



Bruksela, dnia 24.11.2021 r.  
COM(2021) 741 final

**SPRAWOZDANIE KOMISJI DLA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO, RADY I  
EUROPEJSKIEGO KOMITETU EKONOMICZNO-SPOŁECZNEGO**

**Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania 2022**

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

{SWD(2021) 361 final}

# SPIS TREŚCI

Streszczenie	2
<b>1. Otoczenie makroekonomiczne i kształtowanie się zakłóceń równowagi w strefie euro</b>	<b>9</b>
<b>2. Zakłócenia równowagi, czynniki ryzyka i korekta: najważniejsze zmiany sytuacji w poszczególnych państwach</b>	<b>17</b>
2.1. Przegląd wartości z tabeli wyników	17
2.2. Sektor zagraniczny i konkurencyjność	20
2.3. Zadłużenie sektora prywatnego i rynki mieszkaniowe	32
2.4. Sektor instytucji rządowych i samorządowych	44
2.5. Sektor finansowy	47
<b>3. Streszczenie głównych zmian i wnioski pod kątem nadzoru</b>	<b>53</b>
<b>4. Uwagi dotyczące poszczególnych państw członkowskich</b>	<b>56</b>
Załącznik 1: Prognozy i prognozy teraźniejszości dotyczące podstawowych wskaźników zawartych w tabeli wyników	107
Załącznik 2: Tabela wyników procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej	110

*Niniejsze sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania rozpoczyna jedenasty roczny cykl procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Celem procedury jest wykrywanie zakłóceń równowagi, które utrudniają właściwe funkcjonowanie gospodarek państw członkowskich, unii gospodarczej i walutowej lub całej Unii, zapobieganie takim zakłóceniom i ich korygowanie, oraz wywołanie odpowiednich reakcji politycznych. Stosowanie procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej zostało włączone do europejskiego semestru na rzecz koordynacji polityki gospodarczej, aby zapewnić spójność z analizami i zaleceniami sporządzanymi w ramach innych narzędzi nadzoru gospodarczego (art. 1 i 2 rozporządzenia (UE) nr 1176/2011).*

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

*W niniejszym sprawozdaniu wskazano państwa członkowskie, w odniesieniu do których należy przeprowadzić szczegółowe oceny sytuacji, aby sprawdzić, czy występują w nich zakłócenia równowagi wymagające działań politycznych (art. 5 rozporządzenia (UE) nr 1176/2011). Komisja przygotowuje następnie szczegółowe oceny sytuacji w odniesieniu do wskazanych państw członkowskich, uwzględniając przy tym dyskusje nad sprawozdaniem przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania prowadzone z Parlamentem Europejskim oraz w Radzie i na forum Eurogrupy. Szczegółowe oceny sytuacji zostaną opublikowane wiosną 2022 r. i będą stanowić podstawę dokonywanej przez Komisję oceny dotyczącej występowania i natężenia zakłóceń równowagi makroekonomicznej oraz określenia luk w polityce.*

## STRESZCZENIE

Niniejsze sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania jest drugim sprawozdaniem pod znakiem pandemii COVID-19, ponieważ gospodarka wychodzi z kryzysu, który pojawił się nagle i niespodziewanie w 2020 r. Pandemia COVID-19 spowodowała kryzys gospodarczy o wyjątkowej dotkliwości. Po zakłóceniach w pierwszej połowie 2020 r. szybko nastąpiła początkowa faza ożywienia gospodarczego, kiedy w całej Europie złagodzone środki powstrzymujące rozprzestrzenianie się wirusa. Wprowadzenie szczepionek oznaczało zmianę perspektyw gospodarczych na lepsze. Chociaż różnice między państwami członkowskimi nadal istnieją, starania, by zaradzić bezpośrednim skutkom wstrząsu gospodarczego, przynoszą efekty. Pomyślne wprowadzenie szczepień, któremu towarzyszyła skuteczna i ukierunkowana strategia powstrzymywania rozprzestrzeniania się wirusa, doprowadziło do silniejszego ożywienia działalności gospodarczej od wiosny 2021 r., a koordynacja polityki gospodarczej została ukierunkowana na tworzenie podstaw dla solidnej odbudowy sprzyjającej włączeniu społecznemu oraz osiągnięcia większej odporności. Według prognozy gospodarczej Komisji z jesieni 2021 r. większość państw członkowskich ma do końca 2021 r. zbliżyć się do poziomu produkcji sprzed kryzysu, a tylko kilka państw powróci do tego poziomu w przyszłym roku.

**Pandemia wystąpiła w momencie, gdy większość zakłóceń równowagi była w toku korekty, której sprzyjały korzystne warunki makroekonomiczne, a jednocześnie pojawiały się nowe ryzyka związane z oznakami przegrzania.** Dłuższy okres wzrostu gospodarczego trwający przez większą część minionej dekady ułatwił stopniową korektę zakłóceń. Były one związane z wysokimi wskaźnikami relacji zadłużenia sektora prywatnego i długu publicznego do PKB – następstw zarówno światowego kryzysu finansowego, jak i poprzedzającego go narastania zakłóceń. Skorygowano również duże deficyty obrotów bieżących i gwałtowny wzrost akcji kredytowej, co doprowadziło do stopniowej redukcji zadłużenia zewnętrznego i do wzmocnienia systemów bankowych. W ostatnich latach w pewnych sektorach w niektórych państwach pojawiły się wyzwania i ryzyka związane z oznakami przegrzania po stałym wzroście gospodarczym, występujące głównie na poziomie cen nieruchomości mieszkalnych i konkurencyjności kosztowej, zwłaszcza w państwach, w których wzrost gospodarczy był bardziej dynamiczny.

**Pandemia przerwała redukcję relacji długu do PKB, tempo wzrostu cen nieruchomości mieszkalnych natomiast wzrosło, co wskazuje na ogólne nasilanie się ryzyk makroekonomicznych.** Pogłębiły się zakłócenia równowagi związane z wysokim długiem publicznym i zadłużeniem sektora prywatnego, wynikające z gwałtownego spadku PKB i wpływu budżetowego niezbędnych środków wprowadzonych w celu zaradzenia kryzysowi związanemu z COVID-19, chroniących zdolności produkcyjne i ograniczających skutki dla zatrudnienia i społeczeństwa. Tempo wzrostu cen nieruchomości mieszkalnych, które już wcześniej było dynamiczne, jeszcze bardziej się nasiliło, tak że w szeregu państw ceny te stanowią ryzyko, w szczególności tam, gdzie towarzyszy im znaczny wzrost długu hipotecznego. Dzięki wysokim współczynnikom kapitałowym i wysokim zabezpieczeniom przed utratą płynności banki były w stanie nadal udzielać kredytów gospodarce. W sektorze bankowym mogą jednak wystąpić efekty drugiej rundy, gdy środki ochronne zostaną zniesione, a długoterminowy wpływ pandemii na wypłacalność przedsiębiorstw będzie odbijać się na gospodarce. W państwach zależnych od dochodów z turystyki transgranicznej pogorszyły się rachunki zewnętrzne. Rozszerzone wsparcie polityczne pomogło ograniczyć bezrobocie i ustabilizowało dochody gospodarstw domowych. W miarę umacniania się ożywienia gospodarczego w niektórych państwach pojawiają się niedobory siły roboczej i presja kosztowa, a w szeregu państw przewidywany jest znaczny wzrost płac.

