



KOMISJA
EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 13.11.2013 r.
COM(2013) 790 final

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

przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania (2014 r.)

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

{SWD(2013) 790 final}

{SWD(2013) 791 final}

Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania stanowi punkt wyjściowy dla rocznego cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej mającej na celu zidentyfikowanie i zlikwidowanie zakłóceń równowagi, które utrudniają sprawne funkcjonowanie gospodarek państw UE i mogą zagrozić prawidłowemu funkcjonowaniu unii gospodarczej i walutowej. Niniejsze sprawozdanie wskazuje państwa członkowskie, w przypadku których konieczna jest dalsza analiza (w postaci szczegółowej oceny sytuacji), aby zdecydować o ewentualnym istnieniu zakłócenia równowagi wymagającego podjęcia działania politycznego. Pod tym względem sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania służy jako narzędzie wstępnej diagnozy i oparte jest na tabeli wskaźników z wartościami progowymi oraz na zestawie wskaźników dodatkowych. Sprawozdanie to nie stanowi mechanicznej procedury i sam fakt zgłoszenia przez państwo członkowskie wskaźnika przekraczającego wartość progową nie pociąga za sobą automatycznie wszczęcia szczegółowej oceny sytuacji, ponieważ Komisja bierze pod uwagę całościowy obraz gospodarki.

Dopiero na podstawie szczegółowych ocen sytuacji Komisja stwierdzi, czy występują zakłócenia lub potencjalnie nadmierne zakłócenia, oraz zaproponuje odpowiednie zalecenia polityczne. Szczegółowe oceny sytuacji zostaną opublikowane wiosną 2014 r. i zostaną wykorzystane do potrzeb analizy stanowiącej podstawę przyszłorocznych zaleceń dla poszczególnych krajów w ramach europejskiego semestru na rzecz koordynacji polityki gospodarczej.

1. STRESZCZENIE

Gospodarki państw UE nadal czynią postępy w zakresie likwidowania zewnętrznych i wewnętrznych zakłóceń równowagi makroekonomicznej Te zakłócenia równowagi, zwłaszcza wysokie zadłużenie, znaczne i utrzymujące się deficyty i nadwyżki obrotów bieżących, utrata konkurencyjności i narastanie długu, przyczyniły się do pogłębienia kryzysu. W ciągu ostatnich lat w kilku obszarach udało się jednak poczynić postępy. W szczególności w wielu państwach członkowskich, dzięki reformom strukturalnym i presji rynkowej, odnotowano ograniczenie deficytów budżetowych i znaczną poprawę konkurencyjności kosztowej.

W celu przywrócenia równowagi konieczne są jednak dalsze postępy. Zakłócenia równowagi, które pogłębiły kryzys, narastały przez mniej więcej dekadę, dlatego przywrócenie równowagi również wymaga czasu, a realizacja koniecznych działań politycznych powinna przyczynić się do strukturalnych zmian w gospodarce. Dotychczas poczyniono nieznaczne postępy w zakresie ograniczenia nadmiernego zadłużenia sektora prywatnego, chociaż w wielu państwach przepływy kredytowe były na bardzo niskim, a nawet ujemnym poziomie. Również poprawa międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto w większości zadłużonych gospodarek przebiegała w powolnym tempie. Ponadto w państwach członkowskich odnotowujących wysokie nadwyżki doszło do dużo mniej wyraźnego ograniczenia zakłóceń równowagi, co może wskazywać na nieefektywne poziomy oszczędności i inwestycji. Zgodnie z tym, co zaleciła Komisja, wzmocnienie w tych państwach roli popytu krajowego jako czynnika przyczyniającego się do wzrostu gospodarczego doprowadziłoby do łagodniejszego przebiegu ogólnej korekty w strefie euro. Kilka państw członkowskich, w których zakłócenia równowagi wymagają natychmiastowej korekty, odnotowało znaczne pogorszenie sytuacji pod względem zatrudnienia i sytuacji

społecznej, a wzrost poziomów bezrobocia i ubóstwa doprowadził do znacznych rozbieżności między państwami członkowskimi.

Niniejsze sprawozdanie rozpoczyna trzeci cykl zastosowania procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej¹. Procedura ta ma na celu zidentyfikowanie i zlikwidowanie zakłóceń równowagi, które utrudniają sprawne funkcjonowanie gospodarek państw członkowskich, strefy euro, a także całej UE. Zastosowanie procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej zostało włączone do europejskiego semestru, tak aby zapewnić spójność z innymi narzędziami nadzoru gospodarczego. Zgodnie z tym podejściem do państw członkowskich zostały skierowane odpowiednie zalecenia. Roczna analiza wzrostu gospodarczego², która jest publikowana w tym samym czasie co niniejsze sprawozdanie, dotyczy wzajemnych powiązań między korygowaniem zakłóceń równowagi makroekonomicznej w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej a pilnymi wyzwaniami w zakresie zapewnienia zrównoważonego charakteru polityki budżetowej, przywrócenia kredytowania, wspierania wzrostu gospodarczego i konkurencyjności, zwalczania bezrobocia i społecznych konsekwencji kryzysu, a także modernizacji administracji publicznej. W najbliższych dniach Komisja przyjmie również opinie w sprawie projektów planów budżetowych państw członkowskich należących do strefy euro (z wyjątkiem państw, które są objęte programem dostosowań makroekonomicznych) oraz na temat kursu polityki budżetowej w strefie euro. Ponadto Komisja przedłoży Radzie wnioski dotyczące opinii w sprawie programów partnerstwa gospodarczego przedłożonych przez kilka państw członkowskich.

W sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania wskazano państwa członkowskie, w których mogą występować zakłócenia równowagi i w odniesieniu do których należy przeprowadzić dalszą analizę przed stwierdzeniem istnienia lub utrzymywania się zakłóceń równowagi oraz ich charakteru. Pod tym względem sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania służy jako narzędzie wstępnej diagnozy przeprowadzanej na początku rocznego cyklu koordynacji polityki gospodarczej i opartej na tabeli wskaźników z wartościami progowymi oraz na zestawie wskaźników dodatkowych. Zgodnie z komunikatem zatytułowanym „Wzmocnienie społecznego wymiaru unii gospodarczej i walutowej”³ niniejsze sprawozdanie po raz pierwszy zawiera zestaw wskaźników społecznych, które są przydatne do interpretacji tabeli wskaźników. Bardziej pogłębiona analiza zostanie przeprowadzona w późniejszych szczegółowych ocenach sytuacji. Na podstawie tych szczegółowych ocen sytuacji Komisja stwierdzi, czy występują zakłócenia lub nadmierne zakłócenia równowagi, oraz zaproponuje odpowiednie zalecenia polityczne.

¹ Niniejszemu sprawozdaniu towarzyszą dwa dokumenty robocze, z których jeden dotyczy szeregu zmian technicznych wprowadzonych we wskaźnikach wykorzystywanych w tabeli wskaźników i we wskaźnikach dodatkowych. Drugi dokument zawiera szereg danych statystycznych, na podstawie których przygotowano niniejsze sprawozdanie. Odnosi się on również do informacji prasowej Eurostatu nr 166/2013 i do niedawnego wniosku dotyczącego rozporządzenia w sprawie przekazywania statystyk związanych z procedurą dotyczącą zakłóceń równowagi makroekonomicznej, COM(2013) 342 z 7.6.2013 r. Rozporządzenie to służy zapewnieniu właściwego monitorowania przez Eurostat jakości danych, a także kwestii związanych z zestawianiem i przekazywaniem danych i metadanych.

² COM(2013) 800 z 13.11.2013 r. Zob. również sporządzony przez Komisję projekt wspólnego sprawozdania o zatrudnieniu.

³ COM(2013) 690 z 2.10.2013 r. W komunikacie zaproponowano również tabelę kluczowych wskaźników, które zostaną wykorzystane w projekcie wspólnego sprawozdania o zatrudnieniu, aby umożliwić monitorowanie rozwoju sytuacji pod względem zatrudnienia i sytuacji społecznej, a także zidentyfikowanie na wczesnym etapie problemów w tych dziedzinach. W grudniu Rada oceni, czy wykorzystać tę tabelę w ramach europejskiego semestru na 2014 r.

Z niniejszego sprawozdania wynika, że konieczne jest przeprowadzenie pogłębionej analizy procesów narastania i ograniczania zakłóceń równowagi oraz związanych z tymi procesami zagrożeń w 16 państwach członkowskich. W przypadku niektórych państw szczegółowa ocena sytuacji będzie oparta na ustaleniach dokonanych w trakcie poprzedniego cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej⁴, natomiast w odniesieniu do innych Komisja przeprowadzi szczegółową ocenę sytuacji po raz pierwszy. Kilka państw członkowskich, w przypadku których Komisja zamierza przeprowadzić szczegółowe oceny sytuacji, stoi przed różnymi problemami i możliwymi zagrożeniami, w tym związanymi z ewentualnymi skutkami ubocznymi dla ich partnerów.

- W przypadku **Hiszpanii i Słowenii** szczegółowa ocena sytuacji będzie dotyczyła utrzymywania się lub likwidacji *nadmiernych zakłóceń równowagi*, a także postępów poczynionych w likwidowaniu stwierdzonych zakłóceń równowagi w wyniku podjęcia przez te państwa członkowskie reform strukturalnych.
- W przypadku **Francji, Włoch i Węgier**, które są państwami członkowskimi odnotowującymi zakłócenia równowagi i w odniesieniu do których Komisja stwierdziła konieczność podjęcia zdecydowanych działań politycznych, poszczególne szczegółowe oceny sytuacji będą dotyczyły utrzymywania się zakłóceń równowagi.
- W przypadku pozostałych państw członkowskich, w których wcześniej stwierdzono istnienie zakłóceń równowagi (**Belgia, Bułgaria, Dania, Malta, Niderlandy, Finlandia, Szwecja i Zjednoczone Królestwo**), szczegółowa ocena sytuacji umożliwi stwierdzenie, w których państwach członkowskich zakłócenia równowagi się utrzymują, a w których zostały zlikwidowane. Komisja jest zdania, że ze względu na fakt, iż występowanie zakłóceń równowagi zostało stwierdzone w poprzednich szczegółowych ocenach sytuacji po dogłębnej analizie, stwierdzenie zlikwidowania zakłócenia równowagi również powinno nastąpić po odpowiednim uwzględnieniu wszystkich istotnych czynników w ramach kolejnej szczegółowej oceny sytuacji, co może ewentualnie doprowadzić do zakończenia procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w odniesieniu do niektórych państw członkowskich.
- Szczegółowa ocena sytuacji zostanie również przeprowadzona w odniesieniu do **Niemiec i Luksemburga** w celu lepszej analizy ich bilansów płatniczych i rozwoju sytuacji wewnętrznej, w celu oceny, czy w państwach tych występują zakłócenia równowagi.
- Ponadto szczegółowa ocena sytuacji zostanie również przeprowadzona dla **Chorwacji**, nowego państwa członkowskiego UE, ze względu na potrzebę zrozumienia charakteru i potencjalnych zagrożeń dla jej bilansu płatniczego, wyników handlowych i konkurencyjności, a także rozwoju sytuacji wewnętrznej.

W odniesieniu do państw członkowskich objętych programem dostosowań makroekonomicznych i korzystających z pomocy finansowej nadzór nad występującymi w tych państwach zakłóceniami równowagi i monitorowanie podejmowanych przez nie środków naprawczych będą kontynuowane w kontekście ich programów dostosowań.

⁴ W kwietniu 2013 r. Komisja stwierdziła istnienie zakłóceń równowagi w Belgii, Bułgarii, Danii, Hiszpanii, Francji, we Włoszech, na Węgrzech, w Malcie, w Niderlandach, Słowenii, Finlandii, Szwecji i Zjednoczonym Królestwie, przy czym w Hiszpanii i Słowenii odnotowano nadmierne zakłócenia równowagi (zob. „Wyniki szczegółowych ocen sytuacji”, COM(2013) 199 z 10.4.2013 r. oraz „Macroeconomic Imbalances”, *European Economy-Occasional Papers*, nr 132-144). W odniesieniu do wszystkich przyjętych przez Radę zaleceń skierowanych do poszczególnych państw, w tym zaleceń dotyczących zlikwidowania zakłóceń równowagi, zob. Dz.U. C 217 z 30.7.2013, s. 1.

Dotyczy to Irlandii, Grecji, Cypru, Portugalii oraz Rumunii, przy czym sytuacja Irlandii w kontekście procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej zostanie oceniona po zakończeniu programu.

W kontekście wielostronnego nadzoru i zgodnie z art. 3 ust. 5 rozporządzenia nr 1176/2011⁵ Komisja zwraca się do Rady i Eurogrupy o omówienie niniejszego sprawozdania. Komisja oczekuje również na opinie Parlamentu Europejskiego i odpowiednio współpracuje z właściwymi zainteresowanymi stronami. Uwzględniając wymianę poglądów w ramach Rady i Eurogrupy, Komisja przeprowadzi szczegółowe oceny sytuacji w odniesieniu do wymienionych państw członkowskich. Przewiduje się, że zostaną one opublikowane wiosną 2014 r., przed przygotowaniem krajowych programów reform oraz przed pakietem zaleceń dla poszczególnych państw przedkładanym w związku z europejskim semestrem.

⁵ Dz.U. L 306 z 23.11.2011, s. 25.

2. POSTĘPY W PRZYWRACANIU RÓWNOWAGI

W ostatnim roku większość państw członkowskich UE poczyniła postępy w zakresie likwidowania występujących w tych państwach zakłóceń równowagi. Dotyczy to nie tylko deficytów obrotów bieżących i głównych wskaźników konkurencyjności, ale również rachunków budżetowych, bilansów w sektorze prywatnym i sektora finansowego. Presja na zmniejszenie zadłużenia wywierana na sektor prywatny i publiczny w wielu państwach członkowskich nadal jednak wpływa negatywnie na działalność gospodarczą. Popyt krajowy w niektórych gospodarkach jest tłumiony przez konieczność zwiększenia oszczędności przez gospodarstwa domowe, a w niektórych przypadkach również przez rozwój sytuacji pod względem płac, a także przez konieczność ograniczenia zadłużenia przez przedsiębiorstwa. Ponadto niski poziom działalności gospodarczej w konsekwencji kryzysu doprowadził do wzrostu wskaźników bezrobocia i pogorszenia szeregu innych wskaźników społecznych.

Likwidacja zakłóceń równowagi przyczynia się również do polepszenia fundamentalnych parametrów gospodarki i do stopniowego ożywienia gospodarczego. Jednocześnie stopniowa normalizacja ogólnej sytuacji gospodarczej pomaga obniżyć ryzyko makroekonomiczne związane z zakłóceniami równowagi. Perspektywy wzrostu gospodarczego⁶ są obecnie lepsze niż rok temu, a postępy w likwidowaniu zakłóceń zewnętrznej i wewnętrznej równowagi makroekonomicznej pozwolą utorować drogę dla wzrostu gospodarczego i dalszej konwergencji. W ciągu ostatnich kilku miesięcy napływające informacje gospodarcze napawały optymizmem. Po kilku kwartałach, w czasie których następował spadek PKB, w drugim kwartale roku odnotowano wzrost PKB o 0,3 % zarówno w strefie euro, jak i w całej UE. Jeżeli chodzi o drugą połowę roku, kluczowe wskaźniki świadczą o postępującym ożywieniu, chociaż w umiarkowanym tempie. Stopniowe ożywienie popytu krajowego i zwiększenie eksportu, do którego przyczyniła się poprawa konkurencyjności, również potwierdzają perspektywy dalszego ożywienia gospodarczego w przyszłym roku. W odniesieniu do poszczególnych aspektów sytuacji gospodarczej uwzględnionych w procedurze dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej sformułować można następujące wnioski ogólne:

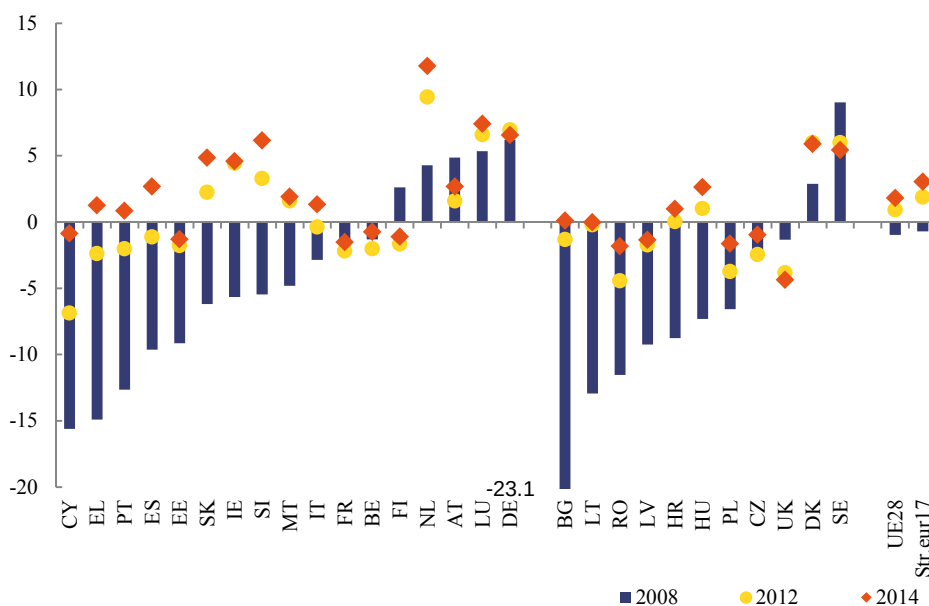
- **Nastąpiła znaczna poprawa sytuacji, jeżeli chodzi o salda obrotów bieżących państw członkowskich, które odnotowywały wysokie deficyty** (zob. wykres 1). Dotyczy to zwłaszcza państw członkowskich, które wdrażają programy dostosowań makroekonomicznych i otrzymują wsparcie w postaci pomocy finansowej (EL, IE, CY, PT i RO), a także BG, EE, ES, LT, LV, SI i SK, czyli państw członkowskich, które jeszcze kilka lat temu odnotowywały największe deficyty obrotów bieżących i nie zrównoważony rozwój. Mimo że znaczna poprawa ich bilansów płatniczych wynikała ze zmniejszenia importu, co z kolei było konsekwencją spadku popytu krajowego i zmiany struktury wydatków, sytuacja pod względem eksportu również się poprawiła. Polepszenie bilansów płatniczych państw członkowskich, które wcześniej odnotowywały znaczne deficyty, wynika zarówno z czynników koniunkturalnych, jak i niekoniunkturalnych. Istnieją dowody na to, że poprawa sytuacji, jeśli chodzi o saldo obrotów bieżących, wynika w znacznej mierze z czynników niekoniunkturalnych, ze względu zarówno na zwiększenie eksportu, jak i na utratę dochodów powodującą zmniejszanie importu, która to sytuacja powinna utrzymać się również po ustabilizowaniu się ożywienia gospodarczego⁷. Wskaźnik dotyczący deficytu obrotów bieżących w

⁶ Zob. „European Economic Forecast-Autumn 2013”, *European Economy*, 2013 (nr 7).

⁷ Innymi słowy oznacza to, że wynik osiągnięty pod względem ograniczenia deficytów obrotów bieżących ogólnie jest lepszy od spodziewanego, jeżeli uwzględnić szacunkowe luki produktowe wspomnianych państw członkowskich i ich partnerów handlowych. W odniesieniu do metod dotyczących szacowania

zaktualizowanej tabeli wskaźników (średnia z trzech lat 2010-2012) nadal przekracza wartość progową w wysokości 4 % PKB w przypadku PL, a także EL, CY, PT i RO. Oczekuje się jednak że w 2013 r. ES, PT, SK i SI osiągną nawet nadwyżki, a w 2012 r. tylko CY i RO odnotowały deficyt w wysokości 4 % PKB lub powyżej tego poziomu. Wśród państw, które w ostatnich latach odnotowały pogorszenie swojego bilansu płatniczego, szczególną uwagę należy zwrócić na FR i UK, których deficyty należą obecnie do najwyższych w UE, mimo że znajdują się poniżej wartości progowej.

