



Bruksela, dnia 26.11.2015 r.  
COM(2015) 691 final

## **SPRAWOZDANIE KOMISJI**

**DO PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO, RADY, EUROPEJSKIEGO BANKU  
CENTRALNEGO I EUROPEJSKIEGO KOMITETU SPOŁECZNO-  
EKONOMICZNEGO**

**przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania (2016 r.)**

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

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

*Sprawozdanie opiera się na tabeli wyników obejmującej wybrane wskaźniki oraz szerszym zestawie wskaźników dodatkowych służących przeglądowi sytuacji w państwach członkowskich pod kątem potencjalnych zakłóceń równowagi ekonomicznej, które wymagają działań politycznych. Państwa członkowskie wskazane w sprawozdaniu są następnie poddawane przez Komisję szczegółowej ocenie w celu zbadania, w jaki sposób narasta lub maleje ryzyko makroekonomiczne w poszczególnych państwach członkowskich, oraz stwierdzenia, czy występują zakłócenia lub nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej. Zgodnie z ustaloną praktyką, dla państw członkowskich, w których stwierdzono zakłócenia równowagi makroekonomicznej w poprzednim cyklu szczegółowych ocen sytuacji, jest zawsze przygotowywana nowa ocena.*

*Biorąc pod uwagę dyskusje z Parlamentem oraz w ramach Rady i Eurogrupy, Komisja przygotowuje szczegółowe oceny sytuacji dla odpowiednich państw członkowskich, a ich wyniki zostaną uwzględnione w zaleceniach dla poszczególnych krajów w ramach europejskiego semestru na rzecz koordynacji polityki gospodarczej. Przewiduje się, że szczegółowe oceny sytuacji zostaną opublikowane w lutym 2016 r., przed pakietem zaleceń dla poszczególnych krajów w ramach europejskiego semestru.*

## 1. STRESZCZENIE

**Niniejsze sprawozdanie rozpoczyna piąty roczny cykl procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej<sup>1</sup>.** Celem procedury jest określenie zakłóceń równowagi, które utrudniają sprawne funkcjonowanie gospodarek państw członkowskich, strefy euro, a także całej UE, oraz pobudzenie odpowiednich reakcji politycznych. Zastosowanie procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej zostało włączone do europejskiego semestru na rzecz koordynacji polityki gospodarczej, tak aby zapewnić spójność z analizami i zaleceniami sporządzanymi w ramach innych narzędzi nadzoru gospodarczego. Roczna analiza wzrostu gospodarczego, która zostanie przyjęta jednocześnie z niniejszym sprawozdaniem, podsumowuje sytuację gospodarczą i społeczną w Europie oraz ustanawia ogólne priorytety polityczne dla UE jako całości na nadchodzące lata.

**W sprawozdaniu wskazano państwa członkowskie, w odniesieniu do których należy przeprowadzić szczegółowe oceny sytuacji, aby sprawdzić, czy występują w nich zakłócenia równowagi wymagające działań politycznych<sup>2</sup>.** Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania stanowi narzędzie przeglądu równowagi gospodarczej, publikowane na początku każdego rocznego cyklu koordynacji polityki gospodarczej. Opiera się ono w szczególności na ekonomicznej analizie tabeli wyników obejmującej wskaźniki (z wartościami progowymi) oraz na zestawie wskaźników dodatkowych.

**W tym roku do głównej tabeli wyników włączono trzy wskaźniki zatrudnienia: współczynnik aktywności zawodowej, bezrobocie długotrwale i bezrobocie młodzieży.** Przez włączenie do tabeli wyników nowych zmiennych dotyczących zatrudnienia Komisja wywiązuje się z zobowiązania do wzmocnienia analizy zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Wprowadzenie tych zmian jest szczególnie ważne dla śledzenia konsekwencji społecznych kryzysu i z uwagi na fakt, że trwający od długiego czasu i wciąż przedłużający się okres niekorzystnych zmian pod względem zatrudnienia i sytuacji

<sup>1</sup> Do niniejszego sprawozdania dołączono załącznik statystyczny z szeregiem danych statystycznych, na których podstawie przygotowano niniejsze sprawozdanie.

<sup>2</sup> Zob. art. 5 rozporządzenia (UE) nr 1176/2011.

społecznej może mieć różnoraki negatywny wpływ na wzrost potencjalnego PKB i powoduje ryzyko nasilenia zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Włączenie nowych wskaźników nie zmienia celu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, którym jest w dalszym ciągu zapobieganie powstawaniu szkodliwych zakłóceń równowagi makroekonomicznej i zapewnienie ich korekty. Przekroczenie nowych wskaźników nie oznacza samo w sobie wzrostu ryzyka makroekonomicznego i finansowego, i w związku z tym nie stanowi podstawy do podjęcia jakichkolwiek kroków w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej<sup>3</sup>.

**W porównaniu z wcześniejszymi edycjami w niniejszym sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania położono większy nacisk na kwestie mające znaczenie dla strefy euro.** Zgodnie z komunikatem Komisji z dnia 21 października w sprawie działań na rzecz dokończenia budowy unii gospodarczej i walutowej sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania ma na celu bardziej systematyczną analizę skutków, jakie pociągają za sobą dla całej strefy euro zakłócenia równowagi w pojedynczych państwach członkowskich, oraz rozważenie konieczności koordynowania działań politycznych w związku z wystąpieniem takich skutków.

**Analiza horyzontalna przedstawiona w niniejszym sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania prowadzi do szeregu wniosków:**

- **Proces korekty występujących zakłóceń równowagi makroekonomicznej przebiega w trudnych warunkach.** Umiarkowane ożywienie gospodarcze, które pojawiło się w strefie euro, powinno utrzymać się, ale jego dynamika pozostanie słaba i będzie ono bardziej narażone na ryzyko zewnętrzne. W ostatnich miesiącach dynamika handlu międzynarodowego znacznie osłabła; wzrosło także ryzyko dalszego pogorszenia się sytuacji, szczególnie w przypadku rynków wschodzących<sup>4</sup>. Coraz ważniejszym źródłem wzrostu staje się popyt wewnętrzny, w szczególności wyraźniejsze ożywienie inwestycji.
- **Państwa członkowskie UE poczyniają dalsze postępy w korekcie zakłóceń równowagi.** W państwach o wysokich zobowiązaniach zagranicznych udało się znacznie obniżyć wysokie i niestabilne deficyty obrotów bieżących, pochodzące jeszcze z okresu poprzedzającego kryzys; obecnie państwa te powinny utrzymywać zrównoważoną pozycję albo nadwyżkę bilansu płatniczego, aby znacząco ograniczyć swoją podatność na zagrożenia. Zmiany w zakresie konkurencyjności kosztowej przyczyniają się zasadniczo do wymaganego dostosowania zewnętrznego, a większość państw odnotowuje postępy w procesie uzdrawiania bilansów w różnych sektorach gospodarki.
- **Niepokój budzą jednak w dalszym ciągu wysokie poziomy zadłużenia stanowiące źródło podatności na zagrożenia.** W przypadku niektórych państw członkowskich poziom zobowiązań (prywatnych i publicznych, a także wewnętrznych i zewnętrznych) pozostaje rekordowo wysoki. Tak wysoki poziom zobowiązań zagraża wprawdzie

---

<sup>3</sup> Dodano je, aby móc lepiej obserwować, w jaki sposób zakłócenia równowagi i procesy ich korekty wpływają na sytuację społeczną i zatrudnienie. Wskaźnikami tymi są: współczynnik aktywności zawodowej, bezrobocie długotrwałe i bezrobocie młodzieży (wszystkie wyrażone jako zmiany w okresie trzech lat). Wcześniej stanowiły one wskaźniki dodatkowe uzupełniające tablicę wyników. Szczegółowe informacje dotyczące kryteriów wyboru tych wskaźników można znaleźć w dokumencie roboczym służb Komisji „Włączenie wskaźników dotyczących zatrudnienia do tablicy wyników procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w celu lepszego ujmowania zmian dotyczących zatrudnienia i sytuacji społecznej”, który był przedmiotem dyskusji na forum komitetów Rady ECOFIN i Rady EPSCO oraz w Parlamencie Europejskim.

<sup>4</sup> Zob. „European Economic Forecast-Autumn 2015”, *European Economy, Institutional Paper 011*, listopad 2015 r.

wzrostowi gospodarczemu, tworzeniu miejsc pracy i stabilności finansowej w UE, ale presja na zmniejszenie zadłużenia związana z koniecznością ograniczenia tych zobowiązań również wpływa niekorzystnie na perspektywy ożywienia gospodarczego.

- **W niektórych państwach członkowskich duże nadwyżki będą się utrzymywać przez cały okres objęty prognozą (2015–2017).** Na poziomie zagregowanym strefa euro odnotowuje jedną z najwyższych na świecie nadwyżek na rachunku obrotów bieżących, a prognozy wskazują, że jej poziom wzrośnie jeszcze bardziej w bieżącym roku. Do poprawy bilansu handlowego przyczyniły się też wprowadzenie spadku cen towarów i osłabienie kursu euro, ale odnotowana nadwyżka odzwierciedla głównie nadmierne w stosunku do inwestycji oszczędności wewnętrzne na poziomie strefy euro.
- **Po tym, jak rynki pracy rozwijały się przez lata w bardzo różny sposób, następuje wreszcie konwergencja warunków na tych rynkach, ale w niektórych państwach, zwłaszcza tych dążących do przywrócenia równowagi makroekonomicznej i przezwyciężenia kryzysu zadłużeniowego, utrzymuje się bardzo zła sytuacja społeczna.**

**Jak wskazano w rocznej analizie wzrostu gospodarczego, skoordynowane podejście do polityk makroekonomicznych jest uzasadnione, aby możliwe było korygowanie zakłóceń równowagi i jednoczesne wspieranie ożywienia.** Szczególnie w państwach, w których istnieje duża presja na zmniejszenie zadłużenia lub występują strukturalne „wąskie gardła” spowalniające wzrost gospodarczy, należy zintensyfikować działania polityczne i skuteczniej wdrażać reformy, przede wszystkim w obszarze konkurencyjności, ale także jeśli chodzi o przepisy dotyczące niewypłacalności. Jednocześnie konieczne jest pobudzenie popytu wewnętrznego i inwestycji, szczególnie w państwach, w których istnieje przestrzeń fiskalna, duża nadwyżka na rachunku obrotów bieżących lub niska presja na zmniejszenie zadłużenia. W świetle wzajemnych powiązań pomiędzy państwami członkowskimi taka kombinacja polityk wzmocniłaby fundamenty procesu przywracania równowagi przez zwiększenie jego symetryczności i nadałaby jednocześnie większy impet ożywieniu gospodarczemu.

**Bardziej szczegółowe i obszerniejsze analizy dotyczące państw członkowskich wskazanych w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania zostaną przeprowadzone w ramach szczegółowych ocen sytuacji.** Podobnie jak w poprzednim cyklu, szczegółowe oceny sytuacji będą włączone w sprawozdania krajowe, które obejmują ponadto dodatkowe analizy służb Komisji dotyczące innych kwestii strukturalnych, które są konieczne do przygotowania zaleceń dla poszczególnych krajów w ramach unijnego semestru europejskiego. W celu przygotowania szczegółowych ocen sytuacji Komisja oprze swoją analizę na o wiele bogatszym zestawie danych i informacji: pod uwagę będą brane wszystkie mające znaczenie dane statystyczne, wszelkie istotne dane i wszystkie istotne faktyczne okoliczności. Jak ustanowiono w przepisach prawnych, Komisja stwierdzi, czy występują zakłócenia lub nadmierne zakłócenia równowagi, na podstawie szczegółowych ocen sytuacji, a następnie przygotuje stosowne zalecenia polityczne dla poszczególnych państw członkowskich<sup>5</sup>.

**Na podstawie ekonomicznej analizy tabeli wskaźników w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Komisja stwierdza, że w odniesieniu do następujących państw członkowskich uzasadnione jest przeprowadzenie szczegółowej**

---

<sup>5</sup> Rozporządzenie (UE) nr 1176/2011 (Dz.U. L 306 z 23.11.2011, s. 25).

oceny sytuacji w celu dogłębniejszego zbadania narastania zakłóceń równowagi i ich ograniczania oraz związanych z tymi procesami zagrożeń<sup>6</sup>.

- *Przygotowanie szczegółowych ocen sytuacji jest wymagane w odniesieniu do większości państw, ponieważ w poprzednim cyklu ocen stwierdzono w nich zakłócenia równowagi makroekonomicznej<sup>7</sup>. Zgodnie z ustaloną praktyką, wymagana jest nowa szczegółowa ocena sytuacji, aby stwierdzić, czy istniejące zakłócenia równowagi (zarówno nadmierne, jak i mniejsze) ulegają ograniczeniu, utrzymują się bądź nasilają, uwzględniając przy tym odpowiednio wpływ polityk wdrażanych przez państwa członkowskie w celu usunięcia zakłóceń. Dotyczy to następujących państw członkowskich: **Belgii, Bułgarii, Niemiec, Francji, Chorwacji, Włoch, Węgier, Irlandii, Niderlandów, Portugalii, Rumunii, Hiszpanii, Słowenii, Finlandii, Szwecji i Zjednoczonego Królestwa.***
- *Szczegółowa ocena sytuacji zostanie przeprowadzona po raz pierwszy również w odniesieniu do **Estonii i Austrii.** Jeśli chodzi o Estonię, przedmiotem oceny będą ryzyko i podatność na zagrożenia związane z ponownym narastaniem presji na popyt. W przypadku Austrii analizowane będą kwestie odnoszące się do sektora finansowego, szczególnie jego duża ekspozycja na ryzyko związane ze zmianami za granicą oraz wpływ na kredyty dla sektora prywatnego.*

**W przypadku państw członkowskich korzystających z programów pomocy finansowej nadzór nad występującymi w tych państwach zakłóceniami równowagi i monitorowanie podejmowanych przez nie środków naprawczych są prowadzone w ramach tych programów.** Dotyczy to **Grecji i Cypru.** Podobnie jak to miało miejsce w poprzednich cyklach w odniesieniu do państw gotowych do wyjścia z programu pomocy finansowej, sytuacja **Cypru** zostanie oceniona w kontekście procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej dopiero po zakończeniu obecnego programu pomocy finansowej planowanym na marzec 2016 r.

**W przypadku pozostałych państw członkowskich Komisja nie będzie na tym etapie przeprowadzać dalszych analiz w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.** Na podstawie ekonomicznej analizy tabeli wyników Komisja jest zdania, że w przypadku **Republiki Czeskiej, Danii, Łotwy, Litwy, Luksemburga, Malty, Polski i Słowacji** na obecnym etapie nie jest wymagana szczegółowa ocena sytuacji oraz że dalsze prowadzenie nadzoru nad tymi państwami w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej nie jest uzasadnione. Jednak niezbędne jest sprawowanie w sposób ciągły ścisłego nadzoru oraz koordynacja polityki w odniesieniu do wszystkich państw

---

<sup>6</sup> Fakt, że od 2012 r. wzrosła liczba państw członkowskich obejmowanych szczegółową oceną sytuacji wynika częściowo z potrzeby uwzględnienia państw wychodzących z programu pomocy finansowej dzięki poprawie sytuacji gospodarczej. Dotyczy to Irlandii, Portugalii i Rumunii – objęcie tych państw nadzorem w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej uznano za rozsądny krok. Standardową procedurą nadzoru wprowadzono także wobec Chorwacji po jej przystąpieniu do UE w 2013 r. Fakt, że pewna liczba państw członkowskich jest wciąż objęta szczegółową oceną sytuacji jest związany z wymogiem, który przewiduje, że nadzór państw członkowskich w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej można zakończyć dopiero na podstawie nowej oceny. W dalszej perspektywie, jeśli nastąpi poprawa warunków gospodarczych, a przynajmniej nie ulegną one pogorszeniu, można się spodziewać, że liczba państw objętych tymi ocenami będzie spadać.

<sup>7</sup> Zob. „Europejski semestr 2015: ocena wyzwań związanych ze wzrostem gospodarczym, zapobiegania zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowania oraz wyników szczegółowych ocen sytuacji przeprowadzonych zgodnie z rozporządzeniem (UE) nr 1176/2011”, COM(2015) 85 final z 26.2.2015 r. i „Macroeconomic Imbalances, Main Findings of the In-Depth Reviews 2015” *European Economy-Occasional Papers* nr 228. Komplet zaleceń dla poszczególnych państw, przyjętych przez Radę, w tym zalecenia istotne dla procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, można znaleźć w Dz.U. C 272 z 18.8.2015.

członkowskich w celu identyfikacji pojawiających się czynników ryzyka i proponowania działań politycznych przyczyniających się do wzrostu gospodarczego i tworzenia miejsc pracy.

**Ramka 1. Unormowanie i uporządkowanie kategorii na potrzeby procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej**

Kategorie opisujące sytuację gospodarki na potrzeby procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej zmieniały się z upływem czasu. Obecna klasyfikacja wygląda następująco:

1. Brak zakłóceń równowagi
2. Zakłócenia równowagi wymagające monitorowania i działań politycznych
3. Zakłócenia równowagi wymagające monitorowania i zdecydowanych działań politycznych
4. Zakłócenia równowagi wymagające szczególnego monitorowania i zdecydowanych działań politycznych
5. Nadmierne zakłócenia równowagi wymagające szczególnego monitorowania i zdecydowanych działań politycznych
6. Nadmierne zakłócenia równowagi prowadzące do procedury dotyczącej nadmiernych zakłóceń równowagi

Procedura dotycząca nadmiernych zakłóceń równowagi nie została jeszcze ani razu uruchomiona. Wykrycie nadmiernych zakłóceń równowagi wiąże się jednak z wymogiem wprowadzenia zdecydowanych działań politycznych i szczególnego monitorowania. Od 2014 r. wobec niektórych państw strefy euro o znaczeniu systemowym, w których wykryto zakłócenia równowagi, miały zastosowanie zdecydowane działania polityczne i szczególne monitorowanie, aby zapewnić postępy w realizacji zaleceń dla krajów strefy euro dotyczących usunięcia zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Niektóre państwa wykazujące zakłócenia równowagi zobowiązano do podjęcia zdecydowanych działań politycznych.

Doprecyzowanie kategorii zakłóceń umożliwiło wprowadzić dokładniejsze określenie, w jakich przypadkach ustanawiany jest nadzór w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, ale ich duży stopień skomplikowania nie wpłynął korzystnie na przejrzystość i egzekwowalność procedury. Z tego względu w dniu 21 października ogłoszono komunikat, w którym zaproponowano możliwości usprawnienia w przyszłości procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W szczególności Komisja zapewni przejrzyste wdrażanie procedury, unormuje istniejące kategorie i sprecyzuje kryteria, którymi kieruje się przy podejmowaniu decyzji.

## 2. ZAKŁÓCENIA RÓWNOWAGI, CZYNNIKI RYZYKA I KOREKTA: KWESTIE O CHARAKTERZE TRANSGRANICZNYM

**W kontekście niepewnej sytuacji gospodarczej panującej na świecie ożywienie gospodarcze bazuje w coraz większym stopniu na popycie wewnętrznym.** Najnowsze prognozy gospodarcze potwierdzają, że w całej UE następuje umiarkowane ożywienie gospodarcze w związku z niskimi cenami ropy i bardzo akomodacyjną polityką pieniężną. Oczekuje się, że w latach 2015 i 2016 aktywność gospodarcza w UE wzrośnie, odpowiednio, o 1,9 % oraz 2,0 %, po odnotowaniu wzrostu o 1,4 % w 2014 r. W strefie euro stopy wzrostu realnego PKB w latach 2014, 2015 i 2016 wynoszą odpowiednio: 0,9 %, 1,6 % i 1,8 %<sup>8</sup>. Pomimo niedawnego wzrostu spożycia popyt wewnętrzny pozostaje stłumiony, co wynika częściowo ze znacznej presji na zmniejszanie zadłużenia w kilku państwach członkowskich. Sytuacja ta prowadzi do niskiej inflacji i rosnącej nadwyżki na rachunku obrotów bieżących strefy euro; prognozy wskazują, że poziom tej nadwyżki wzrośnie jeszcze bardziej w 2015 r., m.in. wskutek spadających od połowy 2014 r. cen ropy naftowej i niższego kursu euro. Od lata tego roku obserwowane jest znaczne osłabienie popytu zewnętrznego, a jednocześnie rośnie ryzyko zagrażające perspektywom globalnej gospodarki w związku z czynnikami geopolitycznymi i groźbą drastyczniejszego niż początkowo przewidywano spowolnienia gospodarczego w Chinach i innych krajach wschodzących<sup>9</sup>. W zależności od skali globalnego spowolnienia gospodarczego, gospodarki państw członkowskich UE mogą poważnie ucierpieć; tym większego znaczenia nabiera zatem potrzeba utrwalenia postępów w dziedzinie konkurencyjności i tym ważniejszy dla ożywienia gospodarczego staje się popyt wewnętrzny.

**W tym kontekście postępuje wprowadzenie korekta zakłóceń równowagi makroekonomicznej, ale wysokie poziomy zadłużenia wiążą się z poważnym ryzykiem.** W gospodarkach państw UE nadal obserwuje się postępy w zakresie likwidowania zewnętrznych i wewnętrznych zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Wysokie i niestabilne deficyty na rachunkach obrotów bieżących zostały zredukowane, a proces uzdrawiania bilansów postępuje we wszystkich sektorach w większości krajów. Ponadto zmiany w zakresie konkurencyjności kosztowej przyczyniają się zasadniczo do wymaganego dostosowania zewnętrznego. Źródłem znacznego ryzyka pozostaje poziom zobowiązań i jakość korekty. W niektórych państwach członkowskich poziom zobowiązań (prywatnych i publicznych, a także wewnętrznych i zewnętrznych) pozostaje rekordowo wysoki. Tak wysoki poziom zobowiązań zagraża wprowadzeniu wzrostowi gospodarczemu, tworzeniu miejsc pracy i stabilności finansowej w UE, ale jednoczesna presja na zmniejszenie zadłużenia związana z koniecznością ograniczenia tych zobowiązań również wpływa niekorzystnie na perspektywy ożywienia gospodarczego. Oprócz tego, utrzymywanie się znacznych nadwyżek na rachunku obrotów bieżących w państwach, których potrzeby dotyczące zmniejszania zadłużenia są stosunkowo niewielkie, sugeruje znaczne zakłócenia bilansu oszczędności i inwestycji, wskazując na niewłaściwą alokację zasobów, która grozi wydłużeniem okresu słabej koniunktury gospodarczej i może skomplikować proces zmniejszania zadłużenia w skali UE.

<sup>8</sup> Zob. „European Economic Forecast-Autumn 2015”, *European Economy, Institutional Paper 011*, listopad 2015 r. Chociaż zagregowane dane demonstrujące ożywienie gospodarcze maskują znaczne różnice pomiędzy państwami członkowskimi, wydaje się, że postępuje realna konwergencja, jako że w Hiszpanii, Irlandii, Słowenii, krajach bałtyckich, ale także na Węgrzech, w Polsce, Republice Czeskiej i Rumunii odnotowywane są wyższe stopy wzrostu gospodarczego; wzrost za 2015 r. we Francji, Włoszech, Austrii, Finlandii i Belgii pozostanie prawdopodobnie na słabym poziomie.

<sup>9</sup> Zob. Międzynarodowy Fundusz Walutowy (2015) „World Economic Outlook: Adjusting to Lower Commodity Prices”, Waszyngton (październik).

**Głównym wyzwaniem stojącym przed strefą euro na obecnym etapie jest redukcja wysokiego zadłużenia i jednocześnie stworzenie warunków, w których ożywienie gospodarcze może nabrać impetu.** Państwa, które dzięki dostępnej przestrzeni fiskalnej i stosunkowo niewielkich potrzebach dotyczących zmniejszania zadłużenia mogą sobie pozwolić na pobudzenie inwestycji na szerszą skalę, muszą wykorzystywać te możliwości, aby zapobiec ryzyku przedłużania się fazy anemicznego wzrostu i niskiej inflacji w całej strefie euro. Równolegle należy kontynuować lub intensyfikować reformy strukturalne mające na celu uwolnienie potencjału wzrostu, zwłaszcza w krajach, w których istnieją strukturalne „wąskie gardła” ograniczające wzrost gospodarczy. Oprócz tego, państwa mające kłopoty z pobudzeniem popytu wewnętrznego wskutek silnej presji na zmniejszenie zadłużenia powinny skupić się na reformach sprzyjających wzrostowi gospodarczemu oraz zapewnić, aby ich przepisy dotyczące niewypłacalności oferowały skuteczne rozwiązania w przypadku niespłacalnego zadłużenia, przyczyniając się w ten sposób do uwolnienia zasobów gospodarczych i efektywnej realokacji kapitału (*Ramka 2*).

**Ramka 2: Wpływ zakłóceń równowagi makroekonomicznej na całą strefę euro**

**Skutki zakłóceń równowagi makroekonomicznej dla całej strefy euro zasługują na dokładną analizę.** Zgodnie z propozycjami przedstawionymi w sprawozdaniu z dnia 22 czerwca 2015 r. „Dokończenie budowy europejskiej unii gospodarczej i walutowej”, opracowanym przez Jeana-Claude'a Junckera, Donalda Tuska, Jeroena Dijsselbloema, Mario Draghiego i Martina Schulza i w komunikacie Komisji z dnia 21 października 2015 r. w sprawie działań na rzecz dokończenia budowy unii gospodarczej i walutowej, począwszy od bieżącego roku sprawozdanie przedkładać w ramach mechanizmu ostrzegania zawiera bardziej systematyczną analizę skutków, jakie pociągają za sobą dla całej strefy euro zakłócenia równowagi w pojedynczych państwach członkowskich, oraz uwzględnia konieczność koordynowania działań politycznych w związku z wystąpieniem takich skutków.

**Strefa euro odnotowuje obecnie jedną z najwyższych na świecie (w ujęciu wartościowym) nadwyżek na rachunku obrotów bieżących.** Przewiduje się, że w 2015 r. wyniesie ona ok. 390 mld EUR, czyli 3,7 % PKB. Główna część tej nadwyżki przypada na Niemcy i Niderlandy, których wkład stanowi, odpowiednio, 2,5 % i 0,7 % PKB strefy euro, oraz na Włochy (0,4 % PKB strefy euro). (*Wykres 1*) Również państwa, które odnotowywały wcześniej deficyty na rachunku obrotów bieżących, wykazują obecnie zrównoważoną pozycję lub nadwyżkę, które są im potrzebne do zapewnienia stabilności bilansu płatniczego. W warunkach słabego wzrostu gospodarczego i niemal zerowej inflacji utrzymywanie się bardzo wysokich nadwyżek w państwach, których potrzeby dotyczące zmniejszania zadłużenia są stosunkowo niewielkie, wskazuje na brak wewnętrznych źródeł wzrostu. Gdy tylko ponownie wzrosną ceny ropy, wzmożni się popyt wewnętrzny, wygaśnie efekt niższego kursu euro, a dynamika wzrostu eksportu spowolni, nadwyżki bilansów handlowych strefy euro i całej UE powinny przestać rosnąć, a w 2017 r. mogą nawet lekko spaść. Ciągła akumulacja aktywów zagranicznych netto może również wskazywać na coraz większe narażenie na ryzyko walutowe i ograniczone możliwości zarządzania ryzykiem makrofinansowym przez władze krajowe (np. poprzez środki ostrożnościowe lub regulacyjne) w świetle rosnącego udziału zagranicznych aktywów w portfelach krajowych.

