0	135,8	-0,1
LT	1,4	16,3	0,8	1,5	4,2	39,4	2,1	-7,2	:	2,5	6,9	-5,2	28,6	:	-32,9	1,9	76,7	0,0
LU	2,7	18,4	1,6	7,7	7,1	-3312,0	386,0	na	1,8	-18,8	0,8	1,7	37,5	16,6	5,0	3,4	201,6	10,0
HU	1,3	18,0	1,2	1,1	2,9	60,3	1,4	-5,0	:	-2,9	0,9	0,0	53,7	:	1,4	2,5	134,8	3,2
MT	2,9	17,7	0,6	-3,9	-2,2	-176,2	12,8	na	3,6	-2,0	0,6	2,2	32,9	11,2	7,4	2,8	164,7	18,5
NL	1,7	18,2	1,8	6,6	5,8	30,7	-1,7	-2,9	-0,9	-4,6	2,2	-0,3	24,2	6,8	-3,8	5,0	222,0	7,0
AT	2,3	20,5	2,8	3,0	3,1	30,2	1,0	-3,0	0,2	-1,2	1,7	0,9	13,2	-2,8	5,6	4,2	149,7	-1,5
PL	3,9	19,9	0,7	-4,6	-2,8	33,5	1,9	na	:	-3,8	3,5	0,6	12,8	:	na	2,6	71,1	13,5
PT	1,4	19,8	1,6	-10,0	-8,9	84,4	0,6	na	-2,1	-8,8	3,0	-1,5	24,9	4,8	6,3	3,8	224,4	10,2
RO	-1,6	24,0	0,5	-4,0	-3,7	38,3	1,8	-2,2	:	2,4	0,2	-1,8	225,5	:	na	na	76,7	4,5
SI	1,4	21,6	2,1	-0,8	-0,8	31,7	0,8	-5,1	3,3	-2,3	4,0	-1,7	52,2	30,4	-2,6	3,2	118,4	-3,4
SK	4,2	22,2	0,6	-3,5	-1,9	23,9	0,6	na	12,8	2,4	5,7	-2,0	33,9	15,7	-1,2	2,7	69,0	1,6
FI	3,6	18,8	3,9	1,8	1,9	28,5	2,9	-2,9	2,1	-8,0	5,1	-1,5	21,8	3,2	8,9	6,5	155,0	19,0
SE	5,6	17,8	3,4	6,7	6,5	62,3	-0,3	-1,7	:	-0,7	4,4	1,1	15,6	:	13,3	3,2	221,0	2,1
UK	2,1	14,9	1,8	-3,3	-3,1	46,3	2,2	na	:	-5,7	1,9	0,3	30,0	:	-2,1	3,1	na	8,0

Uwaga: (1) „na” oznacza brak dostępnych danych; (2) data graniczna dla zgromadzenia danych: 30 stycznia 2012 r. * Państwa objęte programem pomocy finansowej (IE, EL, PT, RO). Realizację programu pomocy na rzecz wsparcia bilansu płatniczego Łotwy zakończono dnia 19 stycznia 2012 r.

2. KSZTAŁT TABELI WSKAŹNIKÓW

Tabela wskaźników została przygotowana przez Komisję zgodnie z art. 4 rozporządzenia³ oraz z uwzględnieniem uwag⁴ przekazanych przez Parlament Europejski⁵, Radę⁶, a także – w odniesieniu do kwestii dotyczących stabilności rynków finansowych – przez Europejską Radę ds. Ryzyka Systemowego⁷. Wskaźniki wykorzystane w tabeli (zob. tabela 1) są dostępne publicznie⁸.

Dokonując wyboru wskaźników i wartości progowych na potrzeby niniejszego pierwszego wydania tabeli wskaźników, Komisja kierowała się zasadami określonymi w ustawodawstwie. Tabela zawiera niewielką liczbę istotnych, praktycznych, prostych, wymiernych i dostępnych wskaźników. W miarę dostępności wykorzystywane są w pierwszym rzędzie dane Eurostatu, a w pozostałych przypadkach najlepsze alternatywne źródła danych (np. EBC). Wybór wskaźników ma umożliwić wczesne zidentyfikowanie zakłóceń równowagi makroekonomicznej wyłaniających się zarówno w krótkim okresie, jak i w wyniku strukturalnych i długoterminowych trendów. W związku z tym wybrane wskaźniki koncentrują się na najbardziej istotnych aspektach zakłóceń równowagi makroekonomicznej i pogorszenia konkurencyjności, ze szczególnym uwzględnieniem sprawnego funkcjonowania strefy euro. Należy podkreślić, że nadzór nad długiem publicznym ogranicza się do aspektów związanych z jego rolą w powstawaniu zakłóceń równowagi makroekonomicznej, gdyż kwestia długoterminowej stabilności finansów publicznych jest już uwzględniona w pakiecie stabilności i wzrostu⁹.

Orientacyjne wartości progowe zostały wyznaczone na rozsądnym poziomie, tak by uniknąć zbyt częstego wywoływania „fałszywego alarmu”, ale jednocześnie nie aż tak łagodnie, by ujawniały one problemy dopiero wówczas, gdy doszło już do ich utrwalenia. Tabela 2 zawiera wartości dla poszczególnych wskaźników. Są one oparte na danych do roku 2010 włącznie, który jest ostatnim pełnym rokiem, dla którego obecnie dostępne są dane. Wyróżnienie zacienieniem wskazuje na przypadki, w których wartość wskaźnika przekracza określoną wartość progową. Wartości te są takie same dla wszystkich krajów (z wyjątkiem wskaźników dotyczących realnego efektywnego kursu wymiany oraz jednostkowych kosztów pracy, w przypadku których dokonano zróżnicowania na kraje należące do strefy euro i kraje spoza strefy euro). Ponadto w ocenie uwzględniono najnowsze dane i prognozy gospodarcze przedstawione w jesiennej prognozie Komisji opublikowanej w

³ Rozporządzenie (UE) nr 1176/2011 w sprawie zapobiegania zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowania.

⁴ Dokument roboczy służb Komisji zawierający projekt planowanej tabeli wskaźników, który był przedmiotem konsultacji, jest dostępny na stronie: LINK INTERNETOWY. Komisja opublikuje ponadto dokument informacyjny zawierający dodatkowe argumenty przemawiające za wyborem poszczególnych wskaźników o określonej charakterystyce.

⁵ Rezolucja Parlamentu Europejskiego przyjęta w dniu 15 grudnia 2011 r.: http://ec.europa.eu/dgs/economy_finance/index_en.htm

⁶ Konkluzje Rady ECOFIN z dnia 8 listopada 2011 r.: <http://register.consilium.europa.eu/pdf/pl/11/st16/st16443.pl11.pdf>

⁷ Opinie ERRS na temat planowanych wskaźników istotnych z punktu widzenia stabilności rynków finansowych: http://ec.europa.eu/dgs/economy_finance/index_en.htm

⁸ http://ec.europa.eu/dgs/economy_finance/index_en.htm

⁹ Ponadto wskaźnik określający zmiany poziomu bezrobocia jest interpretowany w powiązaniu z innymi, w większym stopniu wybiegającymi w przyszłość wskaźnikami, oraz jest wykorzystywany do lepszego zrozumienia potencjalnego znaczenia zakłóceń równowagi makroekonomicznej w kategoriach ich prawdopodobnego okresu trwania oraz możliwości dostosowawczych gospodarki.

dniu 10 listopada 2011 r. Wartości wskaźników za lata poprzednie i ostatni okres są przedstawione w załączniku statystycznym¹⁰ uzupełniającym sprawozdanie Komisji.

Ocena zakłóceń równowagi makroekonomicznej nie wynika z mechanicznego zastosowania wskaźników uwzględnionych w tabeli i powiązanych wartości progowych. Ocena ta jest wynikiem ekonomicznej analizy tabeli wskaźników uzupełnionej dodatkowymi informacjami i wskaźnikami, z należyтым uwzględnieniem okoliczności i struktur charakterystycznych dla poszczególnych krajów. W swojej rezolucji¹¹ Parlament Europejski podkreślił konieczność przyjęcia kompleksowego podejścia uwzględniającego czynniki decydujące o wydajności oraz trendy w zakresie bezrobocia. Parlament zalecił również pełne uwzględnienie skutków ubocznych w ramach analizy tabeli wskaźników. W związku z tym i zgodnie z rozporządzeniem rozpatrzono również dodatkowe wskaźniki, które przedstawiono w tabeli 3. Obejmują one między innymi dodatkowe aspekty związane z ogólną sytuacją makroekonomiczną (w tym warunki wzrostu gospodarczego i inwestycje), a także nominalną i realną konwergencją wewnątrz strefy euro i poza nią, w tym dodatkowe aspekty wyników w handlu zagranicznym i szczególnej sytuacji gospodarek nadrabiających zaległości (w tym wskaźniki dotyczące napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych i zadłużenia zagranicznego netto). Odzwierciedlają one również potencjał wystąpienia zakłóceń równowagi, a także możliwości dostosowawcze gospodarki, o których decyduje np. wydajność. Zgodnie z zaleceniami Rady, Parlamentu Europejskiego i ERRS zawartymi w przedstawionych przez nie opiniach na temat projektu tabeli wskaźników przedłożonego przez Komisję, uwzględnia ona również sytuację rynków finansowych, które odegrały istotną rolę w trakcie obecnego kryzysu¹². Ten zbiór dodatkowych wskaźników stanowi integralną część ekonomicznej analizy tabeli wskaźników i powiązanego z nią określenia tych państw członkowskich, których sytuacja uzasadnia przeprowadzenie pogłębionej analizy.