Wykres 1: Deficyty (-) i nadwyżki obrotów bieżących (+)
lata 2008, 2012 i 2014 (prognoza)
(% PKB)



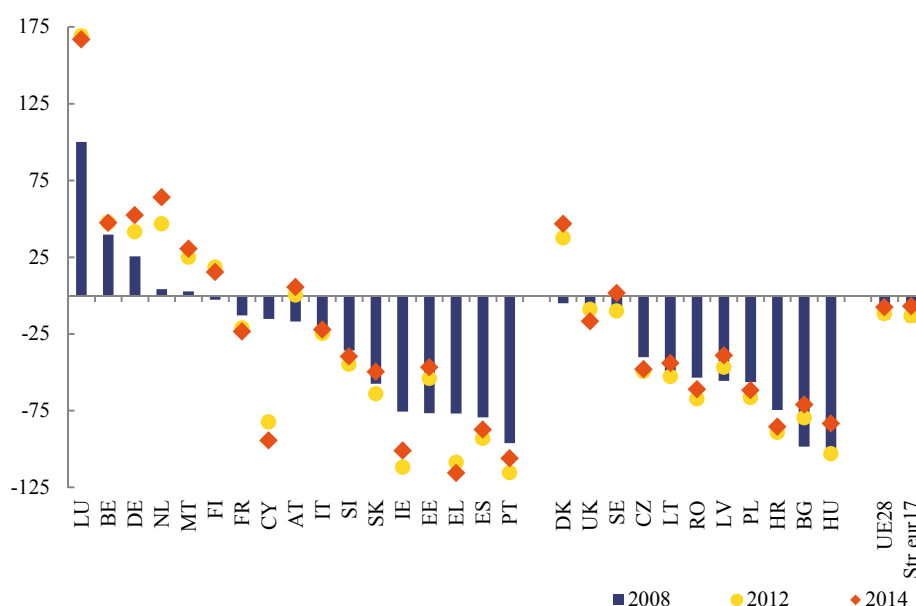
Źródło: Eurostat, służby Komisji.

- **Stabilność bilansu płatniczego w państwach najbardziej zagrożonych kryzysem nie została jednak jeszcze trwale przywrócona** (Wykres 2). Większość państw członkowskich odnotowuje znaczną ujemną wartość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. W strefie euro dotyczy to w szczególności ES i EE, a także czterech państw objętych programami dostosowań makroekonomicznych (PT, EL, IE i CY), natomiast poza strefą euro dotyczy to BG, HR, HU, LV. W przypadku każdego z tych państw ujemna wartość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto wynosi powyżej 50 % PKB, a w niektórych z nich (IE, EL, PT i HU) ta ujemna wartość przekracza roczny PKB. Zwłaszcza międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto CY w ostatnich latach bardzo szybko się pogorszyła. W przypadku CZ, LT, PL, SK, SI oraz RO wartości międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto również znajdują się poniżej wartości progowej, ale są stabilne. We wszystkich tych państwach członkowskich (z wyjątkiem EL i CY) w 2013 r. odnotowano salda obrotów bieżących powyżej poziomów, które zapewniają stabilność ich zobowiązań zagranicznych w perspektywie średnioterminowej. W celu sprowadzenia ujemnych wartości międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto

czynnika koniunkturalnego w saldzie obrotów bieżących zob. Salto, M. i A. Turrini (2010), „Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment”, *European Economy-Economic Papers*, nr 427.

do bezpieczniejszych poziomów konieczne jest jednak osiąganie przez dłuższy czas niższych deficytów lub nawet nadwyżek⁸. Co więcej, ze względu na bardzo niski wzrost nominalny w niektórych państwach nie nastąpiło jeszcze polepszenie wskaźników dotyczących międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. Ze względu na wysokie ujemne wartości międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto warunki finansowania w przypadku tych państw są narażone na zmiany perspektyw gospodarczych i wahania rynku. Ryzyko związane z ujemnymi wartościami międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, w tym wpływ na działalność gospodarczą i stabilność finansową, zależy w znacznej mierze od struktury zobowiązań. Pod tym względem państwa, w których poziom przychodzących bezpośrednich inwestycji zagranicznych jest wysoki (zwłaszcza BG, CZ, EE, SK, LT, LV i IE), są w lepszej sytuacji niż państwa, w przypadku których ujemne wartości międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto odzwierciedlają głównie zadłużenie zagraniczne⁹.

Wykres 2: Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto
lata 2008, 2012 i 2014 (prognoza)
(% PKB)



Uwaga: W prognozach na 2014 r. nie zakłada się żadnych zysków lub strat z tytułu wyceny.
Źródło: Eurostat, służby Komisji.

- W przypadku niektórych państw członkowskich nadwyżki obrotów bieżących nadal są bardzo wysokie, znacznie powyżej wartości progowej wynoszącej 6 % PKB (zob. wykres 1 i ramka 1). Jest tak w przypadku DE, LU i NL, a w mniejszym zakresie również SE. Z dostępnych prognoz wynika, że w najbliższym czasie poziom tych nadwyżek nie obniży się znacząco. Mimo że czynniki strukturalne uzasadniają trwałe umiarkowane nadwyżki w każdym z tych państw, poziomy odnotowane w ostatnich latach i prognozowane na 2014 r. są znacznie powyżej dotychczas osiągniętych poziomów i powyżej większości szacunków opartych na fundamentalnych parametrach gospodarki¹⁰.

⁸ Zob. „The Dynamics of International Investment Positions”, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2012(3), s. 7-20.

⁹ Zob. „The Role of FDI in Preventing Imbalances in the Euro Area”, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (2), s. 17-25.

¹⁰ Zob. np MFW (2013), „Multilateral Policy Issues Report - 2013 Pilot External Sector Report” (czerwiec) oraz „Germany-Staff Report for the 2013 Article IV Consultation” (sierpień).

Ponieważ działalność gospodarcza w DE ucierpiała mniej niż w większości partnerów handlowych, można przypuszczać, że poziom tej nadwyżki w ujęciu uwzględniającym zmiany cykliczne jest wyższy niż w rzeczywistości, jednakże nie jest tak w przypadku NL. Nadwyżki te są wynikiem dużej konkurencyjności i specjalizacji w sektorach, w przypadku których popyt światowy jest bardziej dynamiczny – co jest jak najbardziej pożądane – ale odzwierciedlają również stłumiony popyt krajowy, co świadczy o utrudnieniach strukturalnych dla wzrostu gospodarczego generowanego przez czynniki wewnętrzne¹¹. Wzrost inwestycji i obniżenie ogólnego poziomu oszczędności w tych państwach doprowadziłyby w nich do wzrostu dobrobytu i przyczyniłyby się do zrównoważonego wzrostu gospodarczego bez narażania na szwank ich konkurencyjności, zwłaszcza że wskaźnik inwestycji do PKB w państwach odnotowujących nadwyżki zazwyczaj jest niższy od średniego analogicznego wskaźnika dla UE. Jednocześnie znaczne nadwyżki mogą również odzwierciedlać niewydolność pośrednictwa finansowego. Połączenie tych znacznych nadwyżek i przedstawionego powyżej obniżenia deficytów oznacza, że strefa euro, która charakteryzowała się zrównoważonym bilansem płatniczym, odnotowuje obecnie nadwyżkę powyżej 2 % PKB¹². Może to spowodować presję na aprecjację euro w stosunku do innych walut międzynarodowych oraz konieczność podejmowania jeszcze większych wysiłków przez państwa bardziej zagrożone kryzysem na rzecz zmniejszenia zadłużenia i przywrócenia konkurencyjności poprzez dostosowanie po stronie kosztów.

- **W kilku państwach członkowskich, zwłaszcza w tych najbardziej zagrożonych kryzysem, odnotowano poprawę konkurencyjności cenowej i pozacenowej.** W przeciwieństwie do sytuacji panującej jeszcze kilka lat temu, w zaktualizowanej tabeli wskaźników w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w żadnym państwie członkowskim (z wyjątkiem LU) nie odnotowano wzrostu nominalnych jednostkowych kosztów pracy powyżej wartości progowej¹³. W państwach, w których w przeszłości koszty te rosły najszybciej (ES, LV i LT, a także IE i EL), odnotowano nawet ich wyraźne obniżenie¹⁴. Poprawa konkurencyjności ma zasadnicze znaczenie dla procesu dostosowawczego w gospodarkach stojących przed największymi wyzwaniami pod względem stabilności bilansu płatniczego. Bez poprawy konkurencyjności obniżenie ich deficytów następowałoby głównie poprzez ograniczenie importu i obniżenie poziomu dobrobytu. Ponadto w żadnym państwie członkowskim nie odnotowano *aprecjacji* realnego efektywnego kursu walutowego powyżej wartości progowej. W rzeczywistości w przypadku kilku państw członkowskich stopa *deprecjacji* realnego efektywnego kursu walutowego znajdowała się powyżej wartości progowej, zważywszy na zmiany sytuacji pod względem nominalnego kursu walutowego euro (a w przypadku państw spoza strefy euro – innych walut krajowych). Konkurencyjność pozacenowa jest trudniejsza do oceny, niemniej jednak istnieją również dowody świadczące o postępach poczynionych w tym zakresie w kilku państwach członkowskich, które odnotowały zwiększenie swojego eksportu na nowe rynki i w nowych sektorach.

¹¹ Kwestie te zostały już poruszone w zaleceniach z poprzednich lat skierowanych do tych państw członkowskich.

¹² Zob. „Current Account Surpluses in the EU”, *European Economy*, 2012 (nr 9).

¹³ W odniesieniu do powiązań między jednostkowymi kosztami pracy, cenami eksportowymi i przywracaniem równowagi zob. „Labour Costs Pass-Through, Profits and Rebalancing in Vulnerable Member States”, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3), s. 19-25.

¹⁴ Zob. „Labour Market Developments in Europe-2013”, *European Economy*, 2013 (nr 6) oraz „Benchmarks for the Assessment of Wage Developments”, *European Economy-Occasional Papers*, nr 146.

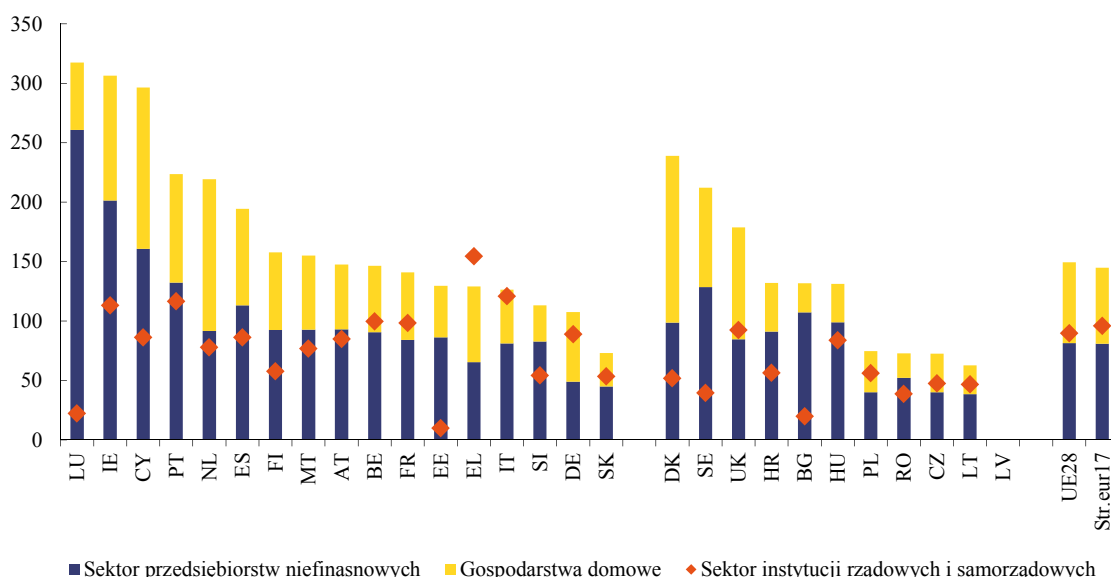
- **Wyniki eksportowe uległy poprawie w kilku państwach, jednakże większość państw członkowskich UE nadal traci udziały w rynkach światowych.** W ciągu ostatnich pięciu lat jedynie BG, EE, LV, LT, MT, PL oraz RO, na które łącznie przypada nie więcej niż 5½ % eksportu UE, zwiększyły swoje udziały w rynkach, a w 2012 r. udziały w rynkach eksportowych zwiększyły jedynie LV i LT. Utrata udziałów w rynkach eksportowych była szczególnie poważna w przypadku HR, CY, IT, FI oraz EL. W ostatnich latach wyniki eksportowe poszczególnych państw członkowskich UE stały się jednak mniej zróżnicowane i uległy poprawie w kilku państwach, np. w ES i PT. Dokonując oceny rozwoju sytuacji pod względem udziału w rynkach eksportowych, należy wziąć pod uwagę, że względne straty wynikają z ekspansji dużych wschodzących gospodarek, takich jak m. in. Chiny, Brazylia, Rosja i Indie. Niemniej jednak nawet w porównaniu z innymi rozwiniętymi gospodarkami, takimi jak państwa należące do OECD, wyniki eksportowe większości państw członkowskich w ciągu ostatnich pięciu lat nie były korzystne.
- **W wielu państwach członkowskich nadal przeprowadzane są dostosowania w bilansach, ale zadłużenie sektora prywatnego pozostaje na wysokim poziomie** (wykres 3). Mimo podejmowanych obecnie wysiłków na rzecz zmniejszenia zadłużenia, zadłużenie sektora prywatnego nadal przekracza wartość progową w większości państw członkowskich¹⁵. Tempo i zakres trwającego dostosowania są jednak różne w poszczególnych państwach. Drastyczne dostosowanie w ES, HU, LT i SI nastąpiło równocześnie ze znaczącym wzrostem skonsolidowanych wskaźników zadłużenia prywatnego do PKB w BE, FR i FI, a także na CY i w IE. Większa część dostosowania w sektorze prywatnym w 2012 r. może zostać przypisana zmniejszaniu zadłużenia gospodarstw domowych (zwłaszcza w DK, EE i UK, a także PT)¹⁶.

¹⁵ Zob. „Refining the MIP Scoreboard - Technical Changes to the Scoreboard and Auxiliary Indicators” *op. cit.* w odniesieniu do zmian w definicji zadłużenia sektora prywatnego w tabeli wskaźników.

¹⁶ Zob. „Assessing the Private Sector Deleveraging Dynamics”, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1), s. 26-32, i Cuerpo, C. *et al.* (2013), „Indebtedness, Deleveraging Dynamics and Macroeconomic Adjustment”, *European Economy-Economic Papers*, nr 477.

- **Dynamika zmniejszania zadłużenia jest związana z warunkami panującymi na rynkach kredytowych** i dostępem do finansowania. W 2012 r. wzrost akcji kredytowej był ogólnie poniżej wartości progowej. Jest to związane z czynnikami zarówno po stronie podaży, jak i popytu, których nie można w prosty sposób rozróżnić. W kilku państwach członkowskich banki zmniejszyły swoje sumy bilansowe, co znalazło odzwierciedlenie w wysokości wskaźnika określającego zobowiązania sektora finansowego. Spadek akcji kredytowej netto w 2012 r. w państwach objętych programami dostosowań makroekonomicznych (EL, IE i PT) stanowił dodatkowy hamulec dla działalności gospodarczej, w związku z czym doprowadził do tymczasowego wzrostu ich wskaźnika zadłużenia poprzez efekt mianownika. Negatywne sprzężenie zwrotne między presją na konieczne zmniejszanie zadłużenia a działalnością gospodarczą nadal stanowi problem dla niektórych państw. Z drugiej strony korekta w BG, DE, AT, PL i UK została przeprowadzona dzięki ograniczonej presji rynków kredytowych i większemu wzrostowi nominalnego PKB. Z podziału na sektory wynika, że wśród państw, w których w sektorze przedsiębiorstw zachodzi proces zmniejszania zadłużenia, w ES, na HU i w SI, a także w EL, jako jego istotny czynnik występują ujemne przepływy kredytowe netto. Trudności pod względem finansowania mogą w ostatecznym rozrachunku doprowadzić do niedoinwestowania w państwach członkowskich bardziej zagrożonych kryzysem, opóźniając ożywienie gospodarcze i skuteczne ukierunkowanie gospodarki na bardziej produktywnie i zorientowane na eksport branże¹⁷.

Wykres 3: Zadłużenie w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych, zadłużenie gospodarstw domowych oraz dług sektora instytucji rządowych i samorządowych 2012 r. (% PKB)



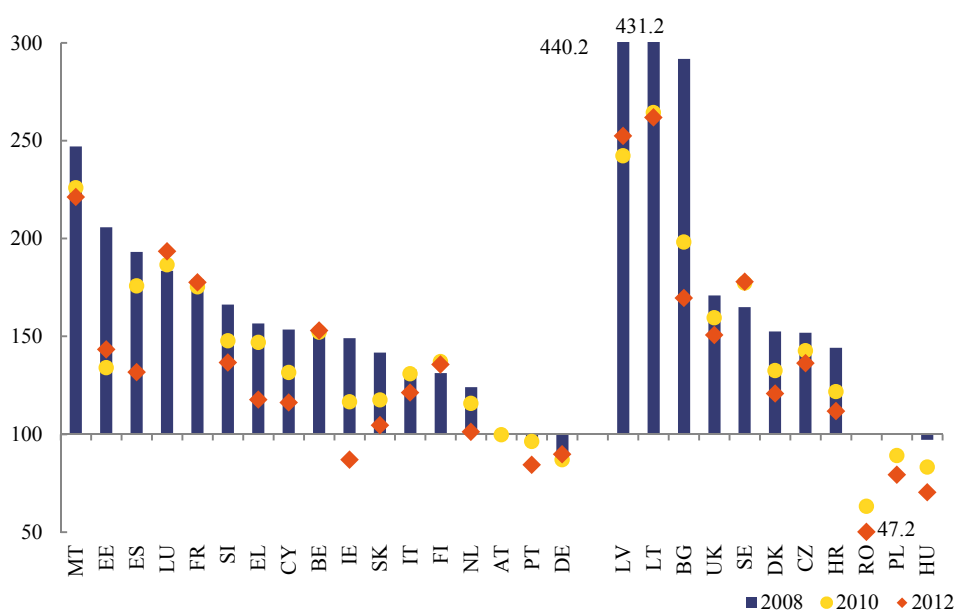
Uwaga: Suma zadłużenia sektora prywatnego w przypadku 28 państw członkowskich UE oraz 17 państw należących do strefy euro stanowi średnią ważoną skonsolidowanych danych na poziomie krajowym.

Źródło: Eurostat.

¹⁷ Zob. „Product Market Review-2013”, *European Economy*, 2013 (jeszcze nie opublikowany) oraz „Drivers of Diverging Financing Conditions across Member States”, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (nr 1), s. 19-25.

- **Spadek cen nieruchomości mieszkalnych stał się powszechny i nabiera tempa** (wykres 4). W 2012 r. realne ceny nieruchomości mieszkalnych¹⁸ jeszcze bardziej spadły, przy czym BG, DK, ES, HU, IT, NL, SI oraz SK, a także IE, PT i RO odnotowały znaczące spadki cen zgodnie z zaostrzonymi warunkami kredytowania i wysiłkami gospodarstw domowych podejmowanymi na rzecz zmniejszenia zadłużenia. Jedynie w DE, EE, LU, na MT i w AT ceny nieruchomości (w przeliczeniu na ceny stałe) wzrosły. Ponadto w 2012 r. korekta cen mieszkań i domów nabrała tempa w państwach takich jak BG, ES, NL, SI i CY, które już wcześniej odnotowały znaczny skumulowany spadek z najwyższych poziomów. Kurczenie się rynku nieruchomości następuje równocześnie z działaniami politycznymi służącymi eliminowaniu zachęt do posiadania nieruchomości mieszkalnych i finansowania ich zakupu kredytami. Istotne reformy mające na celu wspieranie rynku najmu, ograniczenie zachęt podatkowych dla instrumentów dotyczących kredytów hipotecznych oraz zmniejszenie narażenia sytuacji finansowej gospodarstw domowych na gwałtowne zmiany pod względem wysokości dochodów i poziomu stóp procentowych mogą przyczynić się do ograniczenia niestabilności na rynkach nieruchomości i obniżenia wpływu gospodarczego występujących na nich wahań¹⁹.

Wykres 4: Ceny nieruchomości (w przeliczeniu na ceny stałe)
lata 2008, 2010 i 2012
(indeks 2000=100, o ile nie wskazano inaczej).)