**W obecnej chwili silna presja na zmniejszenie zadłużenia oddziałuje jednocześnie na wszystkie sektory gospodarki (gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa, instytucje rządowe i samorządowe).** Na zagregowanym poziomie strefy euro można zaobserwować, że gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa i rządy zmagają się obecnie z problemem wysokiego zadłużenia, a konieczny proces zmniejszania zadłużenia koreluje ze słabą dynamiką inwestycji i spożycia. Według danych Eurostatu w 2014 r. zadłużenie gospodarstw i przedsiębiorstw niefinansowych (w ujęciu skonsolidowanym) odpowiadało – odpowiednio – 59,7 % i 79,5 % PKB strefy euro, podczas gdy w 2009 r. wynosiło 63,1 % i 81,9 % PKB. Skonsolidowane dane maskują duże różnice między poszczególnymi państwami członkowskimi. Sektor prywatny zaczął ograniczać swoje zadłużenie



wcześniej, po wybuchu kryzysu, ale proces ten nadal trwa<sup>10</sup>. Poziom wierzytelności netto gospodarstw domowych jest nadal dwa razy wyższy niż przed kryzysem. Przedsiębiorstwa, które w normalnych warunkach wykazują często zadłużenie netto, utrzymują obecnie status wierzyciela netto. Proces zmniejszania zadłużenia w sektorze publicznym rozpoczął się później z uwagi na potrzebę wdrażania pakietów środków stymulujących gospodarkę w pierwszej fazie recesji w latach 2009–2010. W późniejszym okresie rządy przystąpiły do konsolidacji budżetowej, utrzymując rygorystyczny lub (od niedawna) zasadniczo neutralny kurs polityki budżetowej. Efekt stłumienia popytu wskutek procesów zmniejszania zadłużenia przez gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa spotęgował się w związku z koniecznością ograniczenia wzrostu zadłużenia sektora instytucji rządowych i samorządowych<sup>11</sup>.

**W świetle słabej wydolności gospodarczej i stłumionego popytu wewnętrznego poziom nadwyżki na rachunku obrotów bieżących strefy euro prawdopodobnie będzie wyższy, niż wskazują podstawowe parametry ekonomiczne.** Niektóre cechy charakteryzujące gospodarkę strefy euro, takie jak starzenie się społeczeństwa, odsetek osób w wieku emerytalnym, stosunkowo wysoki dochód na mieszkańca, ale także status euro jako waluty rezerwowej wskazują, że w strefie euro powinna zasadniczo występować równowaga między inwestycjami a oszczędnościami<sup>12</sup>. Rosnąca w ostatnich latach nadwyżka na rachunku obrotów bieżących strefy euro osiągnęła jednak poziom wyższy niż wynikałoby ze podstawowych parametrów ekonomicznych. Rozbieżność tę tłumaczy częściowo fakt, że naprawa bilansów i znaczna presja na zmniejszenie zadłużenia zahamowały wzrost akcji kredytowej w strefie euro; zaobserwowane niedawno pozytywne tendencje oraz tymczasowe efekty niższych cen ropy naftowej i osłabienia kursu walutowego okazały się niewystarczające, aby zapewnić jej dynamiczny wzrost. Jeśli chodzi o działania perspektywiczne, polityki wdrażane na szczeblu UE (m.in. program skupu aktywów sektora publicznego przez EBC i plan inwestycyjny Komisji) mają wesprzeć akcję kredytową na cele inwestycyjne i konsumpcyjne, ale ich wpływ na realną gospodarkę może być dostrzegalny dopiero w dłuższym okresie.

**Transgraniczne skutki w obrębie strefy euro uzasadniają skoordynowane podejście do polityk makroekonomicznych, które umożliwi korygowanie zakłóceń równowagi i jednocześnie wesprze ożywienie gospodarcze.** W świetle wzajemnych powiązań handlowych, finansowych i instytucjonalnych między gospodarkami strefy euro uzasadnione jest przyjęcie skoordynowanego podejścia do polityk makroekonomicznych, aby zapewnić szybszą korektę zakłóceń równowagi i jednocześnie wesprze ożywienie gospodarcze. Ponadto tzw. efekt zaufania okazał się ważnym mechanizmem transmisji polityki<sup>13</sup>. Obecnie znaczenie systemowe dla strefy euro mają w szczególności skutki uboczne polityki prowadzonej w dużych państwach.

Szczególnie państwa, które dzięki dostępnej przestrzeni fiskalnej i dodatniemu saldu bilansu oszczędności i inwestycji mogą sobie pozwolić na pobudzanie inwestycji na szerszą skalę, powinny wykorzystywać te możliwości, aby zapobiec przedłużaniu się fazy słabego wzrostu i niskiej inflacji w strefie euro<sup>14</sup>. Dotyczy to Niemiec i Niderlandów, w przypadku których prognozy wskazują, że ich

<sup>10</sup> Proces zmniejszania zadłużenia można prześledzić poprzez porównanie zagregowanej pozycji „wierzytelności netto” strefy euro w rozbiciu na sektory. W 2014 r. wyniosła ona 3,2 % PKB, z czego rachunki gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i sektora publicznego wyniosły – odpowiednio – 2,9 %, 1,8 % i -2,6 %. W 2010 r. odpowiednie pozycje wyniosły 0,6 %, 2,9 %, 3,3 % i -6,2 %, a w 2007 r. – 0,3 %, 1,4 %, -0,6 % i -0,6 %.

<sup>11</sup> Zob. Bricongne J.-C. i Mordonu A. (2015), „Interlinkages between household and corporate debt in advanced economies”, *European Commission Discussion Papers* nr 17 (październik 2015 r.).

<sup>12</sup> Ten wskaźnik referencyjny oblicza się na podstawie regresji w formie zredukowanej, ujmujących główne wyznaczniki salda oszczędności i inwestycji, w tym podstawowe wyznaczniki (dotyczące np. sytuacji demograficznej, zasobów), czynniki polityczne i globalną sytuację finansową. Podejście to jest zbliżone do metody oceny bilansu płatniczego opracowanej przez MFW. Zob. Phillips, S. i in. (2013) „The External Balance Assessment (EBA) Methodology”, *IMF Working Paper*, 13/272.

<sup>13</sup> Zob. D’Auria, F., Linden, S., Monteiro, D., in ‘t Veld, J. i Zeugner S. „Cross-border Spillovers in the Euro Area”, *Quarterly Report on the Euro Area*, tom 13 nr 4 (2014).

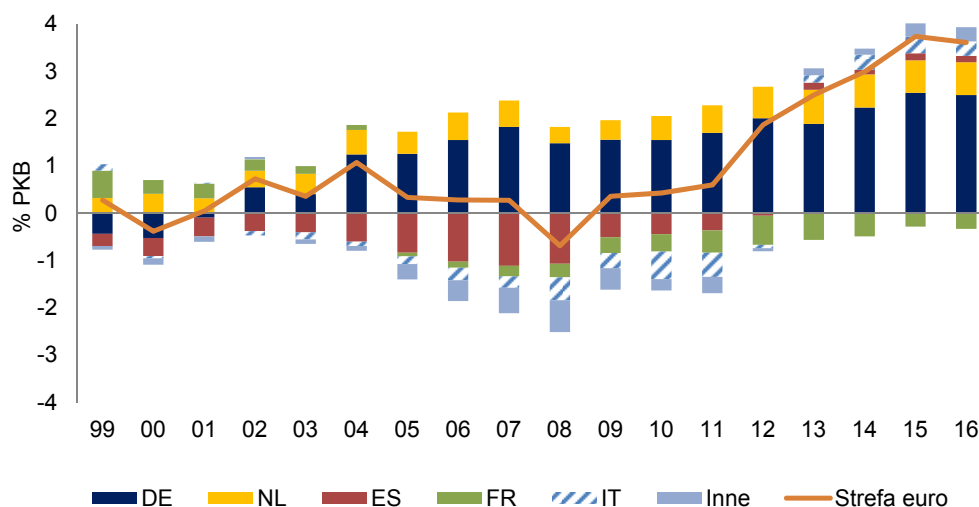
<sup>14</sup> Por. motyw 17 rozporządzenia nr 1176/2011: „Podczas dokonywania oceny zakłóceń równowagi makroekonomicznej należy uwzględnić ich natężenie oraz potencjalne negatywne gospodarcze i finansowe skutki uboczne, które potęgują podatność gospodarki UE na zagrożenia i stanowią ryzyko dla prawidłowego funkcjonowania unii gospodarczej i walutowej. Działania służące wyeliminowaniu zakłóceń równowagi makroekonomicznej i rozbieżności w konkurencyjności wymagane są we wszystkich państwach

nadwyżki na rachunku obrotów bieżących pozostaną wysokie w najbliższych latach. Redukcja nadwyżek na rachunku obrotów bieżących państw, których potrzeby dotyczące zmniejszania zadłużenia są stosunkowo niewielkie, przyniosłaby bardzo pożądaną wzrost popytu w strefie euro i ułatwiłaby sytuację wysoko zadłużonych państw zmuszonych do jednoczesnej redukcji zadłużenia i pobudzania wzrostu gospodarczego.

Równoległe należy kontynuować lub intensyfikować reformy strukturalne mające na celu uwolnienie potencjału wzrostu, szczególnie w krajach o znaczeniu systemowym, takich jak Włochy i Francja. Takie reformy nie tylko pomogłyby w usunięciu „wąskich gardeł” hamujących wzrost, ale ograniczyłyby także długookresowe ryzyko związane z zakłóceniami równowagi budżetowej w tych państwach, zwiększając w ten sposób poziom zaufania obywateli i rynków.

Na koniec, państwa mające kłopoty z podtrzymaniem popytu wewnętrznego wskutek nawisu długu i dużego udziału kredytów zagrożonych powinny skupić się na reformach sprzyjających wzrostowi gospodarczemu i zapewnić, aby ich przepisy dotyczące niewypłacalności oferowały skuteczne rozwiązania problemu skumulowanego niespłacalnego zadłużenia oraz przyczyniały się do uwolnienia zasobów gospodarczych i efektywnej realokacji kapitału.

Wykres 1: Saldo obrotów bieżących strefy euro



Źródło: Rachunki narodowe i prognozy Komisji Europejskiej z jesieni 2015 r. (baza danych AMECO).

**W większości państw członkowskich wysokie deficyty obrotów bieżących spadły do bardziej zrównoważonego poziomu albo wręcz przeszły w nadwyżkę. Niektóre państwa odnotowują w dalszym ciągu wysokie nadwyżki na rachunku obrotów bieżących. W**

członkowskich, w szczególności w strefie euro. Jednak wyzwania w poszczególnych państwach członkowskich mogą się znacznie różnić pod względem charakteru, znaczenia i pilności. W związku z podatnością na zagrożenia i rozmiarem wymaganego dostosowania szczególnie pilna jest potrzeba działań w państwach członkowskich wykazujących trwale wysoki deficyt na rachunku obrotów bieżących i spadek konkurencyjności. Ponadto w państwach członkowskich, które gromadzą wysokie nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, strategie polityczne powinny służyć określeniu i wdrażaniu środków, które pomogą zwiększyć ich popyt krajowy i potencjał wzrostu gospodarczego”.

2014 r. większość państw członkowskich odnotowała nadwyżki na rachunku obrotów bieżących. Państwa strefy euro najbardziej dotknięte kryzysem dokonały drastycznych korekt i wykazują obecnie nadwyżki – w przypadku Hiszpanii, Portugalii i Włoch ich poziom jest umiarkowany, a w przypadku Irlandii i Słowenii nieco wyższy. Chociaż pierwotna korekta była głównie rezultatem skurczenia się wewnętrznego popytu sektora prywatnego, źródłem niedawno uzyskanych nadwyżek jest także wzrost eksportu<sup>15</sup>. Wartości w ujęciu uwzględniającym zmiany cykliczne są jednak zwykle niższe niż salda nominalne (dotyczy to Hiszpanii, Włoch, Portugalii, Grecji i Cypru), co wskazuje, że dalsze wzrosty na rachunku obrotów bieżących nie są prawdopodobne, ponieważ w wyniku ożywienia gospodarczego PKB zbliża się do produktu potencjalnego, chociaż ryzyko powrotu do deficytów odnotowywanych przed kryzysem wydaje się niewielkie. Kilka państw członkowskich, m.in. Finlandia i Francja, odnotowało stosunkowo niewielkie deficyty obrotów bieżących, podczas gdy w Zjednoczonym Królestwie i na Cyprze deficyty były znacznie wyższe. Ogółem, średni wskaźnik obliczony dla okresu trzech lat przekracza wartość progową w czterech państwach odnotowujących nadwyżkę (Niemcy, Dania, Niderlandy i Szwecja) i w dwóch państwach odnotowujących deficyt (Zjednoczone Królestwo i Cypr). Państwa takie jak Niemcy, Niderlandy oraz państwa spoza strefy euro takie jak Szwecja i Dania osiągnęły w dalszym ciągu bardzo wysokie nadwyżki. Nie widać oznak wskazujących na korektę tych dużych i trwałych nadwyżek. Chociaż w starzejących się demograficznie państwach, takich jak Niemcy, zwykle występują nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, a niedawne zmiany cen ropy i kursów walutowych miały korzystny wpływ na bilans handlowy, to obecna nadwyżka jest znacznie wyższa, niż sugerowałyby podstawowe parametry ekonomiczne<sup>16</sup>. W przypadku Niemiec, jeśli weźmie się pod uwagę pozycję w cyklu koniunkturalnym, nadwyżka dostosowana cyklicznie jest wyższa od wartości nominalnej<sup>17</sup>.

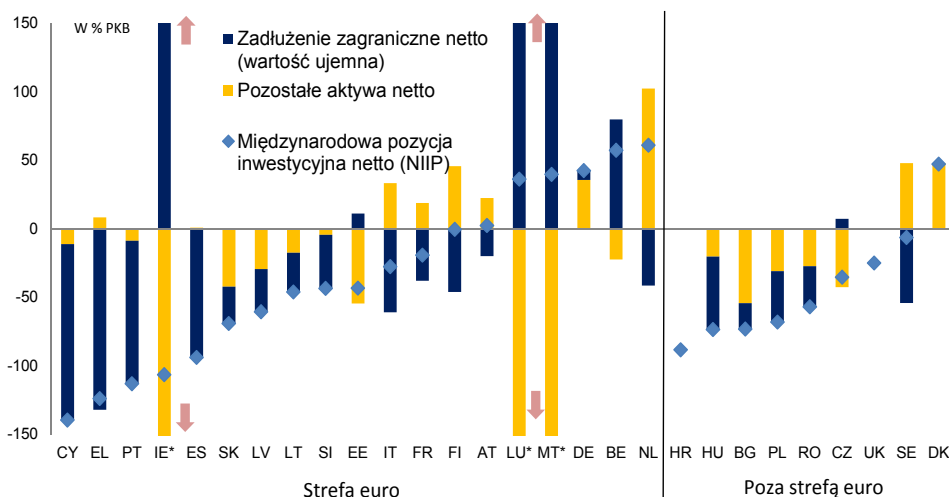
**Wykres 2: Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto i zadłużenie zagraniczne netto w 2014 r.**

---

<sup>15</sup> Zob. ramka I.3 w „European Economic Forecast-Spring 2015”, *European Economy*, 2015 r. (nr 2).

<sup>16</sup> Zob. „Macroeconomic Imbalances, Main Findings of the In-Depth Reviews 2015”, *European Economy-Occasional Papers* nr 228.

<sup>17</sup> Biorąc pod uwagę zmniejszenie deficytów na rachunkach obrotów bieżących, geograficzny skład nadwyżek w gospodarkach państw-wierzycieli, zwłaszcza Niemiec, uległ zmianie. Saldo względem reszty świata zwiększyło się, natomiast względem strefy euro uległo zmniejszeniu. To ostatnie zjawisko było napędzane głównie przez spadek eksportu do pozostałych krajów strefy euro, a nie przez zwiększenie importu przez Niemcy.



Źródło: Eurostat (BPM6, ESA10)

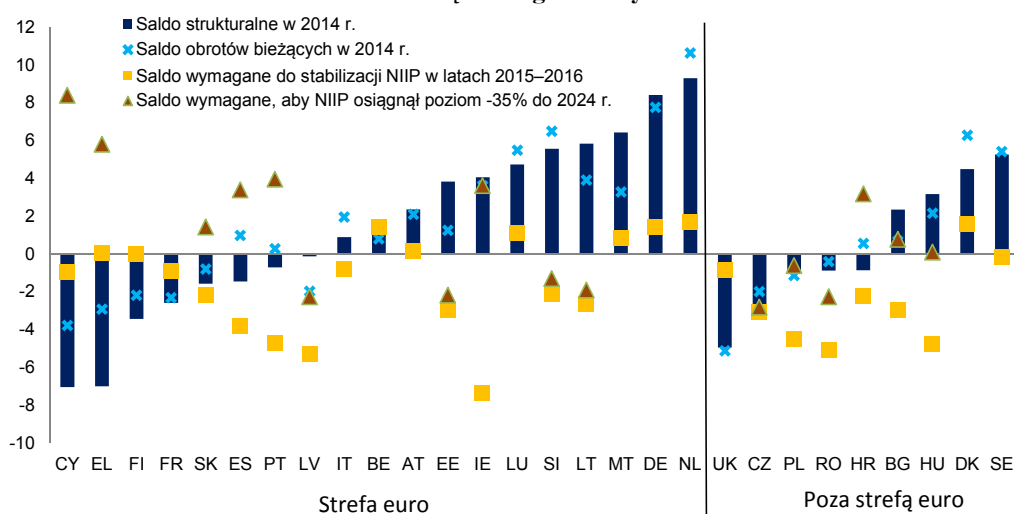
Uwaga: Dane dotyczące zadłużenia zagranicznego netto są niedostępne dla Chorwacji i Zjednoczonego Królestwa. W przypadku Irlandii, Luksemburga i Malty rozbitcie pozycji na poszczególne składniki nie jest kompletne<sup>18</sup>.

**Obecna sytuacja może być źródłem podatności na zagrożenia, ponieważ korekta przepływów zagranicznych nie przełożyła się jeszcze na znaczący spadek zadłużenia wobec zagranicy.** (Wykres 2) W państwach będących dłużnikami netto utrzymują się poważne czynniki ryzyka: w 2014 r. objęty tabelą wyników wskaźnik międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (NIIP) przekroczył wartość progową w 16 państwach członkowskich. Od czasu pojawienia się w ostatnich kilku latach nadwyżek na rachunkach obrotów bieżących niektórych państw UE nie odnotowano znaczącej poprawy zobowiązań zagranicznych netto (wyrażonych jako % PKB) w państwach strefy euro takich jak Grecja, Hiszpania i Portugalia. Zaobserwowano w szczególności, że – z wyjątkiem Irlandii, a od niedawna także Portugalii – wpływ wzrostu nominalnego PKB na NIIP był albo niewielki (Hiszpania), albo wręcz ujemny (Grecja i Cypr). Unaocznia to ryzyka związane z utrzymywaniem się niskiej inflacji oraz fakt, że takie warunki gospodarcze mogą utrudniać korektę zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Również negatywne skutki aktualizacji wyceny utrudniły (w niektórych państwach poważnie) poprawę zobowiązań zagranicznych netto, zwłaszcza w Grecji, Hiszpanii i Portugalii. Brak znaczącej poprawy odnotowano również w przypadku Chorwacji. Większość gospodarek odnotowujących wysokie ujemne pozycje potrzebowałaby znacznie wyższych niż obecne nadwyżek na rachunku obrotów bieżących, aby móc szybko ograniczyć swoje zobowiązania zagraniczne netto (wykres 3). Konieczne jest zatem utrwalanie postępów w zwiększaniu konkurencyjności eksportu oraz kontynuowanie polityki przyciągającej bezpośrednio inwestycje zagraniczne. W przypadku Irlandii i niektórych państw Europy Wschodniej (Węgry, Polska, Rumunia) obecne salda obrotów bieżących muszą zostać utrzymane przez dłuższy czas, aby doprowadzić do znacznej poprawy zobowiązań zagranicznych netto w średnim okresie. W przypadku państw będących wierzycielami netto, takich jak Niemcy i Niderlandy, ryzyko związane z rosnącym poziomem aktywów zagranicznych netto nie może być porównywane z ryzykiem dotyczącym braku

<sup>18</sup> Większość zobowiązań zagranicznych tych państw nie jest związana z krajowym kapitałem i działalnością podmiotów krajowych, ale z aktywami zagranicznymi. I tak na przykład znaczna część zobowiązań zagranicznych Irlandii przypada na fundusze wspólnego inwestowania, które mają siedzibę w tym państwie, ale ich aktywa pochodzą z zagranicy. Zgodnie z klasyfikacją bilansu płatniczego, bilans funduszy wspólnego inwestowania składa się z zobowiązań w formie udziałów kapitałowych, którym odpowiadają po stronie aktywów inwestycje portfelowe w instrumenty dłużne, co przekłada się na bardzo wysoką ujemną wartość pozycji „kapitał własny” i bardzo wysoką dodatnią wartość pozycji obejmującej zbywalne instrumenty dłużne.

równowagi bilansu płatniczego. Nie wolno jednak ignorować postępującej w szybkim tempie i przez dłuższy okres akumulacji ryzyka zagrażającego wierzycielom netto.

Wykres 3: Rachunek bieżący: salda strukturalne i salda wymagane do stabilizacji lub ograniczenia zobowiązań zagranicznych



Źródło: Rachunek obrotów bieżących jest zgodny z modelem przedstawionym w rachunkach narodowych. Obliczenia służb Komisji.

Uwagi: Salda strukturalne obliczono na podstawie szacunków dotyczących luki produktowej, które zostały przyjęte w prognozach Komisji z jesieni 2015 r.<sup>19</sup> Wysokość salda obrotów bieżących wymagana do stabilizacji lub ograniczenia zobowiązań zagranicznych netto opiera się na następujących założeniach: przewidywane wartości nominalnego PKB do 2017 r. pochodzą z jesiennych prognoz Komisji, a dla późniejszych lat – z projekcji Komisji opracowanych na podstawie metodyki T+10<sup>20</sup>; standardowo przyjmuje się, że w okresie objętym projekcją wpływ aktualizacji wyceny wynosi zero, co odpowiada obiektywnej projekcji cen aktywów; przyjmuje się, że salda rachunku kapitałowego wyrażone w % PKB pozostaną na stałym poziomie, odpowiadającym medianie w 2014 r. i prognozom na lata 2015-2017<sup>21</sup>.

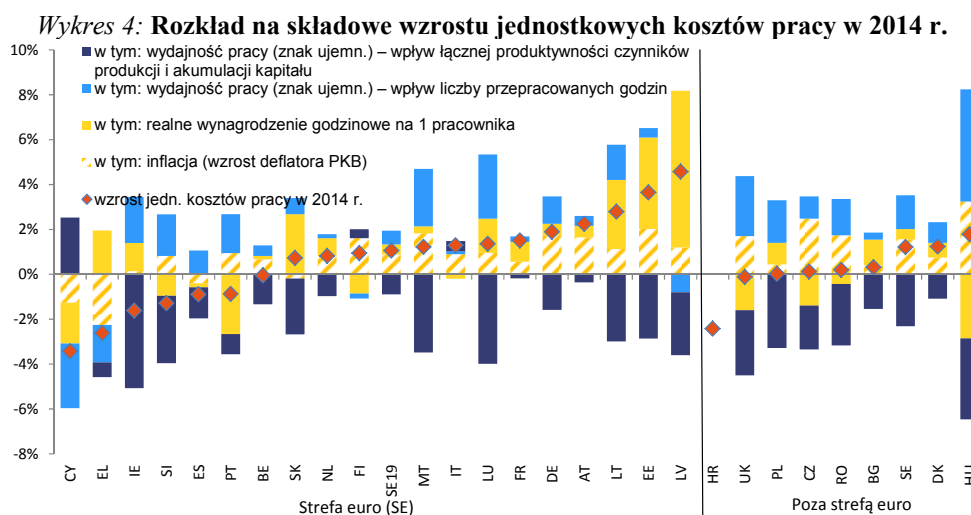
**Zmiany w zakresie konkurencyjności kosztowej przyczyniają się zasadniczo do wymaganego dostosowania zewnętrznego.** (Wykres 4) W 2014 r. w niektórych państwach strefy euro, które szczególnie mocno ucierpiały wskutek kryzysu (m.in. na Cyprze, w Grecji, Hiszpanii, Słowenii, Portugalii i Irlandii), odnotowano spadek jednostkowych kosztów pracy. Na Cyprze oraz w Grecji i Portugalii zmiana ta wynika głównie z ograniczenia wzrostu płac, podczas gdy w Hiszpanii i Irlandii za spadek jednostkowych kosztów pracy wydaje się odpowiadać w dużej mierze wzrost wydajności. W państwach doświadczających poprawy rynku pracy (Hiszpania, Portugalia i Irlandia) na wysokość jednostkowych kosztów pracy zaczyna wpływać pozytywnie także liczba przepracowanych godzin. Inna sytuacja ma miejsce w przypadku Włoch i Francji, gdzie jednostkowe koszty pracy rosły w tempie wyższym niż średnia dla strefy euro (1,1 %), oraz Niemiec i Austrii, które odnotowały ich wzrost o blisko 2 % – zmiany te wynikały głównie z dynamiki wynagrodzeń, ale we

<sup>19</sup> Szacunki dotyczące sald strukturalnych opierają się na metodzie opisanej w Salto, M. i A. Turrini (2010), „Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment”, *European Economy-Economic Papers*, nr 427.

<sup>20</sup> Opis metodyki T+10 można znaleźć w Havik, K., K. Mc Morrow, F. Orlandi, C. Planas, R. Raciborski, W. Röger, A. Rossi, A. Thum-Thysen i V. Vandermeulen (2014) „The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps”, *European Economic Papers* nr 535.

<sup>21</sup> Zob. szczegółowe przedstawienie obliczeń i założeń w Loublier, A., Turrini A. and Zeugner, S. (2015) „Methodologies for computing current account benchmarks”, *European Economy Economic Paper, publikacja wkrótce*.

Włoszech do wzrostu przyczyniła się także słaba wydajność pracy. Najszybszy wzrost odnotowano w krajach bałtyckich w związku z dużymi podwyżkami stawek godzinowych. W sumie – biorąc pod uwagę zmiany zachodzące w ciągu ostatnich trzech lat – wskaźnik jednostkowych kosztów pracy przekracza wartość progową w Estonii, na Łotwie i w Bułgarii. W państwach członkowskich, które potrzebowały większych dostosowań, po korekcie w dół jednostkowych kosztów pracy nastąpił powolny, ale wciąż dostrzegalny, względny spadek realnego efektywnego kursu walutowego, co wskazuje na pewną wrażliwość marż (różnicy między ceną a kosztem) na słabe warunki gospodarcze. Ponieważ zmiany te miały stosunkowo ograniczony zakres, nie zaobserwowano przekroczeń tego wskaźnika, z wyjątkiem Grecji.



*Źródło:* Baza danych AMECO i tablica wyników procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Obliczenia służb Komisji.

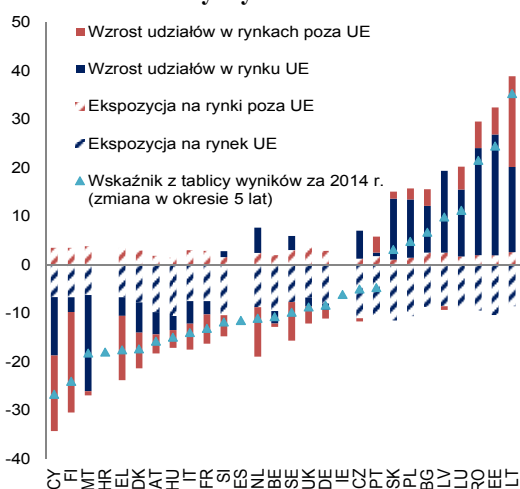
*Uwagi:* Rozkład na składowe opiera się na standardowym rozbiciu wzrostu jednostkowych kosztów pracy na wpływ inflacji, realne wynagrodzenia godzinowe i wydajność pracy, przy czym ta ostatnia składowa została dalej rozłożona na: wpływ liczby przepracowanych godzin, łączną produktywność czynników produkcji i akumulację kapitału przy użyciu standardowych zasad rachunkowości wzrostu.