**Szybka i skoordynowana reakcja polityczna na pandemię złagodziła jej skutki gospodarcze, a Instrument na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności (RRF) daje wyjątkową okazję do tego, by gospodarka wyszła z kryzysu silniejsza.** Tuż po wybuchu pandemii uruchomiono ogólną klauzulę wyjścia w ramach paktu stabilności i wzrostu, wspierając krajowe środki polityki fiskalnej. Porozumienie w sprawie tymczasowych ram pomocy państwa umożliwiło państwom członkowskim wykorzystanie pełnej elastyczności przewidzianej w zasadach pomocy państwa. Europejski instrument tymczasowego wsparcia w celu zmniejszenia zagrożeń związanych z bezrobociem w sytuacji nadzwyczajnej (SURE) przyczynił się do ochrony miejsc pracy. Rządy zapewniły bezprecedensowe wsparcie budżetowe i polityczne, a Europejski Bank Centralny (EBC) wdrożył szeroką gamę środków, aby utrzymać

stabilność finansową i zapewnić sprawne funkcjonowanie rynków finansowych. W miarę postępu ożywienia gospodarczego skuteczna realizacja reform oraz inwestycje w plany odbudowy i zwiększania odporności (RRP) pomogą wspierać trwałą odbudowę, zwiększą odporność oraz przyspieszą zieloną i cyfrową transformację w UE. Wdrożenie RRP może przyczynić się do zmniejszenia zakłóceń równowagi i ograniczyć ryzyka makroekonomiczne. Plany te stanowią wyjątkową okazję do skierowania państw członkowskich najbardziej dotkniętych kryzysem związanym z COVID-19 na ścieżkę trwałego, wyższego wzrostu gospodarczego, co będzie sprzyjać tworzeniu miejsc pracy, poprawi długookresową zdolność do obsługi długu i pomoże przywrócić równowagę całej gospodarki europejskiej.

**Przekrojącą analizę przedstawioną w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzeżenia można podsumować następująco:**

- **Kryzys związany z COVID-19 tymczasowo wpłynął na pozycje zewnętrzne, ale nie zmienił zasadniczo tendencji w zakresie sald obrotów bieżących.** W państwach z rozwiniętym sektorem turystyki transgranicznej odnotowano na ogół wyraźny wzrost deficytu obrotów bieżących lub zmniejszenie ich niewielkich nadwyżek. Oczekuje się, że wraz z ożywieniem w branży turystycznej nastąpi stopniowa korekta tej sytuacji. Niektóre z dużych nadwyżek obrotów bieżących zmniejszyły się umiarkowanie w 2020 r., doprowadzając saldo obrotów bieżących dla całej strefy euro do stanu zgodnego z fundamentalnymi parametrami gospodarczymi. Dane za pierwsze półrocze 2021 r. wskazują jednak na wyraźny wzrost nadwyżki obrotów bieżących strefy euro, spowodowany głównie wyższym saldem handlu usługami. Obecnie prognozuje się, że w 2021 r. saldo obrotów bieżących strefy euro powróci do poziomu z 2019 r., co odzwierciedla utrzymujący się stłumiony popyt krajowy. Ogólnie rzecz biorąc, największe zmiany na saldach obrotów bieżących dotyczyły składu: we wszystkich państwach członkowskich sektor prywatny zwiększył stan oszczędności netto, podczas gdy wierzytelności netto sektora instytucji rządowych i samorządowych wyraźnie zmalały ze względu na wpływ pandemii COVID-19 i środków wprowadzonych w celu jego złagodzenia. Szereg państw członkowskich z dużą ujemną międzynarodową pozycją inwestycyjną netto (MPI netto) odnotowało pogorszenie salda obrotów bieżących w 2020 r., ale przewiduje się, że wpływ na ich relację MPI netto do PKB będzie stopniowo odwracał się.
- **Zakłócenie działalności gospodarczej w 2020 r. doprowadziło do dużego wzrostu jednostkowych kosztów pracy, który według oczekiwań zostanie częściowo odwrócony w miarę ożywienia gospodarczego, jednak w szeregu przypadków pojawiają się niedobory siły roboczej i presja kosztowa.** Jednostkowe koszty pracy wzrosły w całej UE wskutek stabilności liczby pracowników mimo gwałtownie malejącej produkcji, co było możliwe dzięki różnym publicznym inicjatywom na rzecz utrzymania miejsc pracy, w szczególności mechanizmom zmniejszonego wymiaru czasu pracy, w których preferowano raczej zmniejszenie liczby godzin pracy niż ograniczenie zatrudnienia. Efekty te znajdują odzwierciedlenie w przejściowych spadkach ogólnej wydajności pracy w 2020 r. Wraz z ożywieniem gospodarczym wydajność powoli wzrasta i częściowo niweluje straty wynikające z jednostkowych kosztów pracy. Aczkolwiek w niektórych państwach wzrost płac czasami powraca do tendencji sprzed pandemii. Sytuacja na rynku pracy różni się jednak w poszczególnych sektorach i państwach, a podczas gdy w niektórych przypadkach zatrudnienie zasadniczo powróciło do poziomu sprzed kryzysu, w innych nadal istnieją znaczne różnice. W pewnych przypadkach zwiększona realokacja między miejscami pracy, przedsiębiorstwami i sektorami może być kontynuowana w okresie ożywienia gospodarczego i może prowadzić do pewnych trwałych zmian pod względem zdolności produkcyjnej państw. W niektórych innych przypadkach pojawiają się niedobory siły roboczej, szczególnie w państwach mniej dotkniętych kryzysem i w warunkach zwiększonego popytu. W połączeniu z innymi czynnikami, takimi jak szybko rosnące ceny energii, presja kosztowa może stać się znacząca i stanowić ryzyko w przyszłości.
- **Szereg środków z zakresu polityki pozwoliło utrzymać miejsca pracy i zdolność produkcyjną w czasie kryzysu dzięki wspieraniu płynności i wypłacalności sektora prywatnego.** Środki wsparcia, takie jak moratoria na spłatę długu i rządowe gwarancje kredytowe, pomogły uniknąć sytuacji, w której niedobory płynności sektora prywatnego przekształciłyby się w problemy z wypłacalnością na początku kryzysu związanego z COVID-19. Moratoria umożliwiły opóźnienie spłaty długu, zwiększając saldo zadłużenia nominalnego i związane z nim obciążenie odsetkami. Wraz ze stopniowym wycofywaniem tych środków mogą pojawić się ewentualne trudności ze spłatą, zwłaszcza w sektorach, które bardziej ucierpiały wskutek kryzysu, i wśród przedsiębiorstw już

wcześniej podatnych na zagrożenia. W wielu państwach wzrostowi zadłużenia zarówno przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych towarzyszyło zwiększenie oszczędności netto.