Uwaga: Ze względu na brak danych, bazowe lata to: 2004 dla CZ, 2003 dla EE i SI, 2002 dla CY, 2006 dla SK, 2007 dla HU i 2008 dla PL, AT i RO. Ponadto z uwagi na niekompletne dane w

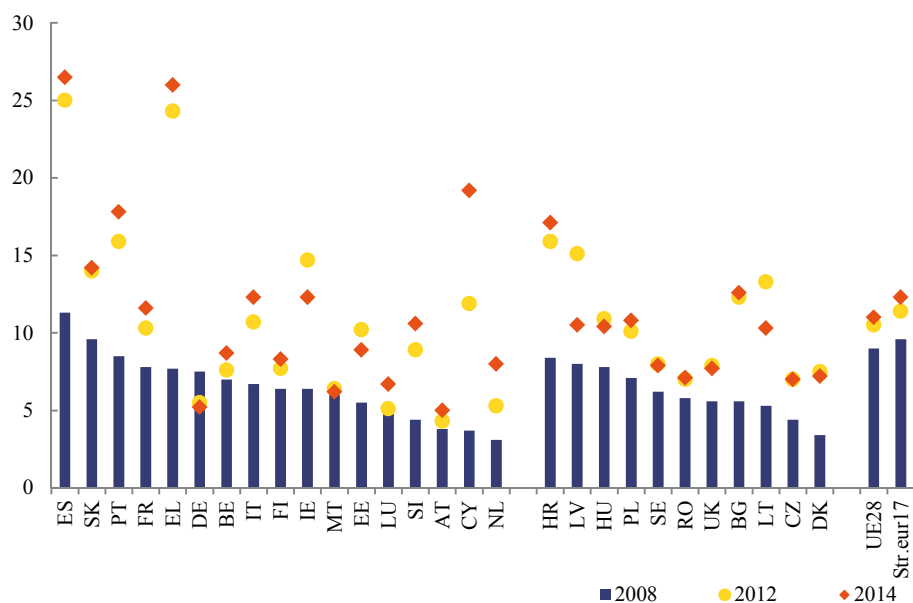
¹⁸ Względne (lub realne) ceny nieruchomości to ceny przeliczone na ceny stałe przy użyciu deflatora konsumpcji.

¹⁹ Zob. „Assessing the dynamics of house prices in the euro area”, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2012 (4), s. 7-18, „Taxation of Housing”, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2012 (4), s. 25-30 oraz „Tax Reforms in EU Member States 2013”, *European Economy*, 2013(nr 5), w szczególności sekcja 2.6. W odniesieniu do ryzyka związanego z rynkiem nieruchomości zob. Pataracchia, B., R. Raciborski, M. Ratto and W. Röger (2013), „Endogenous Housing Risk in an Estimated DSGE Model of the Euro Area”, *European Economy-Economic Papers*, nr 505.

przypadku AT
czerwony romb oznacza dane za rok 2011; dostępne dane wskazują na znaczny wzrost w 2012 r.
Źródło: Eurostat, EBC, OECD, Bank Rozrachunków Międzynarodowych.

- **Podczas procesu przywracania równowagi sytuacja pod względem zatrudnienia i sytuacja społeczna uległy znacznemu pogorszeniu w szeregu państw członkowskich.** W szczególności w kilku państwach członkowskich znacznie wzrosła stopa bezrobocia. ES, HR, LV, LT oraz SK, a także EL, IE, CY i PT odnotowały wysokie lub bardzo wysokie stopy bezrobocia (wykres 5). Jedynie w DE stopa bezrobocia w 2012 r. była niższa niż w 2008 r. i tylko w kilku państwach członkowskich wzrost bezrobocia w ostatnich latach był niewielki. Inne wskaźniki dotyczące bezrobocia, takie jak wskaźniki bezrobocia młodzieży i bezrobocia długotrwałego, również w znaczący sposób wzrosły, zwłaszcza w EL i ES, prowadząc do istotnych rozbieżności w obrębie UE. Słaba koniunktura i – w niektórych przypadkach – kurczenie się istotnych branż wymagających dużego nakładu pracy (np. budowlanej w ES, SI oraz IE) stanowią część procesu dostosowawczego, który prowadzi do przekierowania zasobów z sektorów towarów i usług niepodlegających wymianie do sektorów towarów i usług podlegających wymianie handlowej oraz do przesunięcia wydatków na towary produkcji krajowej. Mimo że realokacja zasobów jest niemożliwa do uniknięcia i pożądana, proces ten nie odbywa się bez ponoszenia kosztów. Ponadto wysoki poziom bezrobocia świadczy o złych wynikach całej gospodarki, deprecjacji kapitału ludzkiego i słabszych perspektywach wzrostu potencjalnego. Szereg pakietów reform, zarówno na rynkach pracy, jak i na rynkach produktowych, pomaga złagodzić ten proces, jednakże wzrost bezrobocia był niezwykle wysoki i w wielu państwach członkowskich wskaźnik bezrobocia osiągnął najwyższe historyczne poziomy. Aby lepiej uwzględnić społeczny wpływ zakłóceń równowagi i procesu dostosowawczego, wskaźniki dodatkowe uzupełniono o szereg wskaźników społecznych w celu lepszej ekonomicznej analizy tabeli wskaźników. Stopa bezrobocia świadczy o pogorszeniu się sytuacji pod względem dostosowania podaży siły roboczej na rynku pracy do zapotrzebowania. Wzrost bezrobocia długotrwałego, bezrobocia młodzieży, bierności oraz poziomów ubóstwa i wykluczenia społecznego świadczą o niepełnym wykorzystaniu zasobów i osłabieniu spójności społecznej.

Wykres 5: Stopa bezrobocia
lata 2008, 2012 i 2014 (prognoza)



Źródło: Służby Komisji.

- Mobilność pracowników wewnątrz UE wzrasta.** W 2012 r. migracja wewnątrz UE wyniosła 6½ miliona osób, czyli o 200 tys. więcej niż w 2011 r., coraz bardziej odzwierciedlając sytuację na rynku pracy. W przypadku LV i LT ujemne saldo migracji było mniejsze niż w ubiegłych latach, co świadczy o pewnym polepszeniu sytuacji na rynku pracy. Z drugiej strony w PT i ES wzrost stopy bezrobocia doprowadził do zwiększenia odpływów migracyjnych netto w obydwu tych państwach, mimo że obejmują one również znaczną liczbę imigrantów powracających do swoich państw pochodzenia poza UE. Jednocześnie państwa o stosunkowo niskiej stopie bezrobocia, takie jak DE, AT i SE, nadal odnotowują wzrost imigracji netto. Migracja może odgrywać pewną rolę w procesie dostosowawczym poprzez ułatwienie realokacji siły roboczej z regionów dotkniętych bezrobociem w regiony, gdzie istnieje znaczny popyt na pracę. Państwa, w których występują odpływy migracyjne netto, muszą jednak kontynuować wdrażanie polityki mającej na celu polepszenie perspektyw ich wzrostu potencjalnego, tak by w perspektywie średnioterminowej uzyskać zdolność do przyciągania wykwalifikowanej siły roboczej, którą mogą tracić w czasie zachodzącego procesu dostosowania.

3. 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 otrzymujących wsparcie w postaci pomocy finansowej²⁰. Dotyczy to Grecji, Cypru, Portugalii i Rumunii. Sytuacja Irlandii jest omawiana w niniejszym sprawozdaniu, ale jej sytuacja w kontekście procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej zostanie oceniona po zakończeniu bieżącej pomocy finansowej, co według przewidywań ma nastąpić w lutym 2014 r.

Belgia: W kwietniu 2013 r. Komisja doszła do wniosku, że w Belgii występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej dotyczące w szczególności konkurencyjności i zadłużenia, zwłaszcza jeśli chodzi o konsekwencje wysokiego długu sektora instytucji rządowych i samorządowych dla gospodarki realnej. Niektóre wskaźniki (te same co w ubiegłym roku) w zaktualizowanej tabeli przekraczają wartości progowe, a mianowicie utrata udziału w rynkach eksportowych, zadłużenie sektora prywatnego oraz dług sektora instytucji rządowych i samorządowych. Długoterminowa tendencja utraty udziału w rynkach eksportowych nabrała tempa w 2012 r., co miało wpływ na stale pogarszające się saldo obrotów towarowych. Pogorszyło się saldo obrotów bieżących i obecnie wykazuje niewielki deficyt. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto pozostaje jednak stabilna i przyjmuje wartości dodatnie. W odniesieniu do konkurencyjności kosztowej dostępne wskaźniki świadczą o pewnej stabilizacji. Jednostkowe koszty pracy, mimo że znajdują się poniżej wartości progowej, zaczęły ponownie rosnąć w 2012 r., jednakże w 2013 r. przewiduje się ich stabilizację. Realny efektywny kurs walutowy uległ w 2012 r. pewnej deprecjacji zgodnie z kursem walutowym euro. W 2012 r. wzrosło zadłużenie sektora prywatnego, które pozostaje znacznie powyżej wartości progowej, nawet jeżeli jest konsolidowane o krajowe pożyczki udzielane w obrębie grup przedsiębiorstw. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych nadal wzrastał i przewiduje się, że w 2013 r. przekroczy 100 % PKB, chociaż w nadchodzących latach prognozuje się jego ogólną stabilizację. Ponadto również zobowiązania warunkowe muszą być monitorowane, ponieważ mogą wpłynąć na sytuację finansów publicznych i na gospodarkę realną. W 2012 r. zmniejszyły się zobowiązania sektora finansowego, a jednocześnie dźwignia finansowa w sektorze finansowym obniżyła się do najniższego poziomu od 5 lat. Ceny nieruchomości mieszkalnych w 2012 r. nieznacznie się obniżyły, po okresie stabilności trwającym od 2008 r., co świadczy o zachodzącej stopniowo korekcie. *Ogólnie Komisja jest zdania, biorąc również pod uwagę zakłócenia równowagi makroekonomicznej stwierdzone w kwietniu, że przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.*

²⁰ Podejście to, pozwalające uniknąć powielania procedur i obowiązków sprawozdawczych, zostało ustanowione w rozporządzeniu (UE) nr 472/2013 (Dz.U. L 140 z 27.5.2013, s. 1), które stanowi element tzw. „dwupaku”. Jest ono również spójne z wnioskiem Komisji w sprawie instrumentu pomocy finansowej dla państw członkowskich, których walutą nie jest euro – COM(2012) 336 z 22.6.2012. Szczegółowe omówienie sytuacji gospodarczej i postępów w przywracaniu równowagi makroekonomicznej w tych państwach członkowskich znajduje się w najnowszych sprawozdaniach dotyczących poszczególnych państw: *European Economy-Occasional Papers* nr 162 (Irlandia), nr 159 (Grecja), nr 161 (Cypr), nr 156 (Rumunia) i nr 153 (Portugalia). Hiszpania została omówiona w niniejszym sprawozdaniu, mimo iż korzysta z finansowania ze środków publicznych na potrzeby dokapitalizowania banków, zob. *European Economy-Occasional Papers*, nr 155. Na temat „dwupaku” zob. „The Two-Pack on Economic Governance”, *European Economy-Occasional Papers*, nr 147.

Bulgaria: W kwietniu 2013 r. Komisja doszła do wniosku, że w Bułgarii występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej dotyczące w szczególności skutków zmniejszania zadłużenia przez sektor przedsiębiorstw, a także trwającej korekty bilansu płatniczego, konkurencyjności oraz sytuacji na rynku pracy. Dwa wskaźniki w zaktualizowanej tabeli przekraczają wartości progowe: ujemna wartość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto oraz stopa bezrobocia. Wydaje się, że ryzyko związane z bilansem płatniczym jest niższe niż kilka lat temu. Ujemna wartość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto jest nadal znaczna, podczas gdy zadłużenie zagraniczne netto jest dużo niższe ze względu na bezpośrednie inwestycje zagraniczne. Ponadto ujemna wartość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto oraz zadłużenie zagraniczne netto wykazują podobną tendencję spadkową, ze względu na korektę salda obrotów bieżących w kierunku równowagi i utrzymujący się pozytywny wpływ transferów kapitałowych. Wydaje się, że poprawa sytuacji, jeśli chodzi o saldo obrotów bieżących, wynika w znacznej mierze z czynników niekoniunkturalnych i ma stosunkowo niewielki wpływ na działalność gospodarczą. Wskaźniki dotyczące konkurencyjności cenowej i kosztowej nadal ulegały poprawie i wskazują na szanse wzrostu eksportu w przyszłości. Wskaźnik dotyczący nominalnych jednostkowych kosztów pracy jest od 2012 r. zgodny z wartościami progowymi, w oparciu o niższy wzrost płac i stały wzrost wydajności, co odzwierciedla również zwalnianie pracowników. Trwa zmniejszanie zadłużenia przez sektor prywatny. Zadłużenie w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych w Bułgarii jest stosunkowo wysokie w porównaniu z podobnymi państwami, chociaż znaczna część tego zadłużenia wynika z transgranicznych pożyczek udzielanych w obrębie grup przedsiębiorstw. Akcja kredytowa wykazuje słabą dynamikę, odzwierciedlając powolne tempo ożywienia gospodarczego. Rynek pracy jest w słabej kondycji, a stopa bezrobocia, w tym bezrobocia młodzieży i bezrobocia długotrwalego, nadal rosła, chociaż wydaje się, że w 2013 r. uległa pewnej stabilizacji. Poziomy ubóstwa i wykluczenia społecznego również wzrosły w ostatnich latach, a stopa bezrobocia wśród młodzieży NEET²¹ jest najwyższa w UE. *Ogólnie Komisja jest zdania, biorąc również pod uwagę zakłócenia równowagi makroekonomicznej stwierdzone w kwietniu, że przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.*

Republika Czeska: W poprzednich cyklach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Republika Czeska nie została wskazana jako kraj, w którym występują zakłócenia. W zaktualizowanej tabeli wskaźników międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto jest ujemna i nadal przekracza wartość progową. Dalsze pogorszenie tego wskaźnika wynika z deficytów na rachunku bieżącym wynoszących 2½-3 % PKB, które powinny jednak ulec zmniejszeniu w najbliższych latach. Ryzyko związane z bilansem płatniczym utrzymuje się na niskim poziomie, gdyż znaczna część zobowiązań względem zagranicy przypada na bezpośrednie inwestycje zagraniczne, co sprawia, że zadłużenie zagraniczne netto jest bardzo niskie. Mimo iż bezpośrednie inwestycje zagraniczne przyczyniły się do zwiększenia eksportu na początku ubiegłej dekady, to następnie tempo zwiększania udziału w rynkach eksportowych spadło, a w latach 2010-2012 odnotowano nawet nieznaczną utratę tego udziału. Wskaźniki konkurencyjności charakteryzujące ogół gospodarki, takie jak realny efektywny kurs walutowy i jednostkowe koszty pracy, nie uległy dotychczas poprawie, która stwarzałaby lepsze perspektywy dla zwiększenia eksportu w najbliższych latach. W kategoriach wewnętrznych napływ kapitału zagranicznego przyczynił się przed wybuchem kryzysu do szybkiego wzrostu realnych cen nieruchomości. Mimo iż trwająca korekta cen nie

²¹ Młodzież niekształcąca się, niepracująca ani nieszkoląca się (ang. young people not in employment, education or training).

wpłynęła w znaczącym stopniu na stabilność sektora finansowego, wzrost akcji kredytowej był ograniczony w ostatnich latach. Zadłużenie sektora prywatnego nadal utrzymuje się na poziomie znacznie poniżej wartości progowej. W obliczu spadku działalności gospodarczej w ostatnim okresie rynek pracy wykazał się stosunkową odpornością: w 2012 r. stopa bezrobocia wzrosła do 7 %. Niemniej jednak stopa bezrobocia wśród osób młodych, mimo iż poniżej średniej dla UE, wzrosła ponad dwukrotnie od roku 2008 do 19½ % w 2012 r., a jej spadek – zanim ożywienie gospodarcze nabierze tempa – nie jest prawdopodobny. *Ogólnie Komisja jest zdania, że na tym etapie nie zachodzi konieczność przeprowadzenia pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.*

Dania: W kwietniu 2013 r. Komisja doszła do wniosku, że w Danii występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej dotyczące wysokiego poziomu zadłużenia gospodarstw domowych i dostosowań trwających na rynku nieruchomości mieszkaniowych. W zaktualizowanej tabeli te same wskaźniki co w roku ubiegłym przekraczają wartości progowe: zadłużenie sektora prywatnego oraz utrata udziału w rynkach eksportowych. Utrata udziału w rynkach eksportowych wynika ze spadku konkurencyjności w ostatnim dziesięcioleciu. Oczekuje się jednak, że obecne ograniczenie wzrostu płac i nominalnych jednostkowych kosztów pracy, a także deprecjacja realnego efektywnego kursu walutowego będą wspierać już obserwowany proces odzyskiwania konkurencyjności. Przez ponad 20 ostatnich lat na rachunku bieżącym odnotowywano nadwyżki, a obecna nadwyżka jest bliska górnej wartości progowej, natomiast międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto jest coraz lepsza. Wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych do roku 2008 doprowadził do bardzo wysokiego poziomu zadłużenia gospodarstw domowych. Zadłużenie sektora prywatnego znacznie przewyższa zatem wartość progową, od 2009 r. wykazuje jednak tendencję zniżkową. Ponadto koncentracja zadłużenia w gospodarstwach domowych o wysokich dochodach zmniejsza ryzyko związane z ewentualnymi znacznymi wahaniami stóp procentowych. Na rynku nieruchomości mieszkaniowych nadal obserwowany jest zastój, jednak w ubiegłym roku ceny nieznacznie wzrosły. *Ogólnie Komisja jest zdania, biorąc również pod uwagę zakłócenia równowagi makroekonomicznej stwierdzone w kwietniu, że przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich likwidacji.*

Niemcy: W poprzednich cyklach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Niemcy nie zostały wskazane jako kraj, w którym występują zakłócenia. Niektóre wskaźniki w zaktualizowanej tabeli przekraczają odpowiednie wartości progowe: nadwyżka na rachunku obrotów bieżących, deprecjacja realnego efektywnego kursu walutowego, utrata udziału w rynkach eksportowych oraz zadłużenie sektora instytucji rządowych i samorządowych. W kategoriach zewnętrznych wskaźnik związany z saldem rachunku obrotów bieżących wyraźnie przekracza wartość progową, a nadwyżka na rachunku obrotów bieżących Niemiec odpowiada za większość nadwyżki całej strefy euro z uwagi na wielkość niemieckiej gospodarki. Po korektach statystycznych wskaźnik systematycznie przekraczał wartość progową od 2007 r. Według ostatnich danych kwartalnych i jesiennej prognozy Komisji nadwyżka w 2013 r. pozostanie na tym samym poziomie co w roku 2012 i wyniesie 7 % PKB. Według najnowszych prognoz służb Komisji oczekuje się, że nadwyżka utrzyma się na poziomie przekraczającym wartość progową w całym okresie objętym prognozą, co oznacza, że nie ma ona charakteru cyklicznego. Znaczne nadwyżki obrotów bieżących znajdują odzwierciedlenie w wysokiej dodatniej i ciągle umacniającej się międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto oraz dodatnim saldzie dochodów. Nadwyżki mogą prowadzić do presji na aprecjację euro w stosunku do innych walut. Ewentualna aprecjacja jeszcze bardziej utrudni słabszym państwom strefy euro odzyskanie konkurencyjności w drodze wewnętrznej dewaluacji. Znaczne nadwyżki pokazują, że stopa

oszczędności w niemieckiej gospodarce przewyższa inwestycje. Stopa oszczędności gospodarstw domowych należy do najwyższych w strefie euro. Pomimo przedostatniego miejsca w strefie euro pod względem stosunku zadłużenia sektora prywatnego (przedsiębiorstw i gospodarstw domowych) do PKB, trwa – choć w wolniejszym tempie – proces zmniejszania zadłużania w tym sektorze, co nie przyczynia się do wzrostu popytu krajowego. W ubiegłym roku przepływy kredytowe w sektorze prywatnym pozostały na umiarkowanym poziomie, podczas gdy nakłady brutto na środki trwałe spadły. W poprzednich zaleceniach nacisk kładziono na potrzebę wzmocnienia wewnętrznych źródeł potencjalnego wzrostu w kontekście niekorzystnych perspektyw demograficznych. Dynamika bilansu płatniczego Niemiec uzasadnia dokonanie pogłębionej analizy w celu lepszego zrozumienia m.in. roli niektórych elementów krajowych, w tym przepływów finansowych, na stosunek oszczędności do inwestycji w poszczególnych sektorach oraz zmiany salda rachunku obrotów bieżących. W latach 2010-2012 nastąpiła deprecjacja realnego efektywnego kursu walutowego (skorygowanego o zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych) głównie względem partnerów spoza strefy euro, co odzwierciedlało nominalną deprecjację euro, w mniejszym zaś stopniu w stosunku do pozostałych państw strefy euro. Przyczyniło się to do zwiększenia konkurencyjności niemieckich przedsiębiorstw względem ich konkurentów spoza strefy euro. Tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy nadal jest szybsze niż średnia w strefie euro, co wynika z dynamicznego rynku pracy, rosnących płac i stosunkowo niskiego wzrostu wydajności. Powiązana z tym aprecjacja realnego efektywnego kursu walutowego jest jednak niewielka w porównaniu ze wzrostem odnotowanym w dziesięcioleciu poprzedzającym kryzys. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych przekracza wartość progową, jednak począwszy od 2013 r. oczekuje się jego spadku. Ceny nieruchomości wzrosły umiarkowanie, przy nieco wyższym wzroście cen na niektórych obszarach miejskich. *Ogólnie Komisja jest zdania, że przydatne byłoby przeprowadzenie pogłębionej analizy celem stwierdzenia, czy istnieją zakłócenia równowagi makroekonomicznej.*