**Tablica wyników wykazuje nadal skumulowaną utratę udziałów w rynkach eksportowych, która przekracza znacznie wartość progową w kilku państwach członkowskich, ale zaczynają się pojawiać oznaki poprawy.** Wskaźnik obrazujący zmianę udziałów w rynkach eksportowych w okresie pięciu lat wykazuje skumulowaną utratę udziałów przekraczającą wartość progową w 18 państwach członkowskich, co sugeruje, że główną siłą napędową nadwyżki na rachunku obrotów bieżących obserwowanej na poziomie zagregowanym strefy euro nie jest silna dynamika eksportu (*wykres 5a*)<sup>22</sup>. Wydaje się jednak, że obserwowany od kilku lat proces utraty udziałów w rynkach eksportowych przez unijne gospodarki zatrzymał się – w latach 2013 i 2014 stwierdzono roczny wzrost tych udziałów w większości państw członkowskich, z wyjątkiem Finlandii, Szwecji i Malty (*wykres 5b*). Odnotowany w 2014 r. wzrost był w niektórych przypadkach stosunkowo niewielki (Austria, Francja, Niderlandy, Hiszpania, Włochy), a w innych bardziej znaczący (Belgia, Niemcy, Węgry, Rumunia, Grecja, Irlandia). Niemniej jednak skala tych wzrostów jest generalnie znacznie mniejsza niż spadki, do których doszło w latach 2010–2012. Niedawne zwiększenie udziałów w rynkach eksportowych w UE wynika częściowo z gwałtownego zahamowania handlu międzynarodowego w latach 2013–2014, które przełożyło się mechanicznie na osłabienie udziałów w rynkach eksportowych. W związku z tym zaobserwowany niedawno

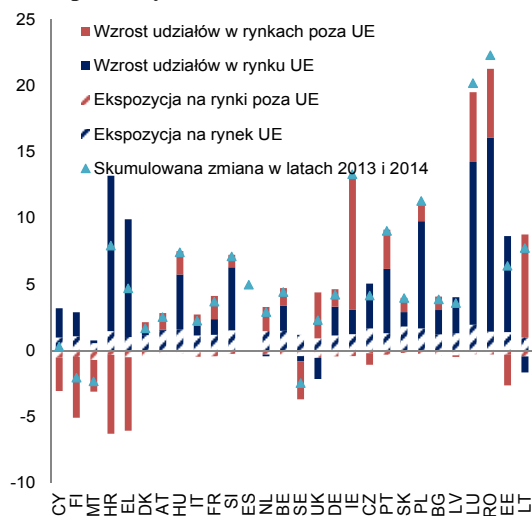
<sup>22</sup> Dynamika eksportu ze strefy euro w ujęciu wartościowym spowolniła w latach 2013–2015, a eksport do państw spoza UE utrzymywał się na względnie stałym poziomie.

wzrost tych udziałów może nie mieć charakteru strukturalnego. W dalszej perspektywie, jest jeszcze za wcześnie na ocenę, czy odnotowany wzrost udziałów w rynkach eksportowych ma trwały, czy tylko przejściowy charakter.

**Wykres 5a: Zmiana udziału w rynkach eksportowych w okresie pięciu lat – wskaźnik z tablicy wyników za 2014 r.**



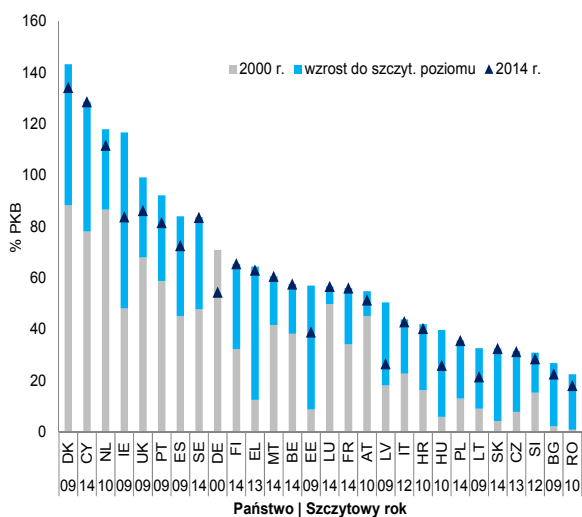
**Wykres 5b: Zmiana udziału w rynkach eksportowych z okresu dwóch lat – 2014 r.**



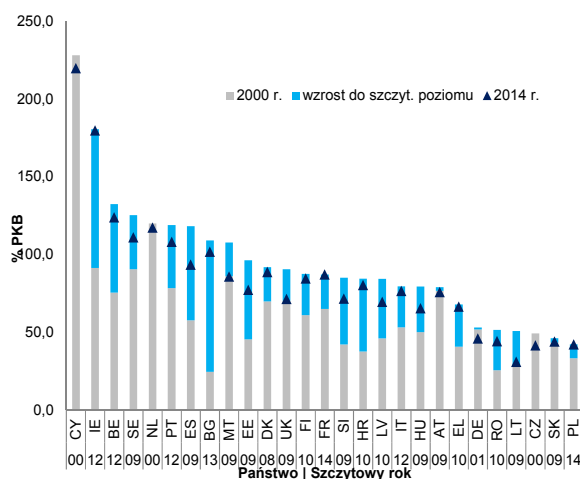
Źródło: Eurostat, obliczenia służb Komisji.

Uwagi: Rozkładu na składowe dokonano zgodnie z metodą przesunięć udziałów. Słupki zakreskowane oznaczają wpływ, który mają na dynamikę udziałów rynkowych zmiany ekspozycji na dany rynek; słupki w jednolitym kolorze oznaczają wpływ, który mają na dynamikę udziałów rynkowych zmiany udziałów w danym rynku<sup>23</sup>. W obliczeniach wykorzystano dane z szóstego wydania podręcznika do bilansu płatniczego MFW (BPM6), z wyjątkiem danych dla BG, IT, FI i MT, w przypadku których eksport do UE obliczono na podstawie rachunków narodowych. Część danych dla ES, HR i IE była niedostępna.

**Wykres 6a: Zadłużenie gospodarstw domowych (skonsolidowane, w % PKB)**



**Wykres 6b: Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych (skonsolidowane, w % PKB)**



Źródło: Eurostat, obliczenia służb Komisji.

Uwagi: Na wykresie 6a szczytowy poziom długu w relacji do PKB jest zaznaczony na osi horyzontalnej. Najwcześniejsze dane pochodzą z 2000 r., z wyjątkiem danych dla IE, SI, HR (2001 r.), PL (2003 r.), MT, LV, LT (2004 r.). W przypadku gdy nie była dostępna wartość liczbowa dla 2014 r. podano wartość szacunkową obliczoną na podstawie danych kwartalnych. Wykres 6b nie uwzględnia LU ze względu na specyficzność czynników kształtujących zadłużenie przedsiębiorstw. Szczytowy poziom długu w relacji do PKB jest

<sup>23</sup> Metoda wykorzystana do rozkładu na składowe udziałów w rynkach eksportowych jest szczegółowo przedstawiona w publikacji „A closer look at some drivers of trade performance at Member State level”, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2012(2):29–39.

zaznaczony na osi horyzontalnej. Najwcześniejsze dane pochodzą z 2000 r., z wyjątkiem danych dla IE, SI, HR (2001 r.), PL (2003 r.), MT, LV, LT (2004 r.). W przypadku gdy wartość liczbowa dla 2014 r. była niedostępna podano wartość szacunkową obliczoną na podstawie danych kwartalnych.

**Zadłużenie sektora prywatnego jest nadal wysokie i przekracza wartość progową w przypadku większości państw członkowskich.** Pomiędzy państwami członkowskimi występują znaczne różnice w poziomie zadłużenia sektora prywatnego; są one związane nie tylko z różnym stopniem rozwoju sektora finansowego, ale także ze skalą zjawiska nadmiernego zadłużania się sektora prywatnego przed kryzysem wskutek luźnej polityki kredytowej. Istnieją także znaczące różnice, jeśli chodzi o strukturę długu sektora prywatnego w głównych sektorach gospodarki (*wykresy 6a i 6b*). W niektórych państwach wysoki poziom zadłużenia wynika głównie z akumulacji długu przez gospodarstwa domowe, która jest często związana z silnym wzrostem cen nieruchomości mieszkaniowych i wartości kredytów hipotecznych. W innych państwach problem wysokiego zadłużenia dotyczy głównie przedsiębiorstwa niefinansowe. W niektórych państwach problem wysokiego zadłużenia dotyczy wszystkich sektorów gospodarki. Wysoki poziom długu naraża gospodarkę na ryzyko, ponieważ potęguje skutki makrofinansowe niekorzystnych wstrząsów. Ponieważ zadłużone przedsiębiorstwa nie odnoszą niemal żadnych korzyści z niskich stóp procentowych, mechanizmy transmisji polityki pieniężnej są mniej skuteczne, co ogranicza zdolność gospodarki do przeprowadzenia dostosowań<sup>24</sup>. W świetle wciąż istniejącej potrzeby zmniejszania zadłużenia, sprowadzanie w dół poziomu długu sektora prywatnego hamowałoby wzrost gospodarczy, tłumiąc dynamikę inwestycji i spożycia. Dobrze działające ramy dotyczące upadłości mogą przyczynić się do zredukowania nawisu długu przez likwidację niespłacalnego zadłużenia, co zmniejszy niekorzystne dla wzrostu gospodarczego skutki procesu ograniczania zadłużenia.

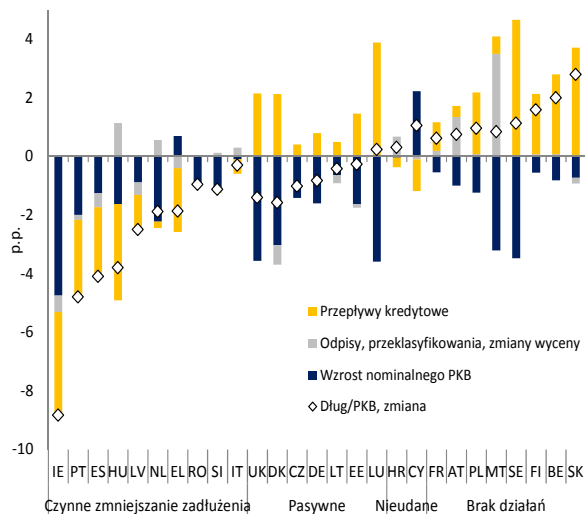
**Postępy w zmniejszaniu zadłużenia były nierówne, a redukcja długu sektora prywatnego była związana głównie z ujemnymi przepływami kredytowymi w większości państw członkowskich.** Zgodnie z danymi Eurostatu, na zagregowanym poziomie UE, dług gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych w ujęciu skonsolidowanym stanowił w 2014 r., odpowiednio, 64,6 % i 77,7 % PKB UE, a w 2009 r. – 68,0 % i 82,5 % PKB UE. Postępy w zmniejszaniu zadłużenia ze szczytowych poziomów były nierówne; rzeczywista redukcja długu nastąpiła przede wszystkim w sektorze przedsiębiorstw (*wykresy 6a i 6b*). Najnowsze dane ukazują duże różnice pomiędzy państwami i sektorami, jeśli chodzi o efekty procesu zmniejszania zadłużenia (*wykresy 7a i 7b*). Korzystna dynamika wzrostu gospodarczego utrzymująca się przez cały 2014 r. i na początku 2015 r. sprzyjały aktywnej spłacie długu przez gospodarstwa domowe w Irlandii oraz, w mniejszym stopniu, w Portugalii, Hiszpanii i na Węgrzech. Zjednoczone Królestwo i Dania osiągnęły pasywną redukcję zadłużenia – relacja długu do PKB spadła w tych krajach dzięki korzystnemu wpływowi wzrostu gospodarczego, bez uszczerbku dla akcji kredytowej na rzecz gospodarstw domowych. Przeciwna sytuacja miała miejsce w Szwecji, Finlandii, Francji i Belgii, gdzie dług gospodarstw domowych nadal rósł w związku z pozytywnymi przepływami kredytowymi. W niektórych przypadkach również przedsiębiorstwa redukowały czynnie

<sup>24</sup> Gospodarkę będą prawdopodobnie nadal obciążać konsekwencje wysokiego zadłużenia przedsiębiorstw. Wysokie zadłużenie sektora prywatnego jest zazwyczaj kojarzone z niskim wzrostem w średnim okresie, chociaż ustalenie konkretnych wartości progowych długu może być trudne z analitycznego punktu widzenia (zob. Chen i in. (2015)). „Private Sector Deleveraging and Growth Following Busts”, *Working Paper 15/35, Międzynarodowy Fundusz Walutowy*, Waszyngton). W literaturze wskazuje się także na niekorzystny wpływ zadłużenia na wyniki gospodarcze po kryzysie (zob. Bornhorst, F. i Ruiz Arranz, M. (2013) „Indebtedness and Deleveraging in the Euro Area”, *Country Report 13/232, Międzynarodowy Fundusz Walutowy*, Waszyngton; i Europejski Bank Centralny (EBC) (2012) „Corporate Indebtedness in the Euro Area”, *Monthly Bulletin* (luty) s. 87–103).

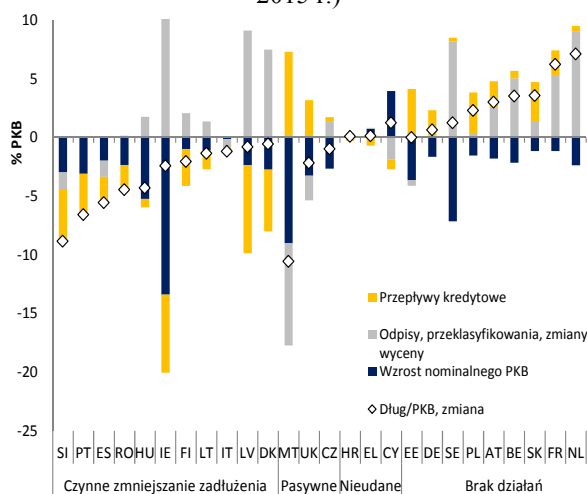


swoje zadłużenie, co przyczyniło się pozytywnie do wzrostu nominalnego PKB. Taka sytuacja miała miejsce na Łotwie, w Irlandii, Danii, Słowenii i Portugalii. Pasywna redukcja zadłużenia sektora przedsiębiorstw miała miejsce tylko w nielicznych państwach (np. Zjednoczonym Królestwie i Republice Czeskiej). Proces ograniczania długu sektora przedsiębiorstw nie powiódł się jednak w kilku państwach, m.in. na Cyprze i w Grecji, gdzie relacja długu do PKB pogorszyła się, pomimo zwiększenia stanu oszczędności, w związku z niekorzystną dynamiką nominalnego PKB. Dług sektora przedsiębiorstw wzrósł w niektórych państwach członkowskich, takich jak Austria, Francja, Słowacja i Polska czy – w mniejszym stopniu – Niemcy, do czego przyczyniły się dodatkowo przepływy kredytowe<sup>25</sup>.

Wykres 7a: Czynniki przyczyniające się do ograniczenia zadłużenia gospodarstw domowych (zmiana w ujęciu rok do roku w I kw. 2015 r.)



Wykres 7b: Czynniki przyczyniające się do ograniczenia zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych (zmiana w ujęciu rok do roku w I kw. 2015 r.)



Źródła: Eurostat, obliczenia służb Komisji.

Uwagi: Wykresy przedstawiają zmiany relacji długu do PKB w rozbięciu na trzy czynniki składowe: przepływy kredytowe, wzrost nominalnego PKB (efekt mianownika) i inne zmiany poziomu długu. Redukcję zadłużenia można osiągnąć poprzez spłatę zobowiązań, wzrost gospodarczy i inne zmiany poziomu niespłaconego długu. Czynne zmniejszanie zadłużenia polega na spłacie netto długu (ujemne przepływy kredytowe netto), która prowadzi zwykle do nominalnego zmniejszenia sumy bilansowej sektora i ma – przy założeniu, że pozostałe czynniki pozostają niezmienione – niekorzystny wpływ na działalność gospodarczą i rynki aktywów. Pasywne zmniejszanie zadłużenia przebiega natomiast w ten sposób, że wyższy wzrost nominalnego PKB niweluje z nadwyżką dodatnie przepływy kredytowe netto, co prowadzi do stopniowego spadku relacji długu do PKB. Czynne zmniejszanie zadłużenia może okazać się nieudane, jeśli deflacyjne skutki spłaty zadłużenia doprowadzą do stagnacji PKB, albo wręcz do wzrostu relacji długu do PKB<sup>26</sup>.

**Fakt utrzymywania się słabości strukturalnych w sektorach bankowych niektórych państw członkowskich wskazuje, że utrudniony dostęp do finansowania może w dalszym ciągu wpływać na dynamikę zadłużenia.** Ogólna sytuacja sektora bankowego poprawia się w większości państw członkowskich. Banki uzupełniły poziomy kapitału, w związku z czym

<sup>25</sup> W wyniku zmian kursów walutowych, w szczególności deprecjacji euro w drugim półroczu 2014 r., pojawiły się prawdopodobnie znaczące efekty aktualizacji wyceny, które doprowadziły do zwiększenia wartości instrumentów dłużnych denominowanych w innych walutach niż euro, np. w Irlandii i w Niderlandach.

<sup>26</sup> Szczegółową prezentację można znaleźć w P. Pontuch „Private sector deleveraging: where do we stand?”, Quarterly Report on the Euro Area, 2014(4):7-19.

ich współczynniki adekwatności kapitałowej są teraz znacznie bezpieczniejsze<sup>27</sup>. Osiągnięto również postępy we wdrażaniu instytucjonalnych ram naprawy oraz restrukturyzacji banków, które zmniejszają ryzyko niekorzystnych sprzężeń zwrotnych pomiędzy bankami a państwami. W sektorach finansowych niektórych państw członkowskich utrzymują się jednak słabości strukturalne i presja na ograniczenie zadłużenia, które w kilku przypadkach znajdują odzwierciedlenie w spadku wskaźnika zobowiązań finansowych zawartego w tabeli wyników. W Irlandii, Grecji, Hiszpanii, Włoszech, na Cyprze, Węgrzech, w Portugalii, Bułgarii, Rumunii i Słowenii banki zmagają się nadal z problemem wysokiego udziału kredytów zagrożonych w ich bilansach; w niektórych przypadkach udział tych kredytów nadal rósł w 2014 r. (*wykres 8*). W Austrii źródłem podatności na zagrożenia może być wysoka ekspozycja na ryzyko związane ze zmianami za granicą. Od połowy 2014 r. zaobserwowano, że wskaźnik wykorzystywania finansowania dostarczanego przez banki centralne przestał maleć, co może wskazywać na zahamowanie procesu zmniejszania rozdrobnienia rynków finansowych lub zwrócenie się przez banki w stronę innych, tańszych źródeł finansowania publicznego<sup>28</sup>. Na rentowność banków w niektórych państwach członkowskich wpływa niekorzystnie otoczenie gospodarcze, które charakteryzują słaby wzrost i niskie stopy procentowe<sup>29</sup>. W takich warunkach, w związku z presją na zmniejszenie zadłużenia istniejącą zarówno w sektorze finansowym, jak i niefinansowym państwa najbardziej podatne na zagrożenia zmagają się w 2014 r. z problemem dalszego ograniczania akcji kredytowej.

**Zmiany cen nieruchomości mieszkaniowych w 2014 r. odzwierciedlały odmienne fazy cyklu koniunkturalnego na rynku nieruchomości w państwach członkowskich UE.** (*Wykres 9*) Skorygowane o inflację roczne zmiany cen nieruchomości mieszkaniowych w 2014 r. były zróżnicowane i sięgały od ponad pięcioprocentowego spadku w Słowenii i w Grecji do wzrostu w Irlandii i Estonii znacznie przekraczającego wartość progową wynoszącą 6 %. Ten szeroki rozkład odzwierciedla odmienne fazy cyklu koniunkturalnego na rynku nieruchomości i różne ryzyka<sup>30</sup>. W niektórych państwach członkowskich kryzys spowodował gwałtowną korektę cen, które spadły do poziomu znacznie niższego, niż wynikałoby z ich podstawowych parametrów ekonomicznych. Taka sytuacja miała miejsce w Irlandii, a w ostatnim roku ceny na rynku nieruchomości mieszkaniowych w tym państwie gwałtownie wzrosły. Również Węgry, Estonia, Litwa i Słowacja odnotowały znaczny wzrost realnych cen nieruchomości mieszkaniowych. Ponieważ rynek nieruchomości mieszkaniowych w tych państwach ocenia się jako wciąż niedoszacowany, to szybkie tempo ożywienia nie musi grozić narastaniem ryzyka w najbliższej przyszłości. Inna sytuacja ma miejsce w przypadku państw członkowskich takich jak Szwecja czy Zjednoczone Królestwo, w których ceny nieruchomości mieszkaniowych są w dalszym ciągu zawyżone. W związku z dalszym wzrostem cen z już bardzo wysokiego pułapu wymagane jest uważne monitorowanie sytuacji<sup>31</sup>.

<sup>27</sup> Zob. Europejski Bank Centralny (2015) „Financial Stability Review” z maja 2015 r. i Wspólny Komitet Europejskich Urzędów Nadzoru (2015) „Joint Committee Report on Risks and Vulnerabilities in the EU Financial System”, JC 2015 007.

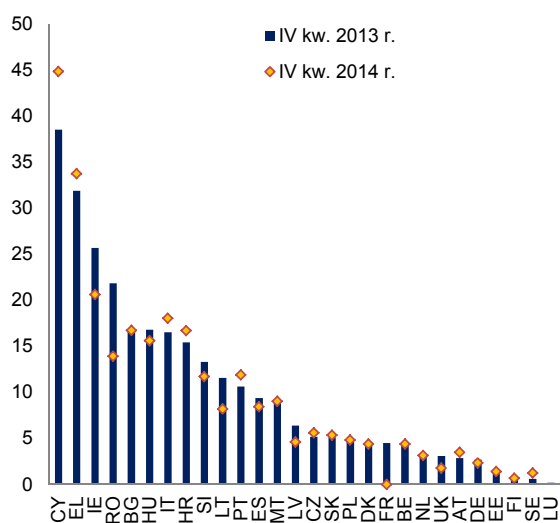
<sup>28</sup> Wydaje się, że ogólna tendencja spadkowa sald w systemie TARGET2 zatrzymała się od ubiegłego lata, głównie na skutek rozwoju sytuacji we Włoszech, Grecji i Hiszpanii.

<sup>29</sup> Oprócz tego niskie stopy procentowe zmniejszają poważnie rentowność sektora ubezpieczeń na życie – pojawia się niedopasowanie pomiędzy niskimi dochodami uzyskiwanymi z obligacji skarbowych a gwarantowanymi poziomami rentowności, które oferowano klientom.

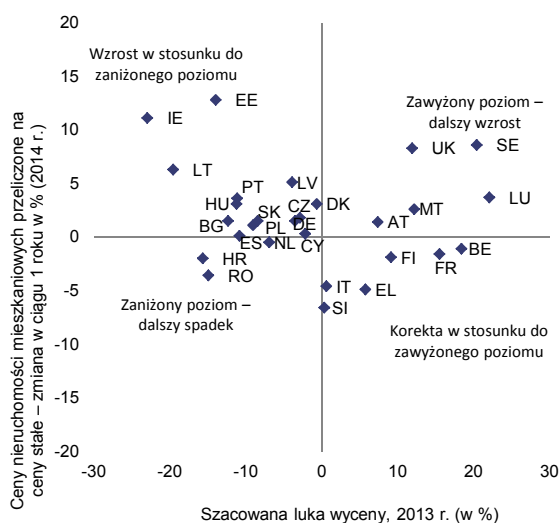
<sup>30</sup> Zmiany należy interpretować na tle analizy niedopasowania cen nieruchomości mieszkaniowych.

<sup>31</sup> Szwecja i Luksemburg są jedynymi krajami, których praktycznie nie dotknął kryzys – ceny nieruchomości mieszkaniowych wzrastają tam nieprzerwanie od połowy lat 90. W Zjednoczonym Królestwie ceny nieruchomości mieszkaniowych przeliczone na ceny stałe spadły do 2012 r. o ok. 18 % w stosunku do szczytowego poziomu z III kw. 2007 r., ale zaraz potem skoczyły o 8 % tylko w ciągu jednego roku (2014 r.) i nadal rosły w 2015 r.

Wykres 8: Udział kredytów zagrożonych



Wykres 9: Ceny nieruchomości mieszkaniowych: poziomy wyceny w 2013 r. i zmiany w 2014 r.



Źródła: Wykres 8: MFW, EBC; wykres 9: Eurostat, EBC, BIS, OECD, obliczenia służb Komisji.

Uwagi: Dane liczbowe przedstawione na wykresie 8 pochodzą z MFW, z wyjątkiem danych dla FR – będących wynikiem ekstrapolacji na 2014 r. danych MFW za IV kw. 2013 r. w oparciu o dane EBC dotyczące zmiany w I półroczu 2014 r. – i dla FI, które pochodzą z EBC. W przypadku LU za 2014 r. nie były dostępne dane MFW ani EBC. Na wykresie 9 przedstawiono lukę wynikającą z zawyżenia ceny obliczoną na podstawie średnich wartości stosunku ceny do dochodu, ceny do czynszu najmu i luk wyceny zgodnie z modelem podstawowym<sup>32</sup>.

**Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych, chociaż nadal wysoki, znacznie maleć dzięki wcześniejszym działaniom na rzecz konsolidacji budżetowej i ożywieniu wzrostu gospodarczego.** Rosnący w szybkim tempie od 2007 r. dług sektora instytucji rządowych i samorządowych znacznie spadać dopiero w tym roku; obecnie utrzymuje się jeszcze na rekordowo wysokim poziomie. Redukcję całkowitego poziomu długu publicznego uzyskano dzięki stałemu spadkowi łącznego deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz większej dynamice wzrostu nominalnego PKB. W praktyce, po uwzględnieniu zmian cyklicznych okazuje się, że kurs polityki budżetowej w strefie euro i w UE jest zasadniczo neutralny i sprzyja spadkowi zadłużenia, wspierając jednocześnie pojawiające się ożywienie gospodarcze. W niektórych państwach, w tym w Grecji, Hiszpanii, Francji, Włoszech i Portugalii, tempo korekty budżetowej prawdopodobnie spowolni, pomimo wysokiego poziomu długu sektora instytucji rządowych i samorządowych.

<sup>32</sup> Szacunkowe dane dotyczące luki niedopasowania cen nieruchomości mieszkaniowych oblicza się jako średnią trzech wskaźników wyceny: (i) luki przystępności cenowej (różnica w stosunku do długookresowej średniej wskaźnika ceny do dochodu); (ii) luki rentowności (różnica w stosunku do długookresowej średniej wskaźnika ceny do czynszu najmu); oraz (iii) oszacowania odchylenia cen nieruchomości mieszkaniowych od cen równowagi uzasadnionych w świetle podstawowych parametrów rynku (tj. popytu na nieruchomości mieszkaniowe i ich podaży). Dodatkowe informacje można znaleźć w publikacji Komisji Europejskiej „Housing market adjustment in the European Union”, ramka 1.3, w „European Economic Forecast-Spring 2014”, *European Economy* 2014(3).

Wykres 10: Zmiany stóp bezrobocia od 2013 r.



Źródło: Eurostat.

Uwagi: Ostatnie dane dotyczą II kw. 2015 r., z wyjątkiem EE, IT, UK (I kw. 2015 r.) i IE, NL, FI, SE (III kw. 2015 r.).

### Ramka 3: Zatrudnienie i zmiany społeczne

Warunki na rynku pracy w UE poprawiają się, różnice między poszczególnymi państwami członkowskimi są coraz mniejsze, jednak sytuacja społeczna w wielu państwach członkowskich nadal jest poważna.