3. TEMATYCZNA ANALIZA TABELI WSKAŹNIKÓW

Rozbieżności pod względem salda obrotów bieżących zmniejszyły się w trakcie kryzysu, nie znikły jednak całkowicie...

W wyniku silnego spadku aktywności gospodarczej w trakcie kryzysu doszło do znacznego ograniczenia zakłóceń równowagi w kategoriach zewnętrznych. W szczególności państwa członkowskie, które w recesję wkroczyły ze znacznymi deficytami na rachunku obrotów bieżących, zanotowały wyraźne korekty w wyniku ostrego spadku popytu w sektorze prywatnym i związanego z nim zmniejszenia importu. Jednocześnie szereg państw członkowskich o znacznych nadwyżkach na rachunku obrotów bieżących odnotowywało ostatnio względnie solidniejszy, aczkolwiek nieszczególnie dynamiczny popyt ze strony sektora prywatnego, a ich eksport był często jednocześnie wyhamowany załamaniem popytu światowego, co przyczyniło się do pewnego spadku nadwyżek w obrotach bieżących.

Wysokie nadwyżki i deficyty na rachunku obrotów bieżących nie należą jednak jeszcze całkiem do przeszłości. Uwzględniony w tabeli wskaźnik dotyczący salda rachunku obrotów bieżących (trzyletnia średnia sald tego rachunku w % PKB) w dalszym ciągu wskazuje deficyty przekraczające wartość progową 4 % PKB w przypadku m.in. Bułgarii, Hiszpanii,

¹⁰ http://ec.europa.eu/dgs/economy_finance/index_en.htm

¹¹ Zob. przypis 7.

¹² Warto zauważyć, że aspekt ten odzwierciedlają również niektóre ze wskaźników tabeli, a mianowicie dotyczące zmian sytuacji na rynku kredytów oraz cen mieszkań. Do końca 2012 r. planuje się opracowanie wskaźnika dla sektora bankowego/finansowego, który zostanie włączony do tabeli w terminie umożliwiającym jego wykorzystanie w ramach kolejnego europejskiego semestru.

Cypru, Malty, Polski i Słowacji, chociaż w ostatnim czasie w niektórych z tych państw członkowskich deficyty na rachunku obrotów bieżących spadały.

Potencjalna podatność na zagrożenia płynąca z deficytów w handlu zagranicznym może zostać zmniejszona, jeżeli deficyty te są finansowane w stosunkowo bezpieczny sposób, np. przez bezpośrednie inwestycje zagraniczne (BIZ) lub transfery kapitałowe. W wielu państwach członkowskich, których gospodarki nadrabiają zaległości, napływ BIZ był wysoki w latach poprzedzających kryzys – dla przykładu, przez ostatnich pięć lat napływ BIZ pokrywał ponad połowę deficytu na rachunku obrotów bieżących w Bułgarii, Republice Czeskiej i Estonii oraz na Malcie i Słowacji. Podobnie na rachunku kapitałowym, w którym zwykle uwzględniane są transfery kapitałowe z zagranicy, większość nadrabiających zaległości państw członkowskich odnotowywała dodatnie saldo w istotnej wysokości¹³.

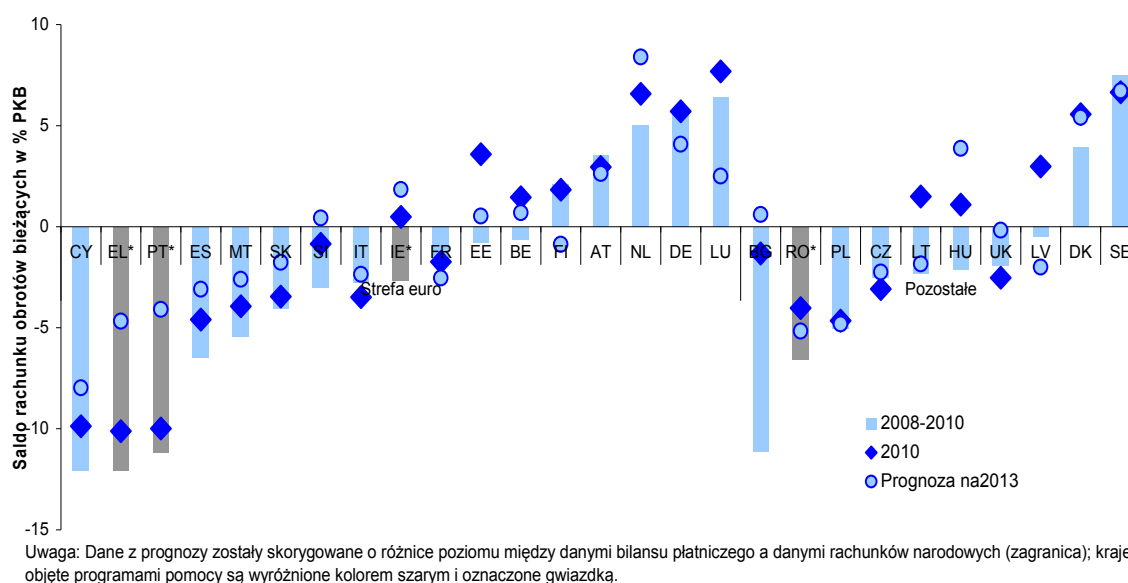
Z drugiej strony niektóre państwa członkowskie w dalszym ciągu odnotowują stałe nadwyżki na rachunku obrotów bieżących – Luksemburg i Szwecja przekroczyły wartość progową w wysokości 6 %, a Niemcy i Niderlandy znajdują się tuż poniżej tego poziomu.

Prognoza Komisji z jesieni 2011 r. wskazuje na pewne dalsze zbliżenie sald obrotów bieżących w nadchodzących 2 latach, aczkolwiek w większości przypadków zmniejszenie deficytów powinno być nieznaczne, natomiast przykładowo w Niderlandach nadwyżki mają wręcz wzrosnąć (zob. wykres 1).

Dla przyszłego rozwoju sytuacji zasadniczą kwestią jest, czy nierównowaga sald na rachunku obrotów bieżących pozostanie umiarkowana, czy też wraz z poprawą warunków rynkowych ponownie wzrośnie. Niektóre z odnotowanych w przeszłości zakłóceń wynikały z nadmiernego wzrostu popytu napędzanego nadmiernie optymistycznymi oczekiwaniami co do przyszłego wzrostu dochodów w niektórych państwach członkowskich. W stopniu, w jakim ostatnie korekty odzwierciedlają zaktualizowane szacunki tych oczekiwań, a nie czysto cykliczne spadki produkcji, korekty takie mogą okazać się trwałe. Z drugiej jednak strony korekty cen względnych były w większości przypadków ograniczone, co nadal pozostawia otwartą kwestię strukturalnego charakteru tego rodzaju dostosowań, a tym samym ich trwałości.

¹³ Transfery te obejmują również napływ kapitału z funduszy strukturalnych UE. W przypadku Słowacji i Polski uwzględnienie salda rachunku kapitałowego prowadziłoby *de facto* do sprowadzenia wartości wskaźnika do poziomu w granicach wartości progowych. Również Grecja, Hiszpania i Portugalia skorzystały na znacznym napływie funduszy strukturalnych UE.

Wykres 1: Salda rachunku obrotów bieżących w % PKB



Źródło: Komisja Europejska.

...a zobowiązania zagraniczne netto utrzymują się w wielu przypadkach na wysokim poziomie.

W wielu krajach odnotowujących deficyty na rachunku obrotów bieżących międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto¹⁴, wyrażona jako odsetek PKB, utrzymywała się na wysokim negatywnym poziomie. Wynika to z utrzymujących się, aczkolwiek na niższym poziomie, deficytów na rachunku obrotów bieżących, a także słabej dynamiki wzrostu gospodarczego. W wielu państwach członkowskich, a mianowicie w Bułgarii, Republice Czeskiej, Estonii oraz Hiszpanii, na Węgrzech, Łotwie, Litwie i Słowacji, a także w Polsce i (nieznacznie) w Słowenii, wskaźnik międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto przekracza na dzień dzisiejszy orientacyjną wartość progową wynoszącą -35 %. Stopień podatności na zagrożenia jest tym niższy, im mniejszy jest udział zobowiązań wymagających spłaty kwoty głównej lub odsetek, takich jak zobowiązania z tytułu kredytów lub inwestycji portfelowych. Wskaźnik zadłużenia zagranicznego netto¹⁵ (zob. tabela 3) pokazuje, że udział tego rodzaju zobowiązań jest stosunkowo niski w wielu państwach członkowskich, których gospodarki nadrabiają zaległości, głównie dzięki wysokim poziomom bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Z drugiej strony poziom tego rodzaju zobowiązań jest raczej wysoki w Hiszpanii oraz na Węgrzech, Litwie i Łotwie.

Zmiany sytuacji w zakresie bilansu płatniczego w okresie przed kryzysem pokrywały się z różnicami pod względem konkurencyjności cenowej...

¹⁴ Statystyki międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto wykazują sytuację finansową netto (zobowiązania minus należności) danego kraju względem reszty świata. Dane obejmują poziom inwestycji bezpośrednich i portfelowych, finansowych instrumentów pochodnych oraz innych aktywów inwestycyjnych, jak również rezerw walutowych.