Estonia: W poprzednich cyklach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Estonia nie została wskazana jako kraj, w którym występują zakłócenia. Kilka wskaźników w zaktualizowanej tabeli nadal przekracza wartości progowe: ujemna wartość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto oraz stopa bezrobocia. Mimo iż ujemna wartość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto istotnie przekracza wartość progową (-54 % PKB w 2012 r.), obserwowana jest jej poprawa, pomimo nieznacznego deficytu na rachunku obrotów bieżących. Deficyt ten wynika z kolei ze zmniejszenia nadwyżki w bilansie handlowym – której przyczyną jest nieznaczna utrata udziału w rynkach eksportowych i częściowo powiązane z nią rosnące nominalne jednostkowe koszty pracy – oraz z ożywienia popytu krajowego. Z uwagi na to, że połowę zobowiązań względem zagranicy stanowią bezpośrednie inwestycje zagraniczne, ryzyko utrzymuje się jednak na niskim poziomie. Pod względem zadłużenia zagranicznego netto Estonia stała się wierzycielem netto. Jednocześnie, mimo iż stopa bezrobocia przekracza wartość progową, wykazuje silną tendencję zniżkową i do końca 2013 r. ma osiągnąć 9¼ %. Niemniej jednak bezrobocie długotrwale utrzymuje się na stosunkowo wysokim poziomie, podobnie jak inne wskaźniki związane z ubóstwem, wykluczeniem społecznym, poważną deprywacją materialną i niską intensywnością pracy. Zadłużenie estońskiego sektora prywatnego nadal spada i w 2012 r. wyniosło 129 % PKB, do czego przyczynił się dynamiczny wzrost nominalnego PKB. Tempo zmniejszania zadłużenia przez sektor prywatny spadło jednak niemal do zera i ten nadal stosunkowo wysoki dług prawdopodobnie spowoduje ograniczenie wzrostu akcji kredytowej w przyszłości, hamując wzrost produkcji w średnim okresie. *Ogólnie Komisja jest zdania, że na tym etapie nie zachodzi konieczność przeprowadzenia*

pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Irlandia: Od grudnia 2010 r. Irlandia, przy wsparciu finansowym ze środków publicznych, wdraża program dostosowań makroekonomicznych; podstawą monitorowania zakłóceń równowagi makroekonomicznej i podjętych działań naprawczych był zatem wspomniany program, a nie procedura dotycząca zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Zgodnie z analizą przeprowadzoną w ramach tego programu Irlandia poczyniła znaczne postępy w likwidowaniu swoich nadmiernych zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Szereg wskaźników w zaktualizowanej tabeli przekracza wartości progowe: ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, deprecjacja realnego efektywnego kursu walutowego, utrata udziału w rynkach eksportowych, zadłużenie sektora prywatnego i dług sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz stopa bezrobocia. Jeśli chodzi o zewnętrzne zakłócenia równowagi, od 2010 r. na rachunku obrotów bieżących odnotowywana jest nadwyżka, ale nie przełożyła się ona jeszcze na poprawę międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, głównie z uwagi na skutki zmian wyceny, które same w sobie są jednak oznaką zaufania do gospodarki. Również ryzyko związane z zobowiązaniami względem zagranicy należy postrzegać w kontekście wysokiego poziomu napływających bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Spadek jednostkowych kosztów pracy i deprecjacja realnego efektywnego kursu walutowego doprowadziły do korekty nadmiernych wzrostów odnotowywanych w okresie dobrej koniunktury i przełożyły się na wzrost konkurencyjności. W rezultacie w 2012 r. tempo utraty udziału w rynkach spadło, a kurczący się udział w rynkach eksportowych należy postrzegać w kontekście znaczących zmian w strukturze eksportowanych towarów, wygaśnięcia ochrony patentowej w przypadku głównych eksportowanych leków i zwiększenia udziału usług w eksporcie. Jeśli chodzi o zaburzenia równowagi w kategoriach wewnętrznych, ceny nieruchomości mieszkaniowych, których spadek odnotowywano w ostatnich pięciu latach i których poziom jest zaniżony według szeregu metod obliczania, ustabilizowały się, a nawet zaczęły nieznacznie rosnąć. Zadłużenie sektora prywatnego nadal przekracza wartość progową, zaobserwowano jednak postępy w jego zmniejszaniu, pomimo spadku dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych. Jednocześnie banki zobowiązano do zintensyfikowania działań służących ograniczeniu liczby kredytów zagrożonych, w szczególności przez dokończenie tworzenia trwałych rozwiązań w zakresie niespłacanych kredytów hipotecznych. Analizowana jest również jakość bilansów banków w ramach kompleksowej oceny w ramach programu dostosowań makroekonomicznych. Ścisłe przestrzeganie uzgodnionych w ramach programu celów budżetowych oznacza, że według prognoz dług sektora instytucji rządowych i samorządowych jako odsetek PKB osiągnie maksymalną wartość w 2013 r., a następnie zacznie spadać. Mimo iż stopa bezrobocia przekracza wartość progową, od połowy 2012 r. wykazuje tendencję zniżkową: po osiągnięciu wartości maksymalnej tj. 15 % na początku 2012 r., we wrześniu 2013 r. wyniosła 13¼ %. Niemniej jednak bezrobocie długotrwale i bezrobocie wśród osób młodych pozostają szczególnie niepokojącymi kwestiami, a ubóstwo i wykluczenie społeczne znacząco wzrosły w ostatnich latach. *Wdrażany przy wsparciu finansowym ze środków publicznych program dostosowań makroekonomicznych przyczynił się do ograniczenia zakłóceń równowagi i utrzymania pod kontrolą związanego z nimi ryzyka. Ocena sytuacji w Irlandii w kontekście procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej zostanie dokonana po zakończeniu programu.*

Hiszpania: W kwietniu 2013 r. Komisja doszła do wniosku, że w Hiszpanii występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej; w szczególności bardzo wysokie poziomy zadłużenia krajowego i zagranicznego nadal stwarzały zagrożenie dla wzrostu gospodarczego

i stabilności finansowej²². Ponadto pomimo trwającego przywracania równowagi gospodarki, zakres niezbędnych dostosowań i dodatkowe zagrożenia wynikające z gwałtownie rosnącej stopy bezrobocia i powiększającego się długu sektora instytucji rządowych i samorządowych stanowiły i będą nadal stanowić ogromne wyzwanie, wymagające kontynuowania prowadzonych działań politycznych. Szereg wskaźników w zaktualizowanej tabeli przekracza wartości progowe: ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, deprecjacja realnego efektywnego kursu walutowego, utrata udziału w rynkach eksportowych, zadłużenie sektora prywatnego i dług sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz stopa bezrobocia. Znaczna korekta wyników na rachunku obrotów bieżących, wynikająca z dynamicznego wzrostu eksportu i spadku importu doprowadziła do sprowadzenia wskaźnika poniżej wartości progowej. W 2013 r. na rachunku obrotów bieżących odnotowania zostanie nadwyżka, która powinna wzrosnąć w najbliższych latach. Jednakże nie nastąpiła jeszcze stabilizacja ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, a jej ubiegłoroczne pogorszenie było głównie spowodowane skutkami zmian wyceny, które można odczytać jako oznakę zaufania do gospodarki. W 2012 r. tempo odzyskiwania konkurencyjności wzrosło, po tym jak ograniczenie wzrostu płac przyczyniło się do silnego wzrostu wydajności (wynikającego jednak w dużej mierze z likwidacji miejsc pracy) poprzez spadek jednostkowych kosztów pracy. Łączna poprawa realnego efektywnego kursu walutowego przekroczyła wartość progową i kompensuje aprecjację odnotowaną w poprzednich okresach. Trwa proces utraty udziału w rynkach eksportowych. Względne pogorszenie tego wskaźnika jest jednak bardziej umiarkowane w porównaniu z innymi krajami rozwiniętymi. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych szybko rośnie, co można przypisać deficytom publicznym, dokapitalizowaniu banków i wypłatom zaległych kwot dostawcom. Nadal trwa zmniejszanie zadłużenia przez sektor prywatny, głównie w drodze ujemnych przepływów kredytowych; w przypadku gospodarstw domowych proces ten postępuje nieco wolniej niż w przypadku przedsiębiorstw, co odzwierciedla dłuższe terminy wymagalności zadłużenia wynikającego głównie z kredytów hipotecznych i rzadsze występowanie o ogłoszenie niewypłacalności. Proces dostosowań na rynku nieruchomości mieszkaniowych nabrał tempa ze względu na dużą liczbą niesprzedanych nieruchomości i słabe fundamentalne parametry gospodarki. Społeczne koszty kryzysu są coraz bardziej widoczne. Wysoka stopa bezrobocia zarówno długotrwałego, jak i bezrobocia wśród osób młodych, oraz rosnąca liczba gospodarstw domowych o niskiej intensywności pracy w połączeniu ze spadkiem dochodów gospodarstw domowych zbierają żniwo, prowadząc do wzrostu ubóstwa i wykluczenia społecznego. *Ogólnie Komisja jest zdania, biorąc również pod uwagę nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej stwierdzone w kwietniu, że przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się ryzyka makroekonomicznego i monitorowanie postępów w ograniczaniu zakłóceń równowagi makroekonomicznej.*

Francja: W kwietniu 2013 r. Komisja doszła do wniosku, że we Francji występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej oraz podkreśliła potrzebę podjęcia zdecydowanych działań politycznych. Zakłócenia te dotyczyły w szczególności pogorszenia salda na rachunku obrotów bieżących, spadku konkurencyjności i wysokiego długu sektora

²² Z uwagi na poziom ambicji przedstawionego przez Hiszpanię krajowego programu reform i programu stabilności działania naprawcze przewidziane w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej nie zostały jednak podjęte. Komisja ściśle monitoruje wdrażanie reform i stosowanie się do wydanych w lipcu zaleceń Rady istotnych w kontekście tej procedury. Wnioski płynące z tego monitorowania wskazują, że w ostatnich miesiącach tempo wdrażania reform wyraźnie wzrosło. Reformy – pomimo pewnych opóźnień – prowadzone są w dużej mierze zgodnie z zobowiązaniami przedstawionymi w krajowym programie reform i programie stabilności oraz zaleceniami wydanymi w lipcu przez Radę, istotnymi w kontekście procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

instytucji rządowych i samorządowych. Szereg wskaźników w zaktualizowanej tabeli przekracza wartości progowe: podobnie jak w ubiegłym roku, utrata udziału w rynkach eksportowych oraz zadłużenie sektora prywatnego i dług sektora instytucji rządowych i samorządowych, a od tego roku również deprecjacja realnego efektywnego kursu walutowego. Analiza tabeli wskaźników nadal ujawnia problemy zarówno w przypadku parametrów charakteryzujących gospodarkę w kategoriach zewnętrznych, jak i wewnętrznych. Francja nadal traci udział w rynkach eksportowych, przy czym utrata ta jest nieco niższa niż w przypadku całej UE bądź strefy euro. Utrata udziału w tych rynkach przekłada się na pogorszenie salda na rachunku obrotów bieżących oraz ujemną międzynarodową pozycję inwestycyjną netto, jednak wskaźniki te utrzymują się na poziomie znacznie poniżej wartości progowej. Zmniejszenie udziału na rynkach eksportowych nastąpiło pomimo deprecjacji realnego efektywnego kursu walutowego i stosunkowo ograniczonego wzrostu jednostkowych kosztów pracy, co w dalszym stopniu uwypukla znacznie konkurencyjności pozacenowej. W poprzednich analizach faktycznie podkreślono niekorzystny wpływ niskiej rentowności francuskich przedsiębiorstw na ich potencjał inwestycyjny i potencjał w zakresie innowacji ze szkodą dla ich konkurencyjności. Niska rentowność przedsiębiorstw wpływa również negatywnie na ich zdolność spłaty zadłużenia, a tym samym przyczynia się do wzrostu zadłużenia całego sektora prywatnego. Jednocześnie zadłużenie gospodarstw domowych utrzymuje się na stosunkowo niskim poziomie, jednakże ich wiarygodność kredytowa ucierpiała na skutek spadku dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych w kontekście rosnącego bezrobocia. Wzrost poziomu zadłużenia w sektorze prywatnym jest niepokojący w kontekście ciągle rosnącego długu sektora instytucji rządowych i samorządowych, który sięga obecnie ponad 90 % PKB. *Ogólnie Komisja jest zdania, biorąc również pod uwagę zakłócenia równowagi makroekonomicznej stwierdzone w kwietniu, że przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca ryzyka związanego z utrzymywaniem się zakłóceń.*

Chorwacja przystąpiła do UE dnia 1 lipca 2013 r. Szereg wskaźników w zaktualizowanej tabeli przekracza wartości progowe: wartość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, utrata udziału w rynkach eksportowych oraz stopa bezrobocia. Ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, wynosząca pod koniec 2012 r. blisko 90 % PKB, jest w dużej mierze spowodowana deficytami na rachunku obrotów bieżących odnotowywanymi przed światowym kryzysem gospodarczo-finansowym. Wraz z trwającym kryzysem, na skutek ograniczenia popytu krajowego i słabych wyników w eksporcie, deficyt ten stopniowo zmniejszał się i w 2012 r. saldo rachunku obrotów bieżących było niemal zrównoważone. Rosnące jednostkowe koszty pracy, w połączeniu z niekorzystną strukturą eksportowanych produktów i ukierunkowaniem geograficznym eksportu, doprowadziły do znacznej utraty udziału w rynkach eksportowych. Konsekwencją znacznego napływu kapitału w okresie przed kryzysem był wzrost zadłużenia sektora prywatnego; w ostatnim okresie wskaźnik zadłużenia sektora prywatnego jednak ustabilizował się, a pod koniec 2012 r. spadł nieco poniżej wartości progowej. Od 2008 r., znacznie zwiększył się odsetek kredytów zagrożonych, głównie w sektorze przedsiębiorstw, ale także częściowo w wyniku wyższych kosztów obsługi zadłużenia gospodarstw domowych, które zaciągnęły kredyty we frankach szwajcarskich. Presja na ograniczanie zadłużenia niekorzystnie wpływa na perspektywy ożywienia gospodarczego. Jednocześnie, z uwagi na spowolnienie gospodarki i brak jakiegokolwiek istotnej korekty budżetowej, gwałtownie wzrósł dług sektora instytucji rządowych i samorządowych. Ponadto nadmierny poziom zadłużenia przedsiębiorstw państwowych można uznać za zobowiązanie warunkowe tego sektora. Obciążenia regulacyjne i niewystarczająca konkurencja w wielu sektorach gospodarki są poważnymi przeszkodami dla wzrostu gospodarczego i tworzenia miejsc pracy. Przeciagająca się recesja,

wraz z brakiem elastyczności na rynku pracy i słabościami systemu zabezpieczenia społecznego, doprowadziły do spadku zatrudnienia, głównie w sektorze prywatnym, podczas gdy stopa bezrobocia znacząco wzrosła i w 2012 r. osiągnęła blisko 16 %. Szczególnie niepokojąca jest wynosząca ponad 40 % stopa bezrobocia wśród osób młodych. Znaczny udział bezrobocia długotrwałego sugeruje, że problemy mają charakter strukturalny. Odsetek osób zagrożonych ubóstwem wykazuje tendencje zwyżkową i należy do najwyższych w UE. *Ogólnie Komisja jest zdania, że przydatne byłoby przeprowadzenie pogłębionej analizy celem stwierdzenia, czy istnieją zakłócenia równowagi makroekonomicznej.*

Włochy: W kwietniu 2013 r. Komisja doszła do wniosku, że we Włoszech występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej oraz podkreśliła potrzebę podjęcia zdecydowanych działań politycznych. Zakłócenia dotyczyły w szczególności pogorszenia eksportu i będącej tego przyczyną utraty konkurencyjności, a także wysokiego długu sektora instytucji rządowych i samorządowych. Szereg wskaźników w zaktualizowanej tabeli przekracza wartości progowe: utrata udziału w rynkach eksportowych, deprecjacja realnego efektywnego kursu walutowego oraz dług sektora instytucji rządowych i samorządowych. Utrata udziału w rynkach eksportowych wyraźnie przekracza wartość progową, a wyniki eksportu wypadają słabo w porównaniu z wynikami innych krajów rozwiniętych. Eksport do partnerów handlowych spoza strefy euro ułatwiał znaczny spadek realnego efektywnego kursu walutowego do połowy 2012 r., spowodowany w głównej mierze nominalną deprecjacją euro. Jednocześnie marginalny wzrost wydajności nadal prowadzi do wzrostu nominalnych jednostkowych kosztów pracy, które w 2012 r. wzrosły w większym stopniu niż w przypadku większości partnerów handlowych. Spadek popytu krajowego oraz zwłaszcza silny spadek inwestycji stanowiły kluczowe czynniki poprawy salda na rachunku obrotów bieżących, na którym w 2013 r. przewiduje się odnotowanie nadwyżki. W kategoriach wewnętrznych poważnym problemem Włoch pozostaje wysoki poziom długu sektora instytucji rządowych i samorządowych, w szczególności z uwagi na słabe perspektywy wzrostu gospodarczego. Z uwagi na spadek działalności gospodarczej i wzrost wydatków z tytułu odsetek dług sektora instytucji rządowych i samorządowych jako odsetek PKB wzrósł w 2012 r. do 127 %, przy czym nadwyżka pierwotna na poziomie 2½ % PKB przyczyniła się do ograniczenia tego wzrostu. Osiąganie i utrzymywanie na wysokim poziomie nadwyżki pierwotnej jest niezbędne do utrzymania tendencji zniżkowej wskaźnika zadłużenia. Zadłużenie sektora prywatnego utrzymuje się poniżej wartości progowej i skoncentrowane jest w sektorze przedsiębiorstw, który, w kontekście przeciągającej się recesji, w znacznej mierze odpowiada za silny wzrost odsetka kredytów zagrożonych. Mimo iż stopa bezrobocia (średnia z 3 lat) nadal utrzymuje się poniżej wartości progowej, w 2012 r. bezrobocie znacząco wzrosło, osiągając blisko 11 %, a w sierpniu 2013 r. 12¼ %, przy czym stopy bezrobocia wśród osób młodych oraz młodzieży niekształcącej się, niepracującej ani nieszkolącej się (NEET) są bardzo wysokie. Nastąpił również znaczący wzrost ubóstwa i wykluczenia społecznego (w szczególności znaczącej deprywacji materialnej). *Ogólnie Komisja jest zdania, biorąc również pod uwagę zakłócenia równowagi makroekonomicznej stwierdzone w kwietniu, że przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca ryzyka związanego z utrzymywaniem się zakłóceń.*

Łotwa: W poprzednich cyklach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Łotwa nie została wskazana jako kraj, w którym występują zakłócenia. Niektóre wskaźniki w zaktualizowanej tabeli przekraczają wartości progowe: międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto oraz stopa bezrobocia. Obydwa wskaźniki ulegają jednak poprawie, a jej tempo jest znaczące. Dzięki stałej poprawie wskaźników konkurencyjności i wzrostowi udziału w rynkach eksportowych bilans płatniczy Łotwy

pozostaje korzystny, a deficyt na rachunku obrotów bieżących ustabilizował się na niskim poziomie. Mimo iż ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto przekracza wartość progową, znaczną część zobowiązań względem zagranicy stanowią przychodzące bezpośrednie inwestycje zagraniczne, co stwarza mniejsze ryzyko dla równowagi makroekonomicznej niż zadłużenie. Następuje zarówno stosunkowo szybka poprawa międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, jak względnie szybki spadek zadłużenia zagranicznego, a ta korzystna tendencja ma się utrzymać w okresie objętym prognozą. Jeśli chodzi o wskaźniki wewnętrzne, dług sektora instytucji rządowych i samorządowych utrzymuje się na poziomie znacznie poniżej wartości progowej i szacuje się, że w 2015 r., do kiedy Łotwa powinna spłacić $\frac{3}{4}$ pożyczek unijnych wypłaconych w latach 2009-2011, spadnie poniżej 40 % PKB. Poziom zadłużenia sektora prywatnego również jest poniżej wartości progowej. Ceny nieruchomości mieszkaniowych i przepływy kredytowe powoli rosną po okresie znacznej korekty, jaka miała miejsce w czasie kryzysu; w średnim okresie, z uwagi na prognozowane dalsze zmniejszanie zadłużenia przez sektor gospodarstw domowych, nie powinny nastąpić duże skoki cen. Wskaźnik bezrobocia (średnia z 3 lat) zmniejszył się jedynie nieznacznie, ale ostatnie zmiany na rynku pracy napawają większym optymizmem i bezrobocie szybko spada; według obecnych szacunków stopa bezrobocia w 2014 r. spadnie poniżej średniej UE, a w 2015 r. poniżej 10 %. Ożywienie na rynku pracy zaczęło przyczyniać się do ograniczenia ubóstwa i wykluczenia społecznego, które pozostają jednak na bardzo wysokim poziomie. *Ogólnie Komisja jest zdania, że na tym etapie nie zachodzi konieczność przeprowadzenia pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.*