*Główne wnioski płynące z tabeli wyników zawartej w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania*

W 2014 r. stopa bezrobocia w kilku krajach UE nadal kształtowała się na bardzo wysokim poziomie, przy czym średnia stopa z trzech lat przekroczyła wartość progową o 10 % w 12 państwach członkowskich (Bułgaria, Irlandia, Grecja, Hiszpania, Francja, Chorwacja, Włochy, Cypr, Łotwa, Litwa, Portugalia i Słowacja). W 2014 r. średnia ogólna stopa bezrobocia (w grupie wiekowej 15-74 l.) wynosiła w strefie euro i w UE odpowiednio 11,6 % i 10,2 %. W 2014 r., wraz z ożywieniem gospodarczym, zaczęto jednak odnotowywać stosunkowo daleko idący spadek stopy bezrobocia: w okresie 2013-2014 stopa bezrobocia zmniejszyła się w strefie euro i w UE o odpowiednio 0,4 p.p. i 0,7 p.p. w ujęciu rocznym. W krajach charakteryzujących się wysokim bezrobociem poprawa była bardziej widoczna, co przyczyniło się do zmniejszenia różnic w UE i strefie euro. Znaczny spadek bezrobocia odnotowano w szczególności w Portugalii, Hiszpanii, Irlandii i państwach bałtyckich, lecz również na Węgrzech, w Bułgarii, Zjednoczonym Królestwie i Polsce. Stopa bezrobocia wzrosła natomiast we Włoszech i Finlandii, a w Niemczech i Francji pozostawała w dużej mierze na niezmiennym poziomie. W ujęciu ogólnym poprawa była większa, niż wynikałoby to ze wzrostu PKB, do czego przyczyniły się wzrost zaufania, zwiększone zaufanie, widoczne skutki reform strukturalnych oraz zmniejszenie jednostkowego kosztu pracy przy zasadniczo niezmięniętej liczbie przepracowanych godzin. W pierwszej połowie 2015 r. stopa bezrobocia nadal się zmniejszała w większości krajów UE. Trwały spadek dotyczył głównie krajów, które doświadczyły szybkiego wzrostu liczby bezrobotnych podczas kryzysu, tj. między innymi Cypru, Hiszpanii, Grecji i Portugalii.

W większości krajów wskaźniki aktywności zawodowej nie wykazały oznak osłabienia. Łącznie w okresie 2013-2014 w strefie euro i UE odnotowano wzrost odpowiednio o 0,2 p.p. i 0,3 p.p., co można w dużej mierze przypisać strukturalnemu zwiększeniu udziału w rynku pracy kobiet i starszych pracowników, który to trend utrzymywał się w niemal wszystkich krajach. Odzwierciedla to również częściowo spadek liczby ludności w wieku produkcyjnym, w szczególności w państwach bałtyckich, oraz, w mniejszym stopniu, w krajach dotkniętych kryzysem zadłużeniowym. Zmiana wskaźnika aktywności zawodowej w okresie 3 lat, wyrażona w p.p., przekracza (ujemną) wartość

progową jedynie w dwóch państwach członkowskich, a mianowicie w Portugalii i Danii. W obu krajach tę zmianę należy przypisać głównie zmniejszającemu się udziałowi w rynku pracy młodych grup wiekowych, który nie jest wystarczająco kompensowany wzrostem udziału starszych pracowników; tę zmianę należy jednak rozpatrywać w kontekście obserwowanego spadku udziału młodych osób niekształcących się, niepracujących ani nie szkolących się, co wskazuje na wzrost liczby osób podejmujących kształcenie. Mocne wskaźniki aktywności zawodowej oraz wzrost zatrudnienia doprowadziły do zmniejszenia stopy bezrobocia w większości państw członkowskich w 2014 r. W ujęciu ogólnym wzrost zatrudnienia był najbardziej odczuwalny w sektorze towarów i usług podlegających wymianie handlowej. Stanowiło to w szczególności odzwierciedlenie tendencji w zakresie wzrostu płac w poszczególnych sektorach, który w dużej mierze sprzyjał przeniesieniu produkcji z sektora towarów i usług niewymiennych do sektora towarów i usług podlegających wymianie handlowej, co jest niezbędne dla przywrócenia równowagi w kategoriach zewnętrznych w krajach strefy euro odnotowujących deficyt.

Generalnie zmniejszenie stopy bezrobocia jest głównie powiązane z ograniczeniem liczby zwolnień, natomiast wskaźniki znajdowania pracy – mimo że się poprawiają – nadal pozostają poniżej poziomu sprzed kryzysu. W szczególności, poprawa wskaźników znajdowania pracy okazała się niewystarczająca, aby zapobiec wzrostowi *stopy bezrobocia długotrwałego*, który w ostatnich trzech latach był szczególnie silny w 11 państwach członkowskich, a zwłaszcza w Grecji, Hiszpanii, Portugalii, na Cyprze i we Włoszech; bezrobocie długotrwałe spadło natomiast w Niemczech, państwach bałtyckich, na Węgrzech i w Zjednoczonym Królestwie. Utrzymywanie się bezrobocia długotrwałego negatywnie wpływa na efektywność dostosowania umiejętności i kwalifikacji zawodowych do potrzeb rynku pracy i wzmacnia ryzyko, że bezrobocie nabierze trwałego charakteru („histereza bezrobocia”)<sup>33</sup>. Skala bezrobocia długotrwałego budzi również obawy ze względu na jego poważne skutki społeczne, takie jak zmniejszenie kapitału ludzkiego i zwiększenie ubóstwa w UE od momentu wybuchu kryzysu<sup>34</sup>.

*Stopa bezrobocia młodzieży* spadała wprawdzie w szybszym tempie niż ogólna stopa bezrobocia, ale nadal pozostaje ona na wysokim poziomie, wynoszącym w strefie euro i UE odpowiednio 23,7 % i 22,2 % w 2014 r. Równoległe do bezrobocia ogólnego w drugiej połowie 2013 r. zaczęło spadać bezrobocie młodzieży, a dalszą poprawę odnotowano w 2014 r. i na początku 2015 r. Wśród państw charakteryzujących się wysoką stopą bezrobocia młodzieży odnotowano znaczny spadek w stosunku do szczytowego poziomu z 2013 r. Dotyczy to Grecji, Chorwacji, Portugalii, Słowacji, Bułgarii, Cypru i Hiszpanii. Włochy są jedynym krajem o wysokim bezrobociu młodzieży, w którym sytuacja nadal się pogarszała przez większość 2014 r. Ostatnio odnotowana ogólna poprawa wskaźników zatrudnienia młodzieży jest jednak niewystarczająca. Skutkiem tego wskaźnik zmiany za ostatnie 3 lata nadal jest niezadowolający dla 13 państw członkowskich (Belgia, Grecja, Hiszpania, Francja, Chorwacja, Włochy, Cypr, Luksemburg, Niderlandy, Austria, Portugalia, Słowenia, Finlandia). Spadkowi bezrobocia młodzieży towarzyszy w większości krajów spadek odsetka młodych osób niekształcących się, niepracujących ani nie szkolących się (ang. NEET). W 2014 r. odsetek NEET spadł do 12,4 %, lecz nadal utrzymuje się na poziomie znacznie wyższym niż przed kryzysem. Najwyższy odsetek NEET odnotowano w Irlandii, na Cyprze, w Hiszpanii, Rumunii, Chorwacji, Grecji, Bułgarii i we Włoszech, przy czym Włochy, Cypr i Chorwacja doświadczyły największego wzrostu w okresie ostatnich trzech lat. Stopa bezrobocia młodzieży to wczesna oznaka pogarszających się warunków na rynku pracy. Sygnalizuje ona również obniżenie produktu potencjalnego (wskutek utraty możliwości zdobywania umiejętności i tzw. „efektu blizny po bezrobociu” przejawiającego się

<sup>33</sup> Zob. M. Draghi (2014) „Unemployment in the euro area” (Bezrobocie w strefie euro), przemówienie na corocznym sympozjum banków centralnych w Jackson Hole, 22 sierpnia 2014 r., oraz A. Arpaia, A. Kiss i A. Turrini (2014) „Is unemployment structural or cyclical? Main features of job matching in the EU after the crisis” (Bezrobocie strukturalne czy cykliczne? Główne cechy dopasowywania odpowiednich kandydatów do miejsc pracy w UE po kryzysie), *European Economy, Economic Papers* 527, wrzesień 2014 r.

<sup>34</sup> Zob. M. Duiella i A. Turrini (2014) „Poverty developments in the EU after the crisis: a look at main drivers” (Kształtowanie się ubóstwa w UE po kryzysie: przegląd głównych przyczyn), *ECFIN Economic Brief*, nr 31, maj 2014 r.

nizszym prawdopodobieństwem zatrudnienia i osiągnięcia wyższych zarobków w przyszłości) i jest powiązana z wysokim poziomem wykluczenia społecznego.

Przedłużający się okres niekorzystnych zmian pod względem zatrudnienia i sytuacji społecznej może mieć różnoraki negatywny wpływ na wzrost potencjalnego PKB i powoduje ryzyko nasilenia zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

#### *Mobilność pracowników*

Mobilność pracowników wewnątrz UE jeszcze bardziej wzrosła w 2014 r., choć przepływy utrzymują się poniżej poziomu odnotowanego przed 2008 r. Przepływy ze wschodu na zachód nadal są największe, co wynika z różnic w PKB na mieszkańca i poziomie płac. Mobilność pracowników złagodziła różnice w poziomie bezrobocia, przy czym coraz bardziej rośnie znaczenie mobilności z południa na północ, z krajów, które bardziej odczuły skutki kryzysu, do krajów, na które kryzys miał mniejszy wpływ. Odpływ osób netto szczególnie wzrósł w państwach takich jak Grecja, Cypr i Chorwacja, natomiast napływ netto zwiększył się między innymi w Austrii i Niemczech. Odpływy netto z Hiszpanii, państw bałtyckich i Irlandii zmniejszyły się, ponieważ sytuacja w tych krajach znacznie się poprawiła. Z czasem poziom płac zaczął w większym stopniu reagować na wstrząsy asymetryczne na krajowych rynkach pracy; odnotowuje się także większe reakcje przepływów migracyjnych. Wkład tych czynników w złagodzenie ogólnych wahań stopy bezrobocia pozostaje jednak niski<sup>35</sup>. Mobilni obywatele UE wykazują się wprawdzie średnio wyższym wskaźnikiem zatrudnienia niż ogół społeczeństwa z krajów ich przyjmujących<sup>36</sup>, jednak wydaje się, że często niewystarczająco wykorzystuje się reprezentowany przez nich kapitał ludzki, co dotyczy również osób urodzonych poza UE<sup>37</sup>.

**Generalnie zagrożenia wynikające ze słabości lub tendencji, które mogą przyczynić się do utraty stabilności makroekonomicznej lub niekontrolowanych korekt, występują w większości państw członkowskich.** Powaga tego zagrożenia i konieczność pilnego podjęcia odpowiednich działań politycznych znacznie się różnią w poszczególnych państwach członkowskich w zależności od charakteru słabości lub tendencji zagrażających stabilności makroekonomicznej, jak również od tego, czy dotyczą one tylko jednego sektora gospodarki czy też większej ich liczby:

- w niektórych państwach członkowskich słabości dotyczą głównie sektora zagranicznego i występują w postaci *znacznej ujemnej wartości międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto*. Tak się dzieje w gospodarkach nadrabiających zaległości, jak np. Rumunia, a w mniejszym stopniu – w Polsce, na Łotwie, Litwie, w Słowacji i Republice Czeskiej.

<sup>35</sup> Komisja Europejska (2015), Labour Market and Wage Developments in Europe 2015 (Zmiany na rynku pracy i w wysokości wynagrodzeń w Europie w 2015 r.), część II, rozdział 1: Labour mobility and labour market adjustment in the EU (Mobilność zatrudnienia i dostosowanie rynku pracy w UE).

<sup>36</sup> W 2014 r. wskaźnik zatrudnienia osób urodzonych w innym kraju UE wyniósł 67 procent, natomiast wskaźnik zatrudnienia osób urodzonych w kraju zamieszkania – 65 procent. Stopa zatrudnienia osób urodzonych poza UE wynosiła 57 procent (Źródło: statystyki Eurostatu dotyczące ludności aktywnej zawodowo, grupa wiekowa: 15-64 l.).

<sup>37</sup> W 2014 r. stopa bezrobocia osób urodzonych w innym kraju UE wyniosła 13 procent, natomiast stopa bezrobocia osób urodzonych w kraju zamieszkania – 10 procent. Stopa bezrobocia osób urodzonych poza UE wynosiła 19 procent. Odsetek osób posiadających nadmierne kwalifikacje, odzwierciedlający liczbę wysoko wykwalifikowanych pracowników podejmujących zatrudnienie wymagające średnich lub niskich kwalifikacji, również był znacznie wyższy w przypadku pracowników mobilnych w obrębie UE niż w przypadku osób podejmujących pracę w kraju urodzenia, a nawet jeszcze wyższy w przypadku osób urodzonych poza UE (Źródło: statystyki Eurostatu dotyczące ludności aktywnej zawodowo).

- Niektóre kraje charakteryzują się *znaczną i trwałą nadwyżką na rachunku obrotów bieżących*. Dotyczy to w szczególności Niemiec i Niderlandów, których duże nadwyżki i rosnący poziom aktywów zagranicznych netto mogą sygnalizować wzrost ryzyka dla tych państw jako wierzycieli oraz mieć wpływ na pozostałe kraje strefy euro.
- Połączenie *wysokiego poziomu długu publicznego i tendencji spadkowej, jeśli chodzi o potencjalny wzrost gospodarczy lub konkurencyjność*, budzi obawy w przypadku kilku krajów, mimo że nie istnieje ryzyko zagrażające stabilności ich bilansu płatniczego. Wynika to z faktu, że czynniki te zwiększają prawdopodobieństwo pojawienia się niekorzystnych zmian poziomu długu w stosunku do PKB, które zagrażą długookresowej stabilności, oraz wzmagają podatność na szoki negatywne. Taka sytuacja panuje w krajach o znaczeniu systemowym, takich jak Włochy czy Francja, lecz również w mniejszych gospodarkach, np. w Belgii.
- W kilku krajach *tendencje i słabości potencjalnie zagrażające stabilności w długim okresie są ograniczone do jednego sektora gospodarki*. W Szwecji najczęściej obaw budzi stały wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych i zadłużenia gospodarstw domowych. W Niderlandach zadłużenie gospodarstw domowych należy do najwyższych w UE, mimo że obecnie następuje jego zmniejszenie. Wraz z innymi czynnikami strukturalnymi, obejmującymi między innymi przytłumienie inwestycji, przyczynia się to do powstawania obecnej nadwyżki na niderlandzkim rachunku obrotów bieżących. W obu przypadkach tendencje wewnętrzne powodują zwiększenie nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, która w innych okolicznościach stanowi odzwierciedlenie strukturalnych cech gospodarki takich jak struktura podatkowa czy obecność dużej liczby przedsiębiorstw wielonarodowych. Zjednoczone Królestwo również doświadcza wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych, które wymagają ścisłego monitorowania. Jego obecny deficyt obrotów bieżących, który w szczególności ilustruje trwałość konsumpcji, nie wydaje się być oznaką znacznego pogorszenia konkurencyjności cenowej. Presja związana z finansowaniem odczuwana w austriackim sektorze finansowym może stanowić słaby punkt tej gospodarki. W Estonii ryzyko związane z narastaniem presji popytowej w gospodarce krajowej może wymagać monitorowania. Finlandia przechodzi obecnie trudne przekształcenia struktury gospodarczej spowodowane skurczeniem się sektora przemysłu elektronicznego. Ze względu na wysoki poziom zadłużenia gospodarstw domowych Dania również zalicza się do omawianej kategorii państw, choć w aktualnej ocenie ryzyka nie stwierdzono konieczności przeprowadzenia szczegółowej analizy sytuacji. Dotyczy to również Luksemburga i Malty, w których ryzyko związane z wysokim poziomem zadłużenia sektora prywatnego jest ograniczone.
- W niektórych państwach członkowskich źródłem podatności na zagrożenia jest wysoki poziom *zobowiązań netto*, zarówno krajowych, jak i zagranicznych, *istniejących w dużej liczbie sektorów*. Taka sytuacja panuje w szczególności w krajach, w których odnotowywano znaczny deficyt obrotów bieżących w związku z dynamicznym ożywieniem na rynku kredytów w gospodarce krajowej, któremu towarzyszyło zwiększenie znacznej ujemnej wartości międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto oraz wysoki poziom zadłużenia sektora prywatnego. Zasadniczo kraje te muszą obecnie znacznie zmniejszyć zadłużenie ze względu na ograniczoną przestrzeń fiskalną, wysoką liczbę kredytów zagrożonych oraz niedopuszczalny poziom bezrobocia. Zazwyczaj dotyczy to krajów strefy euro, takich jak Portugalia, Hiszpania, Cypr, Grecja, Irlandia i Słowenia. Kraje Europy Wschodniej, takie jak Węgry, Chorwacja i Bułgaria, również doświadczają trudności ze względu na wysoki poziom zobowiązań krajowych i zagranicznych. Stanowi to wyzwanie w szczególności na Węgrzech i w Bułgarii, gdzie sektor bankowy wymaga dalszej restrukturyzacji.

### 3. ZAKŁÓCENIA RÓWNOWAGI, RYZYKA I DOSTOSOWANIE: UWAGI DOTYCZĄCE POSZCZEGÓLNYCH PAŃSTW

W niniejszej części przedstawiono zwięzłą analizę ekonomiczną wskaźników uwzględnionych w tabeli i wskaźników dodatkowych w odniesieniu do poszczególnych państw członkowskich. Poza omówieniem ogólnych kwestii analiza ta pomaga wskazać państwa członkowskie, dla których należy przygotować szczegółowe oceny sytuacji. Jak wyjaśniono powyżej, na podstawie szczegółowych ocen sytuacji Komisja stwierdzi, czy w danym państwie występują zakłócenia lub nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej.

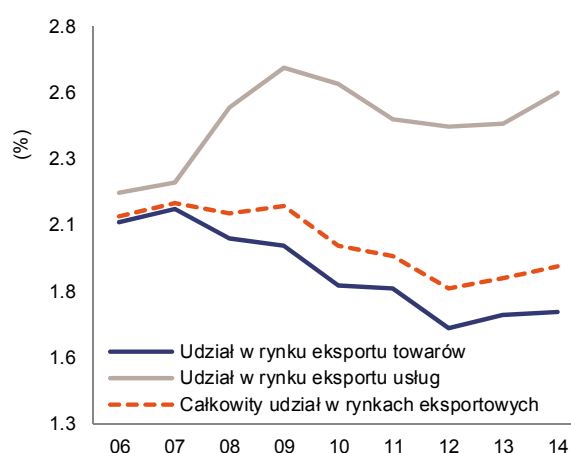
Procedura dotycząca zakłóceń równowagi makroekonomicznej nie ma zastosowania do państw członkowskich korzystających z pomocy finansowej na wsparcie realizacji programów dostosowań makroekonomicznych<sup>38</sup>; obecnie są to Grecja i Cypr. Poniższe uwagi dotyczą jednak również Cypru. Sytuacja Cypru w kontekście procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, obejmującej ewentualne opracowanie szczegółowej oceny sytuacji, będzie rozpatrywana na zakończenie bieżącego programu pomocy finansowej.

W załączniku statystycznym zamieszczono pełny zestaw danych statystycznych, na podstawie których przygotowano analizę ekonomiczną i pełne sprawozdanie.

**Belgia:** W lutym 2015 r. Komisja doszła do wniosku, że w Belgii występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej, w szczególności jeśli chodzi o konkurencyjność. Kilka wskaźników w zaktualizowanej tabeli – a mianowicie utrata udziału w rynkach eksportowych, zadłużenie sektora prywatnego i dług sektora instytucji rządowych i samorządowych, jak również wzrost bezrobocia długotrwałego i bezrobocia młodzieży – utrzymuje się powyżej wartości progowych.

Wzrost udziału w rynkach eksportowych w ostatnich dwóch latach przyniósł w 2014 r. poprawę wskaźnika, który stopniowo zbliża się do wartości progowej. Ta poprawa zbiega się ze wzmocnieniem salda obrotów bieżących oraz ustabilizowaniem jednostkowych kosztów pracy. W obliczu korzystnych warunków wymiany handlowej i niskiego wzrostu kosztów pracy oczekuje się, że obie wartości nadal będą się poprawiać w 2015 r. Ogólnie rzecz biorąc, mimo że w tabeli nadal wskazano pewne trudności, wynika z niej, że poziom handlu zagranicznego utrzymuje się na stabilnym poziomie albo wręcz się poprawia. Przez ostatnich kilka lat wskaźniki dotyczące zadłużenia utrzymywały się zasadniczo na niezmiennym poziomie, mimo iż poziom ten pozostawał znacznie powyżej odnośnych wartości progowych. Wysoki poziom

Wykres A1: *Udział w rynkach eksportowych*  
Belgia



Źródło: Eurostat

<sup>38</sup> 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). 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).



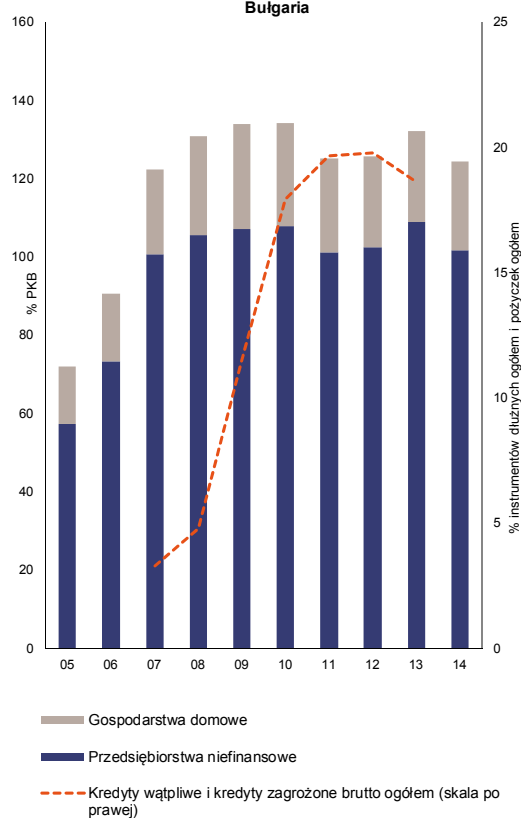
zadłużenia przedsiębiorstw jest związany z powszechnymi pożyczkami wewnątrzgrupowymi, co należy wziąć pod uwagę przy analizie. Poziom zadłużenia gospodarstw domowych pozostaje umiarkowany, a związane z nim ryzyko jest częściowo niwelowane przez akumulację aktywów finansowych. Dług publiczny jest stabilny, natomiast zobowiązania warunkowe sektora publicznego względem instytucji finansowych w dalszym stopniu się zmniejszały. Mimo rosnących zobowiązań sektor finansowy nadal redukuje swoje zadłużenie. Zaobserwowany wzrost wskaźników bezrobocia, w tym bezrobocia długotrwałego i bezrobocia młodzieży, wynika głównie z cyklu koniunkturalnego.

*Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z czynnikami konkurencyjności, dla których należy przeprowadzić głębszą analizę w celu stwierdzenia, czy zmiany rzeczywiście podążają w wyznaczonym kierunku. W związku z tym Komisja jest zdania, biorąc również pod uwagę zakłócenie równowagi makroekonomicznej stwierdzone w lutym, że przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.*

**Bulgaria:** W lutym 2015 r. Komisja stwierdziła, że w Bułgarii występują nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej wymagające zdecydowanych działań politycznych i szczególnego monitorowania, w szczególności w zakresie praktyk stosowanych w sektorze finansowym, które są obarczone znacznym ryzykiem finansowym i makroekonomicznym. Kilka wskaźników w zaktualizowanej tabeli – a mianowicie międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, zadłużenie sektora prywatnego, jednostkowy koszt pracy, stopa bezrobocia oraz wzrost bezrobocia długotrwałego – utrzymuje się powyżej wartości progowych.

Wysoki poziom zobowiązań zagranicznych pozostaje źródłem podatności na zagrożenia. Bilans płatniczy netto nadal się poprawiał, ze względu na dodatnie salda obrotów bieżących i obrotów kapitałowych, jak również rosnący poziom aktywów zagranicznych. Jednocześnie spowolnił się wzrost udziału w rynku eksportowym, lecz to samo dotyczy również wzrostu jednostkowego kosztu pracy. Choć sektor finansowy wydaje się być ustabilizowany, nie znaleziono jeszcze odpowiednich rozwiązań problemów instytucjonalnych i regulacyjnych, które ujawniły się po upadku Korporacyjnego Banku Handlowego. Zadłużenie sektora prywatnego, które skupia się głównie w podsektorze przedsiębiorstw niefinansowych, pozostaje wysokie. Presja na zmniejszenie zadłużenia mogłaby stłumić inwestycje i wzrost gospodarczy w krótkim okresie, ponadto mogłaby stanowić dodatkowe źródło podatności na zagrożenia, jeżeli nie zaradzi się jej w należyty sposób. Mimo wysiłków podejmowanych w przeszłości w celu poprawy otoczenia działalności gospodarczej, niewystarczający postęp w opracowywaniu ram postępowania

Wykres A2: Zadłużenie sektora prywatnego i kredyty zagrożone  
Bułgaria



Źródło: Eurostat i EBC

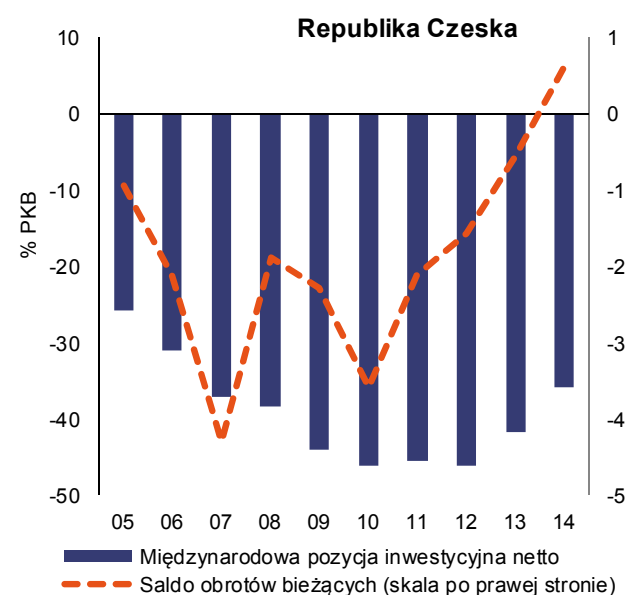
przedupadłościowego i upadłościowego spowalnia proces zmniejszania zadłużenia, zwiększa niepewność wśród uczestników rynku i zmniejsza ogólną atrakcyjność kraju dla inwestorów. Utrzymujące się problemy strukturalne na rynku pracy w Bułgarii, takie jak bezrobocie długotrwałe oraz niedopasowanie umiejętności i kwalifikacji, mają negatywny wpływ na dostosowanie kompetencji osób poszukujących zatrudnienia oraz pracowników do potrzeb rynku pracy, co prowadzi do niedostatecznego wykorzystania kapitału ludzkiego, a co za tym idzie – do wyższych kosztów gospodarczych i społecznych.

*Zasadniczo nadal utrzymują się zagrożenia zewnętrzne i wewnętrzne, w szczególności w sektorze finansowym. W związku z tym Komisja jest zdania, biorąc również pod uwagę nadmierne zakłócenie równowagi makroekonomicznej stwierdzone w lutym, że przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się ryzyka makroekonomicznego i monitorowanie postępów w ograniczaniu nadmiernego zakłócenia równowagi.*

**Republika Czeska:** W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej nie stwierdzono w Republice Czeskiej żadnych zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wskaźników międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto przekracza wartość progową.