- **W 2020 r. zadłużenie przedsiębiorstw wzrosło w większości państw UE, niekiedy gwałtownie.** Nowe zadłużenie na pokrycie nagłych strat dochodów i niedoborów płynności wynikających z pandemii przyczyniło się do wzrostu relacji zadłużenia przedsiębiorstw do PKB, co nałożyło się na skutki ostrej recesji. Choć do początku 2021 r. miały miejsce znacznie zwiększone przepływy kredytowe netto, ich niedawne ograniczenie może być zarówno oznaką niższego popytu, który może być powiązany z korzystaniem przez przedsiębiorstwa z nagromadzonej płynności, jak i niższej podaży kredytów.
- **Tempo zaciągania kredytów i pożyczek przez gospodarstwa domowe wzrosło w miarę umacniania się ożywienia gospodarczego.** W 2020 r. wzrost relacji zadłużenia gospodarstw domowych do PKB wynikał głównie z dużego spadku PKB. Przepływy kredytowe w szczytowym okresie pandemii były ograniczone, głównie ze względu na gwałtowny spadek kredytów konsumpcyjnych. Jednocześnie w obliczu dużej aktywności na rynku nieruchomości i rosnących cen nieruchomości mieszkalnych wiele państw odnotowało wzrost akcji kredytowej związanej z udzielaniem kredytów hipotecznych. Od początku 2021 r. przepływy kredytowe netto w szeregu państw wzrosły wraz z postępującym ożywieniem gospodarczym.
- **Kryzys związany z COVID-19 i środki przedsięwzięte przez rządy w celu jego złagodzenia miały istotny wpływ na dług publiczny.** Istotne szeroko zakrojone wsparcie udzielone przez rządy przyczyniło się do przekierowania części negatywnych skutków gospodarczych pandemii z gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, chroniąc miejsca pracy i potencjał wzrostu gospodarczego. Relacja długu publicznego do PKB bardziej wzrosła w państwach, które w nieproporcjonalnie dużym stopniu ucierpiały wskutek recesji, głównie ze względu na ich sektory turystyki. Oczekuje się, że relacja długu do PKB ustabilizuje się wraz z ożywieniem gospodarczym – w niektórych przypadkach wskaźniki te zaczęły już maleć, jednak ogólnie rządy wychodzą z tego kryzysu z wyraźnie wyższym zadłużeniem. Wspierający kurs polityki fiskalnej i środki z zakresu polityki pieniężnej wzajemnie się wzmacniały w utrzymaniu zaufania i stabilności. Warunki zaciągania kredytów i pożyczek przez rządy pozostały korzystne pomimo zwiększonych potrzeb finansowych państw, zarówno z powodu środków z zakresu polityki pieniężnej, jak i czynników długoterminowych, takich jak nadwyżka oszczędności nad inwestycjami w strefie euro. W związku z kształtowaniem się inflacji koszty finansowania zewnętrznego nieznacznie wzrosły, lecz ogólnie pozostają na niskim poziomie. Koszty finansowania zewnętrznego wzrosły nieco bardziej w przypadku pewnych państw członkowskich spoza strefy euro, które stosują płynne kursy walutowe. Niektóre z nich mają istotny odsetek długu denominowanego w walucie obcej lub stosunkowo krótkie terminy zapadalności długu.
- **Pandemii towarzyszyło dalsze przyspieszenie wzrostu cen nieruchomości mieszkalnych.** Po latach tendencji wzrostowej wzrost cen nieruchomości mieszkalnych jeszcze bardziej przyspieszył w 2020 r. i w pierwszej połowie 2021 r. – ceny te osiągnęły najszybsze tempo wzrostu od czasu światowego kryzysu finansowego. W różnych państwach UE istnieje ryzyko zawyżenia cen. Budzi to niepokój szczególnie tam, gdzie zadłużenie gospodarstw domowych jest wysokie lub szybko rośnie. Wzrost cen nieruchomości mieszkalnych był napędzany przez różne czynniki zwiększające popyt i ograniczające podaż. Ograniczenia podaży występowały już przed pandemią, a obostrzenia tymczasowo je nasiliły. Pandemia mogła doprowadzić do pewnych zmian strukturalnych w popycie na nieruchomości mieszkalne, ponieważ przejście w większym stopniu na pracę zdalną może zmienić preferencje geograficzne. Warunki finansowe były akomodacyjne i ogólnie prawdopodobnie będą nadal sprzyjać zwiększonemu popytowi na nieruchomości mieszkalne, podczas gdy rosnące wraz z ożywieniem gospodarczym dochody gospodarstw domowych prawdopodobnie będą podtrzymywać dalszy wzrost cen tych nieruchomości.
- **Sektor bankowy utrzymał wysokie współczynniki kapitałowe, ale rentowność spadła w 2020 r., a pełny wpływ kryzysu na bilanse banków może być widoczny dopiero z opóźnieniem.** Sytuacja w sektorze bankowym znacznie się poprawiła od czasu światowego kryzysu finansowego dzięki wyposażeniu w kapitał w latach przed pandemią, a współczynniki kapitałowe w 2020 r. jeszcze bardziej wzrosły, między innymi wskutek tymczasowych ograniczeń regulacyjnych dotyczących



wypłaty dywidend. Wpływ kryzysu związanego z COVID-19 na sektor bankowy był ograniczony dzięki wzmocnieniu tego sektora osiągniętemu po kryzysie finansowym oraz dzięki szeroko zakrojonym tymczasowym środkom z zakresu polityki, takim jak gwarancje kredytowe, moratoria na spłatę długu lub tymczasowe złagodzenie przepisów. Liczba kredytów zagrożonych w 2020 r. nadal malała, zwłaszcza w państwach, w których były one znaczne i w których banki pozbywały się aktywów zastanych. Nadal istnieje jednak utrzymujący się od dawna problem niskiej rentowności. Ponadto pełny wpływ kryzysu na jakość aktywów, rentowność i wyposażenie w kapitał może się jeszcze urzeczywistnić po wycofaniu środków z zakresu polityki. Należy ściśle monitorować potencjalne więzi między bankami, państwami i sektorem przedsiębiorstw.

**Chociaż wpływ pandemii złagodzą dzięki zdecydowanym działaniom w ramach polityki, to jednak pandemia pogłębiła rozbieżności między państwami strefy euro.** Państwa członkowskie ze znaczącym sektorem turystyki transgranicznej były najbardziej narażone na skutki gospodarcze pandemii COVID-19, co spowodowało zróżnicowane skutki dla zatrudnienia i wzrostu gospodarczego. Ponieważ państwa te charakteryzowały się również stosunkowo dużym długiem publicznym, zadłużeniem sektora prywatnego lub zadłużeniem zewnętrznym, doprowadziło to do większego rozproszenia zadłużenia w strefie euro. Niektóre z tych prawidłowości są związane z czynnikami przejściowymi, takimi jak wpływ ograniczeń związanych z podróżą, lecz mimo powodzenia zdecydowanych działań w ramach polityki w ograniczaniu pogłębiania się różnic gospodarczych i społecznych kryzys grozi pozostawieniem następstw i utrwaleniem rozbieżności.

**W całej strefie euro utrzymuje się duża nadwyżka obrotów bieżących, co świadczy o tym, że istnieje możliwość podtrzymania ożywienia gospodarczego w strefie euro na poziomie zagregowanym.** Przyczyniłoby się to również do szybszego zmniejszenia zakłóceń równowagi. Saldo obrotów bieżących całej strefy czasowo obniżyło się do poziomu zbliżonego do fundamentalnych parametrów gospodarczych, ale przewiduje się, że powróci do poziomu sprzed kryzysu powyżej tych parametrów. Wyniki na szczeblu państw członkowskich bardzo się różnią. Przywracanie równowagi zewnętrznej w strefie euro jest tym bardziej istotne ze względu na ograniczone możliwości dodatkowego wsparcia pieniężnego na podtrzymanie popytu.

**W świetle wzajemnych powiązań między gospodarkami strefy euro potrzebna jest odpowiednia kombinacja polityk makroekonomicznych we wszystkich państwach członkowskich, aby utrzymać ożywienie gospodarcze, a jednocześnie korygować zakłócenia równowagi i przeciwdziałać pojawiającym się ryzykom.** Ekspansja gospodarcza w państwach będących wierzycielami netto strefy euro, również oparta na sprzyjających warunkach popytowych, byłaby korzystna nie tylko dla tych państw, lecz także dla państw będących dłużnikami netto, ponieważ wyższy wzrost w strefie euro wspiera wzrost i zmniejszenie zadłużenia, jak również poprawę pozycji zewnętrznych w tej drugiej grupie krajów. W tym względzie pomocne byłoby wycofanie nadzwyczajnego wsparcia politycznego wprowadzonego w czasie kryzysu, dostosowanego do konieczności dokonywania korekt. Wyraźna i trwała poprawa wydajności i konkurencyjności w państwach będących dłużnikami netto przyczyniłaby się również do przywracania równowagi zewnętrznej i pomogłaby obniżyć poziom zadłużenia. Sprawne wykorzystanie instrumentów wprowadzonych na poziomie strefy euro i całej UE przy jednoczesnej skutecznej realizacji niezbędnych reform i inwestycji wspierałoby trwałe ożywienie gospodarcze i wzmacniało odporność, w tym przez przeciwdziałanie zakłóceniom równowagi i pojawiającym się ryzykom. Niezwykle ważną rolę będzie odgrywać pełna absorpcja środków dostępnych w Next Generation EU i wieloletnich ramach finansowych (WRF) oraz wykorzystanie ich w jak najbardziej produktywny sposób. Zmaksymalizowałyby to skutki gospodarcze tych środków i przyczyniłoby się do zrównoważonego wzrostu.