Litwa: W poprzednich cyklach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Litwa nie została wskazana jako kraj, w którym występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej. Kilka wskaźników w zaktualizowanej tabeli przekracza wartości progowe: międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto oraz stopa bezrobocia. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto jest zdecydowanie ujemna, mimo iż od 2009 r. stopniowo się poprawia. Niemniej jednak zadłużenie zagraniczne netto jest zdecydowanie niższe, gdyż znaczną część zobowiązań wobec zagranicy stanowią przychodzące bezpośrednie inwestycje zagraniczne. W pierwszej połowie 2013 r. na rachunku obrotów bieżących odnotowano niewielką nadwyżkę, która jednak wraz z dalszym ożywieniem popytu krajowego powinna przekształcić się w nieznaczny deficyt. Szacuje się, że głównymi źródłami finansowania deficytu będzie napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych i inwestycje portfelowe. Zwiększa się udział w rynkach eksportowych, czemu sprzyja deprecjacja realnego efektywnego kursu walutowego oraz spadek jednostkowych kosztów pracy. W związku z podwyżkami płac ostatnio koszty te zaczęły jednak znowu rosnąć. W kategoriach wewnętrznych zadłużenie sektora prywatnego jest stosunkowo niskie, podobnie jak dług sektora instytucji rządowych i samorządowych, który zresztą powinien zacząć spadać w najbliższych latach. Udzielanie przedsiębiorstwom niefinansowym nowych kredytów wzrosło i w związku z tym tempo zmniejszania zadłużenia przez sektor prywatny spadło. W ostatnich latach ceny nieruchomości mieszkaniowych utrzymywały się na stosunkowo stabilnym poziomie. Stopa bezrobocia znacznie spadła i oczekuje się, że w 2014 r. wyniesie poniżej 11 %. Ożywienie na rynku pracy przyczynia się do ograniczenia ubóstwa i wykluczenia społecznego, które pozostają jednak na bardzo wysokim poziomie. *Ogólnie Komisja jest zdania, że na tym etapie nie zachodzi konieczność przeprowadzenia pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.*

Luksemburg: W poprzednich cyklach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Luksemburg nie został wskazany jako kraj, w którym występują

zakłócenia równowagi makroekonomicznej. Szereg wskaźników w zaktualizowanej tabeli przekracza wartości progowe: nadwyżka na rachunku obrotów bieżących, jednostkowe koszty pracy, zadłużenie sektora prywatnego oraz utrata udziału w rynkach eksportowych. Bardzo wysoka nadwyżka w obrotach bieżących ukrywa utrzymujący się deficyt w bilansie handlowym. Ponadto zaniepokojenie zaczęła budzić odnotowywana ostatnio utrata udziału w rynkach eksportowych. Nie tylko w bilansie handlowym odnotowano rekordowy deficyt, ale od 2007 r. skurczył się również udział Luksemburga w rynkach usług (w tym głównie finansowych). Ponadto od 2008 r., pomimo podjętych ostatnio działań służących ograniczeniu wzrostu płac, nominalne jednostkowe koszty pracy rosły znacznie szybciej niż w strefie euro i przekraczają wartość progową, prowadząc do pogorszenia konkurencyjności przemysłu krajowego. Wysokie zadłużenie sektora prywatnego, w szczególności przedsiębiorstw niefinansowych, prowadzi do wzrostu podatności przedsiębiorstw na zagrożenia i może częściowo wynikać z pewnego preferowania finansowania dłużnego w przepisach podatkowych w porównaniu z kapitałem własnym. Mimo iż ogólnie sytuacja sektora finansowego jest stabilna, kryzys finansowy ograniczył potencjał wzrostu tego sektora, co prowadzi do obaw dotyczących wpływu zmniejszonej dynamiki sektora zarówno na zatrudnienie, jak i na stabilność finansów publicznych, uwzględniając również koszty związane ze starzeniem się społeczeństwa. *Ogólnie Komisja jest zdania, że przydatne byłoby przeprowadzenie pogłębionej analizy celem stwierdzenia, czy istnieją zakłócenia równowagi makroekonomicznej.*

Węgry: W kwietniu 2013 r. Komisja doszła do wniosku, że na Węgrzech występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej oraz podkreśliła potrzebę podjęcia zdecydowanych działań politycznych. Szczególnie niepokojącą kwestią jest zdecydowanie ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto. W zaktualizowanej tabeli zmienna ta utrzymuje się na poziomie znacznie przekraczającym wartość progową, gdyż przewyższa roczny PKB. Ponadto wartość progową przekraczają również utrata udziału w rynkach eksportowych, dług sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz stopa bezrobocia. Jeśli chodzi o zakłócenia równowagi w kategoriach zewnętrznych, odnotowywane na rachunku obrotów bieżących nadwyżki przyczyniają się od 2009 r. do poprawy międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. Niemniej jednak nadwyżki te odzwierciedlają utrzymujący się na niskim poziomie popyt krajowy i równie słaby eksport; tempo utraty udziału w rynkach eksportowych przyspieszyło, pomimo braku wyraźnych oznak utraty konkurencyjności kosztowej. Podważa to przekonanie o trwałości korekty zakłóceń o charakterze zewnętrznym. Jeśli chodzi o zakłócenia równowagi w kategoriach wewnętrznych, pomimo znacznych dostosowań zachodzących w obrotach z zagranicą odzwierciedlających postępujące zmniejszanie zadłużenia przez sektor prywatny i sektor instytucji rządowych i samorządowych, poważne zagrożenia nie zniknęły. W obliczu niepewności politycznej gwałtowny spadek wolumenu kredytów udzielanych przedsiębiorstwom przyczynił się do spadku inwestycji do rekordowo niskich poziomów, co może zmniejszyć potencjał wzrostu węgierskiej gospodarki. Dalszy spadek nominalnych cen nieruchomości mieszkaniowych w połączeniu z nadmiernym obciążeniem sektora finansowego utrudnia przywrócenie normalnych warunków kredytowania gospodarki i stwarza zagrożenie dla stabilności finansowej. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych nieznacznie spada, ale nadal wyraźnie przekracza wartość progową; wraz ze słabym potencjałem wzrostu naraża to węgierską gospodarkę na zagrożenia, co jest widoczne głównie w stosunkowo wysokich kosztach finansowania ponoszonych przez państwo. Stopa bezrobocia wyraźnie przekracza wartość progową, a bezrobocie wśród osób młodych i wskaźnik poważnej deprywacji materialnej znacznie wzrosły od początku kryzysu. *Ogólnie Komisja jest zdania, biorąc również pod uwagę zakłócenia równowagi makroekonomicznej stwierdzone w kwietniu, że*

przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca ryzyka związanego z utrzymywaniem się zakłóceń.

Malta: W kwietniu 2013 r. Komisja doszła do wniosku, że na Malcie występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej wynikające ze znacznego zaangażowania sektora finansowego w rynek nieruchomości i zagrożeń dla długoterminowej stabilności finansów publicznych. Mimo iż szereg wskaźników zaktualizowanej tabeli nadal przekracza wartości progowe, w szczególności realny efektywny kurs walutowy, a także zadłużenie sektora prywatnego oraz dług sektora instytucji rządowych i samorządowych, w wielu obszarach widoczna jest poprawa. Nastąpiła poprawa bilansu płatniczego Malty, wskaźniki dotyczące rachunku obrotów bieżących zbliżyły się do wartości progowych, a dodatnia międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto zwiększyła się. Do tych wyników przyczyniła się deprecjacja realnego efektywnego kursu walutowego do poziomu poniżej dolnej wartości progowej, wynikająca w dużej mierze z nominalnej deprecjacji euro. Niemniej jednak utrata udziału w rynkach eksportowych w ostatnich latach może świadczyć o pogarszaniu się konkurencyjności, nawet jeśli wskaźnik mierzący zmianę tego udziału w okresie 5 lat nie przekracza jeszcze wartości progowej. W kategoriach wewnętrznych zadłużenie sektora prywatnego w dalszym ciągu przekracza wartość progową, mimo iż strona aktywów w bilansie tego sektora wydaje się solidna. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych również przekracza wartość progową i z uwagi na utrzymujące się deficyty pierwotne wykazuje tendencję zwyżkową; należy również zaradzić zagrożeniom dla długoterminowej stabilności finansów publicznych związanym ze starzeniem się społeczeństwa. Wydaje się, że rynek nieruchomości mieszkaniowych się ustabilizował, mimo iż jego monitorowanie jest nadal uzasadnione z uwagi na powiązania z krajowym sektorem bankowym. Z uwagi na rosnący – również w pierwszej połowie 2013 r. – odsetek kredytów zagrożonych konieczne jest podjęcie konkretnych działań służących wzmocnieniu polityki dotyczącej rezerw na straty kredytowe. *Ogólnie Komisja jest zdania, biorąc również pod uwagę zakłócenia równowagi makroekonomicznej stwierdzone w kwietniu, że przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.*

Niderlandy: W kwietniu 2013 r. Komisja doszła do wniosku, że w Niderlandach występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej, wiążące się w szczególności z korektą trwającą na rynku nieruchomości mieszkaniowych oraz wysokim poziomem zadłużenia gospodarstw domowych. Niektóre wskaźniki w zaktualizowanej tabeli przekraczają wartości progowe: znaczna i nadal rosnąca nadwyżka na rachunku obrotów bieżących, deprecjacja realnego efektywnego kursu walutowego, utrata udziału w rynkach eksportowych oraz zadłużenie sektora prywatnego i dług sektora instytucji rządowych i samorządowych. Jeśli chodzi o kategorie zewnętrzne, utrzymujące się wysokie nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, które znacznie przekraczają wartość progową, wynikają głównie z salda osiąganego w obrotach handlowych, w tym reeksportu i eksportu gazu ziemnego. Duże nadwyżki odzwierciedlają wysoki poziom oszczędności niewykorzystywanych na inwestycje krajowe. Niezbędny trwający proces zmniejszania wysokiego zadłużenia przez gospodarstwa domowe wraz z ograniczeniem inwestycji wynikającym ze zmian cyklicznych (w szczególności w branży budowlanej) może doprowadzić do dalszego wzrostu nadwyżki. Umiarkowane pogorszenie konkurencyjności krajowych towarów i usług zostało w dużej mierze skompensowane dynamiką reeksportu. Poziom utraty udziału w rynkach eksportowych jest ogólnie zgodny z poziomem tego wskaźnika w innych krajach rozwiniętych. Zagrożenia, jakimi obarczona jest gospodarka, dotyczą głównie rynku nieruchomości mieszkaniowych i wysokiego zadłużenia gospodarstw domowych. Wysokie w porównaniu z dochodem do dyspozycji zadłużenie gospodarstw domowych z tytułu kredytów hipotecznych wynika w

dużej mierze z ulg podatkowych stanowiących zachętę do zaciągania wysokich kredytów oraz z łatwego dostępu do kredytowania. Od początku kryzysu ceny nieruchomości mieszkaniowych spadają i obecnie widoczne są pierwsze oznaki ich stabilizacji. Ponadto niedawne zmiany polityki, np. przepisów dotyczących podatkowego traktowania kredytów hipotecznych, rozszerzenie oferty kredytów hipotecznych z kredytów z ratami odsetkowymi i odroczoną spłatą kapitału o kredyty z ratami annuitetowymi oraz stopniowe ograniczanie współczynnika pokrycia należności zabezpieczeniem mogą przyczynić się do stopniowego zmniejszenia zadłużenia przez gospodarstwa domowe i ograniczenia podatności sektora finansowego na zagrożenia w średnim okresie. Zmniejszanie zadłużenia przez gospodarstwa domowe, przejawiające się trwającym już od kilku kwartałów spadkiem stosunku zadłużenia gospodarstw domowych do PKB, a także niekorzystne perspektywy dotyczące stopy bezrobocia i dochodu do dyspozycji ograniczają spożycie prywatne, a wpływ tych środków na sektor finansowy wymaga pogłębionej analizy. *Ogólnie Komisja jest zdania, biorąc również pod uwagę zakłócenia równowagi makroekonomicznej stwierdzone w kwietniu, że przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.*

Austria: W poprzednich cyklach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Austria nie została wskazana jako kraj, w którym występują zakłócenia. Kilka wskaźników w zaktualizowanej tabeli przekracza wartości progowe: utrata udziału w rynkach eksportowych oraz zadłużenie sektora prywatnego i dług sektora instytucji rządowych i samorządowych. Istnieją również przesłanki, że w 2012 r. ceny nieruchomości mieszkaniowych znacząco wzrosły – do poziomu zbliżonego lub nawet przekraczającego wartość progową. Utrata udziału w rynkach eksportowych odzwierciedla w dużej mierze gwałtowny spadek eksportu do państw strefy euro w latach 2007-2010. W ostatnim okresie wyniki w eksporcie są raczej zgodne z wynikami partnerów z UE, a korzystny wpływ ma na nie ścisła integracja na poziomie łańcucha dostaw z Niemcami i Europą Środkową. Ogólnie rzecz biorąc, utrata udziału w rynkach eksportowych jedynie nieznacznie wpłynęła na bilans płatniczy, a nadwyżka na rachunku obrotów bieżących, wraz z ożywieniem inwestycji, ustabilizowała się na umiarkowanym poziomie. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto jest bliska zera. Ponadto realny efektywny kurs walutowy oraz jednostkowe koszty pracy nie świadczą o problemach z konkurencyjnością kosztową. Niemniej jednak utrata udziału w rynkach może oznaczać potrzebę lepszego wykorzystania zdolności austriackiej gospodarki do innowacji. W kategoriach wewnętrznych stosunek zadłużenia sektora prywatnego do PKB utrzymuje się na poziomie przekraczającym wartość progową od roku 2007, kiedy przedsiębiorstwa niefinansowe zdecydowały się – w obliczu słabego wzrostu gospodarczego – na zamianę części finansowania kapitałem własnym na długoterminowe finansowanie dłużne, jednak obecnie stosunek ten ulega stopniowo obniżeniu. Przepływy kredytowe do sektora prywatnego utrzymują się na umiarkowanym, ale dodatnim poziomie. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych nadal przekracza wartość progową, ale nie wzrósł znacząco w czasie kryzysu, a od 2014 r. powinien się zmniejszać. Finanse publiczne mogą być w przyszłości narażone na ryzyko wynikające z opóźnień w restrukturyzacji upaństwowionych banków. Negatywne sprzężenia zwrotne pomiędzy sektorem instytucji rządowych i samorządowych a sektorem finansowym wydają się ograniczone, jednak integracja sektora bankowego z partnerami z Europy Środkowej wymaga ciągłego monitorowania. *Ogólnie Komisja jest zdania, że na tym etapie nie zachodzi konieczność przeprowadzenia pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.*

Polska: W poprzednich cyklach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Polska nie została wskazana jako kraj, w którym występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej. Dwa wskaźniki w zaktualizowanej tabeli przekraczają wartości progowe: deficyt na rachunku obrotów bieżących oraz ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto. Nieznacznie przekraczający wartość progową deficyt na rachunku obrotów bieżących od 2004 r. jest w dużej mierze finansowany z napływających bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Przewiduje się, że z uwagi na znaczącą poprawę bilansu handlowego, wynikającą z czynników zarówno cyklicznych (słaby popyt krajowy prowadzący do spadku importu), jak i pozacyklicznych (dywersyfikacja eksportu do krajów spoza UE, częściowo kompensująca utratę udziału w rynkach eksportowych w ostatnim okresie), w 2013 r. deficyt ten znacząco się skurczy. Inne czynniki, które prawdopodobnie przyczynią się do poprawy salda na rachunku obrotów bieżących, obejmują deprecjację nominalnego kursu wymiany waluty krajowej oraz ograniczenie nominalnych jednostkowych kosztów pracy, odzwierciedlające słabą sytuację na rynku pracy. Ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto przekracza wprowadzając wartość progową, ale poziom zadłużenia zagranicznego netto jest niski. Niemniej jednak rosnąca zależność państwa od zagranicznych wierzycieli, potęgowana zapowiedzianymi zmianami systemu emerytalnego, może stanowić źródło ryzyka. Jeśli chodzi o kategorie wewnętrzne, zadłużenie sektora prywatnego, wyrażone jako procent PKB, utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. Po tym jak w latach 2011-2012 banki praktycznie wstrzymały udzielanie nowych kredytów hipotecznych denominowanych w walutach obcych, zmniejsza się wysoki wcześniej udział rynkowy tego rodzaju kredytów, który postrzegany był jako istotne zagrożenie dla gospodarki. Od 2008 r. ceny nieruchomości mieszkaniowych nieprzerwanie spadają, jednak tempo tego spadku jest umiarkowane, w związku z czym konsekwencje tej tendencji dla sektora finansowego pozostają ograniczone. Ograniczenie wzrostu płac i elastyczne regulacje rynku pracy pozwoliły uniknąć wzrostu stopy bezrobocia w 2012 r. i w pierwszej połowie 2013 r. mimo znacznego spowolnienia gospodarki. *Ogólnie Komisja jest zdania, że na tym etapie nie zachodzi konieczność przeprowadzenia pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.*

Słowenia: W kwietniu 2013 r. Komisja doszła do wniosku, że w Słowenii występują nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej²³, w szczególności jeśli chodzi o zagrożenia dla stabilności finansowej wynikające z zadłużenia sektora przedsiębiorstw, który to problem potęgują dodatkowo sztywność rynku pracy i rynków kapitałowych oraz duży udział państwa w strukturze własności, który ogranicza zdolności dostosowawcze gospodarki. Dwa wskaźniki w zaktualizowanej tabeli przekraczają wartości progowe, a mianowicie międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto i utrata udziału w rynkach eksportowych. Jeśli chodzi o kategorie zewnętrzne, słaby popyt wewnętrzny, w tym zwłaszcza spadek inwestycji, doprowadził do znacznej korekty deficytu na rachunku obrotów bieżących, którego saldo osiągnęło nieznaczną nadwyżkę. Pomimo tej korekty międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto uległa dalszemu pogorszeniu, w głównej mierze na skutek aktualizacji wyceny. Po silnych wzrostach jednostkowych kosztów pracy w latach poprzedzających 2009 r. ich poziom ustabilizował się. Bardzo zmniejszył się udział Słowenii w rynkach eksportowych; w

²³ Ze względu na ambitny charakter krajowego programu reform i programu stabilności nie doszło jednak do uruchomienia wobec Słowenii działań naprawczych w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Komisja uważnie monitoruje wdrażanie reform polityki i przestrzeganie zaleceń w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, które zostały przyjęte przez Radę w lipcu. Wyniki tego procesu monitorowania wskazują, że w ostatnich miesiącach nastąpiło przyspieszenie tempa reform strukturalnych istotnych dla skorygowania tych zakłóceń, a w sektorze bankowym osiągnęto zasadnicze postępy.