W ostatnich latach saldo obrotów bieżących znacznie się poprawiło, osiągając roczną nadwyżkę w 2014 r. Wartość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto stopniowo się zmniejszała i przekracza jedynie nieznacznie wartość progową. 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. Niemniej jednak taka pozycja powoduje odpływ dochodów pierwotnych, co z kolei wymaga trwałej nadwyżki handlowej w celu utrzymania długookresowej stabilności. Konkurencyjność wydaje się być

Wykres A3: NIIP i saldo obrotów bieżących



Źródło: Eurostat

stabilna; wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy jest ograniczony. W 2014 r. nastąpiła znaczna deprecjacja realnego efektywnego kursu walutowego będąca skutkiem wprowadzenia minimalnego kursu wymiany korony czeskiej wobec euro przez Narodowy Bank Czeski pod koniec 2013 r. Te czynniki przyczyniły się do ogólnego wzrostu udziału w rynkach eksportowych w 2014 r., odwracając tym samym tendencję panującą w ostatnich latach. Ryzyko zakłóceń równowagi w kategoriach wewnętrznych wydaje się niskie, jeśli uwzględni się stosunkowo niskie zadłużenie sektora prywatnego oraz ograniczone przepływy kredytowe na rzecz sektora prywatnego. Sektor bankowy, należący w dużej mierze do podmiotów zagranicznych, pozostaje stabilny; całkowite zobowiązania sektora finansowego wzrosły w 2014 r. jedynie w umiarkowanym stopniu, a odsetek kredytów zagrożonych był ogółem niski. Dług publiczny nadal się zmniejsza i pozostaje wyraźnie poniżej wartości progowych. W 2014 r. spadło bezrobocie, w pierwszej połowie 2015 r. również odnotowano

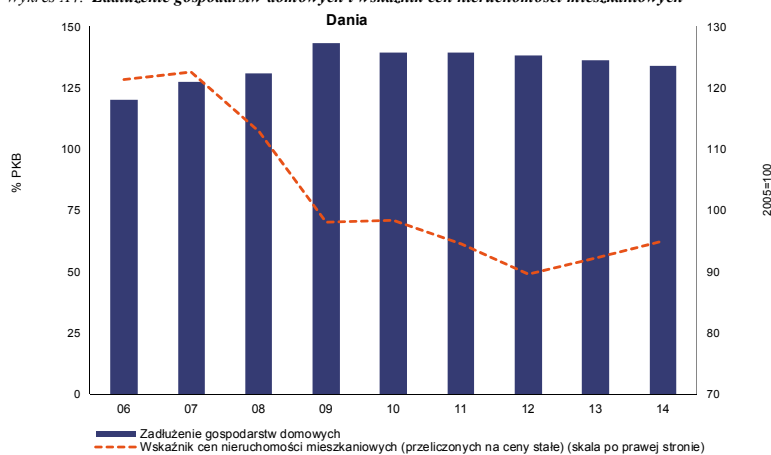
jego szybki spadek, a wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych okazał się jedynie umiarkowanie dodatni.

*Ogólnie z analizy ekonomicznej wynika, że poprawia się konkurencyjność zewnętrzna, a zagrożenia wewnętrzne są niskie. W związku z tym Komisja nie będzie na tym etapie przeprowadzać pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.*

**Dania:** W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej nie stwierdzono żadnych zakłóceń równowagi makroekonomicznej w Danii. Kilka wskaźników w zaktualizowanej tabeli – a mianowicie nadwyżka na rachunku obrotów bieżących, utrata udziału w rynkach eksportowych oraz zadłużenie sektora prywatnego, jak również spadek współczynników aktywności – utrzymuje się powyżej wartości progowych.

Saldo obrotów bieżących nadal wykazuje znaczne nadwyżki, które drugi rok z rzędu nieco przekraczają górną wartość progową w tabeli. Wynika to z utrzymującego się niedostatecznego ożywienia popytu wewnętrznego w Danii oraz wysokich dochodów z inwestycji za granicą. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto jest wysoka, głównie ze względu na rosnący poziom bezpośrednich inwestycji zagranicznych netto. Przewiduje się, że wraz z umocnieniem się

Wykres A4: Zadłużenie gospodarstw domowych i wskaźnik cen nieruchomości mieszkaniowych



Źródło: Eurostat

ożywienia gospodarczego nadwyżka na rachunku obrotów bieżących zmniejszy się. W 2014 r. ponownie odnotowano utratę udziału w rynkach eksportowych; w ujęciu skumulowanym utrata ta pozostaje znaczna, również w porównaniu z innymi krajami uprzemysłowionymi. Skumulowane straty wynikają w dużej mierze ze znacznego wzrostu płac oraz niedostatecznego wzrostu wydajności przed kryzysem i pozostają wyzwaniem utrudniającym ożywienie gospodarcze. Niemniej jednak w ostatnich latach wskaźniki konkurencyjności cen pozostawały na stabilnym poziomie. Zadłużenie sektora prywatnego jest nadal bardzo wysokie, natomiast ryzyko makroekonomiczne pozostaje ograniczone, zarówno jeśli chodzi o gospodarkę realną, jak i o stabilność finansową. Stosunkowo wysokie zadłużenie gospodarstw domowych brutto było spowodowane głównie obowiązującym szczególnym systemem kredytów hipotecznych. Z czasem nastąpiła korekta cen nieruchomości mieszkaniowych, a obecnie ceny wracają do wcześniejszego poziomu. Gospodarstwa domowe były w stanie poradzić sobie z korektą cen nieruchomości mieszkaniowych, która miała miejsce od 2007 r., ponieważ wysoki poziom zadłużenia był równoważony wysokim poziomem aktywów. Wydaje się, że wprowadzone w ostatnich latach środki regulacyjne i nadzorcze wzmocniły stabilność sektora finansowego. Po kryzysie sytuacja na rynku pracy ustabilizowała się, czego dowodem jest niskie i nadal spadające bezrobocie, w tym bezrobocie długotrwałe – nawet jeśli poziom wskaźników aktywności zawodowej lekko się obniżył – oraz zmniejszenie się odsetka młodzieży niekształcącej się, niepracującej ani nie szkolącej się.

*Ogólnie w analizie ekonomicznej wskazano na pewne problemy związane z wynikami eksportu, lecz zagrożenia zewnętrzne i ryzyko związane z zadłużeniem sektora prywatnego mają ograniczony charakter. W związku z tym Komisja nie będzie na tym etapie*

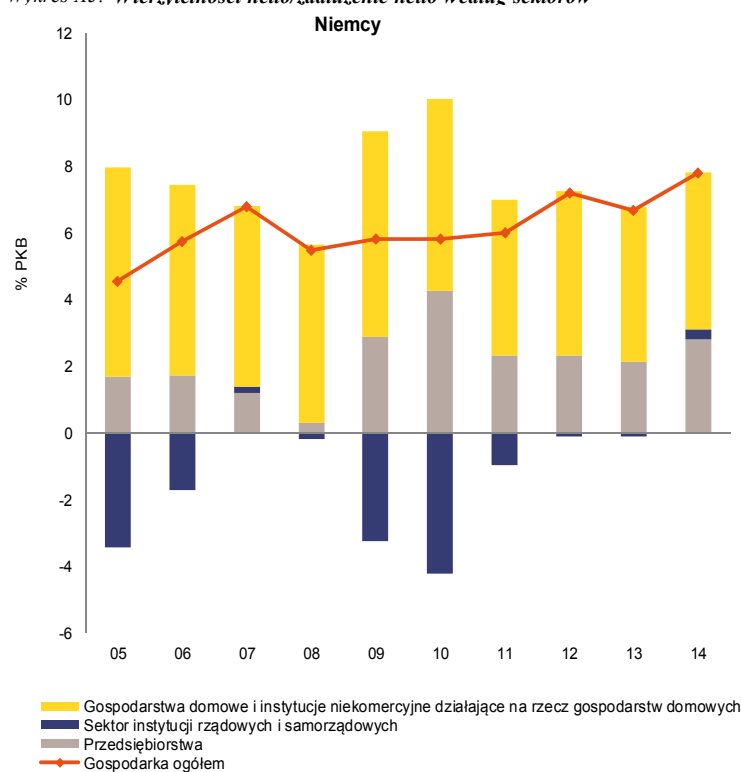
przeprowadzać pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

**Niemcy:** W lutym 2015 r. Komisja stwierdziła, że w Niemczech występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej wymagające zdecydowanych działań i monitorowania, w szczególności w zakresie zwiększonego ryzyka wynikającego z utrzymującego się niedostatecznego poziomu inwestycji prywatnych i publicznych, co negatywnie wpływa na wzrost gospodarczy i przyczynia się do powstawania bardzo wysokiej nadwyżki na rachunku obrotów bieżących. Kilka wskaźników w zaktualizowanej tabeli – a mianowicie nadwyżka na rachunku obrotów bieżących, utrata udziału w rynkach eksportowych oraz dług sektora instytucji rządowych i samorządowych – utrzymuje się powyżej wartości progowych.

Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących nadal wzrasta, przy czym wzrost ten pobudzają dodatkowo niższe ceny ropy naftowej oraz korzystna zmiana kursu walutowego; oczekuje się, że w nadchodzących latach nadwyżka będzie się utrzymywała na wysokim poziomie. W 2014 r. względne znaczenie strefy euro i reszty świata dla nadwyżki w obrotach z zagranicą pozostawało w większości niezmiennione.

Wartość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto jest bardzo wysoka i nadal wzrasta w szybkim tempie. Nakłady brutto na środki trwałe pozostają w dużej mierze na tym samym poziomie od 2011 r. Wskaźnik utraty udziału w rynkach eksportowych poprawił się dzięki niewielkim przyrostom w 2014 r., lecz w ujęciu skumulowanym nadal utrzymuje się powyżej wartości progowej. Jednostkowe koszty pracy wzrastają ponad średnią dla strefy euro, lecz w ujęciu skumulowanym nadal są niższe niż koszty w porównywalnych gospodarkach strefy euro. Proces zmniejszania zadłużenia sektora prywatnego nadal postępował, natomiast przepływy kredytowe do sektora prywatnego były dodatnie, lecz pozostawały na niskim poziomie. Mimo że w ostatnich latach ceny nieruchomości mieszkaniowych (przeliczone na ceny stałe) wzrastały – przy czym zjawisku temu towarzyszyły znaczne dysproporcje regionalne – wskaźnik nie przekracza wartości progowych; konieczne jest jednak jego ściśle monitorowanie. Wskaźnik długu publicznego w Niemczech przekracza wartość progową, choć w 2014 r. nadal się zmniejszał. Bardzo niska i zmniejszająca się stopa bezrobocia jest oznaką dobrej kondycji niemieckiego rynku pracy.

Wykres A5: Wierzytelności netto/zadłużenie netto według sektorów



Źródło: służby Komisji

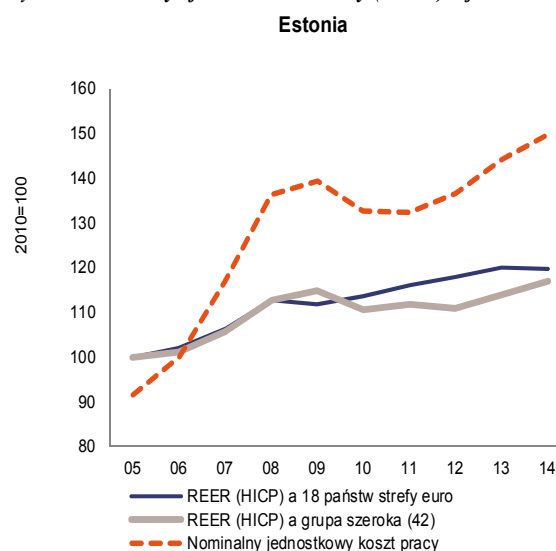
Zasadniczo bardzo znacząca i wzrastająca nadwyżka obrotów z zagranicą oraz silne uzależnienie od popytu zagranicznego wiążą się z ryzykiem dla wzrostu gospodarczego i wskazują na konieczność dalszego przekierowywania się ku krajowym źródłom popytu. W związku z tym Komisja jest zdania – biorąc również pod uwagę stwierdzone w lutym zakłócenia równowagi makroekonomicznej wymagające zdecydowanych działań politycznych

*i monitorowania – że przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca ryzyka związanego z utrzymaniem się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.*

**Estonia:** W poprzednich cyklach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej nie stwierdzono w Estonii żadnych zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Kilka wskaźników w zaktualizowanej tabeli – a mianowicie międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, jednostkowy koszt pracy oraz ceny nieruchomości mieszkaniowych – utrzymuje się powyżej wartości progowych.

Ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto nie mieści się w zakresie wyznaczonym przez wartość progową, lecz obecnie się poprawia, a ponad połowa zobowiązań zagranicznych wynika z bezpośrednich inwestycji zagranicznych, co ogranicza ryzyko. Od 2014 r. odnotowuje się nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących, do której przyczynia się wzrastający eksport usług. Wzrost udziału w rynkach eksportowych w ujęciu skumulowanym jest wprawdzie znaczący, jednak roczny wzrost w 2014 r. miał charakter marginalny. Znaczny wzrost nominalnego jednostkowego kosztu pracy wynika

Wykres A6: Realny efekt kurs walutowy (REER) a jedn. koszt pracy



Źródło: Eurostat, służby Komisji

z ograniczonej podaży pracy, wzrostu gospodarczego, który jest napędzany popytem krajowym, jak również z faktu, że Estonia nadal jeszcze nadrabia zaległości gospodarcze. Stały wysoki wzrost płac może odbić się negatywnie na konkurencyjności kosztowej. Szybki wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych, jaki nastąpił po pęknięciu bańki na rynku kredytów hipotecznych w latach 2008-2009, jest spowodowany ostatnim znacznym wzrostem płac, korzystnymi warunkami udzielania kredytów, jak również faktem, iż większość transakcji dotyczy nieruchomości położonych w stolicy, które są droższe niż w pozostałych regionach. Zadłużenie sektora prywatnego znajduje się poniżej wartości progowej i jest obecnie zmniejszane – do czego przyczynia się silny wzrost nominalnego PKB oraz umiarkowany wzrost akcji kredytowej w sektorze prywatnym – nadal jest jednak stosunkowo wysokie w porównaniu z innymi krajami. Z drugiej strony dług sektora instytucji rządowych i samorządowych pozostaje najniższy w UE. Stopa bezrobocia długotrwałego, stopa bezrobocia młodzieży oraz wskaźnik pogłębionej deprywacji materialnej znacząco się zmniejszyły.

*Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z ponownym narastaniem presji w gospodarce krajowej. W związku z tym Komisja jest zdania, że przydatna byłaby pogłębiona analiza wskazanych zagrożeń celem stwierdzenia, czy istnieje zakłócenie równowagi makroekonomicznej.*

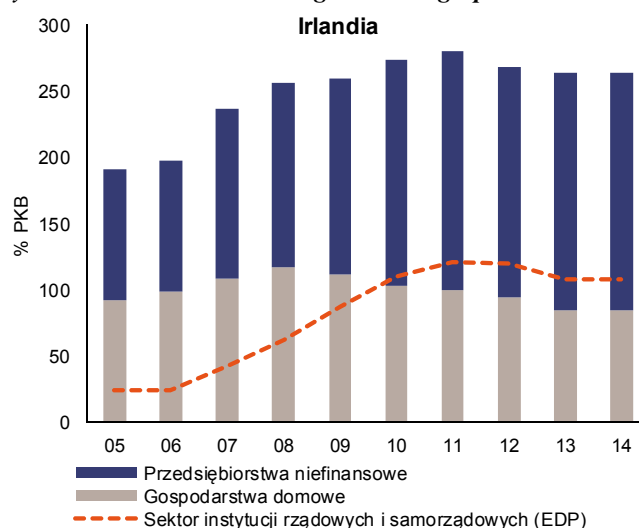
**Irlandia:** W lutym 2015 r. Komisja doszła do wniosku, że w Irlandii występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej wymagające zdecydowanych działań politycznych i szczególnego monitorowania, w szczególności w zakresie rozwoju sytuacji w sektorze finansowym, zadłużenia sektora prywatnego i długu publicznego, wysokiego poziomu zobowiązań zagranicznych brutto i netto oraz sytuacji na rynku pracy. Kilka wskaźników w zaktualizowanej tabeli – a mianowicie międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, utrata

udziału w rynkach eksportowych, zadłużenie sektora prywatnego i dług sektora instytucji rządowych i samorządowych, ceny nieruchomości mieszkaniowych oraz stopa bezrobocia – utrzymuje się powyżej wartości progowych.

Nadal następuje korekta salda obrotów bieżących, które wykazuje istotną nadwyżkę, wynikającą m.in. ze znacznego wzrostu eksportu. W 2014 r. wielkość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto była wysoce ujemna, lecz znacznie się poprawiła w stosunku do 2013 r. i obecnie następuje jej dalsza poprawa. Za tą pozycją netto kryją się znaczne zmiany w strukturze aktywów i zobowiązań zagranicznych. W pięcioletnim okresie do 2014 r. Irlandia traciła udział w rynkach eksportowych, jednak obecnie – z uwagi na znaczny przyrost w 2014 r. – jest bardzo bliska osiągnięcia wartości progowej. Wynika to z silnego wzrostu eksportu, któremu towarzyszy znaczne ożywienie konkurencyjności cenowej i kosztowej w ostatnich latach. Ponadto wzrost jednostkowego kosztu pracy pozostaje umiarkowany ze względu na zwiększenie wydajności, a zmiany realnego efektywnego kursu walutowego są sprzyjające. Zadłużenie sektora prywatnego wyrażone jako odsetek PKB gwałtownie spadło w 2014 r. w wyniku wzrostu PKB i skurczenia się przepływów kredytowych, jednak wskaźnik ten pozostaje wysoki, częściowo ze względu na zadłużenie sektora przedsiębiorstw wykazywane w bilansie irlandzkich jednostek powiązanych z przedsiębiorstwami międzynarodowymi. Udział kredytów zagrożonych również wykazuje tendencję spadkową, mimo iż nadal pozostaje wysoki.

Przeciwny wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych przekroczył wartość progową w 2014 r., lecz nastąpiło to po znacznej korekcie w dół w poprzednich pięciu latach. Obserwowana ostatnio presja wynika głównie z ograniczenia podaży, jakie występuje w szczególności na dużych obszarach miejskich. Również rynek wynajmu nieruchomości poddany jest presji cenowej. W 2014 r. dług sektora publicznego wyrażony jako odsetek PKB po raz pierwszy się zmniejszył, nadal jednak pozostaje na bardzo wysokim poziomie. Spadek w 2014 r. był w znacznej części spowodowany czynnikami technicznymi, lecz przewiduje się, że tendencja spadkowa zostanie utrzymana. Wskaźnik bezrobocia pozostaje powyżej wartości progowej, przy czym bezrobocie długotrwałe i bezrobocie młodzieży nadal utrzymuje się na wysokim poziomie, niemniej jednak od początku 2013 r. następuje nieprzerwany spadek stopy bezrobocia.

Wykres A7: Zadłużenie według sektorów gospodarki



Źródło: Eurostat

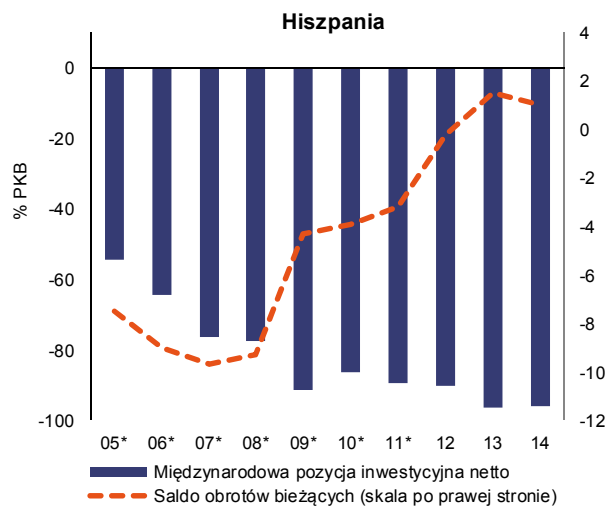
Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z międzynarodową pozycją inwestycyjną netto, rozwojem sytuacji w sektorze finansowym, długiem sektora prywatnego i długiem publicznym oraz rynkiem nieruchomości. W związku z tym Komisja jest zdania, biorąc również pod uwagę zakłócenia równowagi makroekonomicznej stwierdzone w lutym i wymagające zdecydowanych działań politycznych oraz szczególnego monitorowania, że przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca ryzyka związanego z utrzymywaniem się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu. Zostanie to skoordynowane z procesem stałego nadzoru po zakończeniu programu.

**Hiszpania:** W lutym 2015 r. Komisja stwierdziła, że w Hiszpanii występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej wymagające zdecydowanych działań politycznych i szczególnego monitorowania, w szczególności w zakresie ryzyka związanego z wysokim poziomem zadłużenia sektora prywatnego, długu publicznego oraz zadłużenia zagranicznego, któremu towarzyszy bardzo wysokie bezrobocie.

Kilka wskaźników w zaktualizowanej tabeli – a mianowicie międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, utrata udziału w rynkach eksportowych, zadłużenie sektora prywatnego i dług sektora instytucji rządowych i samorządowych, stopa bezrobocia, jak również zwiększenie bezrobocia długotrwałego i bezrobocia młodzieży – utrzymuje się powyżej wartości progowych.

Następuje przywracanie równowagi w kategoriach zewnętrznych, przewiduje się również, że w średnim okresie saldo obrotów bieżących będzie wykazywało umiarkowaną nadwyżkę. W odniesieniu do międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto nadal jeszcze nie odnotowano znacznej poprawy, głównie ze względu na negatywne skutki wyceny. Skumulowana utrata udziału w rynkach eksportowych nadal przekracza wartość progową, lecz z uwagi na roczny wzrost odnotowany w ostatnich dwóch latach wskaźnik ten poprawia się. Poprawę wyników eksportowych można częściowo przypisać przywróceniu konkurencyjności kosztowej, co jest widoczne w ujemnym wzroście nominalnego jednostkowego kosztu pracy i deprecjacji realnego efektywnego kursu walutowego. W 2014 r. nadal postępowało zmniejszanie zadłużenia sektora prywatnego, co było możliwe dzięki ujemnemu wzrostowi akcji kredytowej. Nowsze dane wskazują na spowolnienie tego wzrostu w związku ze wznowieniem przepływów kredytowych, w szczególności do sektora przedsiębiorstw. Z drugiej strony nadal zwiększał się dług sektora instytucji rządowych i samorządowych, czego oznaką jest znaczny, choć zmniejszający się deficyt budżetowy. Wydaje się, że ceny nieruchomości mieszkaniowych (przeliczone na ceny stałe) osiągnęły najniższy poziom. Mimo że bezrobocie spada w szybkim tempie, pozostaje ono bardzo wysokie, w szczególności wśród młodzieży oraz osób długotrwale bezrobotnych. Co więcej, poprawa na rynku pracy nie przełożyła się jeszcze na obniżenie wskaźników ubóstwa, które nadal należą do najwyższych w UE.

Wykres A8: NIIP i saldo obrotów bieżących



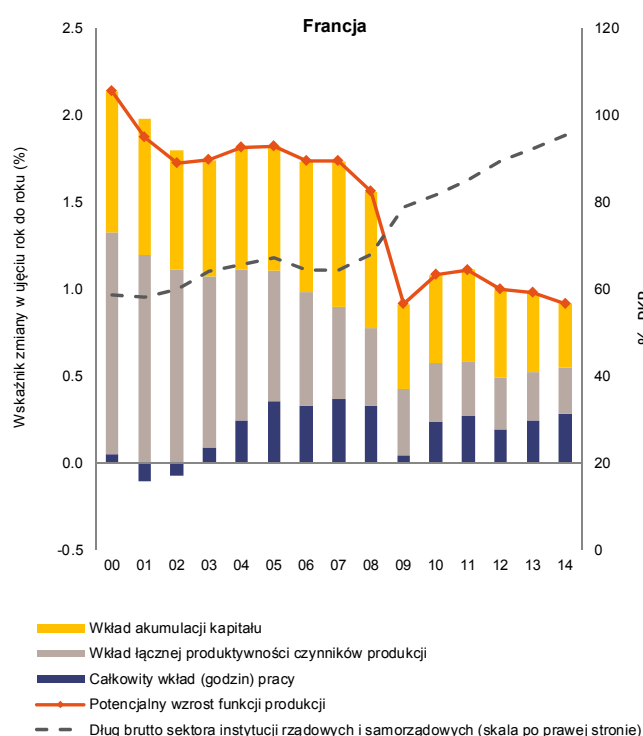
Źródło: Eurostat. Uwaga: \* oznacza dane zgodnie z BMP5 i ESA95

*Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane ze stabilnością bilansu płatniczego, długiem sektora prywatnego i długiem publicznym oraz dostosowaniem rynku pracy. W związku z tym Komisja jest zdania, biorąc również pod uwagę stwierdzone nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej, wymagające zdecydowanych działań politycznych i szczególnego monitorowania, że przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się ryzyka makroekonomicznego i monitorowanie postępów w ograniczaniu nadmiernych zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Zostanie to skoordynowane z procesem stałego nadzoru po zakończeniu programu.*

**Francja:** W lutym 2015 r. Komisja stwierdziła, że we Francji występują nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej wymagające zdecydowanych działań politycznych i szczególnego monitorowania, w szczególności w zakresie ryzyka związanego z pogorszeniem się konkurencyjności i wysokim poziomem zadłużenia publicznego. Kilka wskaźników w zaktualizowanej tabeli – a mianowicie utrata udziału w rynkach eksportowych, zadłużenie sektora prywatnego i dług sektora instytucji rządowych i samorządowych, stopa bezrobocia oraz wzrost bezrobocia długotrwałego – utrzymuje się powyżej wartości progowych.

Saldo na rachunku obrotów bieżących pozostaje stabilne i wykazuje umiarkowany deficyt, natomiast międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto pozostała ujemna i uległa dalszemu pogorszeniu w 2014 r. Skumulowana utrata udziału w rynkach eksportowych pozostaje znacznie powyżej wartości progowej, mimo ograniczonego wzrostu w ujęciu rocznym odnotowanego w 2014 r., który tworzy podstawę dla poprawy wartości tego wskaźnika w nadchodzących latach. Koszty pracy pozostają wysokie i nadal negatywnie wpływają na konkurencyjność kosztową przedsiębiorstw. Zadłużenie sektora prywatnego przekracza wartość progową, jednak presja na zmniejszenie zadłużenia jest ograniczona, ponieważ odnotowano tylko nieznacznie dodatni wzrost akcji kredytowej. Bardzo wysoki dług sektora instytucji rządowych i samorządowych w dalszym ciągu wzrastał w 2014 r., a ryzyko związane z dynamiką długu publicznego nadal się utrzymuje ze względu na słaby wzrost gospodarczy i niską inflację. Następuje powolna korekta realnych cen nieruchomości mieszkaniowych. Należy przeprowadzić dostosowanie na rynku pracy, charakteryzującym się rosnącym bezrobociem, przekraczającym obecnie wartość progową, któremu towarzyszy wzrost bezrobocia długotrwałego i bezrobocia młodzieży.

Wykres A9: Potencjalny wzrost i dług publiczny



Źródło: służby Komisji

*Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z kształtowaniem się konkurencyjności oraz wysokim poziomem długu sektora instytucji rządowych i samorządowych w kontekście słabego wzrostu gospodarczego i niskiej inflacji. W związku z tym Komisja jest zdania, biorąc również pod uwagę nadmierne zakłócenie równowagi makroekonomicznej stwierdzone w lutym, że przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się ryzyka makroekonomicznego i monitorowanie postępów w ograniczaniu nadmiernego zakłócenia równowagi.*

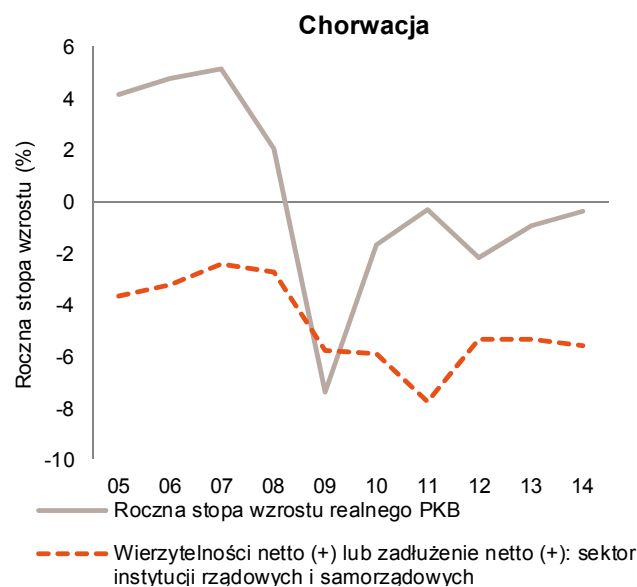
**Chorwacja:** W lutym 2015 r. Komisja stwierdziła, że w Chorwacji występują nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej wymagające zdecydowanych działań politycznych i szczególnego monitorowania, w szczególności w zakresie ryzyka związanego z niską konkurencyjnością, poważnymi zobowiązaniami zagranicznymi i rosnącym długiem publicznym, któremu towarzyszy słabe zarządzanie w sektorze publicznym, oraz w zakresie niewykazującej oznak poprawy sytuacji na rynku pracy w kontekście spowolnionego wzrostu.