**Pełny wpływ pandemii na zakłócenia równowagi będzie widoczny dopiero z opóźnieniem, ponieważ mogą wystąpić efekty drugiej rundy.** W sektorze przedsiębiorstw nadal występują zagrożenia finansowe wynikające z wyczerpania kapitału własnego wskutek długotrwałych strat i wysokiego zadłużenia. Niektóre przedsiębiorstwa mogą ucieść wskutek zmian strukturalnych, które wymagają dostosowania ich modeli biznesowych. Wygaśnięcie środków wsparcia może doprowadzić do wzrostu liczby kredytów zagrożonych i upadłości co najmniej w sektorach najbardziej dotkniętych kryzysem związanym z COVID-19 oraz wśród przedsiębiorstw, które były podatne na zagrożenia przed kryzysem. Zanim takie skutki się urzeczywistnią, może upłynąć trochę czasu, w zależności od tego, jakiego rodzaju zwłoka może być udzielana niewypłacalnym kredytobiorcom. Możliwość likwidowania istniejącej utraty

wartości w drodze postępowania upadłościowego jest ważna dla zapewnienia udzielania nowych kredytów w gospodarce. Udzielanie przez rząd gwarancji na pożyczki i kredyty dla przedsiębiorstw przyczynia się do utrzymania rentowności tych podmiotów, ale jeśli gwarancje te są znaczne, może również prowadzić do powstania więzi między sektorem przedsiębiorstw a sektorem instytucji rządowych i samorządowych, wpływającej też na banki. Istnieje ryzyko, że słabości bilansów przedsiębiorstw mogą mieć wpływ na rynek pracy, a tym samym na zdolność niektórych gospodarstw domowych do spłacania pożyczek i kredytów. Silny wzrost akcji kredytowej w segmencie hipotecznym jest dodatkowym czynnikiem ryzyka, szczególnie w przypadku korekty na rynkach mieszkaniowych. Podobnie dalsze pogarszanie się cen aktywów w postaci nieruchomości komercyjnych również może osłabić sektor finansowy.

**Warunki finansowania będą miały wpływ na rozwój zakłóceń równowagi.** Niskie stopy procentowe umożliwiły rządowi, przedsiębiorstwom i gospodarstwom domowym większe zadłużenie się i zamortyzowanie skutków pandemii, aby chronić miejsca pracy i zdolność produkcyjną. Wzrost stóp procentowych zwiększyłby koszty finansowania długu zarówno w sektorze publicznym, jak i prywatnym, zwiększając ryzyko tam, gdzie potrzeby w zakresie finansowania są duże. Od początku 2021 r. inflacja znacznie wzrosła w strefie euro i w wielu innych rozwiniętych gospodarkach. Chociaż wydaje się, że czynniki decydujące o tym wzroście inflacji, w tym gwałtownym wzroście cen energii, są w większości przejściowe, istnieje ryzyko, że mogą nie być tak krótkotrwałe. Dopóki warunki finansowania nie zostaną zaostrzone, wyższa inflacja może obniżyć poziom zadłużenia. Przedłużający się wzrost inflacji może jednak doprowadzić do zaostrzenia warunków finansowania i wyższych kosztów finansowania zewnętrznego.

**Rozwój sytuacji na rynkach mieszkaniowych wymaga ścisłego monitorowania.** Wysokie ceny nieruchomości mieszkalnych stanowią ryzyko, zwłaszcza w połączeniu z wysokim zadłużeniem gospodarstw domowych, do czego dochodzą niepewne dostosowania na rynku pracy. Stwarza to ryzyko dla zdolności gospodarstw domowych do wywiązywania się z ich zobowiązań hipotecznych. Wyższe stopy procentowe mogłyby wywierać dodatkową presję na zdolność do spłaty kredytów hipotecznych, co miałoby również wpływ na sektor bankowy. Dalszy wzrost cen w miarę postępującego ożywienia gospodarczego może przyczynić się do presji na wzrost płac i doprowadzić do zwiększenia liczby zaciąganych kredytów hipotecznych. Przystępność cen nieruchomości mieszkalnych pogorszyła się w ostatnich latach, co ma potencjalnie niekorzystne konsekwencje makroekonomiczne, związane z niższym spożyciem prywatnym i mniejszą mobilnością pracowników oraz przekierowaniem kredytów z inwestycji zwiększających wydajność.

**Obniżenie wysokiego poziomu zarówno długu publicznego, jak i zadłużenia sektora prywatnego zależy przede wszystkim od tego, czy ożywienie gospodarcze przekształci się w trwałą ekspansję, co wymaga inwestycji produkcyjnych.** Trwałe ożywienie gospodarcze zależy od wspierającego kursu polityki i odpowiednio zaplanowanego w czasie wycofania nadzwyczajnego wsparcia politycznego wprowadzonego podczas kryzysu. Trwała ekspansja gospodarcza zależy od wzmocnienia odporności gospodarczej i społecznej, co wymaga przeprowadzenia odpowiednich reform i inwestycji. Inwestycje zwiększające wydajność są potrzebne do pobudzania wzrostu gospodarczego w perspektywie średniookresowej oraz do wspierania przekształceń strukturalnych, które są niezbędne do przeprowadzenia zielonej i cyfrowej transformacji w sytuacji zmian demograficznych. Jest to tym bardziej istotne, że wiele państw charakteryzuje się wysokim poziomem długu publicznego i zadłużenia sektora prywatnego oraz stosunkowo niskim potencjalnym wzrostem gospodarczym, co utrudnia obniżenie wysokiego poziomu zadłużenia. W sytuacji wysokiego poziomu długu publicznego konieczna jest poprawa struktury dochodów i wydatków, aby stworzyć przestrzeń, w ramach której realizowane są inwestycje publiczne, ponieważ zmniejszenie zadłużenia za pomocą wiarygodnej strategii korekty fiskalnej jest również konieczne do zapewnienia przestrzeni na potrzeby reagowania na wszelkie przyszłe kryzysy. Jednocześnie inwestycje prywatne mogą być hamowane przez potrzeby przedsiębiorstw w zakresie zmniejszenia zadłużenia. Skuteczna realizacja planów odbudowy i zwiększania odporności ma do odegrania ważną rolę we wspieraniu inwestycji publicznych i prywatnych, pomagając w ten sposób przezwyciężyć długoterminowe skutki pandemii oraz umożliwiając osiągnięcie silniejszego wzrostu gospodarczego i większej odporności. Nowy RRF w połączeniu z europejskimi funduszami strukturalnymi i inwestycyjnymi posłuży do upowszechniania ożywienia gospodarczego obejmującego wiele inwestycji, a ich skuteczna realizacja sprawi, że gospodarka UE będzie bardziej zrównoważona,



sprzyjająca włączeniu społecznemu, odporna i lepiej przygotowana na zieloną i cyfrową transformację zgodnie z celami Unii w tym zakresie.

**Pandemia uwypukliła pozytywną rolę antycyklicznej dyskrecjonalnej polityki fiskalnej, wspierającej polityki pieniężnej i koordynacji europejskiej w reagowaniu na kryzys gospodarczy.** Kryzys związany z COVID-19 pokazał, że znaczące dyskrecjonalne reakcje fiskalne mogą skutecznie złagodzić bezpośrednie skutki dużego wstrząsu i skutecznie uutorować drogę do szybkiego odbicia. Bezpośredni wysiłek fiskalny na szczeblu krajowym został wzmocniony wykorzystaniem elastyczności istniejącej w ramach regulacyjnych UE. Zbiorowa reakcja podbudowała zaufanie. Środki z zakresu polityki pieniężnej przyczyniły się do utrzymania korzystnych warunków finansowania dla wszystkich sektorów gospodarki przez cały okres trwania pandemii, wspierając aktywność gospodarczą i zapewniając stabilność cen w perspektywie średnioterminowej. Wzajemnie wzmacniające się efekty polityki fiskalnej i pieniężnej miały kluczowe znaczenie dla zamortyzowania wpływu kryzysu i dla wsparcia ożywienia gospodarczego. Chociaż oczekuje się, że polityka pieniężna w nadchodzących latach pozostanie akomodacyjna, niskie stopy procentowe i niedawny wzrost inflacji ograniczają możliwości dalszego poluzowania polityki pieniężnej. W związku z tym konieczne może być utrzymanie stabilizacyjnej roli polityki fiskalnej na wypadek ryzyka pogorszenia, podczas gdy rozważna polityka budżetowa w normalnych czasach wzbudza zaufanie do skuteczności polityki budżetowej w czasach kryzysu.