porównaniu z rozwiniętymi gospodarkami dynamika eksportu tego państwa jest znacznie słabsza, przez co Słowenia niekorzystnie wypada na tle nowych państw członkowskich UE. W kategoriach wewnętrznych spadło zadłużenie sektora prywatnego, do czego doprowadziły ujemne przepływy kredytowe zarówno na rzecz gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw niefinansowych. Zadłużenie sektora prywatnego sytuuje się wprawdzie poniżej wartości progowej, ale problem zadłużenia dotyczy za to w poważnym stopniu sektor przedsiębiorstw. Przedsiębiorstwa uzyskują na rynku krajowym i rynkach eksportowych niskie dochody, ponosząc przy tym wysokie koszty pracy i kapitału, dlatego też nie są w stanie generować przepływów pieniężnych wystarczających do utrzymania kapitału obrotowego i spłaty zadłużenia. Na rynku nieruchomości mieszkaniowych rozpoczęła się na nowo korekta, która zmniejszyła wartość zabezpieczeń posiadanych przez banki. Sektor finansowy kontynuował trzeci rok z rzędu redukcję swoich łącznych zobowiązań; jednocześnie trudności sektora przedsiębiorstw pogorszyły dodatkowo jakość portfeli kredytowych banków i doprowadziły do presji na ich – już i tak niskie – bufor kapitałowe. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych rośnie w szybkim tempie i do końca 2013 r. przekroczy poziom 60 % PKB; przewidywania te nie uwzględniają ewentualnych dalszych operacji dokapitalizowania banków. Stały wzrost stopy bezrobocia potęguje koszty społeczne korekty budżetowej. *Ogólnie Komisja jest zdania, biorąc również pod uwagę nadmierne zakłócenie równowagi makroekonomicznej stwierdzone w kwietniu, że przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się ryzyka makroekonomicznego i monitorowanie postępów w jego ograniczaniu.*

Słowacja: W poprzednich cyklach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Słowacja nie została wskazana jako kraj, w którym występują zakłócenia makroekonomiczne. Dwa wskaźniki w zaktualizowanej tabeli przekraczają wartości progowe: ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto oraz stopa bezrobocia. Wskaźnik dotyczący salda rachunku obrotów bieżących (trzyletnia średnia) poprawił się i dzięki nadwyżce w 2012 r. przyjął obecnie tylko nieznacznie ujemną wartość. Oczekuje się dalszej poprawy sald obrotów bieżących z zagranicą w związku z dużym eksportem towarów w 2013 r. i dobrymi prognozami na 2014 r. W porównaniu z 2011 r. międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto poprawiła się w 2012 r. tylko nieznacznie. Zadłużenie zagraniczne pozostaje jednak niskie i stosunkowo stabilne, ponieważ większość zobowiązań względem zagranicy stanowią instrumenty inne niż dłużne. Zmiany w zakresie konkurencyjności cenowej wydają się mieć łagodny charakter, na co wskazuje spadek wskaźnika realnego efektywnego kursu walutowego (choć spadek ten był mniejszy niż w przypadku większości państw członkowskich należących do strefy euro), i konkurencyjność ta utrzymuje się w granicach wartości progowych. Dzięki wzrostowi wydajności pracy nominalne jednostkowe koszty pracy nieznacznie się obniżyły. Dynamika zwiększania udziału w rynkach eksportowych osłabła w porównaniu z poprzednimi latami. Zadłużenie sektora prywatnego utrzymuje się na stałym poziomie dzięki dodatnim przepływom kredytowym kształtującym się na umiarkowanym poziomie. Sektor bankowy jest stabilny, a jego łączne zobowiązania wzrosły tylko nieznacznie. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych znacznie wzrósł w 2012 r., ale utrzymuje się poniżej wartości progowej. Na rynku nieruchomości mieszkaniowych od czterech lat trwa korekta powodująca spadek cen. Wyniki rynku pracy wskazują na dalsze występowanie znacznych różnic regionalnych jeśli chodzi o wzrost gospodarczy i zatrudnienie. Najpilniejszym problemem obciążającym gospodarkę kraju pozostaje bezrobocie. Jest to zwykle bezrobocie długotrwałe, co wskazuje, że ma ono charakter strukturalny, a nie cykliczny i stanowi słaby punkt. Poważny problem stanowi również bezrobocie wśród osób młodych – Słowacja plasuje się na szóstym miejscu w UE pod względem stopy bezrobocia młodzieży. *Ogólnie Komisja jest zdania, że na tym etapie nie*

zachodzi konieczność przeprowadzenia pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Finlandia: W kwietniu 2013 r. Komisja doszła do wniosku, że w Finlandii występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej, w szczególności jeśli chodzi o konkurencyjność. Niektóre wskaźniki w zaktualizowanej tabeli przekraczają wartości progowe: deprecjacja realnego efektywnego kursu walutowego, utrata udziału w rynkach eksportowych oraz zadłużenie sektora prywatnego. Najpilniejsze problemy obciążające gospodarkę dotyczą w dalszym ciągu kategorii zewnętrznych. Finlandia nieprzerwanie traci udziały w rynkach; dynamika tych zmian jest najwyższa w całej UE. Skala utraty tych udziałów pozostaje znaczna również wtedy, gdy zestawia się ją z wynikami ogółu gospodarek rozwiniętych. Chociaż większość strat udziału w rynkach eksportowych miała miejsce w latach 2009-2010, proces ten nadal postępuje. Rachunek obrotów bieżących, na którym odnotowywano zwykle nadwyżkę, od 2011 r. wykazuje deficyt, a w 2012 r. pogorszył się jeszcze bardziej. Pewną rolę odgrywa w tym spadek konkurencyjności cenowej związany z wysokim wzrostem jednostkowych kosztów pracy w długim okresie, mimo że odpowiedni wskaźnik spadł w 2012 r. poniżej wartości granicznej. Zauważalne są także straty dotyczące warunków wymiany handlowej. Jednocześnie realny efektywny kurs walutowy skorygowany o deflatory zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych uległ w latach 2009-2012 deprecjacji, której głównym czynnikiem napędowym była zmiana nominalnego kursu walutowego euro. Niemniej jednak w porównaniu z innymi państwami strefy euro kurs ten uległ w tym samym okresie niewielkiej aprecjacji. W kategoriach wewnętrznych relacja zadłużenia sektora prywatnego do PKB utrzymuje się powyżej wartości progowej (przy czym większość tego zadłużenia przypada na przedsiębiorstwa) – w 2012 r. zadłużenie to jeszcze wzrosło, do czego przyczynił się spadek PKB. Unormowała się dynamika wzrostu zobowiązań sektora finansowego, co potwierdza słuszość ustaleń dokonanych podczas poprzedniego cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, zgodnie z którymi wzrost ten był wynikiem szczególnych okoliczności związanych ze strukturą rynków finansowych w państwach nordyckich. Spadek realnych cen nieruchomości mieszkaniowych postępował w 2012 r., co zmniejszyło ryzyko „przegrzania” tego rynku. *Ogólnie Komisja jest zdania, biorąc również pod uwagę zakłócenia równowagi makroekonomicznej stwierdzone w kwietniu, że przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.*

Szwecja: W kwietniu 2013 r. Komisja doszła do wniosku, że w Szwecji występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej, w szczególności jeśli chodzi o zadłużenie sektora prywatnego i proces jego zmniejszania, którym to problemom towarzyszą niewydolności na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Niektóre wskaźniki w zaktualizowanej tabeli przekraczają wartości progowe: nadwyżka na rachunku obrotów bieżących, utrata udziału w rynkach eksportowych oraz zadłużenie sektora prywatnego. Jeżeli chodzi o kategorie zewnętrzne charakteryzujące Szwecję, wskazania wskaźników są przeciwstawne. Tempo utraty udziału w rynkach eksportowych spowolniło nieco w latach 2010-2011, ale w 2012 r. przyspieszyło ponownie i obecnie przekracza znacznie wartość progową. Utrata udziału w rynkach przez Szwecję jest dostrzegalna również w porównaniu z rozwiniętymi gospodarkami, chociaż skala tej straty jest mniejsza. Tendencji tej nie można w pełni wytłumaczyć tylko zmianami cen krajowych i kosztów pracy, ponieważ zarówno ceny, jak i jednostkowe koszty pracy wzrastały w Szwecji wolniej niż u jej głównych partnerów handlowych. Od 2010 r. postępowała jednak aprecjacja realnego efektywnego kursu walutowego związana z wzmocnieniem korony. W międzyczasie od 2001 r. Szwecja odnotowuje znaczne nadwyżki na rachunku obrotów bieżących. W kategoriach wewnętrznych

uwagi wymaga w dalszym ciągu wysokie zadłużenie sektora prywatnego, podczas gdy dług sektora instytucji rządowych i samorządowych jest stosunkowo niski. W latach 2009-2012 nastąpiła niewielka korekta zadłużenia przedsiębiorstw, ale jego poziom jest w dalszym ciągu wysoki. Dzięki spowolnieniu akcji kredytowej, które wynikało z ograniczenia współczynnika pokrycia kredytów hipotecznych zabezpieczeniem do 85 %, poziom zadłużenia gospodarstw domowych stabilizuje się od 2010 r., ale pozostaje wysoki. W latach 2011-2012 ceny nieruchomości mieszkaniowych ustabilizowały się na wysokim poziomie. Pomimo pewnych działań podjętych w ostatnim czasie rynek nieruchomości mieszkaniowych pozostaje podatny na niekorzystne zmiany sytuacji. Podaż mieszkań pozostaje ograniczona w wyniku uciążliwych procedur planowania przestrzennego, ograniczonej konkurencji w branży budowlanej oraz regulacji rynku najmu. W powiązaniu z systemem opodatkowania nieruchomości, który sprzyja zadłużaniu się, ta niewydolność rynku prowadzi do wzrostu cen nieruchomości i zadłużenia gospodarstw domowych, stanowiąc potencjalnie ryzyko dla stabilności makroekonomicznej. W krótko- i średniookresowej perspektywie oczekiwany jest spadek zadłużenia przedsiębiorstw w następstwie niedawnych reform opodatkowania przedsiębiorstw oraz umiarkowany wzrost zadłużenia gospodarstw domowych i nominalnych cen domów i mieszkań. Ogólnie rzecz biorąc, ryzyko dla banków wydaje się być ograniczone, ale wysoki poziom zadłużenia gospodarstw domowych sprawia, że szwedzkie banki są bardziej narażone na utratę zaufania w przypadku znacznego spadku cen nieruchomości mieszkaniowych. *Ogólnie Komisja jest zdania, biorąc również pod uwagę zakłócenia równowagi makroekonomicznej stwierdzone w kwietniu, że przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.*

Zjednoczone Królestwo: W kwietniu 2013 r. Komisja doszła do wniosku, że w Zjednoczonym Królestwie występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej, w szczególności jeśli chodzi o zadłużenie gospodarstw domowych, rynek nieruchomości mieszkaniowych oraz konkurencyjność zewnętrzną. Niektóre wskaźniki w zaktualizowanej tabeli przekraczają wartości progowe, a mianowicie utrata udziału w rynkach eksportowych, zadłużenie sektora prywatnego oraz dług sektora instytucji rządowych i samorządowych. W kategoriach zewnętrznych wskaźnik dotyczący rachunku obrotów bieżących uległ wprawdzie pogorszeniu, ale nie przekroczył wartości progowej. Deficyt na rachunku obrotów bieżących, który w 2012 r. wyniósł ok. 4 % PKB, mógł wynikać z czynników tymczasowych, tj. słabego salda dochodów i zakłóceń w wydobywaniu ropy naftowej oraz niekorzystnej sytuacji gospodarczej partnerów handlowych. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto zachowuje wprawdzie nieznaczną wartość ujemną, ale poprawiła się w stosunku do lat 2011-2012. W 2012 r. osłabło tempo utraty udziału w rynkach eksportowych przez Zjednoczone Królestwo. Chociaż w drugim półroczu 2012 r. pojawiły się oznaki stopniowej poprawy, poprawa sytuacji Zjednoczonego Królestwa w zakresie wymiany handlowej w dalszym ciągu wymaga realizacji szeregu istotnych reform strukturalnych. Obejmują one konieczność zwiększenia wydajności i konkurencyjności pozakosztowej w sektorze produkcyjnym oraz odzyskania dynamiki eksportu usług notowanej w okresie przed kryzysem. Jeśli chodzi o parametry wewnętrzne, wskaźnik zadłużenia sektora prywatnego w dalszym ciągu znacznie przekracza wartość progową. Proces zmniejszania zadłużenia przebiega bardzo powoli zarówno w sektorze gospodarstw domowych, jak i w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych, natomiast przepływy kredytowe utrzymują się na niskim, ale dodatnim poziomie. Dynamika zmniejszania zadłużenia gospodarstw domowych może osłabnąć w związku ze wzrostem cen nieruchomości mieszkaniowych napędzanym na skutek splotu dwóch czynników: utrzymującej się niedostatecznej podaży i wprowadzenia polityk, które prawdopodobnie wzmogą popyt. Zgodnie z najnowszymi danymi liczba udzielanych kredytów hipotecznych stale rośnie i pojawiają się oznaki wskazujące na ogólnokrajowy

wzrost cen nieruchomości. Powód do niepokoju stanowi w dalszym ciągu wysoki i stale rosnący dług sektora instytucji rządowych i samorządowych ze względu na jego poważny wzrost w latach 2009-2012. Przy założeniu kontynuacji obecnych trendów, przewidywany jest wzrost długu sektora instytucji rządowych i samorządowych w perspektywie krótkoterminowej, a następnie jego spadek w miarę ożywienia dynamiki wzrostu gospodarczego i zmniejszania się deficytu. Oprócz tego trwający proces uzdrawiania bilansów w sektorze finansowym oraz ciągle niedostateczna akcja kredytowa na rzecz mniejszych przedsiębiorstw może w dalszym ciągu hamować wzrost gospodarczy. *Ogólnie Komisja jest zdania, biorąc również pod uwagę zakłócenia równowagi makroekonomicznej stwierdzone w kwietniu, że przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.*

Ramka 1: Nadzór nad nadwyżkami na rachunku obrotów bieżących w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej²⁴

Nadzór w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej obejmuje zarówno deficyty na rachunku obrotów bieżących, jak i nadwyżki. Niemniej jednak, charakter, znaczenie i pilność wyzwań politycznych różnią się bardzo w poszczególnych państwach członkowskich. Ze względu na stopień narażenia i skalę wymaganej korekty potrzeba podjęcia działań politycznych jest szczególnie pilna w tych państwach członkowskich, które odnotowują trwałe wysokie deficyty na rachunku obrotów bieżących i utratę konkurencyjności. Trwałe nadwyżki mogą opierać się na fundamentalnych parametrach gospodarki. Niemniej jednak, duże i trwałe nadwyżki na rachunku obrotów bieżących mogą również wynikać z niedoskonałości w funkcjonowaniu rynku lub założeń polityki, które ograniczają popyt wewnętrzny i możliwości inwestycyjne. Nadwyżki na rachunku obrotów bieżących nie budzą jednak obaw co do długoterminowej stabilności zadłużenia zagranicznego ani możliwości finansowania.

Deficyty i nadwyżki na rachunku obrotów bieżących nie muszą stanowić zakłóceń równowagi makroekonomicznej w znaczeniu rozwoju sytuacji, który ma lub może mieć niekorzystny wpływ na prawidłowe funkcjonowanie gospodarki państwa członkowskiego lub unii gospodarczej i walutowej, lub całej Unii. Deficyty i nadwyżki stanowią naturalną konsekwencję relacji gospodarczych pomiędzy państwami. Wyrażają one, w jakim stopniu dane państwo polega na pożyczkach od reszty świata albo jaką część swoich zasobów pożycza za granicą. W ten sposób zagraniczne operacje pożyczkowe umożliwiają państwom przesunięcie spożycia w czasie: państwo z nadwyżką na rachunku obrotów bieżących przesunęło spożycie w przyszłość, dokonując inwestycji zagranicznej. Z kolei państwo z deficytem na rachunku obrotów bieżących może zwiększyć spożycie lub inwestycje w chwili obecnej, ale musi dokonać transferu przyszłych dochodów za granicę, aby spłacić zadłużenie zagraniczne. Deficyty i nadwyżki mogą zatem wynikać z zupełnie prawidłowej alokacji oszczędności uwzględniającej różne możliwości inwestycyjne w poszczególnych państwach. Różnice w perspektywach gospodarczych modyfikują zachowania w zakresie oszczędzania – optymistyczne oczekiwania zmniejszają skłonność podmiotów życia gospodarczego do oszczędzania, a tym samym przyczyniają się do akumulacji deficytów. Oszczędzanie (czyli tworzenie nadwyżek) może być celowe zwłaszcza w przypadku państw, których społeczeństwa szybko się starzeją, i służy wyrównaniu spożycia w czasie.

Deficyty i nadwyżki na rachunku obrotów bieżących stanowią element procesu dostosowawczego w unii walutowej. W sytuacji braku niezależnej polityki pieniężnej i niemożności dostosowywania nominalnego kursu walutowego absorbują one wstrząsy asymetryczne. Zachodzące pod wpływem sił rynkowych zmiany konkurencyjności kosztowej i cenowej ułatwiają proces dostosowawczy – przegrzewające się gospodarki tracą konkurencyjność, a państwa doświadczające cyklicznego pogorszenia koniunktury gospodarczej i mające wysokie bezrobocie zyskują ją. Oprócz cyklicznych zmian koniunktury gospodarczej pewną rolę odgrywają w tym procesie także czynniki strukturalne. Nadrabiające zaległości państwa, które mają wyższe perspektywy wzrostu, odnotowują zwykle deficyty obrotów bieżących, ponieważ pożyczają zasoby za granicą, co pociąga za sobą również aprecjacyjny trend realnego kursu walutowego tych państw. Takie przepływy finansowe z najsilniejszych gospodarek UE do słabszych stanowią normalny wyraz skłonności do poszukiwania jak najwyższego zwrotu z oszczędności. Zakłócenia równowagi w kategoriach zewnętrznych mogą być jednak źródłem problemów, gdy utrwalają się, czy to wskutek zmian strukturalnych w gospodarce, nieprawidłowej wyceny ryzyka, czy też zawyżenia przewidywanej rentowności.

Nadwyżki mogą wynikać z zakłóceń równowagi, których źródłem są nieprawidłowe przewidywania, nieprawidłowe wyceny ryzyka, zakłócenia na rynku, albo mogą odzwierciedlać błędne interwencje polityczne lub słabości nadzoru finansowego. Te niedoskonałości w funkcjonowaniu rynku lub błędne polityki wskazują na niewłaściwą alokację zasobów oraz narastanie zakłóceń równowagi i podatności na zagrożenia, tak w państwach wykazujących nadwyżkę, jak w państwach wykazujących deficyt. Niewłaściwa alokacja zasobów będzie pociągać za sobą utratę poziomu dobrobytu również w państwach wykazujących nadwyżkę. W takich przypadkach w interesie tych państw leży zmniejszenie własnej nadwyżki poprzez likwidację przeszkód hamujących ich popyt wewnętrzny. Duże straty z tytułu wyceny poniesione przez niektóre silniejsze gospodarki od czasu wybuchu kryzysu finansowego na skutek nieefektywnego inwestowania ich nadwyżek oszczędności wskazują, że oczekiwania dotyczące przyszłego zwrotu z inwestycji były zawyżone oraz pociągają za sobą zmniejszenie oczekiwanego spożycia i utratę poziomu dobrobytu. W celu uniknięcia tych niewydolności ważne jest zapewnienie, aby rynki finansowe podejmowały decyzje w oparciu o zwroty z inwestycji, które zostały należycie skorygowane o ryzyko, i aby istniał odpowiedni nadzór makroostrożnościowy zapobiegający nadmiernej koncentracji ryzyka zarówno w państwach dostarczających kapitał, jak i w państwach

²⁴ Niniejsza ramka stanowi podsumowanie najważniejszych wyników publikacji „Current Account Surpluses in the EU”, *op.cit.*

otrzymujących kapitał. Fakt, że słabsze gospodarczo państwa finansowały swoje deficyty głównie za pomocą instrumentów dłużnych stanowił szczególną okoliczność, która przyczyniła się do koncentracji ryzyka.

Negatywne konsekwencje związane z deficytami i nadwyżkami na rachunku obrotów bieżących dotyczą zarówno dane państwo, jak i jego partnerów handlowych. Dotyczy to w szczególności unii walutowej, w przypadku której jednolity kurs walutowy i wspólna polityka pieniężna nie są w stanie odpowiadać na indywidualne potrzeby gospodarek w zakresie dostosowań makroekonomicznych. Jeśli duża część członków unii walutowej zwiększy oszczędności lub ograniczy inwestycje, zwiększając w ten sposób swoją nadwyżkę i dostępny kapitał, który mogą eksportować, deficyt obrotów bieżących w pozostałych państwach obszaru walutowego ulegnie najprawdopodobniej pogorszeniu, czy to wskutek dwustronnych przepływów finansowych, czy też pod wpływem wspólnego kursu walutowego. O ile realny kurs walutowy w państwach wykazujących nadwyżkę nie ulegnie aprecjacji w wyniku stosunkowo silniejszych wzrostów poziomu płac i cen, to nominalny kurs walutowy euro będzie podlegał trendowi aprecjacyjnemu. Ten trend może wpływać na konkurencyjność pozostałych członków strefy euro, w szczególności tych, których eksport jest wrażliwy na zmiany cen, i prowadzić w nich do deflacji. Z tego też względu rachunki obrotów bieżących zarówno całej strefy euro, jak również jej poszczególnych członków, stanowią przedmiot wspólnego zainteresowania.