¹⁵ Zadłużenie zagraniczne netto pokazuje sytuację netto danego kraju względem reszty świata, jeśli chodzi o zobowiązania, które wymagają w przyszłości spłaty przez dłużnika kwoty głównej lub odsetek. Zadłużenie zagraniczne netto można wywieść z międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, odejmując od niej zobowiązania zagraniczne, które nie mają charakteru długu (np. kapitał własny).

W latach poprzedzających kryzys państwa członkowskie o wysokich i utrzymujących się deficytach na rachunku obrotów bieżących stale traciły na konkurencyjności cenowej i kosztowej. W wielu krajach UE wzrost płac często przewyższał wzrost wydajności, prowadząc do wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Również zmiany realnych efektywnych kursów walutowych, które pokazują konkurencyjność cenową względem głównych partnerów handlowych, zarysowują obraz rosnącej rozbieżności. Może to sygnalizować przegrzanie gospodarki, ewentualne strukturalne braki elastyczności na rynkach produktowych i rynku pracy lub niewłaściwą reakcję płac na zaburzenia dotyczące poszczególne kraje, ale może również odzwierciedlać proces nadrabiania zaległości w niektórych krajach. W szeregu państw członkowskich o wysokich deficytach bilansu płatniczego wzrost kosztów pracy koncentrował się głównie, choć nie wyłącznie, w sektorach towarów i usług niepodlegających wymianie. To z kolei wywołało realokację zasobów do tych sektorów, w wyniku czego doszło do dalszej presji na salda bilansu płatniczego.

Wybuch kryzysu przerwał te trendy i zainicjował korektę¹⁶. Odpowiedni wskaźnik w tabeli (zmiana nominalnych jednostkowych kosztów pracy na przestrzeni 3 lat) pokazuje jednak, że wiele państw członkowskich, a mianowicie Bułgaria, Luksemburg, Polska, Słowenia, Słowacja i Finlandia, w latach 2008-2010 w dalszym ciągu przekraczało wartości progowe (9 % dla krajów strefy euro i 12 % dla krajów spoza strefy euro)¹⁷. Również wskaźnik ilustrujący zmiany realnego efektywnego kursu walutowego (zmiana procentowa na przestrzeni 3 lat, z uwzględnieniem deflatorów zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych) pokazuje przerwanie lub odwrócenie trendów sprzed kryzysu. W państwach członkowskich, które przekraczają wartości progowe, sytuacja zmieniała się głównie w wyniku zmian nominalnych kursów wymiany. Dotyczy to Słowacji (przed wprowadzeniem euro) oraz Republiki Czeskiej, które doświadczyły znacznej aprecjacji swoich walut. Waluta Zjednoczonego Królestwa uległa natomiast znacznej deprecjacji. Z kolei wzmocnienie realnego efektywnego kursu walutowego Estonii wynikało w dużej mierze z wyższej w porównaniu z jej partnerami handlowymi stopy inflacji, wynikającej głównie z wyższej wrażliwości krajowej stopy inflacji na podwyżki cen surowców odnotowywane w skali światowej, jak również z większych podwyżek cen regulowanych. Niezależnie od znacznego w wielu przypadkach odwrócenia dotychczasowych trendów, w większości państw członkowskich nie udało się w pełni skorygować długookresowego pogorszenia konkurencyjności cenowej. Dalsze dostosowania cen względnych oraz poprawa konkurencyjności ułatwiłyby niezbędną realokację sektorową i przyczyniłyby się do utrwalenia dostosowań zachodzących w obrotach z zagranicą.

...UE jako całość straciła udział w światowych rynkach eksportowych, jednak problem ten niektóre państwa członkowskie dotknął w większym stopniu.

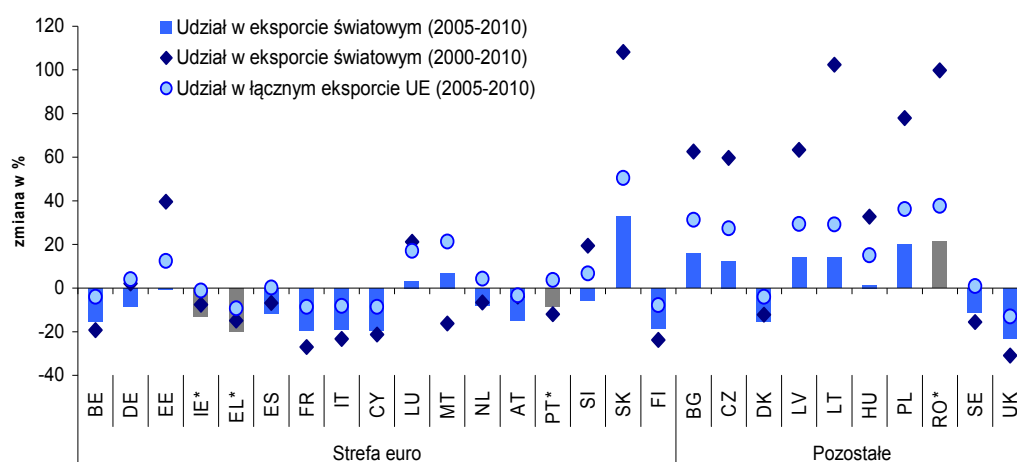
Procentowe zmiany wysokości udziału w światowych rynkach eksportowych towarów i usług (na przestrzeni pięciu lat) wskazują na potencjalnie znaczne i mające strukturalny charakter

¹⁶ W 2009 r. tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy było szybsze ze względu na – będące następstwem spadku produkcji i jednoczesnych starań o utrzymanie poziomu zatrudnienia – znaczne spadki wydajności, które przekraczały znaczne często korekty płac. Średni wzrost jednostkowych kosztów pracy uległ jednak znacznemu spowolnieniu w roku 2010 i był umiarkowany w roku 2011.

¹⁷ Rozróżnienie między krajami strefy euro i krajami spoza strefy euro, dokonane w przypadku zawartych w tabeli wartości progowych, jest uzasadnione ze względów ekonomicznych. W przypadku jednostkowych kosztów pracy wynika ono z faktu, iż w większości państw członkowskich spoza strefy euro, tj. tych, które przystąpiły do UE w roku 2004 i później, od wczesnych lat 90-tych postępuje liberalizacja handlu, która zapoczątkowała naturalny proces konwergencji cen czynników produkcji, pociągający za sobą stosunkowo wysoki wzrost płac.

pogorszenie ogólnej konkurencyjności szeregu państw członkowskich w skali światowej. Belgia, Dania, Niemcy, Hiszpania, Francja, Włochy, Cypr, Niderlandy, Austria, Finlandia, Szwecja i Zjednoczone Królestwo odnotowały spadki udziału w rynku przekraczające wartość progową w wysokości 6 %. W szeregu tych krajów utrata udziału w rynkach eksportowych jest jeszcze bardziej wyraźna, jeżeli spojrzeć na nią z dłuższej perspektywy czasowej (zob. wykres 2). Oprócz erozji konkurencyjności cenowej i kosztowej może to także odzwierciedlać spowolnioną poprawę konkurencyjności pozacenowej, słabe umiejętności zdobywania nowych rynków zbytu lub przekierowanie zasobów do sektora towarów i usług niepodlegających wymianie w okresie wysokiej absorpcji krajowej. W wielu przypadkach te spadki udziału w światowych rynkach eksportowych są zasadniczo związane z faktem, iż wzrost eksportu tych państw członkowskich nie dotrzymywał kroku tempu ekspansji handlu międzynarodowego – zmniejszył się bowiem również udział całej UE w światowym eksporcie. Należy jednak zauważyć, że dynamika eksportu Belgii, Danii, Francji, Włoch, Cypru, Austrii, Finlandii i Zjednoczonego Królestwa była również niższa w porównaniu z pozostałymi krajami UE, o czym świadczy malejący udział eksportu tych krajów w łącznym eksporcie wszystkich państw członkowskich UE (zob. wykres 2)¹⁸.

Wykres 2: Procentowa zmiana udziału w rynkach eksportowych



Uwaga: kraje objęte programami pomocy są wyróżnione kolorem szarym i oznaczone gwiazdką.

Źródło: Komisja Europejska.

Zadłużenie cięży na gospodarstwach domowych i przedsiębiorstwach

Wydłużony okres ekspansji akcji kredytowej przed wybuchem kryzysu doprowadził w wielu państwach członkowskich do akumulacji wysokich poziomów zadłużenia przez podmioty życia gospodarczego (zob. tabela 3). Proces ten częściowo odzwierciedlał zwiększoną integrację i pogłębienie rynków finansowych oraz jednoczesną konwergencję nominalnych stóp procentowych. Szybki wzrost akcji kredytowej był ponadto napędzany innymi czynnikami, takimi jak zniekształcenia cenowe na rynkach aktywów, nasilone przez korzystne zasady opodatkowania aktywów i złagodzone standardy kredytowania, co potwierdza ogólny wzrost udziału kredytów mieszkaniowych w łącznych kredytach w latach poprzedzających wybuch kryzysu. Zadłużenie całego sektora prywatnego przekracza wartość progową 160 % w trzynastu państwach członkowskich, do których należą: Belgia, Bułgaria, Dania, Estonia, Hiszpania, Cypr, Luksemburg, Malta, Niderlandy, Austria, Finlandia,

¹⁸ Wnioski te można również zasadniczo podtrzymać, jeżeli analizuje się zmiany udziału w rynkach eksportowych w oparciu o wolumen obrotu towarowego.