**Zapobieganie zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowanie pozostaje kwestią zasadniczą.** Po pierwsze, słabe ożywienie gospodarcze może spowodować wzrost liczby bankructw przedsiębiorstw prowadzących do utraty miejsc pracy, a także zwiększone zapotrzebowanie na związane z kryzysem gwarancje na pożyczki i kredyty dla przedsiębiorstw oraz ograniczenie inwestycji. Po drugie, niekorzystny rozwój sytuacji gospodarczej może pogłębić więzi bank–państwo. Po trzecie, gwałtownie rosnące ceny aktywów i nieruchomości mieszkalnych mogą zwiększyć podatność sektora gospodarstw domowych na zagrożenia ze względu na niezrównoważony wzrost cen aktywów. Ryzyka te mogą negatywnie wpłynąć na długookresową zdolność do obsługi długu publicznego oraz ograniczyć możliwości reagowania polityki fiskalnej na przyszłe wyzwania. Likwidacja narosłych podatności na zagrożenia pomoże również utrwalić ożywienie gospodarcze i wzmocnić długoterminowy wzrost gospodarczy. Do zwiększenia skuteczności wspólnej polityki pieniężnej przyczynią się bardziej podobne struktury gospodarcze i bardziej zsynchronizowane cykle koniunkturalne.

**Upowszechniając ożywienie gospodarcze obejmujące wiele inwestycji, RRF przyczyni się do stabilności makroekonomicznej.** Skuteczna realizacja planów odbudowy i zwiększania odporności sprawi, że gospodarka UE będzie bardziej zrównoważona, sprzyjająca włączeniu społecznemu, odporna i lepiej przygotowana na zieloną i cyfrową transformację. Pomoże to również ograniczyć ryzyko rozbieżności w UE, ponieważ dotacje w ramach RRF są kierowane do państw członkowskich o niższym PKB na mieszkańca, wyższym bezrobociu i najbardziej dotkniętych kryzysem związanym z COVID-19. Ponadto, inaczej niż miało to miejsce w latach po światowym kryzysie finansowym, wyższe inwestycje publiczne przyczynią się do ożywienia gospodarczego po pandemii. Dotacje z RRF sfinansują wysokiej jakości projekty inwestycyjne i umożliwią reformy zwiększające wydajność, nie powodując przy tym wzrostu krajowych wskaźników deficytu i zadłużenia. Szacuje się, że te dotacje i inne unijne źródła finansowania zwiększą inwestycje publiczne w państwach członkowskich średnio o około 0,5 % PKB rocznie w latach 2021 i 2022.

**Zapobieganie zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowanie zwiększa zdolność państw członkowskich do reagowania na wstrząsy i wspiera konwergencję gospodarczą.** Likwidacja narosłych podatności na zagrożenia lub zapobieganie im przyczynią się do utrwalenia ożywienia gospodarczego i wzmocnienia długoterminowego wzrostu gospodarczego. Państwa, w których istnieją zakłócenia równowagi, muszą powrócić na ścieżkę korekty sprzed pandemii, w czym pomocne będą polityki mające na celu wzmocnienie potencjalnego wzrostu gospodarczego. Zmniejszenie zakłóceń równowagi może również przynieść pozytywne skutki uboczne w innych państwach. Głębsza integracja gospodarcza i finansowa oraz bardziej zsynchronizowane cykle koniunkturalne przyczynią się do zwiększenia skuteczności wspólnej polityki pieniężnej, zwłaszcza w przypadku państw należących do strefy euro, umożliwiając jej lepsze reagowanie na przyszłe wyzwania.

**W niniejszym sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania stwierdza się, że przeprowadzenie szczegółowej oceny sytuacji jest uzasadnione w przypadku 12 państw członkowskich: Chorwacji, Cypru, Francji, Niemiec, Grecji, Irlandii, Włoch, Niderlandów, Portugalii, Rumunii, Hiszpanii i Szwecji.** Te państwa członkowskie poddano szczegółowej ocenie sytuacji w poprzednim rocznym cyklu nadzoru w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej i stwierdzono, że występują w nich zakłócenia (Chorwacja, Francja, Niemcy, Irlandia, Niderlandy, Portugalia, Rumunia, Hiszpania i Szwecja) lub nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej (Cypr, Grecja i Włochy). W nowych szczegółowych ocenach sytuacji przeanalizowane zostanie, jak powstały te zakłócenia równowagi, oraz ich powaga, rozwój i reakcja polityczna ze strony państw członkowskich – aby zaktualizować obecne oceny i oszacować ewentualne pozostałe potrzeby w zakresie polityki. W sekcji 3 przedstawiono podsumowanie rozwoju tych zakłóceń równowagi, a w sekcji 4 omówiono informacje dotyczące poszczególnych państw.

**Ponadto w szeregu państw członkowskich, których nie poddano szczegółowej ocenie sytuacji w poprzednim cyklu, odnotowano zmiany, które zasługują na szczególną uwagę. Słowacja** charakteryzuje się silnym wzrostem cen nieruchomości mieszkalnych oraz trwałym, choć spowalniającym wzrostem pod względem zaciągania kredytów i pożyczek przez gospodarstwa domowe. Eksport jest wyraźnie skoncentrowany w kilku określonych sektorach i nastąpiła utrata konkurencyjności kosztowej, ale jak dotąd nie odnotowano niekorzystnego wpływu na udziały w rynkach eksportowych. W przypadku **Węgier** należy zwrócić uwagę na wzajemne zależności między zaciąganiem kredytów i pożyczek przez sektor instytucji rządowych i samorządowych a finansowaniem zewnętrznym w kontekście znacznej ekspozycji dłużnej w walucie obcej. Wzrost cen nieruchomości mieszkalnych był silny. Presja na konkurencyjność kosztową rośnie, ale jak dotąd nie odnotowano niekorzystnego wpływu na udziały w rynkach eksportowych.

**Istnieje również potrzeba monitorowania rozwoju ryzyka – w wielu przypadkach związanego z rynkami mieszkaniowymi – w innych państwach członkowskich.** W przypadku Danii i Luksemburga rozwój sytuacji na rynku mieszkaniowym wskazuje na narastanie ryzyk. Chociaż zmienione preferencje, sprzyjające warunki finansowe i ograniczenia podaży mogą podtrzymywać wzrost cen nieruchomości mieszkalnych, nie można wykluczyć ryzyka korekty w dół, mającej potencjalne konsekwencje dla szeroko rozumianej gospodarki. Czechy charakteryzują się silnym wzrostem cen nieruchomości mieszkalnych i utrzymującymi się utratami konkurencyjności kosztowej, które od kilku lat są znaczne. Na Malcie rosnące zadłużenie sektora prywatnego w połączeniu ze słabościami ram prawnych dotyczących niewypłacalności stwarzają szczególne podatności na zagrożenia. W ramach monitorowania i nadzoru należy uważnie śledzić rozwój sytuacji w tych sześciu państwach członkowskich i sprawdzać, czy jest on spójny ze stabilnością makroekonomiczną i jej sprzyja. Bilans ryzyk nie wskazuje obecnie na potrzebę przeprowadzania szczegółowej oceny sytuacji. Sekcja 4 zawiera więcej informacji na temat rozwoju sytuacji w poszczególnych państwach.

# 1. OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE I KSZTAŁTOWANIE SIĘ ZAKŁÓCEŃ RÓWNOWAGI W STREFIE EURO

## Kontekst gospodarczy

Niniejsze sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania przygotowano w kontekście gospodarczym pandemii COVID-19. Pierwszym skutkiem pandemii była ostra recesja, ponieważ ograniczenia mające na celu powstrzymanie rozprzestrzeniania się wirusa miały wyraźny wpływ na działalność gospodarczą w 2020 r. Doprowadziło to do obniżenia PKB o 5,9 % w UE i 6,4 % w strefie euro w 2020 r., przy czym między poszczególnymi państwami istnieją znaczne różnice. Niektóre państwa odnotowały spadki dwucyfrowe lub większe, a inne doświadczyły jedynie łagodnej recesji. Polepszająca się sytuacja zdrowotna umożliwiła złagodzenie ograniczeń od drugiego kwartału 2020 r., co stanowiło początek ożywienia gospodarczego. Poszczególne fale pandemii kształtowały nierównomierne ożywienie do początku 2021 r. Wprowadzenie szczepień, któremu towarzyszyła skuteczna i ukierunkowana strategia powstrzymywania rozprzestrzeniania się koronawirusa, jak również szeroko zakrojone środki wsparcia publicznego umożliwiły większą mobilność i silniejsze niż oczekiwano ożywienie działalności gospodarczej od wiosny 2021 r. W swojej prognozie gospodarczej z jesieni 2021 r. Komisja przewiduje ogółem wzrost PKB o 5 % zarówno w UE, jak i w strefie euro w 2021 r. oraz o 4,3 % w 2022 r. Według prognozy większość państw członkowskich ma do końca 2021 r. zbliżyć się do poziomu produkcji sprzed kryzysu, a tylko kilka państw powróci do tego poziomu w przyszłym roku (wykres 1.1 a) <sup>(1)</sup>.