Chociaż ustalenie związku przyczynowego pomiędzy deficytem i nadwyżką w jakiegokolwiek parze państw jest niemożliwe, to deficyty i nadwyżki w strefie euro (i w UE) są ze sobą blisko powiązane ze względu na ożywioną transgraniczną wymianę handlową i ściśle powiązania finansowe. W szczególności, nadwyżka oszczędności silniejszych gospodarek finansowała deficyty w państwach peryferyjnych strefy euro. Oprócz tego niektóre silniejsze gospodarki pośredniczyły w dużych przepływach finansowych pomiędzy inwestorami spoza UE a słabszymi gospodarkami unijnymi. Brak odpowiedniego nadzoru finansowego, który pozwoliłby zidentyfikować i ograniczyć ryzyko wiążące się z tymi procesami, doprowadził w słabszych gospodarkach UE do napędzanych kredytami hoss na rynkach, zmniejszenia oszczędności i nadmiernych inwestycji w nieprodukcyjne sektory gospodarki, a w silniejszych gospodarkach UE – do nadmiernej koncentracji ryzyka w systemach finansowych. Analiza korelacji przestrzennych wewnątrz UE potwierdza, że jeżeli główni partnerzy finansowi danego państwa członkowskiego odnotowują nadwyżki, istnieje większe prawdopodobieństwo, że państwo to będzie odnotowywało deficyt na rachunku finansowym, i *vice versa*. Z drugiej strony, efekty mnożnikowe uzyskiwane dzięki dwustronnym relacjom handlowym obejmują głównie pozytywne interakcje pomiędzy państwami, które są ze sobą blisko powiązane w ramach łańcuchów dostaw: jeżeli główni partnerzy handlowi danego państwa wykazują nadwyżki, istnieje większe prawdopodobieństwo, że dane państwo również będzie odnotowywać nadwyżkę. Nie istnieją dowody, że wyniki eksportowe państw wykazujących nadwyżkę w znaczącym stopniu wypierają eksport ze słabszych państw strefy euro.

Wzrost popytu w gospodarkach strefy euro odnotowujących nadwyżkę poprawiłby bilans handlowy słabszych gospodarek strefy euro. Nie należy jednak przeceniać wpływu takiej zmiany na wyrównanie nadwyżek i deficytów oraz na poziom działalności gospodarczej w państwach dotkniętych deficytem. Po pierwsze, biorąc pod uwagę powiązania sektorów gospodarki i powiązania geograficzne, wzrost popytu wewnętrznego w dużym państwie wykazującym nadwyżkę, takim jak Niemcy, miałby znacznie większy wpływ na eksport w państwach sąsiadujących (w tym w państwach, które również wykazują nadwyżkę) niż w bardziej oddalonych słabszych gospodarkach UE. Wpływ ten byłby jednak większy, gdyby wzrost popytu wystąpił również w innych gospodarkach odnotowujących nadwyżkę. Po drugie, wpływ takiego wzrostu popytu (i zmniejszenia dodatniego bilansu handlowego) byłby większy, gdyby szedł w parze z osłabieniem kursu walutowego euro.

Ramka 2: Czym jest zakłócenie równowagi?

Rozporządzenie (WE) nr 1176/2011 w sprawie zapobiegania zakłóceniom równowagi makroekonomicznej definiuje zakłócenie równowagi makroekonomicznej jako „jakąkolwiek tendencję prowadzącą do rozwoju sytuacji makroekonomicznej, która ma lub może mieć niekorzystny wpływ na prawidłowe funkcjonowanie gospodarki państwa członkowskiego lub unii gospodarczej i walutowej, lub całej Unii”, a nadmierne zakłócenia równowagi jako „poważne zakłócenia równowagi, w tym zakłócenia zagrażające lub mogące zagrozić prawidłowemu funkcjonowaniu unii gospodarczej i walutowej”.

Zasadniczo rzecz biorąc, każde odchylenie od pożądanego poziomu może zostać uznane za zakłócenie równowagi. Nie każde zakłócenie równowagi daje jednak powód do niepokoju albo wymaga interwencji politycznej, ponieważ może ono także stanowić element dynamicznego procesu dostosowywania się gospodarki. Zakłócenia równowagi wymagające ścisłego monitorowania i ewentualnie także interwencji politycznej dotyczą takich tendencji, które mogą mieć niekorzystny wpływ na prawidłowe funkcjonowanie gospodarki państwa członkowskiego, strefy euro lub UE. W praktyce zakłócenia równowagi wymagają ścisłego monitorowania, jeżeli mają niebezpieczną skalę (np. wysokie zadłużenie) lub wskazują na dynamikę zagrażającą długookresowej stabilności (np. bardzo dynamiczne zmiany cen nieruchomości mieszkaniowych lub poziomu akcji kredytowej), która wiąże się z ryzykiem gwałtownej i dużej, a przez to destrukcyjnej w skutkach, korekty. I tak na przykład utrzymywanie dużego i trwałego deficytu na rachunku obrotów bieżących jest uznawane za zakłócenie równowagi, jeżeli może doprowadzić do nagłego załamania i dużych kosztów społecznych.

Zakres zakłócenia równowagi oznacza stopień utrudnienia sprawnego funkcjonowania działalności gospodarczej oraz ryzyko wystąpienia gwałtownej korekty, tj. prawdopodobieństwo wystąpienia korekty w danym okresie. Ogólnie rzecz biorąc, możliwe jest odniesienie się do dowolnej zmiennej ekonomicznej i ocena prawdopodobieństwa wystąpienia jej dużej zmiany (lub zmiany dotyczącej kombinacji tych zmiennych) w następnym okresie. Można stwierdzić na przykład, że prawdopodobieństwo spadku deficytu obrotów bieżących lub cen nieruchomości mieszkaniowych zmniejszy się w przyszłym roku o określoną liczbę punktów procentowych. W większości przypadków największą uwagę poświęca się jednak potencjalnym skutkom gwałtownej korekty na działalność gospodarczą i zatrudnienie.

W piśmiennictwie dotyczącym badań teoretycznych i empirycznych szczegółowo opisuje się identyfikowanie zmiennych, które odzwierciedlają zakłócenie równowagi. Modele teoretyczne zapewniają podstawy umożliwiające ocenę, czy zmiany sytuacji zagrażają długookresowej stabilności, a tym samym stanowią zakłócenie równowagi. Analizy empiryczne przyczyniają się do udoskonalenia modelu teoretycznego i wskazują na wartości, które mogą stanowić wyraz zmian zagrażających długookresowej stabilności i wskazywać na istnienie takich zmian. Odnośny zestaw zmiennych wykrywa stosunkowo dobrze jakościowe zakłócenia równowagi, ale przygotowywanie ocen mających bardziej ilościowy charakter jest już trudne. Dlatego też w ujęciu jakościowym można na przykład stwierdzić, że w przypadku występowania dynamiki zagrażającej długookresowej stabilności, np. trwałego i wysokiego deficytu na rachunku obrotów bieżących, dotknięte tym problemem państwo prawdopodobnie doświadczy w przyszłości gwałtownej korekty. Znacznie trudniej jest wskazać dokładny moment jej wystąpienia oraz oszacować jej skutki.

W związku z powyższym, przy identyfikacji ryzyka wystąpienia zakłócenia równowagi i dokonywaniu wyboru państw podlegających szczegółowej ocenie sytuacji Komisja kierowała się następującymi ogólnymi zasadami na potrzeby analizy tabeli wskaźników i wskaźników dodatkowych:

Długookresowa stabilność zadłużenia zagranicznego: Najważniejsze dla tej kategorii wskaźniki zawarte w tabeli wskaźników są to międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (poziom) i nadwyżka/deficyt na rachunku obrotów bieżących (przepływ). Szczególne powody do zaniepokojenia stanowią wysokie ujemne saldo międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto i wysoki deficyt obrotów bieżących. W przypadku ujemnego salda międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto należy sprawdzić, czy zadłużenie zagraniczne netto odpowiada w możliwie dużym stopniu poziomowi napływających bezpośrednich inwestycji zagranicznych, ponieważ tego typu zobowiązania wiążą się z mniejszym ryzykiem niż dług²⁵. Nadwyżki nie są źródłem takiego ryzyka jak deficyt, ale mogą również stanowić zakłócenie równowagi, jeżeli są nadmierne i odzwierciedlają zakłócenia na rynku lub błędne polityki, które prowadzą do niewłaściwej alokacji zasobów i utraty poziomu dobrobytu w danym państwie lub u jego partnerów handlowych.

²⁵ Analizując zmiany międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto i zadłużenia zagranicznego w ujęciu rok do roku, należy uwzględnić fakt, że zmienne te są mierzone według wartości rynkowej: ich poprawa lub pogorszenie się może zależeć w tym samym stopniu od poprawy lub pogorszenia się fundamentalnych parametrów gospodarki, jak i od postrzegania wiarygodności kredytowej państwa przez rynki.

Wyniki i konkurencyjność w handlu zagranicznym: Najważniejszym dla tej kategorii wskaźnikiem zawartym w tabeli wskaźników jest udział w rynkach eksportowych, ale znaczenie mają także konkurencyjność cenowa, realny efektywny kurs walutowy i nominalne jednostkowe koszty pracy. Słaba sytuacja w zakresie wymiany handlowej i utrata konkurencyjności stanowią same w sobie powody do zaniepokojenia, zwłaszcza jeśli towarzyszą im problemy ze stabilnością bilansu płatniczego lub jeśli poprawa wyników w handlu zagranicznym jest konieczna w celu wsparcia szerszych działań podejmowanych na rzecz zmniejszenia zadłużenia albo realokacji zasobów. Odnosne wskaźniki dodatkowe są to: saldo handlu produktami energetycznymi²⁶, zmiana realnego efektywnego kursu walutowego w strefie euro i alternatywne wskaźniki dotyczące jednostkowych kosztów pracy. Przydatny jest również wskaźnik dotyczący wyników eksportowych rozwiniętych gospodarek. Oprócz tego w analizie można również uwzględnić aspekty związane z konkurencyjnością pozacenową, takie jak informacje o produktach i specjalizacji geograficznej, chociaż kwestie te są zasadniczo badane na kolejnych etapach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Zmiany wyników i konkurencyjności w handlu zagranicznym muszą być interpretowane pod kątem długookresowej stabilności. Nie można wprawdzie zakładać, że ograniczenie bardzo dużych nadwyżek będzie następowało głównie poprzez ograniczenie eksportu i utratę udziału w rynkach eksportowych, ale utrata udziału w rynkach przez państwo, które wykazuje deficyt, wysokie ujemne saldo międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto lub które niedawno dotknęło znaczne pogorszenie salda obrotów bieżących, nie może być interpretowana w taki sam sposób jak utrata udziału w rynkach eksportowych przez państwa wykazujące nadwyżkę.

Zadłużenie, zmniejszanie zadłużenia i kredyt w sektorze prywatnym: Tabela wskaźników ma służyć w zamyśle do identyfikowania nadmiernego zadłużenia i wzrostu akcji kredytowej. W kontekście obecnej sytuacji gospodarczej nacisk przesunięto na presję na zmniejszanie zadłużenia (tj. na ograniczenie wysokiego zadłużenia, a w mniejszym stopniu na redukcję nadmiernych przepływów kredytowych). Ryzyko to identyfikuje się poprzez analizę poziomu zadłużenia sektora prywatnego (przy uwzględnieniu rozróżnienia na gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa niefinansowe), dynamikę tego zadłużenia i powiązania z zobowiązaniami sektora instytucji rządowych i samorządowych. Analiza poziomu zadłużenia poszczególnych sektorów wymaga zbadania zarówno danych skonsolidowanych, jak i nieskonsolidowanych (aby uwzględnić krajowe pożyczki udzielane wewnątrz przedsiębiorstwa). Presję na zmniejszenie zadłużenia sektora prywatnego należy także analizować przy uwzględnieniu ich powiązań z sektorem instytucji rządowych i samorządowych²⁷, aby sprawdzić ich łączne oddziaływanie na działalność gospodarczą.

Związane z sektorem finansowym ryzyko dla realnej gospodarki: Wskaźnikiem wyrażającym to ryzyko w tabeli wskaźników jest stopa wzrostu zobowiązań sektora finansowego; wśród wskaźników dodatkowych jest to wskaźnik udziału finansowania dłużnego. Ponieważ celem analizy jest wychwycenie narastania ryzyka związanego z sektorem finansowym i zrozumienie, w jaki sposób może ono wzmocnić wstrząsy w realnej gospodarce, oba te czynniki należy analizować łącznie. Niezwykle ważna w tym kontekście jest ekspozycja na ryzyko z tytułu długu państwowego lub z tytułu nadmiernego zadłużenia sektora prywatnego (kredyty hipoteczne i ich powiązanie z cenami domów i mieszkań). Duże zadłużenie sektorów może sygnalizować nadmierną ekspansję kredytową banków („nadmuchanie” ich bilansów), podsycanie baniek kredytowych i potęgowanie niekorzystnych zmian sytuacji gospodarczej.

Bezrobocie: Stopa bezrobocia figuruje w tabeli wskaźników jako zmienna kontekstowa, co pomaga zrozumieć interakcję pomiędzy różnymi obszarami gospodarki wskazującą na niewłaściwą alokację zasobów (niedopasowanie) i ogólny brak zdolności dostosowawczej.

Rynki nieruchomości mieszkaniowych i kredytów hipotecznych: Głównym celem jest wychwycenie ryzyka tworzenia się baniek cenowych na rynku nieruchomości mieszkaniowych oraz zagrożeń wynikających z dużych dodatkowych korekt, w tym skutków spadku wartości majątku gospodarstw domowych i wpływu na warunki wzrostu gospodarczego poprzez efekty majątkowe. Głównym wskaźnikiem jest zmiana realnych cen nieruchomości mieszkaniowych na przestrzeni jednego roku rozpatrywana w kontekście skumulowanych zmian cen. Jako dodatkowe dane wykorzystywane mogą być różne wskaźniki dowodzące niedoszacowania lub przeszacowania wyceny, chociaż nie wchodzi one w skład tabeli wskaźników. Ryzyko związane z dodatkową

²⁶ W tym kontekście zob. opartą na wskaźnikach ocenę zależności państw członkowskich od energii („Member States' Energy Dependence: An Indicator-Based Assessment”) *European Economy-Occasional Papers*, 145, i analizę związanych z energią zmian gospodarczych w Europie („Energy Economic Developments in Europe”), *European Economy* (jeszcze nieopublikowana).

²⁷ W sprawie długookresowej stabilności długu sektora instytucji rządowych i samorządowych zob. sprawozdanie dotyczące stabilności budżetowej za rok 2012 („Fiscal Sustainability Report-2012”, *European Economy*, 2012 (8)). Szczegółowy opis nadzoru budżetowego znajduje się w sprawozdaniu na temat finansów publicznych w UGW („Report on Public Finances in EMU”), *European Economy*, 2013 (3).

korektą należy oceniać na podstawie poziomu zadłużenia gospodarstw domowych i wzajemnych powiązań z systemem finansowym. W tym kontekście duże znaczenie ma podaż kredytów. W niektórych przypadkach celowe może być także uwzględnienie presji na korektę po stronie podaży. Biorąc pod uwagę sytuację finansową niektórych państw członkowskich, celem odnośnej analizy nie powinno być tylko uzyskanie wiedzy na temat tego, czy na rynku nieruchomości narastają bańki, ale także na temat postępów w ich likwidacji i zagrożeń związanych ze zbyt wolną lub zbyt szybką dynamiką zmian.

Tabela A1. Użyte wskaźniki oraz orientacyjne wartości progowe

	Zakłócenia równowagi oraz konkurencyjność w kategoriach zewnętrznych					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 41 krajów przemysłowych (a)	Udział w rynkach eksportowych, zmiana w % w okresie 5 lat	Nominalne jednostkowe koszty pracy, zmiana w % w okresie 3 lat (b)	Ceny nieruchomości mieszkaniowych (w przeliczeniu na ceny stałe), zmiana w % w ujęciu rok do roku (c)	Przepływy kredytowe sektora prywatnego (skonsolidowane), w % PKB (d), (e)	Stopa bezrobocia, średnia z 3 lat	Zadłużenie sektora prywatnego (skonsolidowane), w % PKB (d), (e)	Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych, w % PKB	Zobowiązania ogółem sektora finansowego, zmiana w % w ujęciu rok do roku, dane nieskonsolidowane
Źródło danych	EUROSTAT (statystyki bilansu płatniczego)	EUROSTAT (statystyki bilansu płatniczego)	DG ECFIN (baza danych dotyczących konkurencyjności cenowej i kosztowej)	EUROSTAT (statystyki bilansu płatniczego)	EUROSTAT (rachunki narodowe)	EUROSTAT	EUROSTAT (rachunki narodowe)	EUROSTAT (badanie aktywności ekonomicznej ludności)	EUROSTAT (rachunki narodowe)	EUROSTAT (procedura nadmiernego deficytu – definicja za Traktatem)	EUROSTAT (rachunki narodowe)
Orientacyjne wartości progowe	-4/+6 % Dolny kwartył (stosowany również jako wartość odniesienia dla górnej wartości progowej)	-35 % Dolny kwartył	+/-5 % dla państw strefy euro +/-11 % dla państw spoza strefy euro Dolny i górny kwartył państw strefy euro +/- odchylenie standardowe dla państw strefy euro	-6 % Dolny kwartył	+9 % dla państw strefy euro +12 % dla państw spoza strefy euro Górny kwartył państw strefy euro +3 %	+6 % Górny kwartył	+15 % Górny kwartył	+10 %	133 % Górny kwartył	+60 %	16,5 %
Wybrane dodatkowe wskaźniki, które należy uwzględnić w analizie ekonomicznej	Wierzytelności/zadłużenie netto wobec reszty świata w % PKB	Zadłużenie zagraniczne netto w % PKB Napływ i poziom bezpośrednich inwestycji zagranicznych,	Realny efektywny kurs walutowy względem reszty strefy euro	Względny udział w rynkach eksportowych względem gospodarek rozwiniętych; wydajność pracy; trend	Nominalne jednostkowe koszty pracy (zmiana na przestrzeni 1 roku, 5 lat i 10 lat); efektywne jednostkowe koszty pracy	Realne ceny mieszkań (skumulowana zmiana na przestrzeni 3 lat); wskaźnik nominalnych cen mieszkań;	Zmiana zadłużenia sektora prywatnego	Współczynnik aktywności zawodowej, wskaźniki bezrobocia długotrwałego, bezrobocia młodzieży i ubóstwa	Zadłużenie sektora prywatnego w oparciu o dane nieskonsolidowane		Wskaźnik zadłużenia (stosunek zadłużenia do kapitałów własnych)

		w % PKB		wzrostu łącznej produktywność i czynników produkcji	względem reszty strefy euro	wartość dodana w budownictwie mieszkaniowy m					
--	--	---------	--	--	-----------------------------------	--	--	--	--	--	--

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; b) indeks określający stosunek nominalnego wynagrodzenia na zatrudnionego do realnego PKB na zatrudnionego; c) zmiany cen mieszkań odniesione do deflatora spożycia; d) sektor prywatny jest zdefiniowany jako przedsiębiorstwa niefinansowe, gospodarstwa domowe oraz instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych; e) suma kredytów i papierów wartościowych innych niż akcje.