Szwecja i Zjednoczone Królestwo. Wysoki poziom zadłużenia sektora prywatnego zwiększa jego narażenie na zmiany cyklu koniunkturalnego oraz wahania stopy inflacji i stóp procentowych. Likwidacja pozycji, które w nadmiernym stopniu finansowano ze środków obcych, stanowi ponadto zagrożenie dla wzrostu gospodarczego i stabilności finansowej. W rozbiciu na poszczególne podsektory można ponadto stwierdzić, że za akumulacją zadłużenia w Belgii, Hiszpanii, na Cyprze oraz w Słowenii i Szwecji stoją głównie przedsiębiorstwa niefinansowe. Wprawdzie zdolność przedsiębiorstw do spłaty długu (zadłużenie w stosunku do PKB lub wartości dodanej) może służyć jako punkt wyjścia analizy kwestii zadłużenia przedsiębiorstw, jednak dopiero dokładniejsze spojrzenie na udział aktywów finansowanych długiem oraz strukturę jego terminów zapadalności pozwoli określić faktyczne potrzeby w zakresie redukcji udziału środków obcych w finansowaniu oraz tempa tej redukcji. Za wzrost zadłużenia w Danii, Niemczech i Zjednoczonym Królestwie odpowiedzialne były głównie gospodarstwa domowe, których długi przekraczają PKB poszczególnych krajów. W ostatnim cyklu koniunkturalnym takiemu rozwojowi sytuacji towarzyszyły rosnące łącznie o ponad 150 % ceny domów i mieszkań (któremu to wzrostowi dorównywała jedynie hossa na rynku nieruchomości w Hiszpanii oraz Irlandii).

Ceny na rynkach mieszkaniowych osiągnęły bezprecedensowe poziomy.

Zadłużenie gospodarstw domowych jest ściśle związane z rozwojem sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych – w ciągu poprzedzającej kryzys dekady wzrost kredytów dla gospodarstw domowych szedł w parę z rosnącymi cenami domów i mieszkań. Cykl cenowy nieruchomości w UE był szczególnie wyrazisty, ze średnim łącznym wzrostem cen o ponad 40 %. Przykładowo, w okresie tej hossy w połowie państw członkowskich ceny domów i mieszkań zwiększyły się ponad dwukrotnie. Co więcej, w około dwóch trzecich z państw członkowskich przeciętna ścieżka wzrostu realnych cen nieruchomości przekraczała 6 % rocznie, a w niektórych z nich średnie roczne stopy wzrostu sięgały 20–35 %. Czas trwania i tempo tej ekspansji cenowej były wprawdzie w dużym stopniu zróżnicowane w poszczególnych krajach, ale w zdecydowanej większości państw członkowskich ceny nieruchomości osiągnęły szczytowy poziom w latach 2007-2008. Oczekiwanie dalszego wzrostu cen przyczyniło się również do ekspansji w sektorze budownictwa. W wielu państwach członkowskich, np. w Danii, Hiszpanii, na Litwie i Malcie oraz w Szwecji i Zjednoczonym Królestwie, rosnącym cenom domów i mieszkań towarzyszyły wysokie inwestycje w budownictwo mieszkaniowe.

...trwa jednak ich korekta, której skalę i horyzont czasowy trudno jeszcze sprecyzować.

Proces dostosowań trwa – w 2010 r. realny wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych nie przekroczył wartości progowej 6 % w żadnym państwie członkowskim z wyjątkiem Finlandii i Szwecji. Ostatnie korekty były stosunkowo znaczne, a do najbardziej wyraźnych doszło (choć nie zawsze) w tych krajach, które odnotowywały najwyższe i najszybsze wzrosty cen w okresie przed kryzysem, co wskazywałoby na zawyżone uprzednio ceny. Korekt o istotnej skali zaznały przykładowo – po okresie znacznego skumulowanego wzrostu cen – rynki nieruchomości w Bułgarii, Danii, Estonii, Hiszpanii oraz na Litwie, Łotwie i Słowacji. Mimo tych korekt wydaje się, że nadal istnieje potencjał dalszego spadku cen w wielu krajach, które również doświadczyły znacznego i szybkiego wzrostu cen mieszkań, takich jak Belgia, Francja, Luksemburg, Malta, Słowenia, Szwecja i Zjednoczone Królestwo, jako że w cyklu cenowym nieruchomości zazwyczaj istnieje bezpośrednie powiązanie między skalą korekty a rozmiarami wcześniejszej hossy. W najbliższej przyszłości na zmianach cen domów i mieszkań ciążyć będą ponadto pogarszające się warunki kredytowania oraz słabe tempo wzrostu PKB. Istotny czynnik stanowiąc będą również warunki po stronie podaży.

Rozpoczął się proces zmniejszania udziału finansowania dłużnego...

Ogólnie rzecz biorąc, podaż kredytów dla sektora prywatnego dramatycznie spadła w niektórych państwach członkowskich i zainicjowany został proces zmniejszania udziału środków obcych w finansowaniu (delewarowanie). Dane dotyczące przepływów kredytowych sektora prywatnego wskazują, że dostosowanie rozpoczęło się w roku 2009, następując bezpośrednio po odnotowywanej jeszcze w roku 2008 znacznej ekspansji akcji kredytowej. W roku 2010 wzrost akcji kredytowej przekraczał wartość progową wynoszącą 15 % już tylko na Cyprze. Niskie tempo wzrostu kredytowania w połączeniu z rosnącymi oszczędnościami netto może prowadzić do negatywnego sprzężenia zwrotnego dla wzrostu PKB w wyniku zmniejszenia popytu wewnętrznego. Dane empiryczne wskazują, że wywołane kryzysem dostosowania w bilansach sektora prywatnego trwają średnio ponad pięć lat, a w podsektorze przedsiębiorstw niefinansowych nawet dłużej. W takiej sytuacji eksport netto oraz zmiany wydajności stanowią główne czynniki decydujące o tempie wzrostu gospodarczego.

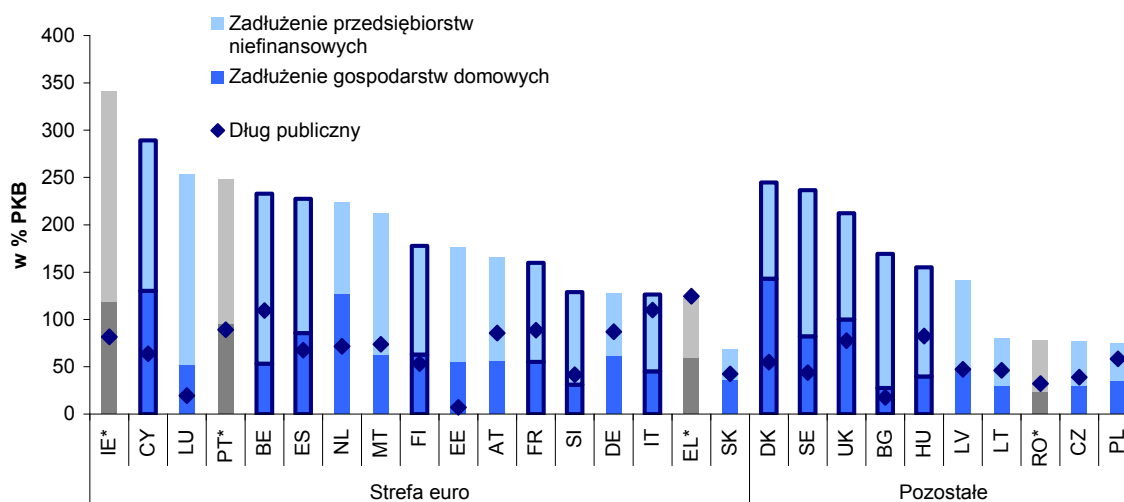
...który zwiększa podatność gospodarek państw UE na zagrożenia.

W trakcie kryzysu finansowego stało się jasne, że niezwykle ważna jest łączna wysokość zadłużenia danego państwa członkowskiego, jak również, że istnieją silne powiązania między zadłużeniem sektora prywatnego a długiem sektora instytucji rządowych i samorządowych¹⁹. Zadłużenie sektora prywatnego musi być zatem rozpatrywane łącznie z długiem sektora instytucji rządowych i samorządowych, gdyż skutki delewarowania w sektorze prywatnym mogą być spotęgowane przez trwający kryzys związany z długiem państwowym, wywierający presję na wysoce zadłużony sektor publiczny. Może się tak stać zwłaszcza w państwach członkowskich o wysokich poziomach zadłużenia zarówno sektora publicznego, jak i prywatnego, jak np. w Belgii²⁰ czy Zjednoczonym Królestwie (zob. wykres 3). Z kolei we Włoszech zadłużenie sektora prywatnego nie jest wprawdzie nadmiernie wysokie, jednak wysoki poziom długu publicznego i konieczność konsolidacji finansów publicznych mogą wywierać presję na bilanse w sektorze prywatnym. W świetle znacznej niepewności panującej na międzynarodowych rynkach finansowych dodatkowym problemem może okazać się wysoki poziom zobowiązań względem podmiotów zagranicznych, gdyż zwiększa on podatność danego kraju na ograniczenia w napływie kapitału lub jego nagłe wstrzymanie. Jeśli chodzi o zadłużenie zagraniczne, to w szczególności sytuację Hiszpanii i Węgier charakteryzuje połączenie wysokiego zadłużenia sektora prywatnego i wysokiego długu zagranicznego. Ponadto zadłużenie w walutach obcych może dodatkowo zwiększyć obawy o podatność na wstrząsy zewnętrzne w związku z możliwymi wahaniami kursu wymiany.