**Chociaż wpływ pandemii złagodzone dzięki zdecydowanym działaniom w ramach polityki, to jednak pogłębiła ona rozbieżności między państwami strefy euro.** Odzwierciedla to nierównomierne skutki pandemii i różnice w strukturach gospodarczych. Ograniczenia miały większy negatywny wpływ na usługi wymagające intensywnych kontaktów niż na przetwórstwo przemysłowe. Doprowadziło to do znacznych rozbieżności w wynikach gospodarczych – zarówno w poszczególnych państwach, jak i między nimi. Kraje, w których sektor turystyki transgranicznej jest znaczący i na które ograniczenia mobilności miały szczególny wpływ, doświadczyły gwałtowniejszego niż przeciętnie spadku PKB oraz znacznego pogorszenia się rachunków zewnętrznych. Stało się tak w przypadku Grecji, Portugalii i Hiszpanii. Recesja również uderzyła mocno w państwa o wysokim zadłużeniu krajowym, takie jak Francja i Włochy (zob. wykres 1.1 b). Zaliczają się one także do krajów o najwyższych poziomach zadłużenia sektora prywatnego, długu publicznego i zadłużenia zewnętrznego w UE. Przewiduje się, że w niektórych z tych państw ożywienie gospodarcze będzie wolniejsze.

**Wyjątkowa reakcja polityczna miała zasadnicze znaczenie dla złagodzenia skutków kryzysu związanego z COVID-19 i dla wsparcia ożywienia gospodarczego, a jednocześnie miała pozytywny wpływ na stabilność makroekonomiczną.** Rządy udzieliły bezprecedensowego wsparcia fiskalnego, aby chronić miejsca pracy i dochody oraz wspomagać przedsiębiorstwa, zmniejszając ryzyko ich upadłości. Przewidziano moratoria na zapłatę podatków i spłatę długów przez gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa, a także udzielono gwarancji rządowych na kredyty bankowe. W rezultacie w 2020 r. dochody do dyspozycji brutto gospodarstw domowych były zasadniczo stałe w całej UE pomimo wyraźnej recesji. Stopa bezrobocia w UE wzrosła zaledwie o 0,4 punktu procentowego, a liczba przypadków upadłości przedsiębiorstw była bardzo ograniczona, ponieważ znaczną część tego wpływu przejęły na siebie rządy.

**Bezprecedensowa koordynacja reakcji politycznych miała miejsce na szczęblu UE.** Tuż po wybuchu pandemii uruchomiono ogólną klauzulę wyjścia w ramach paktu stabilności i wzrostu, wspierając środki

<sup>(1)</sup> Komisja Europejska, Europejska prognoza gospodarcza – jesień 2021 r., Institutional Paper 160, listopad 2021 r. Zob. również Croitorov, O. i in. (2021), „The macroeconomic impact of the COVID-19 pandemic in the euro area” [„Wpływ makroekonomiczny pandemii COVID-19 w strefie euro”], *Kwartalne sprawozdanie na temat strefy euro*, DG ECFIN, Komisja Europejska, tom 20, nr 2, cz. I.

polityki fiskalnej. Porozumienie w sprawie tymczasowych ram pomocy państwa umożliwiło państwom członkowskim wykorzystanie pełnej elastyczności przewidzianej w zasadach pomocy państwa. Europejski instrument tymczasowego wsparcia w celu zmniejszenia zagrożeń związanych z bezrobociem w sytuacji nadzwyczajnej (SURE) przyczynił się do ochrony rynków pracy. W ramach inicjatyw inwestycyjnych w odpowiedzi na koronawirusa (CRII i CRII+) oraz REACT-EU uruchomiono fundusze polityki spójności i uzupełniono je w celu wsparcia sektora zdrowia publicznego, przedsiębiorstw i najsłabszych grup społecznych. Instrumenty finansowe zostały udostępnione w ramach Europejskiego Mechanizmu Stabilności i przez Europejski Bank Inwestycyjny. Skuteczna realizacja reform oraz Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności (RRF) pomoże sprawić, aby gospodarka UE była bardziej zrównoważona, sprzyjająca włączeniu społecznemu, odporna i lepiej przygotowana na zieloną i cyfrową transformację zgodnie z celami Unii w tym zakresie.

**Wspólne globalne działania z zakresu polityki pieniężnej doprowadziły do zapewnienia akomodacyjnych warunków finansowych.** Europejski Bank Centralny (EBC) wdrożył szeroką gamę środków, aby utrzymać stabilność finansową i zapewnić sprawne funkcjonowanie rynków finansowych. Zapewnił dodatkową płynność bankom, złagodził wymogi dotyczące zabezpieczeń i dokonał dużych dodatkowych zakupów aktywów sektora publicznego i sektora prywatnego. Akomodacyjny kurs polityki pieniężnej wspierał łagodne nastroje panujące na rynkach finansowych i pomógł uniknąć zapaści kredytowej, a wyceny na wielu rynkach obligacji i akcji przekroczyły poziomy sprzed pandemii. Wraz z czynnikami długoterminowymi, w tym m.in. nadwyżką oszczędności nad inwestycjami w strefie euro, wysoka płynność rynkowa zapewniała niskie koszty finansowania zewnętrznego pozyskiwanego przez państwa, w niektórych przypadkach nawet niższe niż przed wybuchem kryzysu, a spready w strefie euro zmniejszyły się. Oczekiwania dotyczące silnego ożywienia gospodarczego sprzyjały pozytywnym nastrojom na rynkach, wzmocnionym przez przełom w pracach nad szczepionkami jesienią 2020 r.

**Warunki finansowe pozostają na historycznie niskich poziomach, ale należy monitorować oznaki zaostrzenia.** Chociaż dochody z obligacji skarbowych nieznacznie wzrosły w 2021 r., zazwyczaj utrzymują się znacznie poniżej średnich historycznych. Rządy o najmocniejszych ratingach korzystają z ujemnych lub zbliżonych do zera stóp procentowych długu, podczas gdy w szeregu państw członkowskich, zwłaszcza spoza strefy euro, nastąpił pewien wzrost. Na rynkach obligacji korporacyjnych panowały łatwe, choć nieco zaostrzające się warunki finansowania, a oprocentowanie kredytów bankowych w UE było na rekordowo niskim poziomie lub do niego zbliżone. Kurs euro umocnił się w drugiej połowie 2020 r., a następnie nieco spadł, tę tendencję odzwierciedlały również kursy walut kilku państw spoza strefy euro.