Kilka wskaźników w zaktualizowanej tabeli – a mianowicie międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, utrata udziału w rynkach eksportowych, dług sektora instytucji rządowych i samorządowych, stopa bezrobocia, jak również zwiększenie bezrobocia długotrwałego i bezrobocia młodzieży – utrzymuje się powyżej wartości progowych.

W 2013 r. saldo obrotów bieżących zaczęło wykazywać nadwyżkę, ponieważ nastąpił wzrost wielkości eksportu, która przekracza obecnie wielkość importu. Ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, jak również zadłużenie zagraniczne netto nie poprawiły się i pozostają na wysokim poziomie. Mimo odnotowanego ostatnio wzrostu udziału w rynkach eksportowych skumulowana utrata pozostaje bardzo znacząca. Wskaźniki konkurencyjności kosztowej uległy pewnej korekcie, jako że wzrost jednostkowego kosztu pracy jest ujemny, a realny efektywny kurs walutowy pozostaje stabilny. Zadłużenie sektora prywatnego – mimo iż pozostaje poniżej wartości progowej – jest wysokie w porównaniu z zadłużeniem w porównywalnych gospodarkach. Choć banki charakteryzują się wysoką kapitalizacją, wzrost akcji kredytowej pozostaje nieznaczny ze względu na panującą presję na zmniejszenie zadłużenia, wysoki poziom kredytów zagrożonych oraz słabe perspektywy makroekonomiczne. Dług publiczny wzrastał w stałym tempie od 2008 r., co jest spowodowane wysokim deficytem i zaciąganiem zobowiązań warunkowych. Wcześniejsze stłumienie działalności gospodarczej w powiązaniu z ograniczonym dostosowaniem płac odbiło się na zatrudnieniu, w tym przyczyniło się do zwiększenia bezrobocia długotrwałego i bezrobocia młodzieży. Osoby zagrożone ubóstwem lub wykluczeniem społecznym nadal stanowią stosunkowo dużą część populacji. Niemniej jednak ostatnio odnotowano pozytywne zmiany gospodarcze, a perspektywy na przyszłość poprawiają się.

Wykres A10: Wzrost PKB i zadłużenie netto sektora instytucji rządowych i samorządowych

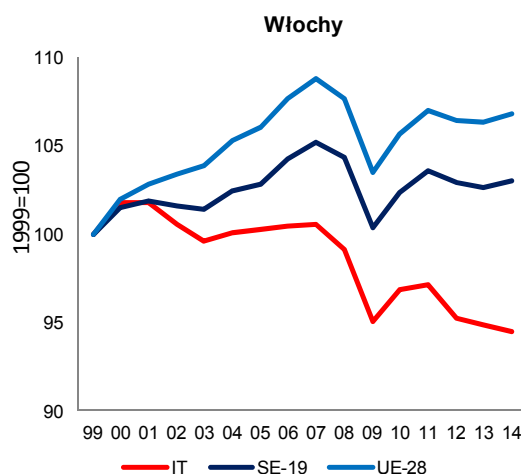


*Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają zagrożenia związane ze zdolnością obsługi zadłużenia zewnętrznego i długu publicznego oraz z dostosowaniem rynku pracy. W związku z tym Komisja jest zdania, biorąc również pod uwagę nadmierne zakłócenie równowagi makroekonomicznej stwierdzone w lutym, że przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się ryzyka makroekonomicznego i monitorowanie postępów w ograniczaniu nadmiernego zakłócenia równowagi.*

**Włochy:** W lutym 2015 r. Komisja stwierdziła, że we Włoszech występują nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej wymagające zdecydowanych działań politycznych i szczególnego monitorowania. Zakłócenia te są głównie związane z zagrożeniami wynikającymi z bardzo dużego długu publicznego oraz niskiego poziomu konkurencyjności kosztowej i pozakosztowej przy słabym wzroście i słabej dynamice wzrostu wydajności. Kilka wskaźników w zaktualizowanej tabeli – a mianowicie: utrata udziałów w rynkach eksportowych, zadłużenie sektora instytucji rządowych i samorządowych, stopa bezrobocia, a także wzrost bezrobocia długotrwałego i bezrobocia młodzieży – przekracza wartości progowe.

W 2014 r. wzrosła jeszcze nadwyżka na rachunku obrotów bieżących. Pomogła ona ograniczyć ujemną wartość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto i wynikała ze zwiększenia eksportu i słabego popytu krajowego, który jednak w 2015 r. się ożywił. Utracone udziały w rynkach eksportowych udało się częściowo odzyskać, co nastąpiło pod wpływem wzrostu wskaźników konkurencyjności kosztowej, mimo że był on ograniczony. Spadek wydajności pracy i warunki sprzyjające niskiej inflacji hamują jednak dalszy wzrost konkurencyjności. Relacja długu sektora prywatnego do PKB utrzymała się na niezmiennym poziomie, ale wskutek ujemnego realnego wzrostu, niskiej inflacji i utrzymywania się deficytu budżetowego wskaźnik długu publicznego jeszcze wzrósł w 2014 r. Słabość gospodarcza znajduje swoje odzwierciedlenie również w spadku udziału inwestycji w PKB, co częściowo wynika z dalszego niewielkiego spadku kredytowania sektora prywatnego w 2014 r. Od połowy 2014 r. warunki finansowania wprawdzie się poprawiły, ale wysoki poziom kredytów zagrożonych miał w nich w dalszym ciągu swoje odbicie. W 2014 r. stopa bezrobocia osiągnęła najwyższy poziom, podobnie jak stopy bezrobocia długotrwałego i bezrobocia młodzieży, a odsetek młodzieży niekształcącej się, niepracującej ani nieszkolącej się jest wysoki. Wskaźniki dotyczące ubóstwa i wskaźniki społeczne były w 2014 r. zasadniczo stabilne, aczkolwiek niepokojąco wysokie.

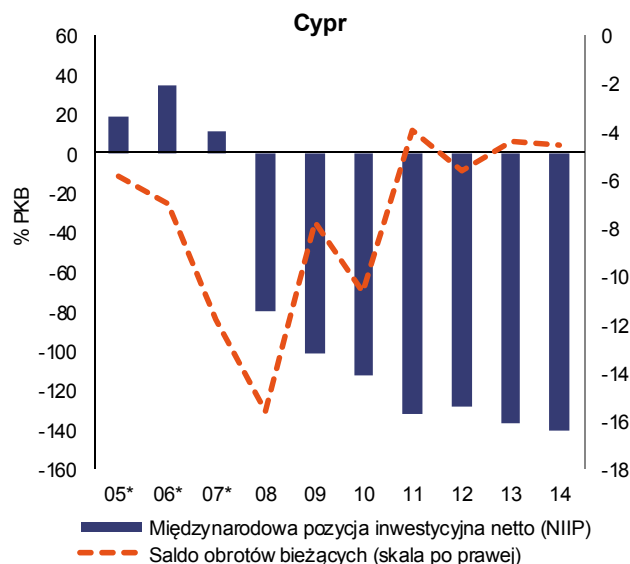
Wykres A11: Wydajność pracy ogółem



Źródło: służby Komisji

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z niskim wzrostem wydajności, hamujące wzrost oraz poprawę konkurencyjności i utrudniające zmniejszanie zadłużenia publicznego. W związku z tym Komisja jest zdania – biorąc również pod uwagę nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej stwierdzone w lutym – że przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się ryzyka makroekonomicznego i monitorowanie postępów w ograniczaniu nadmiernych zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Wykres A12: NIIP i saldo obrotów bieżących



Źródło: Eurostat. Uwaga: \* oznacza BMP5 i ESA95

**Cypr:** Od marca 2013 r. Cypr wdraża program dostosowań makroekonomicznych, korzystając przy tym z pomocy finansowej.

Z tego względu monitorowanie zakłóceń odbywa się w odniesieniu do tego programu, a nie w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W ramach programu Cypr wdrożył kilka ważnych środków, które mają na celu zlikwidowanie nadmiernych zakłóceń. W gospodarce obserwuje się obecnie ożywienie, a system bankowy jest w trakcie stabilizacji. Kilka wskaźników w zaktualizowanej tabeli – a mianowicie: deficyt obrotów

bieżących, międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, utrata udziałów w rynkach eksportowych, zadłużenie sektora prywatnego, zadłużenie sektora instytucji rządowych i samorządowych, stopa bezrobocia, a także wzrost bezrobocia długotrwałego i bezrobocia młodzieży – utrzymuje się jednak powyżej wartości progowych.

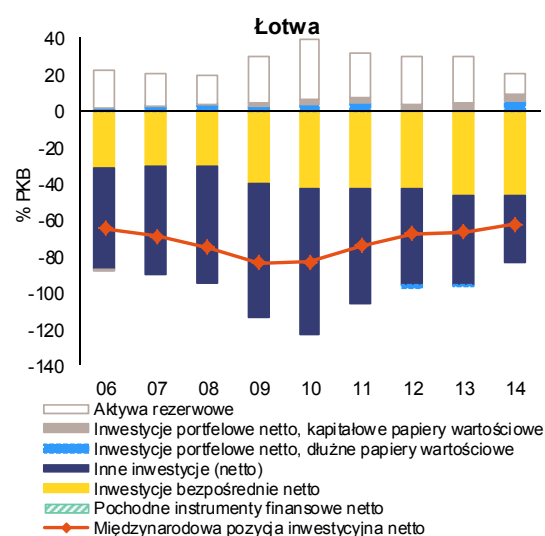
Deficyt obrotów bieżących utrzymuje się na wysokim poziomie mimo pewnych korekt, które jednak nie są wystarczające, aby zrównoważyć wysoki poziom zobowiązań netto względem zagranicy. Ponadto korekta ta wynika głównie ze spadku importu, a skumulowana utrata udziałów w rynkach eksportowych jest znacząca, mimo że w 2014 r. odnotowano pewną ograniczoną poprawę w ujęciu rocznym. Nastąpiła poprawa konkurencyjności kosztowej, o czym świadczy znaczne obniżenie jednostkowego kosztu pracy oraz spadek realnego efektywnego kursu walutowego skorygowanego o zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych. Zadłużenie sektora prywatnego pozostaje na bardzo wysokim poziomie i mimo znaczących reform, które mają pomóc obniżyć zbyt wysoki odsetek kredytów zagrożonych w systemie bankowym, proces zmniejszania zadłużenia przebiega powoli zarówno w przypadku gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw. Wskutek korekty, jaka następuje na rynku nieruchomości, obserwuje się dalszy spadek cen nieruchomości mieszkaniowych, chociaż jego tempo uległo spowolnieniu. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych jest na bardzo wysokim poziomie, który zagraża stabilności finansów publicznych. W wyniku niekorzystnych zmian sytuacji gospodarczej nastąpił znaczny wzrost stopy bezrobocia, w tym bezrobocia długotrwałego i bezrobocia młodzieży.

*Ogólnie program dostosowań gospodarczych pomógł Cyprowi zmniejszyć nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej i kontrolować związane z nimi ryzyko. Sytuacja na Cyprze w kontekście procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej zostanie oceniona po zakończeniu obecnego programu pomocy finansowej i będzie także uzależniona od ustaleń, które mają zostać poczynione po zakończeniu programu.*

**Łotwa:** W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej nie stwierdzono żadnych zakłóceń równowagi makroekonomicznej na Łotwie. W zaktualizowanej tabeli niektóre wskaźniki – a mianowicie: międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, jednostkowy koszt pracy i stopa bezrobocia – przekraczają wartości progowe.

Utrzymuje się deficyt obrotów bieżących, a ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto znacznie przekracza wartość progową, chociaż z czasem się poprawia. Jednocześnie bardzo duża część tych zobowiązań odzwierciedla bezpośrednie inwestycje zagraniczne, a zadłużenie zagraniczne netto pozostaje na umiarkowanym poziomie i także się obniża. Nastąpiło zwiększenie udziałów w rynkach eksportowych, lecz tempo tego procesu uległo spowolnieniu. Dzięki poprawie bilansu handlowego możliwe jest ograniczanie deficytu obrotów bieżących. W tym czasie w eksporcie nastąpiły znaczące korekty pod względem produktów i rynków w związku ze zmiennymi warunkami zewnętrznymi oraz poważnymi zakłóceniami w handlu z Rosją. Po gwałtownym spadku, który miał miejsce w czasie kryzysu, obserwuje

Wykres A13: Międzynarod. pozycja inwestycyjna netto



Źródło: Eurostat

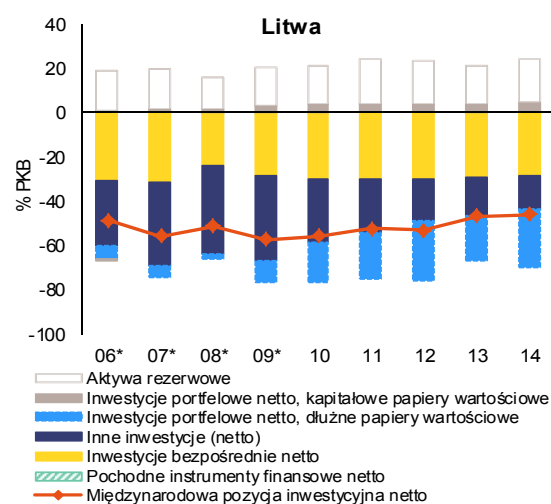
się stały wzrost jednostkowego kosztu pracy, a obecnie wskaźnik ten nieznacznie przekracza wartość progową. Ceny nieruchomości mieszkaniowych, które osiągnęły niski poziom, zaczynają rosnąć. Sektor finansowy funkcjonuje bez zakłóceń, a proces zmniejszania zadłużenia jest kontynuowany mimo niskich stóp procentowych. Wskaźniki długu publicznego i zadłużenia sektora prywatnego utrzymują się znacznie poniżej wartości progowych. Stopa bezrobocia wykazuje tendencję spadkową, chociaż jej wartość nadal przewyższa wartość progową. W ciągu ostatnich dwóch lat zarówno bezrobocie długotrwałe, jak i bezrobocie młodzieży znacznie się zmniejszyły.

*Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają zagrożenia, przy czym ze względu na stopniowe przywracanie równowagi wewnętrznej są one ograniczone do zagrożeń zewnętrznych. W związku z tym Komisja nie będzie na tym etapie przeprowadzać pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.*

**Litwa:** W poprzednich cyklach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej nie stwierdzono na Litwie żadnych zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Niektóre wskaźniki w zaktualizowanej tabeli – a mianowicie: międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, jednostkowy koszt pracy, ceny nieruchomości mieszkaniowych oraz stopa bezrobocia – przekraczają wartości progowe.

W związku z korektą wyników na rachunku obrotów bieżących ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto stale się poprawiała w ostatnich latach. Napływające bezpośrednie inwestycje zagraniczne przekładają się na znaczne obniżenie zadłużenia zagranicznego netto. Odnotowano skumulowane wzrosty udziałów w rynkach eksportowych, ale tempo tego wzrostu uległo znacznemu spowolnieniu ze względu na spadek eksportu, głównie do Rosji. Konkurencyjność kosztowa uległa pewnemu pogorszeniu, choć w ograniczonym zakresie, czemu towarzyszył nieznaczny wzrost realnego efektywnego kursu walutowego oraz wzrost nominalnego jednostkowego kosztu pracy, który przebiegał w tempie nieco wolniejszym od wartości progowej. Zarówno wskaźnik zadłużenia sektora prywatnego, jak i wskaźnik długu sektora instytucji rządowych i samorządowych utrzymywały się na stosunkowo niskim poziomie, przy czym sektor prywatny kontynuował proces zmniejszania zadłużenia. W 2014 r. zobowiązania sektora finansowego wykazywały tendencję wzrostową, a przepływy kredytowe do przedsiębiorstw niefinansowych nieznacznie wzrosły. Po wcześniejszych gwałtownych korektach ustabilizowały się ceny nieruchomości mieszkaniowych w przeliczeniu na ceny stałe. Stopa bezrobocia uległa dalszemu obniżeniu, zbliżając się do wartości progowej, a stopy bezrobocia długotrwałego i bezrobocia młodzieży znacznie się zmniejszyły.

Wykres A14: Międzynarod. pozycja inwestycyjna netto



Źródło: Eurostat

Uwaga: \* oznacza dane według BMP5 i ESA95 - przerwa w szeregu w 2009 r.

*Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z wynikami w handlu zagranicznym, choć ryzyko z nimi związane jest ograniczone. W związku z tym Komisja nie będzie na tym etapie przeprowadzać pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.*

**Luksemburg:** W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej nie stwierdzono żadnych zakłóceń równowagi makroekonomicznej w Luksemburgu. Kilka wskaźników w zaktualizowanej tabeli – a mianowicie: zadłużenie sektora prywatnego, tempo wzrostu zobowiązań sektora finansowego oraz stopa bezrobocia młodzieży – utrzymuje się powyżej wartości progowych.

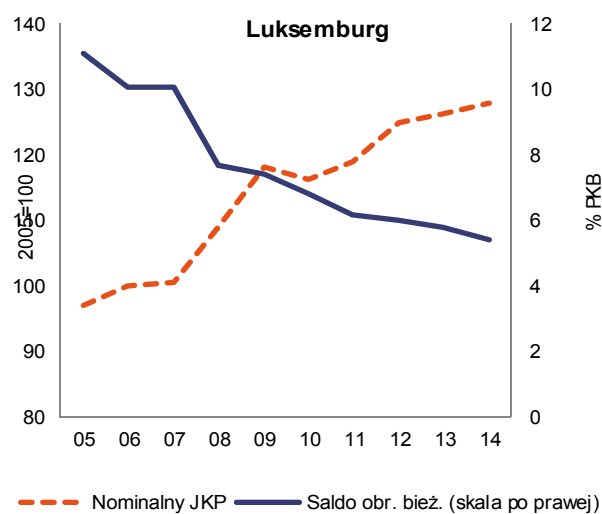
Znaczna nadwyżka na rachunku obrotów bieżących Luksemburga uległa dalszemu obniżeniu w następstwie gwałtownego wzrostu deficytu dochodów pierwotnych, który z nadwyżką zniwelował poprawę salda wymiany towarowej i usługowej. W 2014 r. obserwowano spowolnienie wzrostu jednostkowego kosztu pracy, które nastąpiło częściowo dzięki poprawie wydajności, co przyczyniło się do znacznego wzrostu udziałów w rynkach eksportowych. W 2014 r. zadłużenie sektora prywatnego (dane skonsolidowane bez uwzględniania transgranicznych pożyczek, których udziela się wewnątrz przedsiębiorstw i których wartość jest wysoka) utrzymywało się znacznie powyżej wartości progowej. Mimo wysokiego poziomu zadłużenia nie podejmuje się działań w celu jego obniżenia. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych jest niski. Wprowadzie zobowiązania sektora finansowego znacznie wzrosły, ale stosunek zadłużenia do aktywów w sektorze finansowym utrzymuje się na niskim poziomie i nawet jeżeli istnieją zagrożenia związane z wielkością tego sektora, są one ograniczone. W 2014 r. realne ceny nieruchomości mieszkaniowych w dalszym ciągu wzrastały w coraz szybszym tempie, a jednocześnie na rynku nieruchomości mieszkaniowych utrzymywało się niedopasowanie popytu i podaży, co zmniejsza prawdopodobieństwo silnej korekty cenowej. Bezrobocie młodzieży wzrosło, chociaż stopa bezrobocia jest ogólnie niska.

*Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwraca fakt, że sytuacja gospodarcza stopniowo się poprawia, a ryzyko zostało ograniczone. W związku z tym Komisja nie będzie na tym etapie przeprowadzać pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.*

**Węgry:** W lutym 2015 r. Komisja doszła do wniosku, że na Węgrzech występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej wymagające zdecydowanych działań, w szczególności w zakresie dalszej korekty ujemnej wartości międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto i stosunkowo wysokiego długu publicznego. Niektóre wskaźniki w zaktualizowanej tabeli – a mianowicie: międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, utrata udziałów w rynkach eksportowych oraz dług sektora instytucji rządowych i samorządowych – przekraczają wartości progowe.

Poprawa salda obrotów bieżących i utrzymywanie nadwyżki od 2010 r. zapewniają szybkie i trwale zmniejszenie ujemnej wartości międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, mimo że nadal pozostaje ona na wysokim poziomie. Poprawa salda obrotów bieżących wynika głównie ze słabego popytu krajowego. Wzrost jednostkowego kosztu pracy był stosunkowo dynamiczny, ale wynikało to głównie z warunków handlowych, natomiast realny efektywny

Wykres A15: Jednostk. koszt pracy (JKP) i saldo obrotów bieżących



Źródło: Eurostat, służby Komisji

Uwaga: Dane z ESA 2010 i BPM6

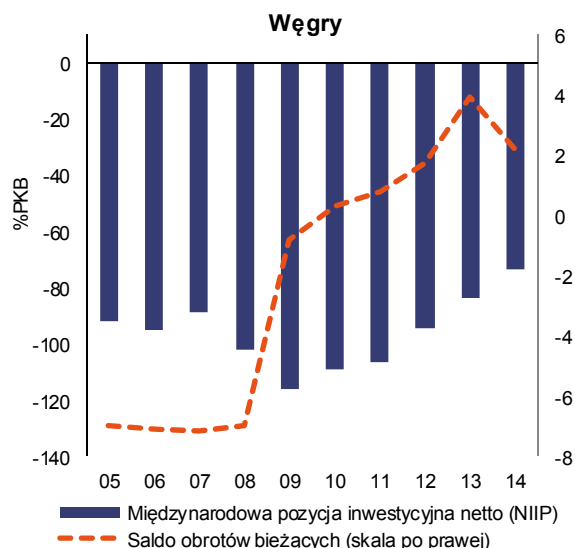
kurs walutowy uległ obniżeniu. W 2014 r. osiągnięto dalszy roczny wzrost udziałów w rynkach eksportowych, co spowodowało zmniejszenie skumulowanych strat. Zadłużenie sektora prywatnego się zmniejsza, a poziom kredytów zagrożonych pozostaje wysoki, co stanowi obciążenie dla sektora finansowego i przyczynia się do powstania ujemnych przepływów kredytowych. Od połowy 2013 r. wzrost znacznie przyspieszył. Tempo zmniejszania zadłużenia spadło, co było m.in. efektem wprowadzenia przez Bank Centralny dotowanych programów pożyczek. Wydaje się, że wyhamował spadek realnych cen nieruchomości. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych nadal stopniowo maleje, chociaż w dość wolnym tempie. Ograniczony potencjał wzrostu gospodarki mógłby jeszcze bardziej pogorszyć sytuację w tym kraju. Dzięki większemu zatrudnieniu stopa bezrobocia spadła poniżej wartości progowej. Z wskaźników ubóstwa wynika, że zmniejszyła się ogólna liczba osób zagrożonych ubóstwem i wykluczeniem społecznym, chociaż nadal utrzymuje się na wysokim poziomie.

*Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają zagrożenia zewnętrzne, chociaż ich zakres jest ograniczony, natomiast wewnętrzne ożywienie gospodarcze jest utrudnione z uwagi na presję na zmniejszenie zadłużenia przy niskim potencjale wzrostu. W związku z tym Komisja jest zdania – biorąc również pod uwagę zakłócenia równowagi makroekonomicznej stwierdzone w lutym i wymagające zdecydowanych działań – że przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca ryzyka związanego z utrzymywaniem się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.*

**Malta:** W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej nie stwierdzono żadnych zakłóceń równowagi makroekonomicznej na Malcie. W zaktualizowanej tabeli kilka wskaźników – a mianowicie utrata udziałów w rynkach eksportowych, zadłużenie sektora prywatnego i dług publiczny – wykracza poza wartości progowe.

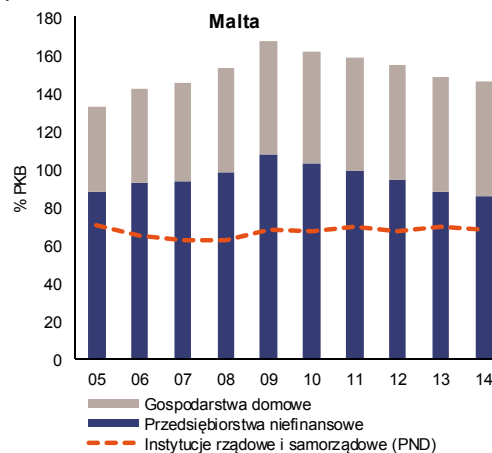
W 2014 r. nastąpiła znaczna poprawa salda obrotów bieżących oraz międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. Poprawa międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto jest także odzwierciedleniem korzystnych zmian na rachunku finansowym, czemu sprzyjają zmiany wyceny rynkowej i kursu walutowego. W ostatnich latach doszło jednak do utraty udziałów w rynkach eksportowych. Jeżeli taka sytuacja się utrzyma, może ona sygnalizować ryzyko erozji konkurencyjności, nawet jeżeli w 2014 r. zmiany w zakresie konkurencyjności kosztowej były umiarkowane, podczas gdy

Wykres A16: NIIP i saldo obrotów bieżących



Źródło: Eurostat

Wykres A17: Zadłużenie w sektorach gospodarki Malta



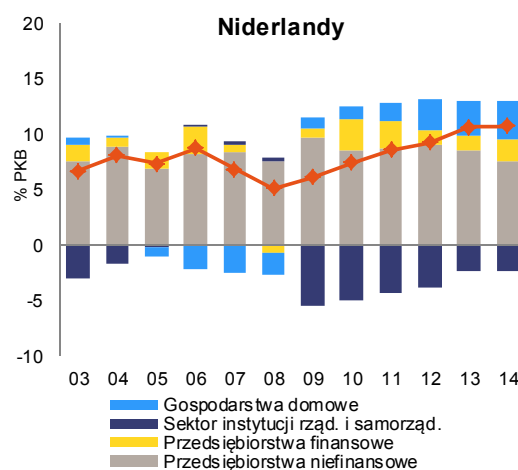
38 Źródło: Eurostat

wzrost jednostkowego kosztu pracy uległ spowolnieniu, a realny efektywny kurs walutowy pozostał na niezmiennym poziomie. Zadłużenie sektora prywatnego jest nadal wysokie, szczególnie ze względu na zadłużenia sektora przedsiębiorstw, ale poprawiła się relacja długu do PKB, co odzwierciedla silny wzrost gospodarczy, a także ograniczoną akcją kredytową. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych podlega powolnej korekcie w miarę konsolidacji salda budżetowego, głównie dzięki wyższym dochodom budżetowym, co także odzwierciedla korzystne otoczenie makroekonomiczne. Korzystny wpływ na zdolności dostosowawcze gospodarki mają dobre wyniki rynku pracy, a szczególnie znaczny wzrost zatrudnienia i niska stopa bezrobocia, w tym bezrobocia młodzieży.

*Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają zagrożenia wynikające ze słabych wyników eksportu, ograniczone zagrożenia zewnętrzne oraz trwający proces zmniejszania zadłużenia w gospodarce krajowej. W związku z tym Komisja nie będzie na tym etapie przeprowadzać pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.*

**Niderlandy:** W lutym 2015 r. Komisja stwierdziła, że w Niderlandach występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej, zwłaszcza związane z zagrożeniem wynikającym z wysokiego poziomu zadłużenia sektora prywatnego, podczas gdy wysoka nadwyżka na rachunku obrotów bieżących może świadczyć o nieefektywnej alokacji kapitału. Kilka wskaźników w zaktualizowanej tabeli – a mianowicie: nadwyżka na rachunku obrotów bieżących, utrata udziałów w rynkach eksportowych, zadłużenie sektora prywatnego, zadłużenie sektora instytucji rządowych i samorządowych, a także wzrost bezrobocia długotrwałego i bezrobocia młodzieży – utrzymuje się powyżej wartości progowych.