¹⁹ Rządy przejęły na siebie ciężar znacznych zobowiązań warunkowych sektora prywatnego, które – nawet jeśli nie mają bezpośrednich skutków dla poziomów zadłużenia – mogą negatywnie wpływać na postrzeganie ich wiarygodności kredytowej. Występują również sprzężenia zwrotne między sektorem prywatnym a sektorem publicznym, gdyż podmioty prywatne (w tym nie tylko instytucje finansowe) mogą stać się istotnymi wierzycielami rządów, a tym samym być narażone na ryzyko płynące z problemów budżetowych.

²⁰ Nawet jeśli zadłużenie sektora prywatnego w Belgii w oparciu o dane skonsolidowane jest niższe w związku z wysokim udziałem pożyczek udzielanych w obrębie przedsiębiorstw.

Wykres 3: Poziom łącznego zadłużenia poszczególnych sektorów, w % PKB (2010 r.)



Uwaga: kraje objęte programami pomocy są wyróżnione kolorem szarym i oznaczone gwiazdką.

Uwaga: Dane dotyczące zadłużenia sektora prywatnego w oparciu o dane nieskonsolidowane.

Źródło: Komisja Europejska.

Trwają dostosowania w gospodarce realnej

Korekta zakłóceń równowagi w kategoriach zewnętrznych oraz uzdrowienie bilansów przedsiębiorstw i gospodarstw domowych stanowią dość bolesne procesy, zwłaszcza w tych państwach członkowskich, których gospodarki wykazywały znaczne zakłócenia równowagi w okresie przed kryzysem. Tę korektę w przeważającej mierze napędzają zmiany popytu krajowego, a często towarzyszy jej znaczny wzrost bezrobocia. Może to odzwierciedlać ograniczone dostosowanie po stronie cen i płac, ale może również świadczyć o zachodzących procesach realokacji sektorowej. Korekta zakłóceń równowagi makroekonomicznej wymaga często przesunięć zasobów siły roboczej i kapitału między poszczególnymi sektorami gospodarki, w szczególności ze sztucznie rozrośniętych sektorów nieruchomości do sektorów towarów i usług podlegających wymianie handlowej. Proces ten ma zazwyczaj charakter stopniowy (w związku z różniącymi się w danych sektorach wymogami dotyczącymi kwalifikacji) i będzie jeszcze trwał przez pewien czas.

Stopy bezrobocia utrzymywały się w ostatnich latach na wysokich poziomach i odpowiedni wskaźnik przedstawiony w tabeli (średnia stopa bezrobocia na przestrzeni 3 lat) przekracza wartość progową w wysokości 10 % w Estonii, Hiszpanii oraz na Litwie, Łotwie i Słowacji. Również w wielu innych państwach członkowskich wskaźnik ten wskazywał na raczej wysokie bezrobocie, które ponadto ogólnie ujawniało tendencję wzrostową. Niedawna recesja miała znaczny negatywny wpływ na stopę bezrobocia strukturalnego. W większości państw członkowskich realokacja zasobów siły roboczej między sektorami gospodarki zachodziła powoli i towarzyszące jej wysokie stopy bezrobocia wiązały się z potencjalnie znacznymi stratami w kapitale ludzkim i łącznej wydajności. Na perspektywy na rynku pracy negatywnie wpłynąć mogą ponadto obecna ogólna niepewność i zanikająca dynamika wzrostu, skala możliwej realokacji sektorowej w gospodarce oraz trwający w wielu państwach członkowskich proces ograniczania zadłużenia.

W warunkach niskiego wzrostu wydajności procesy dostosowawcze będą stanowiły tym większe wyzwanie. W szeregu państw członkowskich pogorszenie trendów w zakresie zmian wydajności przyczyniło się w okresie przed kryzysem do narastania zakłóceń równowagi makroekonomicznej oraz obniżenia konkurencyjności. Jednocześnie niezbędne dostosowania kosztów pracy i cen względnych są łatwiejsze w sytuacji, gdy wydajność rośnie w stałym tempie, gdyż zmniejsza to presję na zmiany płac nominalnych i cen nominalnych.

4. UWAGI DOTYCZĄCE POSZCZEGÓLNYCH KRAJÓW W RAMACH ANALIZY TABELI WSKAŹNIKÓW

Poniższe uwagi nie obejmują państw członkowskich, które są objęte nadzorem w ramach realizacji programów dostosowań makroekonomicznych. W strefie euro są to Grecja, Irlandia i Portugalia, a poza nią – Rumunia.

Belgia: Wartości wskaźników określających zmianę udziału w rynkach eksportowych, zadłużenie brutto sektora prywatnego oraz dług publiczny przekraczają wartości progowe. Jeśli chodzi o konkurencyjność w skali międzynarodowej, doszło do spadku udziału w rynkach eksportowych i jednoczesnego pogorszenia salda na rachunku obrotów bieżących, choć wskaźnik w dalszym ciągu nie przekracza wartości progowej, a pogorszenie salda obrotów towarowych jest częściowo skompensowane dobrymi wynikami osiąganymi w wymianie usług. Te trendy można wyjaśnić pogorszeniem konkurencyjności kosztowej w wyniku, między innymi, wyższego niż w strefie euro wzrostu jednostkowych kosztów pracy, ale również problemami w zakresie konkurencyjności pozacenowej. Jeśli chodzi o parametry wewnętrzne, wskaźnik zadłużenia sektora prywatnego znacznie przekracza wartość progową. Należy przy tym uwzględnić pewne dodatkowe aspekty, między innymi wpływ wolumenu pożyczek udzielanych wewnątrz przedsiębiorstw na poziom zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych oraz fakt, iż zadłużenie gospodarstw domowych ma głównie charakter hipoteczny, podczas gdy ich stopa oszczędności nadal utrzymuje się na wysokim poziomie. Niemniej poziom zadłużenia brutto sektora prywatnego należy rozpatrywać w powiązaniu z wysokością długu publicznego.

Bułgaria: Przed kryzysem Bułgaria odnotowywała wysokie deficyty na rachunku obrotów bieżących, co w połączeniu z napływem kapitału (głównie w postaci BIZ) i wzrostem akcji kredytowej dla sektora prywatnego doprowadziło do ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto tego kraju. Jednym z następstw kryzysu była ostra korekta deficytu na rachunku obrotów bieżących, który według prognoz powinien przerodzić się nawet w lekką nadwyżkę w 2011 r. i w kolejnych latach. Poprawa sytuacji nastąpiła nie tylko na skutek ograniczenia importu, ale również dobrych wyników osiągniętych w eksporcie w kontekście efektu doganiania. Bułgaria wykazuje jeden z najwyższych w UE wskaźników wzrostu jednostkowych kosztów pracy i podwyżki wynagrodzeń, mimo iż stanowią część zachodzącego procesu konwergencji i następują z bardzo niskiego poziomu wyjściowego, mogą w średnio- i długoterminowej perspektywie spowolnić proces nadrabiania zaległości. Zadłużenie sektora prywatnego w szybkim tempie wzrosło do poziomów przekraczających wartość progową, głównie w wyniku rosnącego zadłużenia przedsiębiorstw, podczas gdy zadłużenie gospodarstw domowych jest ograniczone, podobnie jak dług sektora publicznego.

Republika Czeska: W trakcie ostatniej dekady odnotowywano deficyty na rachunku obrotów bieżących, aczkolwiek nie przekraczały one wartości progowej i w ostatnich latach można było zaobserwować pewne ich zmniejszenie, głównie dzięki poprawie bilansu handlowego. W rezultacie międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto przekraczała wartość progową, choć należy przy tym również pamiętać o zanotowanym ostatnio niekorzystnym wpływie,

jaki miała aktualizacja wyceny pozycji aktywów i zobowiązań. Dzięki dominującemu finansowaniu z napływających BIZ oraz stosunkowo ograniczonemu zadłużeniu sektora publicznego i prywatnego zadłużenie zagraniczne netto pozostaje bliskie zeru. Mimo iż doszło do erozji konkurencyjności cenowej w wyniku znacznej aprecjacji realnego efektywnego kursu walutowego i wzrostu jednostkowych kosztów pracy, zwiększył się udział w rynkach eksportowych.

Dania: Rachunek obrotów bieżących odnotowuje stałe nadwyżki, głównie dzięki silnemu eksportowi usług, wpływom z eksportu ropy i gazu oraz zyskom z inwestycji zagranicznych. W ostatnich latach doszło jednak do osłabienia wyników osiąganych w eksporcie, o czym świadczy wskaźnik udziału w rynkach eksportowych, który przekracza wartość progową. Doszło również do pewnego pogorszenia konkurencyjności cenowej duńskiej gospodarki w związku z wysokimi nominalnymi podwyżkami płac w okresie przegrzania koniunktury oraz niskim wzrostem wydajności. Hossa na duńskim rynku mieszkaniowym, której korekta rozpoczęła się w roku 2007, wiązała się z szybkim wzrostem akcji kredytowej oraz znacznym wzrostem zadłużenia sektora prywatnego, a zwłaszcza gospodarstw domowych. Wprawdzie w ostatnich latach miała miejsce częściowa korekta na rynkach kredytów i mieszkań, zadłużenie sektora prywatnego jest jednak nadal bardzo wysokie i przekracza wartość progową, choć w przypadku gospodarstw domowych odzwierciedla to po części zwiększone składki na rzecz prywatnych programów emerytalnych oraz hojnego systemu zabezpieczenia społecznego.