Tabela A2. Tabela wskaźników za rok 2012 w ramach procedury dotyczącej założeń równowagi ekonomicznej																
Rok 2012	Założenia równowagi oraz konkurencyjność w kategoriach zewnętrznych									Założenia równowagi w kategoriach wewnętrznych						
	Saldo rachunku obrotów bieżących w % PKB		Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, w % PKB	Realny efektywny kurs walutowy (42 kraje uprzemysłowane – deflator HICP)		Udział w rynkach eksportowych		Nominalne jednostkowe koszty pracy		Ceny nieruchomości (w przeliczeniu na cenę stałą), zmiana w % w ujęciu rok do roku	Przepływy kredytowe sektora prywatnego w % PKB, skonsolidowane	Zadłużenie sektora prywatnego w % PKB, skonsolidowane	Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych, w % PKB	Stopa bezrobocia		Zobowiązania ogółem sektora finansowego, zmiana w % w ujęciu rok do roku
	Średnia z 3 lat	p.m.: poziom w 2012 r.		zmiana w % w okresie 3 lat	p.m.: zmiana w % w ujęciu rok do roku	zmiana w % w okresie 3 lat	p.m.: zmiana w % w ujęciu rok do roku	zmiana w % w okresie 3 lat	p.m.: zmiana w % w ujęciu rok do roku					Średnia z 3 lat	p.m.: poziom w 2012 r.	
Wartości progowe	-4/+6%	-	-35%	±5% i ±11%	-	-6%	-	+9% i +12%	-	+6%	14%	133%	60%	10%	-	16,5%
BE	-0,4	-2,0	48	-4,3	-2,3	-14,9	-5,2	6,6	4,1	-0,2	-1,5	146	100	7,7	7,6	-3,9
BG	-0,9	-1,3	-80	-4,0	-2,0	4,8	-5,5	7,4	-0,5	-5,3 (p)	2,5	132	19	11,3	12,3	10,1
CZ	-3,0	-2,4	-50	0,4	-2,8	4,2	-4,6	3,9	3,8	-3,9	0,6	72	46	7,0	7,0	5,4
DK	5,9	6,0	38	-7,7	-2,8	-18,6	-4,8	1,0	1,6	-5,1	6,1	239	45	7,5	7,5	5,0
DE	6,5	7,0	42	-8,9	-3,2	-13,1	-4,6	3,0	3,1	1,8	1,5	107	81	6,2	5,5	4,4
EE	0,9	-1,8	-54	-3,4	-0,6	6,5	-4,1	-2,8	4,2	3,5	4,7	129	10	13,2	10,2	12,9
IE	2,3	4,4	-112	-12,2	-4,3	-16,3	-3,3	-10,4	0,0	-11,7	-1,6	306	117	14,4	14,7	-0,7
EL	-7,5	-2,4	-109	-4,5	-3,9	-26,7	-7,3	-8,1	-6,2	-12,4 (1)	-6,8	129	157	18,2	24,3	-3,4
ES	-3,1	-1,1	-93	-5,2	-2,3	-14,6	-4,9	-5,6	-3,0	-16,9	-10,5	194	86	22,3	25,0	3,3
FR	-1,8	-2,2	-21	-7,8	-3,2	-14,0	-6,8	4,1	2,1	-2,3	3,5	141	90	9,9	10,2	-0,1
HR	-0,5	0,0	-89	-8,3	-2,6	-24,7	-7,4	0,8	1,2	-2,4	-2,1	132	56	13,8	15,9	0,9
IT	-2,3	-0,4	-25	-6,2	-1,8	-23,8	-5,0	3,1	2,3	-5,4 (p)	-1,0	126	127	9,2	10,7	7,1
CY	-6,7	-6,9	-82	-5,8	-1,9	-26,6	-9,4	0,8	-2,7	-2,2	10,0	299	87	8,7	11,9	-1,9
LV	-0,6	-2,5	-67	-8,5	-1,4	12,3	5,4	-5,8	3,4	-0,6	-1 (p)	91,7 (p)	41	16,9	15,0	4,1 (p)
LT	-1,3	-0,2	-53	-6,7	-2,0	29,3	5,7	-4,6	1,9	-3,2	-0,3	63	41	15,6	13,4	-0,3
LU	7,0	6,6	169	-2,3	-1,4	-18,3	-4,0	9,8	4,7	2,5	-5,0	317	22	4,8	5,1	11,3
HU	0,6	1,0	-103	-1,2	-2,3	-17,8	-7,4	4,4	2,7	-9,2	-6,1	131	80	11,0	10,9	-8,3
MT	-1,6	1,6	25	-7,7	-2,1	4,5	-1,9	4,9	3,7	0,3	-1,6	155	71	6,6	6,4	4,1
NL	8,8	9,4	47	-6,0	-1,8	-12,0	-3,3	3,3	2,8	-8,7	0,2	219	71	4,7	5,3	4,9
AT	2,2	1,6	0	-4,7	-1,7	-21,2	-6,3	4,1	3,0	nd.(2)	2,7	147	74 (3)	4,3	4,3	-0,9
PL	-4,6	-3,7	-67	1,3	-2,3	1,3	-2,7	4,4	2,0	-5,9 (e)	3,4	75	56	9,8	10,1	9,6
PT	-6,5	-2,0	-115	-4,0	-1,5	-16,0	-5,3	-5,3	-3,1	-8,6 (p)	-5,4	224	124	13,6	15,9	-3,6
RO	-4,4	-4,4	-68	-1,9	-6,0	5,9	-7,1	4,8	6,5	-9,2	0,9	73	38	7,2	7,0	5,3
SI	1,2	3,3	-45	-4,5	-1,2	-19,9	-6,9	0,4	0,8	-8,4	-2,9	114	54	8,1	8,9	-0,8
SK	-1,7	2,2	-64	-3,2	0,0	4,2	1,5	0,9	1,0	-5,9	3,2	73	52	14,0	14,0	2,6
FI	-0,5	-1,7	18	-8,3	-2,7	-30,8	-7,1	4,8	4,4	-0,5 (p)	9,0	158	54	8,0	7,7	-0,2
SE	6,2	6,0	-10	10,1	-0,8	-18,8	-6,0	0,7	2,9	-0,2	1,8	212	38	8,1	8,0	4,4
UK	-2,8	-3,8	-9	5,8	4,3	-19,0	-1,7	6,1	3,0	-0,9	2,6	179	89	7,9	7,9	-4,3

Źródło: EUROSTAT, DG ECFIN (wskaźniki dotyczące realnego efektywnego kursu walutowego).

Uwaga: (1) Szacunki Eurostatu w oparciu o dane dotyczące wskaźnika cen nieruchomości mieszkaniowych uzyskane od Banku Grecji w porozumieniu z greckim urzędem statystycznym (ELSTAT). (2) Dane dotyczące wskaźnika cen nieruchomości mieszkaniowych do 2011 r. uzyskane od austriackiego urzędu statystycznego. Eurostat przewiduje na podstawie niezharmonizowanych danych dotyczących wskaźnika cen nieruchomości mieszkaniowych uzyskanych od EBC i Centralnego Banku Austrii, że stopa wzrostu cen nieruchomości wyniesie w 2012 r. 9,6 % (w przeliczeniu na cenę stałą). (3) Eurostat zgłosił zastrzeżenie co do długu austriackiego sektora instytucji rządowych i samorządowych, zob. informacja prasowa Eurostatu 152/2013. (4) p= dane tymczasowe, e= szacunki.

Tabela A3. Dodatkowe wskaźniki wykorzystane w ekonomicznej analizie tabeli wskaźników przygotowanej w ramach procedury dotyczącej zakłócenia równowagi makroekonomicznej, dane za 2012 r.

Rok 2012	Zmiana realnego PKB w ujęciu rok do roku, w %	Nakłady brutto na środki trwałe, w % PKB	Wydatki krajowe brutto na badania i rozwój, w % PKB	Wierzytelności /zadłużenie netto wobec reszty świata, w % PKB, dane z bilansu płatniczego	Zadłużenie zagraniczne netto, w % PKB	Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, w % PKB	Poziom bezpośrednich inwestycji zagranicznych, w % PKB	Saldo handlu produktami energetycznymi, w % PKB	Realny efektywny kurs walutowy względem strefy euro, zmiana w % w okresie 3 lat	Wyniki eksportowe względem rozwiniętych gospodarek, zmiana w % w okresie 5 lat	Warunki wymiany handlowej, zmiana w % w okresie 5 lat	Udział w rynkach eksportowych wg wolumenu towarów i usług, zmiana w % (w ujęciu rok do roku)	Wydajność pracy, zmiana w % w ujęciu rok do roku	Nominalne jednostkowe koszty pracy, zmiana w % w okresie 10 lat	Poziom jednostkowych kosztów pracy względem strefy euro, 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 nieskonsolidowane	Dźwignia finansowa w sektorze finansowym (stosunek długu do kapitału własnego)
BE	-0,1	20,4	0,0	-2,1	-93,7	-7,6	195,3	-5,3	1,9	-6,0	-2,1	-3,6	-0,3	22,0	5,2	9,6	5,9	247,8	476,0
BG	0,8	21,4	0,0	0,0	28,8	3,7	95,2	-7,3	1,8	15,8	2,4	-2,8	3,4	70,5	45,5	-16,7	nd.	142,5	458,4
CZ	-1,0	23,1	0,0	-1,1	-1,3	5,4	67,6	-4,9	5,5	5,8	-3,6	2,8	-1,4	18,5	4,6	-3,1	3,7	82,0	542,1
DK	-0,4	17,1	0,0	6,0	12,0	0,9	32,4	0,5	0,7	-10,0	2,1	-8,8	-0,1	27,2	8,8	-1,7	4,3	238,9	308,0
DE	0,7	17,6	0,0	7,0	-9,4	0,2	28,5	-3,9	-1,2	-4,0	-2,2	1,1	-0,4	7,6	-11,0	8,2	5,8	116,3	459,9
EE	3,9	25,2	0,0	1,7	-2,0	6,8	84,2	-1,4	5,2	17,7	-3,4	3,1	1,7	67,3	42,9	23,0	3,5	130,1	353,1
IE	0,2	10,7	0,0	3,2	-396,7	18,2	157,1	-3,2	-5,1	-7,5	-4,4	0,3	0,8	15,4	-2,3	-33,1	2,0	331,9	121,1
EL	-6,4	13,1	0,0	-1,2	121,5	0,7	9,7	-3,9	2,0	-19,0	-3,8	-2,9	2,1	11,6	-4,9	-18,7	3,4	130,3	1129,9
ES	-1,6	19,2	0,0	-0,5	90,3	2,0	46,8	-3,9	0,8	-5,6	-5,3	0,5	2,7	18,6	0,5	-22,7	5,2	215,2	938,3
FR	0,0	19,8	0,0	-2,2	35,0	1,0	40,8	-3,3	-0,5	-5,0	-2,4	-0,1	0,1	20,9	4,0	10,3	nd.	161,7	415,6
HR	-2,0	18,4	0,0	0,1	79,5	2,4	54,9	-6,0	-2,5	-16,8	2,5	-2,1	2,0	31,7	11,1	-10,6	nd.	132,1	421,6
IT	-2,5	17,9	0,0	-0,1	55,5	0,0	17,6	-3,9	1,3	-15,7	-4,3	-0,2	-2,2	27,6	10,8	-2,9	5,1	128,8	1180,3
CY	-2,4	13,7	0,0	-6,7	36,7	5,5	90,0	-8,3	2,0	-18,9	-1,6	-0,2	1,8	28,1	11,0	-11,9	3,6	302,6	925,1
LV	5,0	22,8	0,0	0,5	38,9	3,9	46,5	-6,0	-0,7	24,2	-1,3	4,6	3,4	100,8	66,3	0,3	1,9	111,6	694,4 (p)
LT	3,7	16,6	0,0	2,0	33,6	1,7	36,7	-8,4	1,5	42,9	-2,6	8,6	1,9	32,1	11,8	-1,5	1,8	66,7	640,8
LU	-0,2	19,3	0,0	6,1	-2444,8	523,6	4311,5	-6,5	2,8	-9,7	3,1	-5,8	-2,6	37,0	17,4	13,8	3,5	370,7	68,7
HU	-1,7	17,4	0,0	3,6	57,1	11,1	80,8	-6,4	4,4	-9,1	-2,3	0,0	-1,8	39,3	23,1	-9,3	1,6	155,0	519,6
MT	0,8	14,8	0,0	2,9	-176,4	-0,4	180,7	-12,8	1,0	15,5	-1,4	2,6	-1,5	28,3	11,8	1,8	2,2	217,8	357,4
NL	-1,2	17,0	0,0	7,8	32,5	1,5	77,3	-2,6	-0,3	-2,7	-1,6	0,8	-1,1	17,8	0,2	-9,8	4,2	222,8	202,8
AT	0,9	21,4	0,0	1,5	25,6	1,5	65,4	-4,1	1,3	-12,9	-4,3	-0,8	-0,4	16,6	0,9	nd.	4,5	164,7	330,0
PL	1,9	19,1	0,0	-1,5	36,1	1,2	45,7	-3,5	7,1	12,0	-2,8	-0,1	5,6	9,1	-5,1	-6,8	2,7	78,7	315,6
PT	-3,2	16,0	0,0	0,3	102,3	4,2	55,0	-4,7	0,9	-7,2	-0,1	-5,1	1,1	11,5	-4,3	-8,4	2,5	256,0	485,1
RO	0,7	26,7	0,0	-3,0	40,2	1,6	44,6	-3,1	3,2	17,1	10,5	-5,7	-0,8	144,0	107,5	-26,1	nd.	73,7	507,0
SI	-2,5	17,8	0,0	3,0	41,2	-0,1	33,2	-6,9	0,3	-11,5	-4,3	-2,3	-1,7	32,0	13,4	-4,3	2,8	125,2	631,9
SK	1,8	20,1	0,0	4,2	22,4	3,1	59,5	-5,9	1,9	15,1	-5,6	6,1	1,7	23,7	7,4	-8,1	2,3	76,3	1008,7
FI	-0,8	19,6	0,0	-1,6	36,4	1,4	38,0	-2,7	1,6	-23,5	-5,7	-3,9	-0,8	26,5	7,5	12,1	6,7	185,1	525,9
SE	1,0	19,0	0,0	5,9	60,1	3,1	64,0	-1,7	19,1	-10,2	-1,3	-8,4	0,2	11,3	-5,2	11,8	3,2	256,5	278,1
UK	0,1	14,3	0,0	-3,6	31,7	2,5	53,7	-1,2	14,4	-10,5	-3,6	-2,9	-1,1	29,4	nd.	8,0	3,3	189,8	1060,7

Źródło: EUROSTAT, DG ECFIN (wskaźniki dotyczące realnego efektywnego kursu walutowego względem strefy euro i efektywnych jednostkowych kosztów pracy względem strefy euro)

oraz światowa prognoza gospodarcza MFW (wskaźnik dotyczący udziału w rynkach eksportowych według wolumenu).

Uwaga: b= przerwa w szeregu czasowym, p= dane tymczasowe, e = szacunki.

Tabela A3. (c.d.) Dodatkowe wskaźniki wykorzystane w ekonomicznej analizie tabeli wskaźników przygotowanej w ramach procedury dotyczącej zaktócenia równowagi makroekonomicznej, dane za rok 2012																	
Rok 2012	Zatrudnienie, zmiana w % w ujęciu rok do roku	Współczynnik aktywności zawodowej (wiek 15-64 lat)		Stopa bezrobocia długotrwałego (% ludności aktywnej zawodowo)		Stopa bezrobocia młodzieży (% ludności aktywnej zawodowo w tej samej grupie wiekowej)		Młodzież niepracująca, niekształcąca się ani nieszkoląca się (% ogółu ludności)		Osoby zagrożone ubóstwem lub wykluczeniem społecznym (% ogółu ludności)		Wskaźnik zagrożenia ubóstwem (% ogółu ludności)		Wskaźnik poważnej deprywacji materialnej (% ogółu ludności)		Osoby żyjące w gospodarstwach domowych o bardzo małej intensywności pracy (% ludności w wieku 0-59)	
		Poziom	Zmiana w p.p. w okresie 3 lat	Poziom	Zmiana w p.p. w okresie 3 lat	Poziom	Zmiana w p.p. w okresie 3 lat	Poziom	Zmiana w p.p. w okresie 3 lat	Poziom	Zmiana w p.p. w okresie 3 lat	Poziom	Zmiana w p.p. w okresie 3 lat	Poziom	Zmiana w p.p. w okresie 3 lat	Poziom	Zmiana w p.p. w okresie 3 lat
BE	0,2	66,9	0,0	3,4	-0,1	19,8	-2,1	12,3	1,2	nd.	nd.	nd.	nd.	nd.	nd.	nd.	nd.
BG	-2,5	67,1	-0,1	6,8	3,8	28,1	13,0	21,5	2,0	49,3	3,1	21,2	-0,6	44,1	2,2	12,4	5,5
CZ	0,4	71,6	1,5	3,0	1,0	19,5	2,9	8,9	0,4	15,4	1,4	9,6	1,0	6,6	0,5	6,8	0,8
DK	-0,3	78,6	-1,6	2,1	1,5	14,0	2,2	6,6	1,2	19,0	1,4	13,1	0,0	2,8	0,5	10,9	2,4
DE	1,1	77,1	0,8	2,5	-1,0	8,1	-3,1	7,7	-1,1	19,6	-0,4	16,1	0,6	4,9	-0,5	9,8	-1,0
EE	2,2	74,9	0,9	5,5	1,7	20,9	-6,6	12,5	-2,4	23,4	0,0	17,5	-2,2	9,4	3,2	9,0	3,4
IE	-0,6	69,2	-1,4	9,1	5,6	30,4	6,4	18,7	0,3	nd.	nd.	nd.	nd.	nd.	nd.	nd.	nd.
EL	-8,3	67,9	0,1	14,4	10,5	55,3	29,5	20,3	7,7	34,6	7,0	23,1	3,4	19,5	8,5	14,1	7,6
ES	-4,2	74,1	1,1	11,1	6,8	53,2	15,4	18,8	0,5	28,2	3,7	22,2	2,1	5,8	1,3	14,2	6,6
FR	0,0	71,0	0,5	4,1	0,7	24,7	0,7	12,2	-0,2	19,1	0,6	14,1	1,2	5,3	-0,3	8,4	0,1
HR	-3,9	60,5	-1,9	10,3	5,2	43,0	17,9	16,7	4,8	32,3	nd.	20,5	2,6	15,4	nd.	16,1	nd.
IT	-0,3	63,7	1,3	5,7	2,2	35,3	9,9	21,1	3,4	30,4 (p)	5,7 (p)	19,8	1,4	14,5	7,5	10,3	1,5
CY	-4,2	73,5	0,5	3,6	3,0	27,8	14,0	16,0	6,1	27,1	3,6	14,7	-1,1	15,0	5,5	6,4	2,4
LV	1,6	74,4	0,5	7,8	2,9	28,5	-4,8	14,9	-2,5	36,6	-0,8	19,4	-6,3	26,0	4,1	11,5	4,8
LT	1,8	71,8	2,0	6,6	3,4	26,7	-2,3	11,1	-1,3	32,5	3,0	18,6	-2,0	19,8	4,7	11,3	4,4
LU	2,5	69,4	0,7	1,6	0,4	18,0	1,5	5,9	0,1	18,4	0,6	15,1	0,2	1,3	0,2	6,1	-0,2
HU	0,1	64,3	2,7	4,9	0,7	28,1	1,6	14,7	1,3	32,4	2,8	14,0	1,6	25,7	5,4	12,7	1,4
MT	2,3	63,1	4,0	3,0	0,0	14,2	-0,2	11,1	1,3	22,2	2,0	15,0	-0,3	8,0	3,3	7,9	-0,5
NL	-0,2	79,3	-0,4	1,8	0,9	9,5	1,8	4,3	0,2	15,0	-0,1	10,1	-1,0	2,3	0,9	8,7	0,4
AT	1,3	75,9	0,6	1,1	0,1	8,7	-1,3	6,5	-1,3	nd.	nd.	nd.	nd.	4,0	-0,8	7,6	0,4
PL	-3,4	66,5	1,8	4,1	1,6	26,5	5,9	11,8	1,7	26,7	-1,1	17,1	0,0	13,5	-1,5	6,8	-0,1
PT	-4,2	73,9	0,2	7,7	3,0	37,7	12,9	14,1	2,9	25,3	0,4	17,9	0,0	8,6	-0,5	10,1	3,2
RO	1,5	64,2	1,1	3,2	1,0	22,7	1,9	16,8	2,9	41,7	-1,4	22,6	0,2	29,9	-2,3	7,4	-0,3
SI	-0,8	70,4	-1,4	4,3	2,5	20,6	7,0	9,3	1,8	19,6	2,5	13,5	2,2	6,6	0,5	7,5	1,9
SK	0,1	69,4	1,0	9,4	2,9	34,0	6,4	13,8	1,3	20,5	0,9	13,2	2,2	10,5	-0,6	7,2	1,6
FI	0,0	75,2	0,2	1,6	0,2	19,0	-2,5	8,6	-1,3	17,2	0,3	13,2	-0,6	2,9	0,1	9,1	0,9
SE	0,7	80,3	1,4	1,5	0,4	23,7	-1,3	7,8	-1,8	18,2	2,3	14,2	0,9	1,3	-0,3	9,9	3,7
UK	1,2	76,3	0,6	2,7	0,8	21,0	1,9	14,0	0,7	nd.	nd.	nd.	nd.	nd.	nd.	nd.	nd.
Źródło: EUROSTAT																	
Uwaga: p = dane tymczasowe.																	