**Inflacja wzrosła w 2021 r., ale oczekuje się, że wzrost ten będzie przeważnie przejściowy.** Inflacja ogólna w strefie euro wzrosła w ostatnich miesiącach do poziomu najwyższego w ciągu ostatniego dziesięciolecia po tym, jak przez prawie dekadę pozostawała na poziomie poniżej wartości docelowej. W szeregu państw członkowskich spoza strefy euro inflacja przekraczała wartości docelowe. Wzrost cen energii w znacznym stopniu przyczynił się do wzrostu inflacji, przy czym wzrost inflacji bazowej był mniejszy. Oczekuje się, że wzrost inflacji będzie przeważnie przejściowy, choć niekoniecznie krótkotrwały. Zniwelowanie pewnych tarć związanych z odchodzeniem od paliw kopalnych może potrwać. Ponowne otwarcie gospodarcze spowodowało wyraźny wzrost popytu, ale działalność jest ograniczona przez wąskie gardła w podaży. Prawdopodobne jest pewne przeniesienie rosnących kosztów na niektóre ceny konsumpcyjne, chociaż jego stopień jest niepewny, a mniejsze marże zysku mogą wchłonąć część tego wzrostu. Wydaje się, że ryzyko utrzymującej się dynamiki inflacji jest obecnie ograniczone, ponieważ oczekiwania inflacyjne w strefie euro pozostają dobrze ugruntowane i zasadniczo odzwierciedlają powrót do tendencji sprzed pandemii. Korekty strukturalne, w tym reakcja struktury spożycia na pandemię i niedobory wykwalifikowanej siły roboczej w określonych branżach, mogą jednak wpływać na ceny i płace względne, co może zwiększać wahania inflacji. Przedłużający się wzrost inflacji może prowadzić do zmian tempa normalizacji polityki pieniężnej oraz skutkować zaostrzeniem warunków finansowych i wyższymi kosztami finansowania zewnętrznego.

**Odbudowa gospodarki UE przebiega szybciej, niż się spodziewano, ale prognoza gospodarcza pozostaje niepewna.** W całej UE udane kampanie szczepień zmniejszyły potrzebę wprowadzania radykalnych środków powstrzymujących rozprzestrzenianie się przyszłych fal zakażeń. W skali globalnej ryzyka związane z pandemią pozostają istotne ze względu na niższe wskaźniki wprowadzenia szczepień. Handel nadal odbudowuje się po ograniczeniach spowodowanych pandemią i uległ stłumieniu wskutek

wąskich gardeł po stronie podaży, które mają wpływ na działalność wysoce zintegrowaną w globalnych łańcuchach wartości. Trwała reorientacja łańcuchów wartości generuje koszty i może wiązać się zarówno z ryzykiem, jak i z możliwościami dla państw UE. Spadek rentowności przedsiębiorstw i wzrost dźwigni finansowej przyczyniły się do ograniczenia inwestycji prywatnych. Może to osłabiać ożywienie gospodarcze i utrudniać zmniejszenie zadłużenia przedsiębiorstw. Wycofanie wsparcia politycznego może spowodować aktualizację wyceny ryzyka. Niepewność może zwiększyć zmienność na rynkach finansowych, co miałyby niekorzystny wpływ na ceny aktywów finansowych i nieruchomości, biorąc pod uwagę powszechne oddzielenie cen papierów wartościowych od fundamentalnych parametrów gospodarczych<sup>(2)</sup> <sup>(3)</sup> <sup>(4)</sup>. Jeżeli chodzi o ewentualny bardziej pozytywny scenariusz, szybsze postępy w kontrolowaniu pandemii na całym świecie oraz wdrażanie ambitnych i skoordynowanych reform i inwestycji w całej UE mogłyby umożliwić trwałe ożywienie gospodarcze.

**Silne ożywienie gospodarcze sprzyja stabilności makroekonomicznej, ale efekty drugiej rundy wynikające z recesji mogą nadejść z opóźnieniem i nadal stanowić ryzyko.** W warunkach silnego wzrostu PKB wysokie wskaźniki długu publicznego i zadłużenia sektora prywatnego, po wyraźnym wzroście odnotowanym w zeszłym roku, ustabilizowały się lub nieznacznie maleją w większości państw UE. Zlikwidowanie wsparcia politycznego nieuchronnie ujawni potencjalne podatności na zagrożenia w sektorach i obszarach najbardziej dotkniętych pandemią COVID-19. Zniesienie moratoriów na spłatę długu może doprowadzić do trudności w obsłudze zadłużenia dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych oraz do niewypłacalności przedsiębiorstw i wzrostu bezrobocia. Powiązania między długiem państwowym i zadłużeniem sektora prywatnego a sektorem finansowym stanowią mechanizm przenoszenia ryzyka. Pogorszenie się jakości aktywów sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz aktywów prywatnych może mieć wpływ na bilanse instytucji finansowych, których niska rentowność jeszcze bardziej zmalała pod wpływem pandemii. Trudności z obsługą zadłużenia mogą zmniejszyć inwestycje, dochody gospodarstw domowych i konsumpcję, hamując wzrost gospodarczy i osłabiając zmniejszanie zadłużenia. Pandemia doprowadziła do pogorszenia konkurencyjności kosztowej w szeregu państw, w których już przed kryzysem nastąpił silny wzrost kosztów pracy, mający według prognoz utrzymać się w niektórych przypadkach. Ceny nieruchomości mieszkalnych rosną w najszybszym tempie od ponad dziesięciu lat, przy czym w czasie pandemii wzrost ten był nieprzerwany lub nawet silniejszy. W przeciwieństwie do wzrostu zadłużenia ożywienie gospodarcze prawdopodobnie nie doprowadzi do korekty cen nieruchomości mieszkalnych, chociaż pewne krótkoterminowe trudności związane z podażą mogą się zmniejszyć. Rosnące ceny nieruchomości mieszkalnych stanowią zagrożenie dla stabilności makroekonomicznej, zwłaszcza gdy towarzyszy im wysokie zadłużenie gospodarstw domowych i silny wzrost akcji kredytowej. Pogarszająca się przystępność cen nieruchomości mieszkalnych może pociągać za sobą koszty ekonomiczne w postaci zmniejszenia konsumpcji i osłabienia mobilności pracowników. Jednocześnie korekty cen nieruchomości i innych aktywów mogą prowadzić do pogorszenia bilansów instytucji finansowych.

---

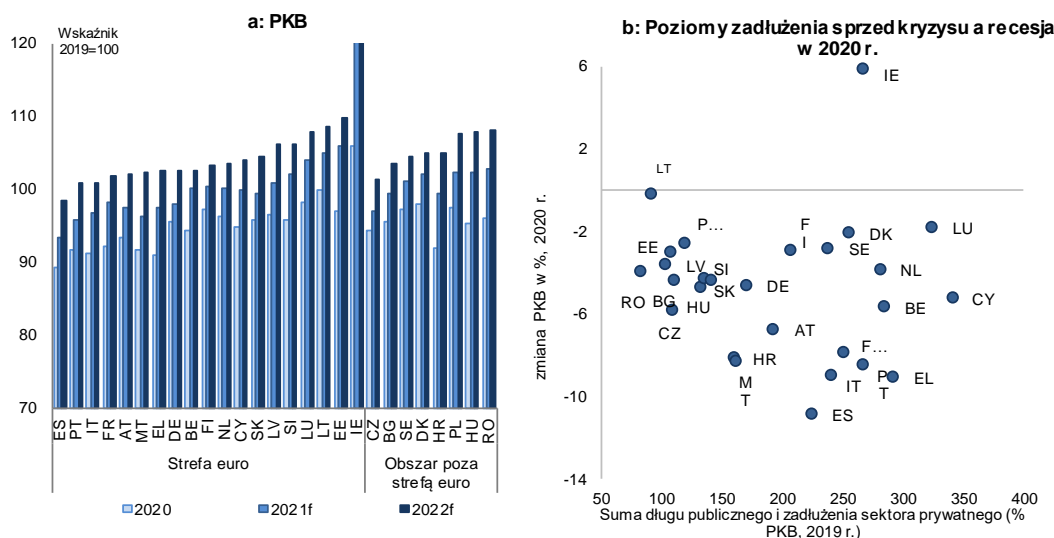
<sup>(2)</sup> Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (2021 r.), tablica wskaźników ryzyka ESMA, 3 czerwca 2021 r. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/esma50-165-1761\\_risk\\_dashboard\\_no\\_1\\_2021.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/esma50-165-1761_risk_dashboard_no_1_2021.pdf)

<sup>(3)</sup> Zaostrzenie polityki pieniężnej przez System Rezerwy Federalnej mogłoby również wpłynąć na warunki finansowania sektora przedsiębiorstw w strefie euro, zwłaszcza że globalizacja zmieniła mechanizm transmisji polityki pieniężnej i jej skutków ubocznych za granicą, a polityka pieniężna Systemu Rezerwy Federalnej ma znaczny wpływ na zagraniczne zmienne finansowe takie jak spready obligacji korporacyjnych. Ca'Zorzi, M. i in. (2021), „Making waves – Fed spillovers are stronger and more encompassing than the ECB's” [„Wywoływanie fal – oddziaływanie Systemu Rezerwy Federalnej jest silniejsze i bardziej rozległe niż EBC”, ECB's Research Bulletin nr 83, 15 kwietnia 2021 r., <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/resbull/2021/html/ecb.rb210415~8639b73bb6.pl.html>

<sup>(4)</sup> Zob. również MFW (2021), Raport na temat stabilności finansowej na świecie, październik 2021 r.