Niemcy: W ciągu ostatniej dekady Niemcy regularnie odnotowywały nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących. Odzwierciedlała ona częściowo wyniki osiągane w eksporcie i zbiegające się z odzyskaniem konkurencyjności cenowej, a w części również stłumione inwestycje krajowe i stosunkowo wysoką stopę oszczędności gospodarstw domowych. W ostatnich latach nastąpiło jednak powolne wzmocnienie popytu krajowego, co przyczyniło się do stopniowego zmniejszenia nadwyżki na rachunku obrotów bieżących i może zostać uznane za element przywracania równowagi. Ponadto zarejestrowano wprawdzie spadek udziału w rynkach eksportowych towarów, jednak jest on mniej wyraźny niż przeciętnie w strefie euro. Jeśli chodzi o parametry wewnętrzne, zadłużenie sektora prywatnego jest stosunkowo ograniczone, podczas gdy podobny wskaźnik dla sektora instytucji rządowych i samorządowych przekracza wartość progową. Prognozuje się jednak jego spadek w roku 2011 i trend ten powinno wspierać stopniowe wprowadzanie w życie konstytucyjnej zasady ograniczającej wysokość zadłużenia.

Estonia: W ostatniej dekadzie Estonia regularnie odnotowywała deficyty na rachunku obrotów bieżących aż do chwili, gdy w okresie kryzysu doszło do znacznej korekty; jednocześnie w tym samym okresie kraj ten znacznie zwiększył swój udział w rynkach eksportowych, mimo pogorszenia konkurencyjności cenowej (startując z niskiego pierwotnie poziomu cenowego). W ostatnich latach nastąpiły dostosowania po stronie płac i kosztów. Ogólnie rzecz biorąc, również międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Estonii osiągnęła stopniowo wartość negatywną i utrzymuje się powyżej wartości progowej – w dużej mierze odzwierciedla ona jednak bezpośrednie inwestycje zagraniczne, co oznacza, że zadłużenie zagraniczne netto jest znacznie niższe. Zadłużenie sektora prywatnego przekracza wartość progową, aczkolwiek zachodzi wyrazisty proces redukcji zobowiązań kredytowych. W połączeniu z wysokim nominalnym wzrostem PKB wskaźnik zadłużenia sektora prywatnego powinien się zatem obniżyć. Stopa bezrobocia jest wysoka, jednak dzięki wysokiej elastyczności rynku pracy dochodzi do jej szybkiego obniżenia.

Hiszpania: Gospodarka kraju przechodzi obecnie okres dostosowań, po tym jak w trakcie długiej hossy na rynku mieszkaniowym i kredytowym w latach poprzedzających kryzys doszło do akumulacji znacznych zakłóceń równowagi w kategoriach zewnętrznych i wewnętrznych. Rachunek obrotów bieżących wykazuje znaczące deficyty, które w ostatnim czasie zaczęły się wprawdzie zmniejszać w kontekście poważnego osłabienia koniunktury i dzięki lepszym wynikom w eksporcie, ale nadal utrzymują się powyżej wartości progowej. Od roku 2008 udało się częściowo odwrócić proces istotnego pogorszenia konkurencyjności cenowej i kosztowej. Trwa wprawdzie korekta zakłóceń równowagi, jednak absorpcja znacznego zadłużenia krajowego i zagranicznego oraz realokacja zasobów uwolnionych w sektorze budownictwa zajmie trochę czasu, zanim uda się przywrócić bardziej zrównoważone warunki. Spadek zatrudnienia związany z kurczeniem się sektora budownictwa i ogólną recesją w gospodarce został zaostrzony przez wolne tempo dostosowań po stronie płać, co doprowadziło do wzrostu bezrobocia.

Francja: Ekonomiczna analiza tabeli wskaźników ujawnia problemy zarówno w przypadku parametrów charakteryzujących gospodarkę w kategoriach zewnętrznych, jak i wewnętrznych. Skurczenie się francuskiego udziału w światowym eksporcie przekracza wartość progową i spadek ten należy do największych wśród krajów UE. Doszło do stopniowego pogorszenia bilansu handlowego, które przekłada się na pogarszające się saldo rachunku obrotów bieżących, nawet jeśli jego poziom utrzymuje się nadal poniżej wartości progowej. Zaniepokojenie sytuacją francuskiego bilansu płatniczego wynika również z pewnego pogorszenia konkurencyjności zarówno w kategoriach cenowych, jak i pozacenowych. W tym kontekście spadek rentowności francuskich przedsiębiorstw oraz następstwa dla inwestycji stanowią istotne czynniki, które zasługują na pogłębioną analizę. Zadłużenie sektora prywatnego uległo stopniowemu zwiększeniu i osiągnęło wartość progową, a nastąpiło to równoległe ze wzrostem długu publicznego.

Włochy: Wartości wskaźników ujętych w tabeli przekraczają wartości progowe w obszarach konkurencyjności i długu publicznego. Włochy doświadczyły znacznego pogorszenia konkurencyjności od połowy lat 90-tych, czego świadectwem jest również trwała utrata udziałów rynkowych. Straty te są tylko częściowo odzwierciedlone w stale pogarszającym się bilansie płatniczym Włoch, ze względu na stosunkowo przytłumiony wzrost popytu krajowego. Głównym powodem takiego stanu rzeczy jest słaby wzrost wydajności. Wprawdzie zadłużenie sektora prywatnego jest we Włoszech stosunkowo ograniczone – w dużej mierze dzięki solidnej sytuacji finansowej gospodarstw domowych – jednak powód do zaniepokojenia stanowi poziom długu publicznego, zwłaszcza w kontekście przygaszonego wzrostu gospodarczego i słabości strukturalnych. Sytuacja ta może z kolei obciążać bilanse w sektorze prywatnym.

Cypr: W obliczu faktu, iż wartości wielu wskaźników przekraczają wartości progowe, ekonomiczna analiza tabeli ujawnia rozmaite wyzwania, przed którymi cypryjska gospodarka stoi zarówno w kategoriach zewnętrznych, jak i wewnętrznych. W ciągu minionej dekady gospodarkę kraju charakteryzowały utrzymujące się deficyty na rachunku obrotów bieżących, które wynikały głównie z ożywionego popytu krajowego. Zmiany obserwowane na cypryjskim rachunku obrotów bieżących wskazują na znaczne rozbieżności między obrotem towarowym a wymianą usług, odzwierciedlające przesunięcie punktu ciężkości gospodarki Cypru w stronę sektora usług. Ujemne saldo w obrocie towarowym jest tylko częściowo kompensowane nadwyżką odnotowywaną w handlu usługami. W latach przed wybuchem kryzysu doszło do pogorszenia konkurencyjności cenowej Cypru, ale później trend ten nie był już tak wyraźny. Wysoce zadłużony sektor prywatny kontynuował redukcję swoich pozostających do spłaty zobowiązań, którym niemniej można jednocześnie przeciwstawić

znaczne aktywa. Pogorszenie perspektyw gospodarczych i sytuacji finansów publicznych, jak również konsekwencje zaangażowania sektora bankowego w Grecji zwiększają obawy wynikające z wyzwań, które wiążą się z korektą zakłóceń równowagi w pozostałych sektorach gospodarki.

Łotwa: Do roku 2008 Łotwa regularnie odnotowywała znaczne deficyty na rachunku obrotów bieżących, którym towarzyszyła szybko rosnąca ujemna wartość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, nawet jeśli zadłużenie zagraniczne netto jest niższe, jeśli uwzględnić bezpośrednie inwestycje zagraniczne. Wybuch kryzysu oznaczał dla gospodarki Łotwy nadzwyczaj twarde lądowanie połączone z natychmiastową i znaczną korektą deficytu na rachunku obrotów bieżących, co wymagało wprowadzenia w życie zdecydowanego programu dostosowawczego wspieranego przez program pomocy na rzecz wsparcia bilansu płatniczego, który zakończył się w styczniu 2012 r. Obserwowany uprzednio trend stałego pogarszania się konkurencyjności cenowej został w skompensowany przez dostosowania wewnętrzne obejmujące między innymi cięcia wynagrodzeń i redukcję zatrudnienia. Okres nadzwyczaj ożywionej koniunktury charakteryzował się również silnym wzrostem akcji kredytowej, szybko rosnącymi cenami nieruchomości oraz wysoką dynamiką w sektorze budownictwa. Pociągnęło to za sobą szybką akumulację zadłużenia w sektorze prywatnym, co z kolei w okresie zapaści gospodarczej doprowadziło do procesu delewarowania i znacznych korekt cen domów i mieszkań. Bezrobocie jest wprawdzie nadal wysokie, szybko jednak spadło z rekordowego poziomu odnotowanego pod koniec 2009 r.

Litwa: Do 2008 r. Litwa odnotowywała wysokie deficyty na rachunku obrotów bieżących, a także erozję konkurencyjności cenowej, co wynikało z ożywionej koniunktury krajowej. W wyniku rozległych i znacznych procesów dostosowawczych, które miały miejsce w latach kryzysu, saldo rachunku obrotów bieżących jest obecnie na poziomie zbliżonym do wyrównanego. Realny efektywny kurs walutowy uległ deprecjacji, głównie na skutek obniżek płac nominalnych. Już przed 2008 r. Litwa była w stanie zwiększać swój udział w rynkach eksportowych, choć z niskiego poziomu. Podczas gdy międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto pozostaje ujemna i na wysokim poziomie przekraczającą wartość progową, zadłużenie zagraniczne netto jest dużo niższe, jeśli uwzględnić finansowanie za pośrednictwem bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Kryzys finansowy wyhamował ekspansję sektora bankowego i wysoką dynamikę płac – sektor prywatny zaczął zmniejszać swoje zadłużenie, stosunek przepływów kredytowych do PKB przyjął wartości ujemne, a ceny mieszkań uległy znacznej korekcie. Bezrobocie jest wprawdzie nadal wysokie, obniża się jednak w porównaniu z rekordowym poziomem odnotowanym w 2010 r.