Wykres A18: *Wierzyt./zadłuż. netto wg sektorów*



Źródło: Ameco

Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących, która wzrastała do 2013 r. w następstwie zmniejszania zadłużenia gospodarstw domowych, utrzymuje się na poziomie znacznie przekraczającym wartość progową. Nadwyżka wynika częściowo z cech strukturalnych gospodarki takich, jak strukturalnie wysokie saldo reeksportu oraz przepływy finansowe korporacji wielonarodowych. Odzwierciedla ona także wysoki poziom zysków zatrzymanych, czyli duże oszczędności sektora przedsiębiorstw w stosunku do względnie niskiego poziomu inwestycji. Wydaje się jednak, że w 2015 r. działalność inwestycyjna w ujęciu ogólnym, w tym inwestycje mieszkaniowe, ożywiła się i zgodnie z przewidywaniami będzie w dalszym ciągu nabierać dynamiki. Nie odrobiono skumulowanej utraty udziałów na rynkach eksportowych, ale roczny wzrost osiągnięty w latach 2013/2014 wskazuje na możliwość poprawy w przyszłości. Wskaźniki konkurencyjności kosztowej są stabilne. Zadłużenie sektora prywatnego utrzymuje się znacznie powyżej wartości progowej, choć ogólnie jest na stabilnym poziomie, nawet jeżeli w sektorze gospodarstw domowych istnieje presja na redukcję zadłużenia, zważywszy na duży odsetek gospodarstw domowych o ujemnej wartości netto majątku mieszkaniowego. Środki zastosowane w ramach prowadzonej polityki, takie jak ograniczenie ulg podatkowych z tytułu odsetek od kredytu hipotecznego i maksymalnych współczynników pokrycia należności zabezpieczeniem mają przyczynić się do stopniowego, choć powolnego zmniejszenia zadłużenia gospodarstw domowych i wzmocnienia odporności

sektora finansowego. Dług publiczny utrzymuje się na stabilnym poziomie nieco powyżej wartości progowej. Bezrobocie jest stosunkowo niskie. Bezrobocie młodzieży wzrosło z dotychczasowego niskiego poziomu, ale widoczna jest poprawa. Bezrobocie długotrwałe wzrasta, głównie w związku z bezrobociem wśród starszych pracowników.

*Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z wysokimi poziomami zadłużenia sektora prywatnego oraz utrzymującą się różnicą między oszczędnościami a inwestycjami, która ma swoje odzwierciedlenie w wysokiej nadwyżce na rachunku obrotów bieżących. Komisja jest zatem zdania – biorąc również pod uwagę stwierdzenie zakłócenia w lutym – że przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.*

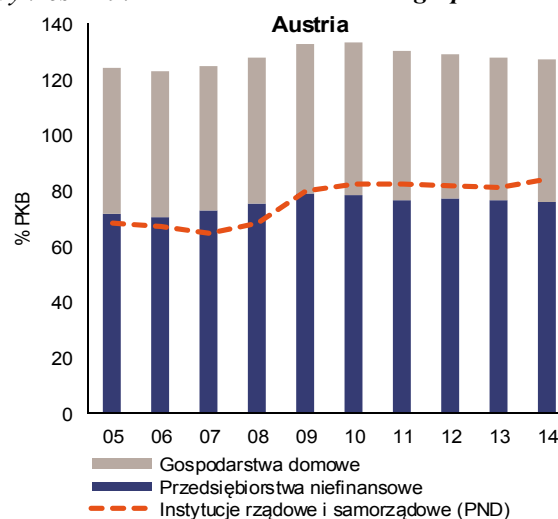
**Austria:** W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w Austrii nie stwierdzono zakłóceń. Kilka wskaźników w zaktualizowanej tabeli – a mianowicie: utrata udziałów w rynkach eksportowych, zadłużenie sektora instytucji rządowych i samorządowych, a także wzrost bezrobocia młodzieży – przekracza wartości progowe.

Saldo obrotów bieżących oraz międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto są dodatnie. Skumulowana utrata udziałów w rynkach eksportowych pozostaje jednak znacząca, ale problemy dotyczące konkurencyjności kosztowej wydają się ograniczone, przy czym wzrost jednostkowego kosztu pracy jest umiarkowany, a realny efektywny kurs walutowy nieznacznie wzrasta. W 2014 r. dług sektora instytucji rządowych i samorządowych znacznie się zwiększył, co było odzwierciedleniem utrzymującego się silnego wpływu restrukturyzacji i likwidacji instytucji finansowych znajdujących się w trudnej sytuacji na finanse publiczne. Wskazywało to także na nadal silne

negatywne sprzężenia zwrotne pomiędzy sektorem finansowym a sektorem instytucji rządowych i samorządowych. Powolna restrukturyzacja takich banków związana jest także z niepewnością co do ram prawnych, które ją regulują. Obserwuje się większą presję związaną z kosztami finansowania, która wynika z obniżenia ratingu austriackich banków oraz z ryzyka związanego z zaangażowaniem w Europie Środkowej, Wschodniej i Południowo-Wschodniej, szczególnie z uwagi na ostatnie zmiany sytuacji geopolitycznej w Rosji i na Ukrainie. W powiązaniu z restrukturyzacją aktywów, która ma służyć spełnieniu wymogów regulacyjnych, zmiany te mogą zaważyć na zdolności udzielania pożyczek przez banki i negatywnie wpłynąć na akcję kredytową i aktywność gospodarczą w kraju i za granicą. Zadłużenie sektora prywatnego utrzymuje się na stabilnym poziomie nieco poniżej wartości progowej, podczas gdy przepływy kredytowe do sektora prywatnego nieznacznie zmalały. Nastąpiło spowolnienie wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych. Stopa bezrobocia utrzymuje się na stabilnym, stosunkowo niskim poziomie, natomiast bezrobocie młodzieży wzrosło, choć także jest na niskim poziomie.

*Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z sektorem finansowym, szczególnie jego duża ekspozycja na ryzyko związane ze zmianami za granicą, faktyczne i*

Wykres A19: Zadłużenie w sektorach gospodarki



Źródło: Eurostat



potencjalne skutki wynikające z zależności między sektorem finansowym a finansami publicznymi oraz wpływ na kredytowanie sektora prywatnego. W związku z tym Komisja jest zdania, że przydatne byłoby przeprowadzenie pogłębionej analizy stosownych ryzyk celem stwierdzenia, czy istnieją zakłócenia równowagi makroekonomicznej.

**Polska:** W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej Polska nie została wskazana jako kraj, w którym występują tego rodzaju zakłócenia. W zaktualizowanej tabeli międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto przekracza wartość progową.

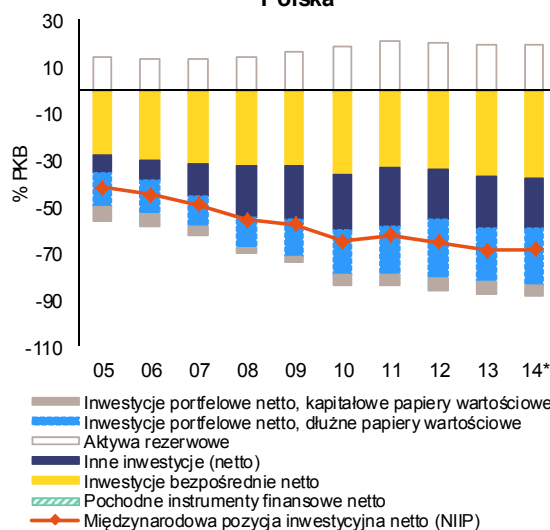
Saldo obrotów bieżących korygowano przez kilka lat i obecnie wykazuje ono niezmienny, ale umiarkowany deficyt. Tę poprawę Polska zawdzięcza przede wszystkim większemu eksportowi towarów i niższemu deficytowi na rachunku dochodów. Podczas gdy nieznacznie poprawiła się wysoka ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, podatność na zagrożenia zewnętrzne jest ograniczona, ponieważ znaczną część zobowiązań względem zagranicy stanowią bezpośrednie inwestycje zagraniczne. Odnotowano wzrosty udziałów w rynkach eksportowych w ujęciu skumulowanym, a zarówno w 2013, jak i w 2014 r. – znaczące wzrosty udziałów w tych rynkach w ujęciu rocznym. Wskaźniki konkurencyjności kosztowej są korzystne, czemu towarzyszy

obniżenie jednostkowego kosztu pracy. Zadłużenie sektora prywatnego utrzymuje się zasadniczo na tym samym poziomie, znacznie poniżej wartości progowej. Poziom zadłużenia sektora prywatnego jest także znacznie poniżej wartości progowej i w 2014 r. został zmniejszony dzięki jednorazowemu przeniesieniu aktywów z prywatnych funduszy emerytalnych w ramach drugiego filara do sektora instytucji rządowych i samorządowych w następstwie częściowego odwrócenia reformy systemu emerytalnego z 1999 r. Mimo stosunkowo wysokiego poziomu kredytów denominowanych w walucie obcej sektor bankowy cechują odpowiedniej wysokości środki własne oraz płynność i rentowność. Po pięciu latach spadku realne ceny nieruchomości ponownie wzrosły w 2014 r. W porównaniu z poprzednim rokiem stopa bezrobocia spadła poniżej wartości progowej.

Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają pewne kwestie związane z bilansem płatniczym, ale zagrożenia są ograniczone. W związku z tym Komisja nie będzie na tym etapie przeprowadzać pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

**Portugalia:** W lutym 2015 r. Komisja stwierdziła, że w Portugalii występują nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej wymagające zdecydowanych działań politycznych i szczególnego monitorowania. Zakłócenia te są głównie związane z zagrożeniami wynikającymi z bardzo wysokiego zadłużenia zagranicznego, długu publicznego i zadłużenia sektora prywatnego, presji na ograniczenie zadłużenia oraz wysokiego bezrobocia. Kilka wskaźników w zaktualizowanej tabeli – a mianowicie: międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, zadłużenie sektora prywatnego, zadłużenie

Wykres A20: Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto  
Polska

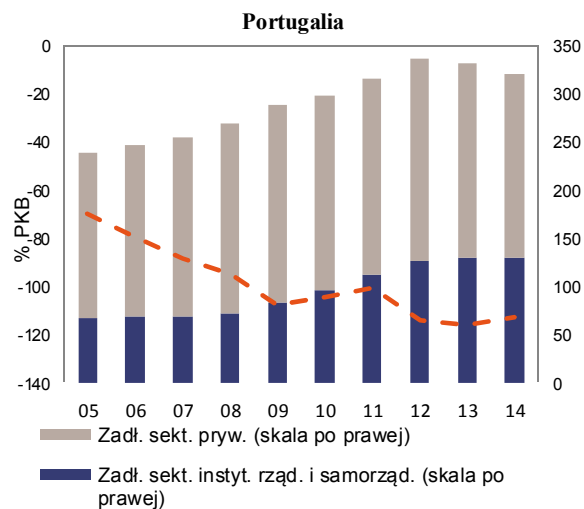


Źródło: Eurostat

sektora instytucji rządowych i samorządowych, stopa bezrobocia, a także spadek współczynnika aktywności zawodowej oraz wzrost bezrobocia długotrwałego i bezrobocia młodzieży – nadal przekracza wartości progowe.

Wartość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej jest głęboko ujemna, ale bilans płatniczy powoli zbliża się do stanu równowagi, do czego przyczynia się m.in. wyraźna korekta na rachunku obrotów bieżących prowadząca do umiarkowanych nadwyżek przy lepszych warunkach wzrostu. Skumulowaną utratę udziałów w rynkach eksportowych udało się zmniejszyć do poziomu poniżej wartości progowej dzięki znaczącym rocznym wzrostom udziałów w latach 2013/2014, a dodatkowym czynnikiem sprzyjającym była korekta konkurencyjności kosztowej. Zadłużenie sektora prywatnego jest bardzo wysokie. W 2014 r. przyspieszył jednak proces zmniejszania zadłużenia przedsiębiorstw, a wzrost akcji kredytowej pozostaje ujemny. Wysoki poziom kredytów zagrożonych stanowi obciążenie bilansów zarówno w sektorach niefinansowych, jak i w sektorze finansowym. Poziom długu publicznego jest także bardzo wysoki, ale obecnie zaczyna się obniżać. Stopa bezrobocia jest wysoka, a obawy budzą wysokie poziomy bezrobocia długotrwałego i bezrobocia młodzieży oraz niski wskaźnik aktywności zawodowej. Od 2014 r. nastąpił jednak spadek bezrobocia, w tym także wśród ludzi młodszych i długotrwanie bezrobotnych.

Wykres A21: NIIP, zadł. sekt. pryw. i sekt. instyt. rząd. i samorz

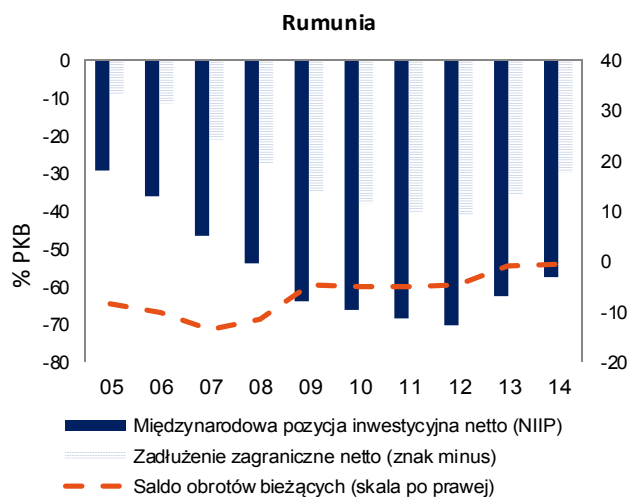


Źródło: Eurostat

*Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z bardzo wysokimi poziomami zadłużenia we wszystkich sektorach, ale towarzyszy temu postęp w zmniejszaniu zadłużenia i powolna poprawa warunków gospodarczych. W związku z tym Komisja jest zdania – biorąc również pod uwagę nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej stwierdzone w lutym – że przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się ryzyka makroekonomicznego i monitorowanie postępów w ograniczaniu nadmiernych zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Zostanie to skoordynowane z procesem stałego nadzoru po zakończeniu programu.*

**Rumunia:** W lutym 2015 r. Komisja doszła do wniosku, że w Rumunii występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej wymagające działań politycznych i monitorowania. Zakłócenia te są głównie związane z zagrożeniami wynikającymi ze stosunkowo głębokiej ujemnej wartości międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, słabej średnioterminowej zdolności eksportowej oraz słabości zewnętrznych i wewnętrznych sektora bankowego utrzymujących się mimo zachowania stabilności sektora

Wykres A22: NIIP i saldo obrotów bieżących



Źródło: służby Komisji

finansowego. W zaktualizowanej tabeli międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto przekracza wartość progową.

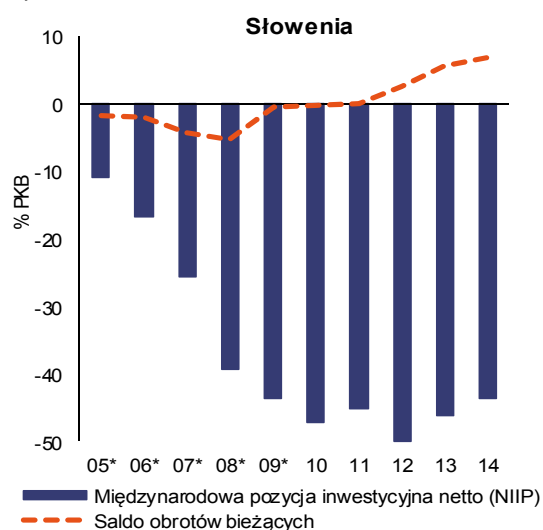
Głęboko ujemna wartość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto odzwierciedla skumulowane deficyty na rachunku obrotów bieżących w okresie przed kryzysem, ale stopniowo się zmniejsza. Zadłużenie zagraniczne netto stanowi około połowę międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. W ciągu ostatnich dwóch lat odnotowano wzrost napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych netto. Poprawia się saldo rachunku obrotów bieżących, a w 2014 r. odnotowano jedynie niewielki deficyt. Jest to spowodowane w dużej mierze znacznym wzrostem eksportu, ale w najbliższych latach deficyt ten może nieznacznie się zwiększyć. W 2014 r. bilans handlowy był nadal dodatni, a udziały w rynkach eksportowych wzrosły w ujęciu rocznym. Wskaźniki konkurencyjności kosztowej utrzymywały się w 2014 r. na stabilnym poziomie, a realny efektywny kurs walutowy wzrósł tylko nieznacznie. Zadłużenie sektora prywatnego pozostaje na stosunkowo niskim poziomie, choć ostatnio nastąpiło ożywienie akcji kredytowej w sektorze prywatnym. Wydaje się, że sektor bankowy cechują odpowiedniej wysokości środki własne, natomiast udział kredytów zagrożonych znacznie się obniżył. W lipcu 2015 r. zakończono ocenę bilansu oraz test warunków skrajnych w sektorze ubezpieczeniowym. Przystąpiono ponadto do oceny jakości aktywów oraz testu warunków skrajnych w sektorze bankowym. Dług publiczny utrzymuje się na niskim poziomie, ale uzgodnione ostatnio środki polityki budżetowej oraz doraźne podwyżki płac dla niektórych grup pracowników sektora publicznego świadczą o znacznym rozluźnieniu polityki budżetowej. W 2014 r. nastąpiła lekka poprawa stóp bezrobocia długotrwałego, bezrobocia młodzieży oraz wskaźników ubóstwa.

*Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z bilansem płatniczym, konkurencyjnością i stabilnością budżetową. W związku z tym Komisja jest zdania – biorąc również pod uwagę zakłócenia równowagi makroekonomicznej stwierdzone w lutym – że przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.*

**Słowenia:** W lutym 2015 r. Komisja doszła do wniosku, że w Słowenii występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej wymagające zdecydowanych działań politycznych i szczególnego monitorowania. Zakłócenia te są głównie związane z zagrożeniami wynikającymi z rosnącego długu sektora instytucji rządowych i samorządowych, wzajemnych zależności między restrukturyzacją sektora przedsiębiorstw i sektora bankowego oraz leżącą u jej podstaw restrukturyzacją kredytów zagrożonych, a także ze słabą wydajnością przedsiębiorstw państwowych oraz bardzo niskim poziomem inwestycji. Kilka wskaźników w zaktualizowanej tabeli – a mianowicie: międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, utrata udziału w rynkach eksportowych, zadłużenie sektora instytucji rządowych i samorządowych, a także wzrost bezrobocia długotrwałego i bezrobocia młodzieży – utrzymuje się powyżej wartości progowych.

Na rachunku obrotów bieżących w dalszym ciągu następowała ostra korekta, która w 2014 r. doprowadziła do osiągnięcia znacznej nadwyżki. Było to możliwe dzięki rosnącemu eksportowi i utrzymywaniu się niskiego popytu krajowego. W rezultacie znacznej poprawiła się międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, która nadal pozostaje powyżej wartości progowej,

Wykres A23: NIIP i saldo obrotów bieżących



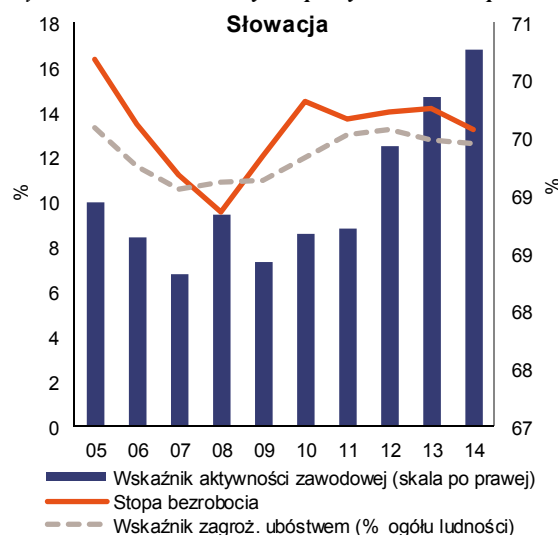
choć tylko nieznacznie. Następuje dalsza poprawa konkurencyjności cenowej i kosztowej, gdyż obniżył się jednostkowy koszt pracy. Sprzyjało to zwiększeniu udziałów w rynkach eksportowych w ujęciu rocznym w latach 2013-2014, chociaż skumulowana utrata udziałów utrzymuje się powyżej wartości progowej. W 2014 r. zmniejszyło się zadłużenie sektora prywatnego, co było spowodowane spadkiem zadłużenia w sektorze przedsiębiorstw, wynikającym głównie z ujemnego wzrostu akcji kredytowej. Także w sektorze finansowym kontynuowano proces zmniejszania zadłużenia m.in. przez dodatkowe transfery kredytów zagrożonych do państwowej spółki zarządzającej aktywami bankowymi, połączone z dalszym dokapitalizowaniem banków przez rząd. W rezultacie całkowity dług sektora instytucji rządowych i samorządowych uległ dalszemu zwiększeniu i obecnie utrzymuje się znacznie powyżej wartości progowej. Po osiągnięciu najwyższego poziomu w roku poprzednim stopa bezrobocia w 2014 r. obniżyła się. W 2014 r. zaobserwowano wprowadzenie ponowny wzrost zatrudnienia po 5 latach jego spadku, ale stopa bezrobocia długotrwałego nadal jest bardzo wysoka, a bezrobocie młodzieży spadło jedynie nieznacznie. Obydwa te wskaźniki przekraczają wartości progowe.

*Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z długookresową stabilnością budżetową, ograniczaniem zadłużenia w sektorze prywatnym oraz korektami na rynku pracy. W związku z tym Komisja jest zdania – biorąc również pod uwagę zakłócenia równowagi makroekonomicznej stwierdzone w lutym i wymagające zdecydowanych działań i szczególnego monitorowania – że przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca ryzyka związanego z utrzymywaniem się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.*

**Słowacja:** W poprzednich cyklach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w przypadku Słowacji nie stwierdzono tego rodzaju zakłóceń. W zaktualizowanej tabeli niektóre wskaźniki – a mianowicie: wartość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto oraz stopa bezrobocia – przekraczają wartości progowe.

Od 2012 r. saldo obrotów bieżących charakteryzuje się nadwyżką, ale wartość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto uległa dalszemu pogorszeniu, czemu towarzyszyły stały napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, które w większości związane są z przemysłem motoryzacyjnym. Odnotowano pewną utratę udziałów w rynkach eksportowych w ujęciu rocznym, co było odzwierciedleniem nieznacznego wzrostu realnego efektywnego kursu walutowego oraz pewnych, choć ograniczonych, wzrostów nominalnego jednostkowego kosztu pracy. W ujęciu skumulowanym nadal odnotowuje się wzrost udziału w rynkach. W ostatnich latach obserwowano natężenie przepływów kredytowych do sektora prywatnego.

Wykres A24: Wskaźniki rynku pracy i wskaźniki społ.



Źródło: Eurostat

Przyczyniło się to do wzrostu wskaźnika zadłużenia w tym sektorze, który mimo to utrzymuje się znacznie poniżej wartości progowej. Sektor bankowy, znajdujący się w dużej mierze w posiadaniu podmiotów zagranicznych, cechują odpowiedniej wysokości środki własne, a według szacunków jego zobowiązania ogółem wzrosły jedynie umiarkowanie. W 2014 r. wskaźnik długu sektora instytucji rządowych i samorządowych nieznacznie się obniżył i utrzymuje się poniżej wartości progowej. Wprowadzenie w ostatnich latach wskaźniki

aktywności zawodowej stopniowo się poprawiały, bezrobocie strukturalne pozostaje najpilniejszym wyzwaniem dla polityki gospodarczej

*Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie zewnętrzne, chociaż ryzyko z nimi związane jest ograniczone, natomiast wyzwaniem pozostaje bezrobocie strukturalne. W związku z tym Komisja nie będzie na tym etapie przeprowadzać pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.*

**Finlandia:** W lutym 2015 r. Komisja doszła do wniosku, że w Finlandii występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej, w szczególności, jeśli chodzi o konkurencyjność. Kilka wskaźników w zaktualizowanej tabeli – a mianowicie: utrata udziału w rynkach eksportowych, zadłużenie sektora prywatnego, a także wzrost bezrobocia młodzieży – przekracza odpowiednie wartości progowe.

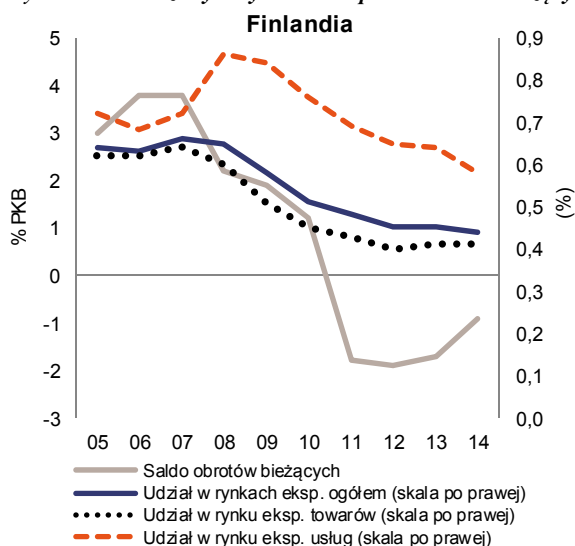
Od 2011 r. saldo obrotów bieżących utrzymuje się na stabilnym poziomie umiarkowanego deficytu, co jest odzwierciedleniem dostosowania się poziomu importu do spadku eksportu. Jednocześnie udział inwestycji w PKB spadł

do rekordowo niskich poziomów. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto ma niezbyt wysoką wartość dodatnią. Utrata udziałów w rynkach eksportowych w ujęciu skumulowanym jest znacząca i składają się na nią roczne spadki we wszystkich latach, począwszy od 2008 r. W 2013 i 2014 r. spadek ten był mniej dotkliwy niż we wcześniejszych latach, ale jednocześnie większość pozostałych krajów UE już odnotowywała umiarkowane wzrosty udziałów w rynkach eksportowych. Zmiany te świadczą o trudnościach w procesie przebudowy gospodarczej rozpoczętej po okresie pogorszenia się sytuacji w niektórych branżach przemysłu wytwórczego, które wcześniej dobrze się rozwijały (elektronika, leśnictwo). Mimo że wskaźnik zmiany nominalnego jednostkowego kosztu pracy jest obecnie poniżej wartości progowej, skumulowana utrata konkurencyjności kosztowej pozostaje znacząca. Relacja długu sektora prywatnego do PKB pozostaje na wysokim poziomie, głównie ze względu na utrzymujące się wysokie zadłużenie przedsiębiorstw pomimo niemal całkowitego ustania przepływów kredytowych netto do sektora prywatnego w 2014 r. przy mimo wszystko sprzyjających warunkach udzielania kredytów. Jeżeli chodzi o gospodarstwa domowe, w latach 2012-2014 nastąpił umiarkowany spadek cen nieruchomości mieszkaniowych, który spowodował korektę wcześniejszych wzrostów i ograniczył ryzyko dla stabilności finansowej. Stopa bezrobocia jest poniżej wartości progowej, ale wzrasta i obecnie jest powyżej poziomów z lat 2009-2010. Bezrobocie młodzieży także wzrosło.

*Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane zarówno z konkurencyjnością cenową i pozacenową w kontekście restrukturyzacji. W związku z tym Komisja jest zdania – biorąc również pod uwagę zakłócenia równowagi makroekonomicznej stwierdzone w lutym – że przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń i postępów w ich ograniczaniu.*

**Szwecja:** W lutym 2015 r. Komisja doszła do wniosku, że w Szwecji występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej, zwłaszcza jeśli chodzi o zadłużenie gospodarstw

Wykres A25: Udziały w rynkach eksp. i saldo obr. bieżących

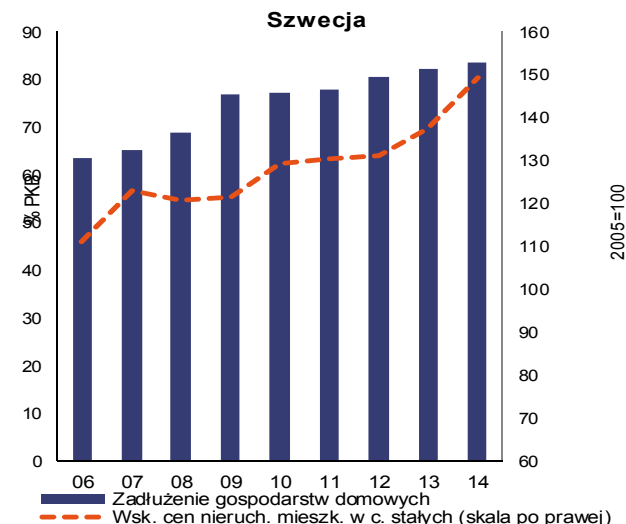


Źródło: Eurostat

domowych, oraz problemy na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Kilka wskaźników w zaktualizowanej tabeli – a mianowicie: nadwyżka na rachunku obrotów bieżących, utrata udziału w rynkach eksportowych, ceny nieruchomości mieszkaniowych oraz zadłużenie sektora prywatnego – przekracza wartości progowe.

Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących utrzymuje się nieco powyżej wartości progowej, co odzwierciedla głównie wysokie oszczędności prywatne. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto szybko się poprawia, ale jej wartość nadal jeszcze jest nieznacznie ujemna. Utrata udziałów w rynkach eksportowych utrzymuje się znacznie powyżej wartości progowej, chociaż od 2013 r. spadek ten jest wolniejszy. Utratę tę można wytłumaczyć słabym popytem na świecie. Wzrost jednostkowego kosztu pracy jest ograniczony, a realny efektywny kurs walutowy obniżył się w 2014 r. Wysokie zadłużenie sektora prywatnego w dalszym ciągu wymaga uwagi. Po okresie

Wykres A26: Zadłużenie gospodarstw domowych i wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych



Źródło: Eurostat

stabilizacji na wysokim poziomie zadłużenie przedsiębiorstw zaczęło ponownie wzrastać. Po wprowadzeniu w 2010 r. ograniczenia dotyczącego maksymalnego wskaźnika pokrycia należności zabezpieczeniem w przypadku kredytów hipotecznych wzrost akcji kredytowej w sektorze gospodarstw domowych uległ tymczasowemu spowolnieniu i nastąpiła stabilizacja zadłużenia gospodarstw domowych. Ponieważ jednak od tamtego czasu zadłużenie to zaczęło ponownie wzrastać, od połowy 2013 r. ceny nieruchomości mieszkaniowych cechują się bardzo dużą dynamiką, a w 2014 r. ich wzrost osiągnął wartość powyżej wartości progowej, co może stanowić zagrożenia dla stabilności makroekonomicznej. Podaż nieruchomości mieszkaniowych jest ograniczona, a po stronie popytu wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych i zadłużenia gospodarstw domowych jest spowodowany systemem opodatkowania, który sprzyja zadłużaniu się, a także wyjątkowo niskimi stopami oprocentowania kredytów hipotecznych oraz brakiem wymogów dotyczących amortyzacji. Ryzyko w sektorze bankowym wydaje się jednak ograniczone ze względu na utrzymującą się wysoką jakość aktywów należących do banków i ich rentowność, mimo że w stosunku do wielkości portfeli kredytowych bufory kapitałowe są stosunkowo niskie.

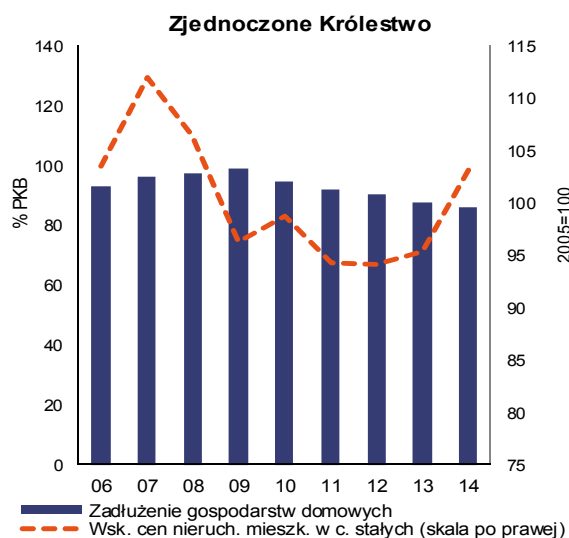
*Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z konkurencyjnością zewnętrzną, wysokim poziomem zadłużenia sektora prywatnego i zmianami w sektorze nieruchomości mieszkaniowych. W związku z tym Komisja jest zdania – biorąc również pod uwagę stwierdzenie zakłócenia w lutym – że przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.*

**Zjednoczone Królestwo:** W lutym 2015 r. Komisja doszła do wniosku, że w Zjednoczonym Królestwie występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej, wymagające działań politycznych i monitorowania. Zakłócenia te są głównie związane z zagrożeniami wynikającymi z wysokiego poziomu zadłużenia gospodarstw domowych, który także wiąże się z charakterystyką strukturalną rynku nieruchomości. Kilka wskaźników w zaktualizowanej tabeli – a mianowicie: deficyt obrotów bieżących, utrata udziału w rynkach

eksportowych, ceny nieruchomości mieszkaniowych, zadłużenie sektora prywatnego oraz dług sektora instytucji rządowych i samorządowych – przekracza wartości progowe.

W 2014 r. w dalszym ciągu wzrastał deficyt obrotów bieżących, co było spowodowane zwiększaniem się deficytu dochodów pierwotnych, a wskaźnik za okres trzyletni przekracza obecnie wartość progową. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto jest ujemna i w ciągu ostatnich kilku lat uległa stosunkowo szybkiemu pogorszeniu, ale nadal nie przekracza poziomu wartości progowej. Skumulowana utrata udziałów w rynkach eksportowych zmniejszyła się w 2014 r. wskutek rocznego wzrostu, ale utrzymuje się powyżej wartości progowej. Wprowadzie wzrost jednostkowego kosztu pracy był umiarkowany, a jego poziom dość stabilny, ale nastąpił wzrost realnego efektywnego kursu walutowego, szczególnie w 2014 r. Relacja długu sektora prywatnego

Wykres A27: Zadłużenie gospodarstw domowych i wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych



Źródło: Eurostat

do PKB stopniowo maleje, co wynika z nominalnego wzrostu, ale ogólnie pozostaje ona na wysokim poziomie. Ceny nieruchomości mieszkaniowych w dalszym ciągu wzrastają, a w 2014 r. wskaźnik wzrostu przekroczył wartość progową. W ostatnich dwóch latach zwraca jednak uwagę fakt, że wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych nie spowodował wzrostu zadłużenia gospodarstw domowych. Wysoki poziom długu sektora instytucji rządowych i samorządowych nadal budzi obawy. Zatrudnienie w dalszym ciągu rośnie w rozsądnym tempie, a przy tym zmniejszyło się bezrobocie młodzieży, jak również spadł odsetek młodzieży niekształcącej się, niepracującej ani niekształcącej się.

*Ogólnie w analizie ekonomicznej uwagę zwracają kwestie związane z rynkiem nieruchomości mieszkaniowych oraz zewnętrznym wymiarem gospodarki. Komisja jest zdania – biorąc również pod uwagę zakłócenia równowagi makroekonomicznej stwierdzone w lutym – że przydatna byłaby pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.*

Tabela 1.1: Tabela wskaźników za rok 2014 w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi ekonomicznej

Rok 2014	Zakłócenia równowagi w kategoriach zewnętrznych i konkurencyjność					Zakłócenia równowagi w kategoriach wewnętrznych						Nowe wskaźniki dotyczące zatrudnienia <sup>1</sup>		
	Saldo obrotów bieżących – % PKB (średnia z 3 lat)	Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w % w okresie 3 lat)	Udział w rynkach eksportowych – % eksportu światowego (zmiana w % w okresie 5 lat)	Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (2010=100) (zmiana w % w okresie 3 lat)	Wskaźnik cen nieruchomości mieszk. w przeliczeniu na ceny stałe (2010=100) (zmiana w % w okresie 3 lat)	Przeptywy kredytowe sektora prywatnego, skonsolidowane (% PKB)	Zadłużenie sektora prywatnego, skonsolidowane (% PKB)	Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	Zobowiązania sektora finansowego ogółem, dane nieskonsolidowane (zmiana w % za okres 1 roku)	Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności ogółem w wieku 15-64 l. (zmiana w p.p. za okres 3 lat)	Stopa bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15-74 l. (zmiana w p.p. za okres 3 lat)	Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15-24 l. (zmiana w p.p. za okres 3 lat)
Wartości progowe	-4/6 %	-35 %	±5 % (EA) ±11 % (poza EA)	-6 %	9 % (EA) 12 % (poza EA)	6 %	14 %	133 %	60 %	10 %	16,5 %	-0,2 %	0,5 %	0,2 %
BE	-0,1	57,2	-0,5	-10,7	5,6	-1,1p	1,0	181,4	106,7	8,2	4,9	1,0	0,8	4,5
BG	0,9	-73,4	-2,6	6,7	12,5p	1,5p	-0,3	124,3	27,0	12,2	7,2	3,1	0,6	-1,2
CZ	-0,5	-35,6	-10,0	-5,0	3,8	1,8	1,8	72,7	42,7	6,7	4,4	3,0	0,0	-2,2
DK	6,9	47,0	-1,2	-17,3	5,1	3,1	1,7	222,8	45,1	7,0	6,6	-1,2	-0,1	-1,6
DE	6,9	42,3	-0,3	-8,3	7,6	1,5p	1,1	100,4	74,9	5,2	4,2	0,4	-0,6	-0,8
EE	-0,5	-43,6	4,7	24,5	13,0	12,8	6,4	116,1	10,4	8,7	12,2	0,5	-3,8	-7,4
IE	1,8	-106,7	-3,5	-6,1	-2,2	11,1	13,7	263,3	107,5	13,0	16,0	0,6	-2,0	-5,2
EL	-2,6	-124,1	-5,6	-17,5	11,6p	-4,9e	-2,7	130,5	178,6	26,2	-7,6	0,1	10,7	7,7
ES	0,7	-94,1	-1,0	-11,5	4,1p	0,1	-7,1	165,8	99,3	25,1	-1,9	0,3	4,0	7,0
FR	-1,0	-19,5	-1,2	-13,1	4,8	-1,6	3,3	143,2	95,6	10,1	5,4	1,3	0,6	1,5
HR	0,5	-88,6	-0,9	-18,0	-5,9	-2,0p	0,3	120,6	85,1	16,9	0,9	2,0	1,7	8,8
IT	0,8	-27,9	0,2	-14,0	3,6	-4,6p	-0,9	119,3	132,3	11,8	-0,7	1,8	3,5	13,5
CY	-4,9	-139,8	-1,4	-26,7	-7,7p	0,3p	-8,5	348,3	108,2	14,6	0,7	0,8	6,1	13,6
LV	-2,5	-60,9	0,4	9,9	12,9	5,1	-11,9	96,4	40,6	12,6	10,4	1,8	-4,1	-11,4
LT	1,3	-46,4	1,4	35,3	8,3	6,3	-1,2	52,5	40,7	12,0	16,3	2,3	-3,2	-13,3
LU	5,8	36,0	0,5	11,2	7,6	3,7	0,5	342,2	23,0	5,7	21,5	2,9	0,3	5,9
HU	2,7	-73,8	-7,0	-14,9	6,7	3,1	-0,5	91,3	76,2	9,6	8,5	4,6	-1,5	-5,6
MT	2,6	39,5	0,0	-18,2	7,0	2,6	7,8	146,4	68,3	6,2	5,8	4,5	-0,4	-1,5
NL	10,9	60,8	0,8	-11,0	5,4p	-0,5	-1,6p	228,9p	68,2	6,8	8,2p	0,9	1,3	2,7
AT	1,8	2,2	1,9	-15,7	7,8	1,4	0,2	127,1	84,2	5,3	-1,5	0,8	0,3	1,4
PL	-2,3	-68,3	-1,3	4,8	2,5p	1,1	4,7	77,9	50,4	9,8	0,6	2,2	0,2	-1,9
PT	0,0	-113,3	-1,8	-4,7	-2,3e	3,6	-8,7	189,6	130,2	15,4	-6,1	-0,4	2,2	4,5
RO	-2,1	-57,2	-1,1	21,5	2,3p	-3,6p	-2,4	62,2	39,9	6,9	1,1	1,6	-0,1	0,1
SI	5,1	-43,7	1,2	-11,8	-0,2	-6,6	-4,6	100,1	80,8	9,6	-0,4	0,6	1,7	4,5
SK	1,0	-69,4	1,3	3,2	2,2	1,5	3,9	76,2	53,5	13,8	7,0	1,6	0,0	-4,0
FI	-1,5	-0,7	2,7	-24,0	8,0	-1,9	0,4	150,0	59,3	8,2	8,7	0,5	0,2	0,4
SE	6,5	-6,5	-3,7	-9,8	7,1	8,6	6,5	194,4	44,9	8,0	13,4	1,6	0,0	0,1
UK	-4,3	-25,3	10,2	-8,7	1,9	8,3	3,4	157,7	88,2	7,2	4,4	1,2	-0,5	-4,4

Oznaczenia: e: szacunki; p: dane tymczasowe; EA: strefa euro.

Uwaga: 1) Zob. s. 2 sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania na 2016 r. 2) LU: Międzynarodowa pozycja inwestycyjna została skorygowana w dół po zmianie metodyki w zakresie traktowania banknotów euro w krajowych statystykach bilansu płatniczego/między narodowej pozycji inwestycyjnej. 3) Wskaźnik cen nieruchomości mieszk. e = krajowy bank centralny jako źródło dla EL.

Źródło: Komisja Europejska, Eurostat i Dyrekcja Generalna ds. Gospodarczych i Finansowych (wskaźniki dotyczące realnego efektywnego kursu walutowego) oraz Międzynarodowy Fundusz Walutowy



Tabela 2.1: Wskaźniki dodatkowe, 2014

Rok 2014	Realny PKB (zmiana w % za okres 1 roku)	Nakłady brutto na środki trwałe (% PKB)	Wydatki krajowe brutto na badania i rozwój (% PKB)	Rachunek obrotów bieżących i rachunek kapitałowy (wierzycielności/zadłużenie)	Zadłużenie zagraniczne netto (% PKB)	Napiw bezpośrednich inwestycji zagranicznych w gospodarce	Poziom bezpośrednich inwestycji zagranicznych w gospodarce	Saldo handlu produktami energetycznymi	Realny efektywny kurs walutowy względem partnerów handlowych ze strefy	Wyniki eksportowe względem rozwiniętych gospodarek (zmiana w % w okresie 5 lat)	Warunki wymiany handlowej (zmiana w % w okresie 5 lat)	Udział w rynekach eksportowych wolumenu (zmiana w % za okres 1 roku)	Wydajność pracy (zmiana w % za okres 1 roku)	Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (2010=100) (zmiana w % w okresie 10 lat)	Poziom jednostkowych kosztów pracy względem strefy euro	Wskaźnik cen nieruchomości mieszk. (2010=100), w ujęciu nominalnym (zmiana w % w okresie 3 lat)	Budownictwo mieszkaniowe (% PKB)	Zadłużenie sektora prywatnego, dane nieskonsolidowane (% PKB)	Dźwignia finansowa wsektorze finansowym, dane nieskonsolidowane (słownie dług do kapitału)
BE	1,3	23,3	nd.	-0,1	-79,7	-3,5	216,0	-3,9	-0,1	-4,6	-3,0	2,2	1,0	22,6	6,0	2,9p	5,9	207,6	176,9
BG	1,5	21,1	0,8p	3,5	19,0	3,5	92,7	-5,7	-2,9	14,0	3,3	-3,3	1,2p	78,3p	54,1	-2,7p	1,6	137,5	452,2
CZ	2,0	25,0	2p	1,4	-7,1	2,4	76,3	-4,1	-10,1	1,5	-1,4	5,7	1,4	13,8	-2,2	1,0	3,2	85,1	503,5
DK	1,1	18,7	3,08ep	7,8	0,7	1,1	46,6	0,0	-1,4	-11,7	2,2	-0,6	0,3	27,6	8,2	4,9	4,0	227,6	173,6
DE	1,6	20,1	2,84ep	7,5	-6,7	0,2	40,1	-2,9	-0,1	-2,1	-2,6	0,8	0,7	13,0	-5,8	9,3p	5,9	108,9	395,5
EE	2,9	25,2	1,46p	2,2	-11,0	6,0	100,9	-2,1	3,1	33,0	0,2	-1,4	2,1	68,9	40,5	35,0	3,2	135,3	370,6
IE	5,2	19,3	nd.	3,8	-477,2	36,0	385,5	-2,8	-1,8	0,3	-3,7	8,9	3,4	-1,5	-3,9	2,1	2,2	284,2	78,2
EL	0,7p	11,6p	0,83p	-0,7	132,3	0,7	12,2	-3,2p	-5,6	-11,9	1,4p	4,3p	0,5p	10,3p	-5,5	-27,1e	1,0p	130,5	1083,8
ES	1,4p	19,6p	nd.	1,4	94,7	2,3	55,7	-2,9p	-0,6	-5,4	-7,8p	1,9p	0,4p	11,7p	-4,2	-22,3	4,4p	185,5	444,9
FR	0,2	21,7	2,26p	-0,8	38,1	0,3	41,8	-2,5	-0,7	-7,2	-1,6	-0,8	-0,1	20,3	1,7	-4,0	5,9	180,9	384,3
HR	-0,4	18,6	0,8	0,9	nd.	6,7	7,6	-4,0	-1,5	-12,4	0,8	3,1	-3,0	26,4	4,8	-17,7p	nd.	141,9	460,6
IT	-0,4	16,6	nd.	2,2	61,1	0,6	24,8	-2,6	0,4	-8,1	-4,5	-0,1	-0,5	21,0	4,6	-12,4p	4,7	121,2	754,3
CY	-2,5p	11,5p	nd.	-3,7	128,4	-5,1	710,3	-5,9p	0,0	-21,7	0,4p	-3,7	-0,6p	19,3p	-13,0	-8,7p	3,3p	349,8	116,8
LV	2,4	22,9	0,68p	1,2	31,4	2,7	54,4	-4,2	-1,3	17,3	0,0	-0,1	3,8	82,7	53,9	16,6	2,3	104,7	642,6
LT	3,0	18,9	1,02p	6,3	28,8	0,7	39,0	-5,9	-0,1	44,5	-0,8	-0,2	1,0	36,8	11,2	7,5	2,5	56,7	445,3
LU	4,1	18,6	nd.	3,5	-2204,6	200,0	6369,7	-4,5	0,8	18,8	0,9	3,6	1,5	36,6	17,8	14,2	3,4	402,7	63,6
HU	3,7	21,7	1,4	6,0	53,3	9,3	220,5	-6,1	-7,2	-9,1	-1,1	4,4	-0,9	26,5	10,0	-2,2	1,6	116,5	123,0
MT	3,5	18,9	0,85p	4,5	-325,7	1,6	1964,6	-15,8	0,7	-12,6	1,7	-3,5	-1,0	27,7	10,3	5,3	2,7	221,3	42,0
NL	1,0p	18,2p	nd.	10,6	41,5	5,3	547,8	-1,6p	1,3	-5,0	-1,8p	0,8p	1,2p	17,2p	-0,2	-11,6	3,1p	240,7p	118,9p
AT	0,4	22,4	2,99ep	1,8	20,1	1,9	80,2	-3,0	1,6	-10,0	-3,0	-1,1	-0,5	22,9	4,1	16,8	4,3	147,1	197,3
PL	3,3	19,6	nd.	0,4	37,2	3,1	50,7	-2,6	-1,7	12,0	-1,8	3,2	1,6p	20,0p	-1,0	-6,8	2,4	81,4	287,3
PT	0,9e	14,9e	nd.	2,0	104,4	5,4	69,5	-3,5e	-1,2	1,8	0,4e	0,7e	-0,5e	4,9e	-9,3	-5,0	2,3e	206,2	340,3
RO	2,8p	22,0p	nd.	2,2	29,8	1,9	41,9	-1,4p	-1,3	29,8	4,5p	4,9p	1,7p	72,7p	46,6	-8,9	nd.	63,3	388,9
SI	3,0	19,6	nd.	6,5	39,2	2,0	31,6	-4,1	0,4	-5,8	-4,5	2,6	2,5	21,2	3,0	-17,6	2,2	110,1	448,1
SK	2,5	20,9	0,9	1,1	27,0	0,0	65,6	-4,3	0,5	10,2	-3,5	0,4	1,1	19,7	4,3	-0,4	2,6	78,9	756,8
FI	-0,4	20,3	3,2	-0,8	46,2	5,5	53,1	-2,4	2,0	-18,8	-3,4	-3,9	0,4	29,9	10,1	3,2	5,6	172,9	368,4
SE	2,3	23,5	3,16p	6,1	54,3	-0,6	83,6	-1,4	-3,7	-3,6	-0,6	0,3	0,9	24,9	5,4	16,8	4,1	234,8	196,0
UK	2,9	16,9	1,72ep	-5,3	nd.	1,6	76,7	-0,7	10,2	-2,5	3,8	-1,4	0,7	21,8	6,3	15,8	3,8	161,3	765,1

Oznaczenia: e: szacunki; p: dane tymczasowe; nd.: niedostępne.

Uwaga: 1) Zadłużenie zagraniczne netto Luksemburga zostało skorygowane w dół po zmianie metodyki w zakresie traktowania banknotów euro w krajowych statystykach bilansu płatniczego/między narodowej pozycji inwestycyjnej. 2) Wskaźnik cen nieruchomości mieszkaniowych e = krajowy bank centralny jako źródło dla EL. 3) Oficjalny termin przekazywania danych za 2014 r. dotyczących wydatków krajowych brutto na badania i rozwój upływał dnia 31 października 2015 r., natomiast ekstrakcji danych dokonano dnia 26 października 2015 r.

Źródło: Eurostat, Dyrekcja Generalna ds. Gospodarczych i Finansowych (wskaźniki dotyczące realnego efektywnego kursu walutowego) oraz dane Międzynarodowego Funduszu Walutowego, światowa prognoza gospodarcza (dane dotyczące eksportu światowego)

Tabela 2.1 (cd.): Wskaźniki dodatkowe, 2014

Rok 2014	Stopa bezrobocia (zmiana w % za okres 1 roku)	Współczynnik aktywności zawodowej – % ludności ogółem w wieku 15-64 l. (%)	Stopa bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15-74 l. (%)	Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15-24 l. (%)	Młodzież niekształcąca się, niepracująca ani nie szkoląca się – % ogółu ludności w wieku 15-24 l.		Osoby zagrożone ubóstwem lub wykluczeniem społecznym – % ogółu ludności		Osoby zagrożone ubóstwem po uwzględnieniu transferów socjalnych – % ogółu ludności		Osoby doświadczone pogłębionej deprivacji materialnej – % ogółu ludności		Osoby żyjące w gospodarstwach domowych o bardzo małej intensywności pracy –	
			(%)	(%)	(%)	(zmiana w p.p. w okresie 3 lat)	(zmiana w p.p. w okresie 3 lat)	(zmiana w p.p. w okresie 3 lat)	(zmiana w p.p. w okresie 3 lat)	(zmiana w p.p. w okresie 3 lat)	(zmiana w p.p. w okresie 3 lat)	(zmiana w p.p. w okresie 3 lat)		
BE	0,3	67,7	4,3	23,2	12,0	0,2	21,2	0,2	15,5	0,2	5,9	0,2	14,6	0,8
BG	0,4p	69,0	6,9	23,8	20,2	-1,6	40,1b	-9,0b	21,8	-0,4	33,1b	-10,5b	12,1	1,1
CZ	0,6	73,5	2,7	15,9	8,1	-0,2	14,8	-0,5	9,7	-0,1	6,7	0,6	7,6	1,0
DK	0,8	78,1	1,7	12,6	5,8	-0,5	17,8b	-1,1b	11,9b	-1,1b	3,2	0,6	12,1	0,4
DE	0,9	77,7	2,2	7,7	6,4	-1,1	20,6	0,7	16,7	0,9	5,0	-0,3	10,0	-1,2
EE	0,8	75,2	3,3	15,0	11,7	0,1	na	nd.	nd.	nd.	6,2p	-2,5p	nd.	nd.
IE	1,7	69,8	6,7	23,9	15,2	-3,6	nd.	nd.	nd.	nd.	nd.	nd.	nd.	nd.
EL	0,1p	67,4	19,5	52,4	19,1	1,7	36,0	5,0	22,1	0,7	21,5	6,3	17,2	5,2
ES	0,9p	74,2	12,9	53,2	17,1b	-1,1b	29,2	2,5	22,2	1,6	7,1	2,6	17,1	3,7
FR	0,3	71,4	4,4	24,2	11,4b	-0,9b	18,6	-0,7	13,3	-0,7	4,8	-0,4	9,7	0,3
HR	2,7	66,1	10,1	45,5	19,3	3,1	29,3	-3,3	19,4	-1,5	13,9	-1,3	14,7	-1,2
IT	0,1	63,9	7,8	42,7	22,1	2,4	28,1p	-0,1p	19,6p	0,0p	11,5p	0,3p	12,0p	1,6p
CY	-1,9p	74,3	7,7	36,0	17,0	2,4	27,4	2,8	14,4	-0,4	15,3	3,6	9,7	4,8
LV	-1,3	74,6	4,7	19,6	12,0	-4,0	32,7	-7,4	21,2	2,2	19,2	-11,8	9,6	-3,0
LT	2,0	73,7	4,8	19,3	9,9	-1,9	27,3	-5,8	19,1	-0,1	13,6	-5,4	8,8	-3,9
LU	2,5	70,8	1,7	22,3	6,3	1,6	19,0	2,2	16,4	2,8	1,4	0,2	6,1	0,3
HU	4,6	67,0	3,7	20,4	13,6	0,4	31,1	0,1	14,6	0,8	23,9	0,8	12,2	0,0
MT	4,5	66,3	2,7	11,8	10,5	0,3	23,8	1,7	15,9	0,3	10,2	3,6	9,8	0,9
NL	-0,2p	79,0	3,0	12,7	5,5	1,2	16,5	0,8	11,6	0,6	3,2	0,7	10,2	1,3
AT	0,9	75,4	1,5	10,3	7,7	0,4	19,2	0,0	14,1	-0,4	4,0	0,0	9,1	0,5
PL	1,7p	67,9	3,8	23,9	12,0	0,5	24,7	-2,5	17,0	-0,7	10,4	-2,6	7,3	0,4
PT	1,4e	73,2	8,4	34,7	12,3	-0,3	27,5	3,1	19,5	1,5	10,6	2,3	12,2	3,9
RO	1,1p	65,7	2,8	24,0	17,0	-0,5	40,2	-0,1	25,4	3,2	26,3	-3,1	6,4	-0,3
SI	0,6	70,9	5,3	20,2	9,4	2,3	20,4	1,1	14,5	0,9	6,6	0,5	8,7	1,1
SK	1,4	70,3	9,3	29,7	12,8	-1,0	18,4	-2,2	12,6	-0,4	9,9	-0,7	7,1	-0,6
FI	-0,8	75,4	1,9	20,5	10,2	1,8	17,3	-0,6	12,8	-0,9	2,8	-0,4	10,0	0,0
SE	1,4	81,5	1,5	22,9	7,2	-0,3	16,9	0,8	15,1	1,1	0,7	-0,5	6,4	-0,5
UK	2,3	76,7	2,2	16,9	11,9	-2,3	nd.	nd.	nd.	nd.	nd.	nd.	nd.	nd.

Oznaczenia: b: przerwa w szeregu czasowym; e: szacunki; p: dane tymczasowe; na: niedostępne.

Uwaga: 1) Młodzież niekształcąca się, niepracująca ani nie szkoląca się: w przypadku ES zmiana klasyfikacji pozafORMALNYCH zajęć edukacyjnych; na dane dla FR za 2014 r. dodatkowy wpływ mają zmiany w kwestionariuszu wprowadzonym w 2013 r. oraz włączenie francuskich departamentów zamorskich (DOM). 2) EE, IE i UK: Oficjalny termin przekazywania danych za 2014 r. dotyczy osób zagrożonych ubóstwem lub wykluczeniem społecznym upływa dnia 30 listopada 2015 r., natomiast ekstrakcji danych dokonano dnia 26 października 2015 r.

Źródło: Komisja Europejska, Eurostat.