Luksemburg: Wartość wskaźnika dla salda rachunku obrotów bieżących przekracza wartość progową, co wynika z faktu, iż silna specjalizacja kraju w usługach finansowych prowadzi do nadwyżek w bilansie handlowym. Nie jest to jednak związane ze stłumionym popytem krajowym, a raczej z koncentracją aktywności gospodarczej i miejsc pracy w tym kraju. Luksemburg stracił na konkurencyjności cenowej w wyniku znacznych podwyżek płac i niskiego wzrostu wydajności, ale należy podkreślić, że w tym samym czasie kraj zwiększa swój udział w rynkach eksportowych usług. Zadłużenie sektora prywatnego przekracza wartość progową i towarzyszą mu znaczne i podlegające wahaniom przepływy kredytowe. Wynika to jednak w głównej mierze z wolumenu operacji pożyczkowych w obrębie międzynarodowych przedsiębiorstw niefinansowych, a nie z nadmiernego zadłużenia sektora prywatnego. Zadłużenie gospodarstw domowych jest stosunkowo ograniczone. W ciągu ostatniej dekady zarejestrowano znaczny skumulowany wzrost realnych cen mieszkań i dotychczas korekta w tym zakresie była ograniczona.

Węgry: Wartości wskaźników tabeli znacznie przekraczają wartości progowe w przypadku długu publicznego i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. Ta ostatnia jest wynikiem stałego deficytu na rachunku obrotów bieżących odnotowywanego w latach poprzedzających kryzys. Wraz z kryzysem nastąpiła drastyczna korekta, gdyż doszło do załamania popytu krajowego, jednak deficyt w przypadku międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto pozostaje wysoki, nawet jeśli znaczna jego część jest finansowana przez bezpośrednie inwestycje zagraniczne. W okresie poprzedzającym kryzys doszło również do bardzo dużego nasilenia akcji kredytowej, przy czym zwłaszcza w przypadku gospodarstw domowych kredyty były na ogół zaciągane w walutach obcych. Do akumulacji zadłużenia sektora prywatnego względem zagranicy doszło na tle wysokiego i rosnącego długu publicznego, który również był finansowany w walutach obcych. W listopadzie 2011 r. rząd węgierski formalnie zwrócił się o udzielenie zapobiegawczej pomocy finansowej przez UE i MFW²¹.

Malta: Przez minioną dekadę gospodarka kraju stale odnotowywała deficyt na rachunku obrotów bieżących, który w ostatnich latach uległ jednak zmniejszeniu; międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Malty osiąga jednocześnie wartość dodatnią. Nie jest jednak jeszcze jasne, czy zmniejszenie deficytu w bilansie płatniczym ma charakter strukturalny. Wcześniejsze spadki udziału w rynkach eksportowych wynikają z upadku tradycyjnych branż przetwórczych, ale ten trend udaje się odwrócić dzięki wynikom sektora usług. Jeśli chodzi o parametry wewnętrzne, ceny mieszkań wzrosły wprawdzie znacznie, ale obecnie wydają się już być na ścieżce spadkowej.

Niderlandy: W latach poprzedzających kryzys Niderlandy stale odnotowywały znaczne nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, głównie dzięki wynikom w bilansie handlowym, w tym eksportowi netto gazu ziemnego. Wartości wskaźnika nie przekraczają jednak obecnie wartości progowej, chociaż według prognozy Komisji będą rosły w nadchodzących latach. Mimo pewnego wzrostu nominalnych jednostkowych kosztów pracy, spadek udziału w rynkach eksportowych jest stosunkowo ograniczony. Nadwyżki odzwierciedlają również wysoki poziom oszczędności w sektorze przedsiębiorstw i związane z tym przytłumione inwestycje. Wewnętrzne zagrożenia dla gospodarki niderlandzkiej są zasadniczo związane ze stosunkowo wysokim zadłużeniem sektora prywatnego i rynkami nieruchomości. W latach przed kryzysem rosło zarówno zadłużenie gospodarstw domowych w stosunku do dochodu do dyspozycji, jak i ceny mieszkań, po części w wyniku zachęt podatkowych ułatwiających gospodarstwom domowym zaciąganie wysokich kredytów hipotecznych. Jednocześnie saldo majątku netto gospodarstw domowych jest dodatnie.

Austria: Jeśli chodzi o wyniki w handlu zagranicznym, Austria regularnie odnotowuje nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących. Inny ze wskaźników tabeli ujawnia jednocześnie spadek udziału w rynkach eksportowych, mimo iż wzrost jednostkowych kosztów pracy był ograniczony. Zadłużenie sektora prywatnego stopniowo rosło i obecnie nieznacznie przekracza wartość progową, podobnie jak dług publiczny. W Austrii nie doszło jednak pod koniec minionej dekady, w ujęciu względnym, do hossy na rynku nieruchomości, aktywów czy kredytów, a wzrost zadłużenia był w głównej mierze napędzany przez przedsiębiorstwa. Rozwój sytuacji w roku 2011 pozwala sądzić, że wzrost zadłużenia w sektorze prywatnym uległ zahamowaniu i sektor ten, z uwzględnieniem przedsiębiorstw niefinansowych, osiągnie netto status wierzyciela.

Polska: Wprawdzie wartości wskaźników tabeli dotyczących salda rachunku obrotów bieżących i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto przekraczają wartości progowe,

²¹ Formalne negocjacje jeszcze się nie rozpoczęły.

parametry te należy jednak rozpatrywać w kontekście procesu nadrabiania zaległości oraz finansowania odpowiednich deficytów w dużej mierze ze stosunkowo stabilnie napływających bezpośrednich inwestycji zagranicznych i funduszy UE. W latach 2006-2008 odnotowano ograniczone pogorszenie konkurencyjności cenowej wynikające z aprecjacji nominalnego kursu wymiany waluty krajowej, ale od 2009 r. trend ten uległ odwróceniu. Mimo tej obniżonej konkurencyjności Polska zanotowała istotne zwiększenie udziału w rynkach eksportowych oraz skromny wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy. Nastąpił stosunkowo silny wzrost akcji kredytowej i wzrost zadłużenia w sektorze prywatnym – wprawdzie z niskich poziomów wyjściowych, jednak częściowo finansowany w walutach obcych.

Słowenia: Dwa wskaźniki tabeli przekroczyły w 2010 r. wartość progową. W latach poprzedzających kryzys Słowenia cieszyła się silnym wzrostem gospodarczym i popytem krajowym, czemu towarzyszyło jednak pewne osłabienie konkurencyjności cenowej oraz stopniowy wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących. Istnieją oznaki, że doszło do przegrzania gospodarki, w szczególności jeśli spojrzeć na wzrost akcji kredytowej w sektorze prywatnym, wartość dodaną w sektorze budownictwa oraz ceny nieruchomości. Światowy kryzys mocno uderzył w gospodarkę słoweńską. Wprawdzie przyniósł on pewną, być może tylko przejściową, korektę salda bilansu płatniczego, jednak proces dostosowań znajduje się wciąż na wczesnym etapie. Świadectwem wysokiego zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych, w tym w sektorze budownictwa, są bankructwa przedsiębiorstw, stosunek środków obcych do kapitałów własnych oraz zaległości w spłacie kredytów.

Słowacja: W ciągu poprzedniej dekady Słowacja stale odnotowywała znaczne deficyty na rachunku obrotów bieżących, które częściowo były finansowane transferami kapitałowymi z zagranicy. Niemniej wartość odpowiedniego wskaźnika utrzymuje się powyżej wartości progowej, nawet jeśli odchylenie jest minimalne. Za stopniowe pogorszenie międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto odpowiadają w przeważającej mierze bezpośrednie inwestycje zagraniczne, które zasadniczo trafiały do produktywnych i zorientowanych na eksport branż gospodarki. Pogorszenie konkurencyjności cenowej odzwierciedlone wskaźnikiem realnego efektywnego kursu walutowego, który przekracza wartość progową, jest zasadniczo wynikiem silnej nominalnej aprecjacji i zachodziło równoległe ze znacznym wzrostem wydajności, eksportu i udziału w handlu światowym. Zadłużenie zarówno sektora prywatnego, jak i publicznego pozostaje ogólnie niskie.

Finlandia: Kilka wskaźników tabeli określających sytuację gospodarki w kategoriach zewnętrznych, np. spadek udziału w rynkach eksportowych, przekracza wartości progowe. Rachunek obrotów bieżących odnotowywał nadwyżkę – choć zmniejszającą się – w ciągu ostatniego dziesięciolecia, co odzwierciedlało spowolnienie światowej koniunktury, ale także zmiany strukturalne w sektorach eksportowych. Co więcej, wprawdzie pogorszenie konkurencyjności cenowej było względnie ograniczone przez większą część ostatniej dekady, jednak w ostatnich latach straty na tym polu były większe w wyniku powolnego dostosowania płac na tle spadającej wydajności. Tabela ukazuje również ciągły – w dużej mierze napędzany rosnącymi kredytami hipotecznymi – wzrost zadłużenia sektora prywatnego na przestrzeni ostatniej dekady, którego poziom przekracza obecnie wartość progową. Ceny mieszkań rosły w ciągu minionych dziesięciu lat, mimo łagodnej korekty w latach 2008-2009. W roku 2010 ceny ponownie zaczęły przyspieszać, i to w tempie przekraczającym wartość progową, aczkolwiek od drugiej połowy 2011 r. rozwój był już umiarkowany.

Szwecja: Kraj stale odnotowywał znaczne nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, przekraczające wartość progową. Z jednej strony odzwierciedlało to dodatnie salda

oszczędności sektora prywatnego i publicznego, ale w pewnym stopniu również stłumione inwestycje krajowe, zwłaszcza w sektorze budownictwa. Wskaźniki określające zmiany poziomu kosztów, takie jak jednostkowe koszty pracy i realny efektywny kurs walutowy, nie wskazują na pogorszenie konkurencyjności cenowej. Jeśli chodzi o parametry wewnętrzne, Szwecję charakteryzuje bardzo wysokie zadłużenie sektora prywatnego, znacznie przekraczające wartość progową. Wzrosło zadłużenie gospodarstw domowych, które mimo niedawnego spowolnienia akcji kredytowej utrzymuje się na wysokim poziomie. Jest to rezultat bardzo wysokiego wzrostu cen nieruchomości na przestrzeni ostatnich 15 lat, które dopiero niedawno zaczęły się stabilizować.

Zjednoczone Królestwo: W ciągu minionej dekady udział Zjednoczonego Królestwa w rynkach eksportowych zmniejszył się i odpowiedni wskaźnik przekracza wartość progową, aczkolwiek w ostatnich latach można zauważyć pewną stabilizację. Spadek ten nastąpił mimo znacznej w ostatnich latach deprecjacji realnego efektywnego kursu walutowego. Jednocześnie Zjednoczone Królestwo odnotowywało deficyty na rachunku obrotów bieżących, choć ich poziom nie przekraczał wartości progowej. Niepokojące jest wysokie zadłużenie sektora prywatnego, również w kontekście słabej kondycji finansów publicznych, o której świadczy wysoki i rosnący dług publiczny. Zadłużenie gospodarstw domowych w znacznej mierze stanowią kredyty hipoteczne, co jest zrozumiałe w kontekście wysokiego skumulowanego wzrostu cen nieruchomości. Wprawdzie zarówno zadłużenie gospodarstw domowych, jak i realne ceny nieruchomości spadły, jednak nadal utrzymują się na wysokim poziomie, co pozwala przypuszczać, że musi nastąpić dalsza korekta, przy czym istotną rolę odgrywa tempo tych dostosowań.

5. NAJWAŻNIEJSZE USTALENIA I WNIOSKI

Niniejsze, pierwsze zastosowanie procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej ma miejsce w kontekście problematycznych warunków gospodarczych zdominowanych przez niepokoje dotyczące długu państwowego. We wszystkich państwach członkowskich zachodzą procesy dostosowań do następstw kryzysu, aczkolwiek wyzwania, przed którymi stoi każde z nich, różnią się pod względem zakresu i stopnia trudności. Jak stwierdziła niedawno Komisja w rocznej analizie wzrostu gospodarczego²², oprócz korygowania znacznych, skumulowanych w ubiegłych latach zakłóceń równowagi, Unia i państwa członkowskie zmagają się również ze wzajemnie powiązаныmi problemami w postaci niskiego tempa wzrostu gospodarczego, wysokiego bezrobocia oraz konieczności zapewnienia długoterminowej stabilności finansów publicznych i przywrócenia stabilności systemu finansowego. Cel, jakim jest ograniczenie zakłóceń równowagi, został również uznany na łonie grupy G-20, gdzie ustanowiono procedurę nadzoru mającą wspierać uporządkowane przywrócenie zrównoważonych warunków wzrostu gospodarczego na całym świecie.

W wielu państwach członkowskich zachodzi proces korekty zakłóceń równowagi makroekonomicznej, w szczególności w tych krajach, które odnotowują lub odnotowywały wysokie deficyty bilansu płatniczego oraz znaczne zadłużenie wśród gospodarstw domowych lub w sektorze przedsiębiorstw, jak również w ich sektorach publicznych. Proces ten nadal trwa i w szeregu państw członkowskich doprowadził do znacznego wzrostu bezrobocia oraz krótkookresowego zmniejszenia poziomu aktywności gospodarczej. Jak podkreślono w rocznej analizie wzrostu gospodarczego, w przypadku państw członkowskich odnotowujących zakłócenia równowagi makroekonomicznej szczególnie istotne będą reformy

²² <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0815:FIN:PL:PDF>

przyczyniające się do wzrostu wydajności, gdyż mają one pozytywny wpływ na produkt potencjalny i możliwości dostosowawcze gospodarki²³. W obecnej sytuacji ryzyko powstania nowych, uwarunkowanych popytem zakłóceń równowagi jest zasadniczo niskie, aczkolwiek wraz z przyspieszeniem tempa wzrostu gospodarczego może dojść do ponownej presji na rynkach aktywów.

Ponieważ kraje objęte programami pomocy podlegają już wzmocnionemu nadzorowi nad ich sytuacją i polityką gospodarczą, nie są one poddawane ocenie w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej²⁴. Dotyczy to w tym przypadku **Grecji, Irlandii, Portugalii** oraz **Rumunii**. Łotwa pozostaje objęta nadzorem po zakończeniu programu pomocy na rzecz wsparcia bilansu płatniczego, którego realizację zakończono w dniu 19 stycznia 2012 r., i w związku z tym została uwzględniona w niniejszym sprawozdaniu.

Na podstawie ekonomicznej analizy tabeli wskaźników Komisja sądzi, że w przypadku niektórych państw członkowskich uzasadnione jest przeprowadzenie pogłębionej analizy celem bliższego zbadania pewnych aspektów. Wybrane szerokie podejście wynika z faktu, iż chodzi o pierwsze zastosowanie tej procedury nadzoru, w związku z czym należy również uwzględnić korekty narosłych uprzednio zakłóceń równowagi. Państwa członkowskie, których to dotyczy, to: **Belgia, Bułgaria, Dania, Hiszpania, Francja, Włochy, Cypr, Węgry, Słowenia, Finlandia, Szwecja i Zjednoczone Królestwo**.

Wymienione państwa członkowskie stoją przed różnymi wyzwaniami oraz różnymi potencjalnymi zagrożeniami, w tym wynikającymi ze skutków ubocznych. Niektóre państwa członkowskie muszą dokonać korekty skumulowanych zakłóceń równowagi makroekonomicznej zarówno w kategoriach wewnętrznych, jak i zewnętrznych. Będą one musiały zmniejszyć wysokie poziomy łącznego zadłużenia oraz odzyskać konkurencyjność, tak aby polepszyć swoje perspektywy wzrostu gospodarczego i wyniki w eksporcie. W przypadku wielu państw członkowskich pogłębiona analiza ułatwi ocenę czynników decydujących o wydajności, konkurencyjności oraz rozwoju sytuacji w handlu zagranicznym, a także skutków narosłego zadłużenia i zakresu powiązanych zakłóceń równowagi. W niektórych krajach dostosowanie zachodzi szybko, częściowo dzięki efektowi doganiania, i procesy te mogą wymagać bliższego zbadania. W niektórych krajach, mimo ogólnie dobrych wyników makroekonomicznych, odnotować można pewne zmiany na rynkach aktywów, w tym szczególnie na rynku mieszkaniowym, jak również stale rosnące zadłużenie sektora prywatnego, które uzasadniają pogłębioną analizę.

I wreszcie, ekonomiczna analiza wskaźników tabeli wskazuje na konieczność pogłębionej, przekrojowej analizy czynników decydujących o **znaczących i utrzymujących się nadwyżkach na rachunku obrotów bieżących** oraz konsekwencji tych nadwyżek dla polityki, szczególnie w przypadku niektórych państw członkowskich należących do strefy euro. W najbliższych miesiącach Komisja dokona pogłębionej oceny różnic w wynikach gospodarczych poszczególnych państw członkowskich, w tym zbada wzajemne powiązania handlowe i finansowe między krajami odnotowującymi nadwyżki a krajami odnotowującymi deficyty, jak również zastanowi się nad sposobami dalszego przywracania równowagi na poziomie strefy euro oraz w kontekście globalnym. Komisja oceni również rolę, jaką –

²³ Zob. również sprawozdanie makroekonomiczne w załączniku do rocznej analizy wzrostu gospodarczego: http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/president/news/documents/pdf/annex_2_en.pdf

²⁴ Odpowiada to również podejściu przyjętemu we wniosku Komisji przedstawionym w dniu 23 listopada 2011 r. i dotyczącym rozporządzenia w sprawie wzmocnienia nadzoru gospodarczego i budżetowego nad państwami członkowskimi strefy euro dotkniętymi lub zagrożonymi poważnymi trudnościami w odniesieniu do ich stabilności finansowej, COM(2011) 819 wersja ostateczna.

poprzez wpływ na konsumpcję krajową oraz inwestycje krajowe – czynniki strukturalne (np. funkcjonowanie rynków usług) odgrywają w procesach prowadzących do osiągnięcia stałych nadwyżek, wskazując przy tym na płynące stąd niezbędne zalecenia polityczne. W tym kontekście Komisja zbada również bliżej rolę odgrywaną przez efekty doganiania.

W kontekście wielostronnego nadzoru i zgodnie z art. 3 ust. 4 rozporządzenia Komisja zwraca się do Rady i Eurogrupy o omówienie niniejszego sprawozdania. Komisja z zainteresowaniem oczekuje również na opinie Parlamentu Europejskiego i innych zainteresowanych stron. Uwzględniając te opinie, Komisja rozpocznie pogłębione analizy w odniesieniu do właściwych państw członkowskich.