Wykres 1.1: PKB w stosunku do poziomów sprzed pandemii oraz poziomy zadłużenia sprzed kryzysu a recesja związana z COVID-19



Źródło: baza danych AMECO, Eurostat oraz prognozy gospodarcze Komisji Europejskiej z jesieni 2021 r.

### Skutki uboczne i kwestie związane z dostosowaniem strefy euro <sup>(5)</sup>

**Kryzys związany z COVID-19 pogłębił zakłócenia równowagi w strefie euro.** Większość państw najbardziej dotkniętych kryzysem związanym z COVID-19 to kraje, które weszły w pandemię z wyższym długiem publicznym, zadłużeniem sektora prywatnego lub zadłużeniem zewnętrznym, w niektórych przypadkach połączonym z niskim wzrostem potencjalnego PKB. Kryzys związany z COVID-19 znacząco wpłynął na pozycje zewnętrzne państw będących dłużnikami netto charakteryzujących się dużymi sektorami turystyki, a miał bardziej ograniczony wpływ na rachunki zewnętrzne innych państw. W niektórych krajach najbardziej dotkniętych recesją ożywienie gospodarcze postępuje szybko, lecz w innych ma ono wolniejsze tempo. Wskazuje to, że wzrost gospodarczy może w mniejszym stopniu przyczynić się do wyeliminowania zakłóceń równowagi zasobowej, przynajmniej w najbliższej przyszłości, oraz uwydatnia znaczenie skutecznych reform i inwestycji mających na celu zaradzenie słabościom strukturalnym i pobudzenie potencjalnego PKB w przyszłości <sup>(6)</sup>.

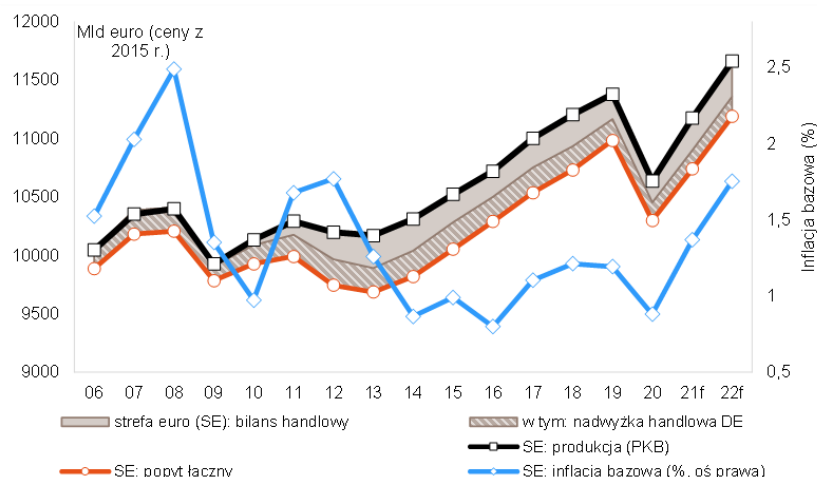
**Bilans handlowy strefy euro wzrósł nieznacznie w 2020 r., ponieważ produkcja zmniejszyła się wraz ze spadkiem popytu.** Zarówno eksport, jak i import towarów i usług zmniejszyły się w 2020 r. Nadwyżka w handlu towarami umocniła się, co w dużej mierze wynikało z niższych cen energii, podczas gdy nadwyżka w handlu usługami zmalała, głównie z powodu ograniczenia podróży międzynarodowych. Ogólnie rzecz biorąc, wstrzymało to spadek nadwyżki handlowej strefy euro, który rozpoczął się w 2017 r. Według prognoz bilans handlowy nieznacznie wzrośnie w 2021 r., a w 2022 r. pozostanie zasadniczo na stałym poziomie (wykres 1.2). Oczekuje się, że w 2021 r. mimo wciąż znacznej luki produktowej inflacja bazowa (inflacja ogólna z wyłączeniem cen energii i żywności nieprzetworzonej) w strefie euro wzrośnie, pozostając jednak poniżej wartości docelowej inflacji ogólnej.

<sup>(5)</sup> 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, Martina Schulza, zaproponowano zwrócenie większej uwagi na wpływ zakłóceń równowagi makroekonomicznej na całą strefę euro. Znaczenie współzależności i systemowych skutków zakłóceń równowagi uznano w rozporządzeniu (UE) nr 1176/2011, w którym zakłócenia równowagi zdefiniowano przez odniesienie do „rozwoju sytuacji makroekonomicznej, która ma lub może mieć niekorzystny wpływ na prawidłowe funkcjonowanie gospodarki państwa członkowskiego lub unii gospodarczej i walutowej, lub całej Unii”. Analiza zawarta w sprawozdaniu towarzyszy ocenie przedstawionej w dokumencie roboczym służb Komisji „Analiza gospodarki strefy euro”, który jest dołączony do zalecenia Komisji dotyczącego zalecenia Rady w sprawie polityki gospodarczej w strefie euro.

<sup>(6)</sup> Zob. również E. Meyermans, V. Rutkauskas i W. Simons (2021), „The uneven impact of the COVID-19 pandemic across the euro area” [„Nierównomierny wpływ pandemii COVID-19 w strefie euro”], *Kwartalne sprawozdanie na temat strefy euro*, DG ECFIN, Komisja Europejska, tom 20, nr 2, cz. II.



Wykres 1.2: **Produkcja strefy euro, popyt krajowy, bilans handlowy i inflacja bazowa**



Uwaga: chociaż różnica między PKB a popytem krajowym z definicji powinna być równa bilansowi handlowemu, dane te nie odpowiadają sobie w pełni ze względu na rozbieżności w sprawozdawczości w obrębie strefy euro.

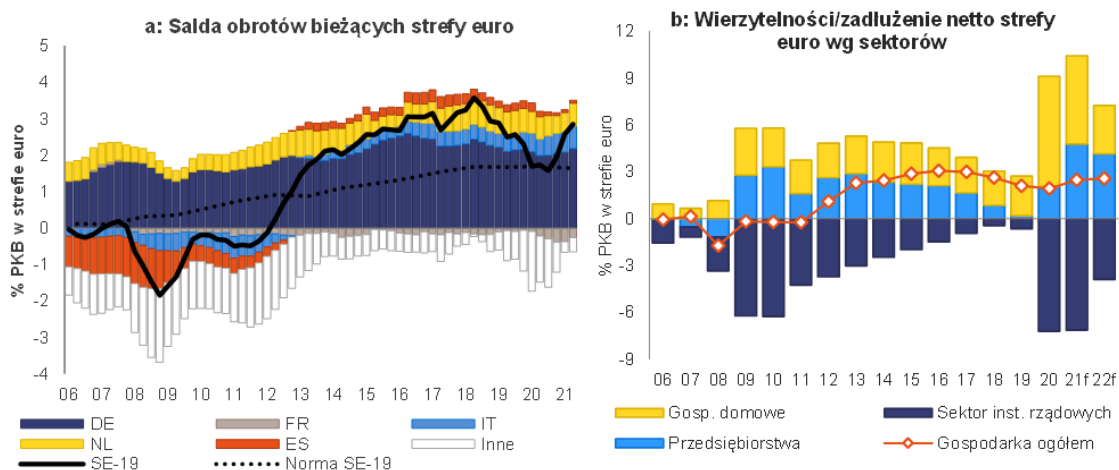
Źródło: baza danych AMECO i prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej z jesieni 2021 r.

**Nadwyżka obrotów bieżących strefy euro nadal stopniowo się zmniejszała w 2020 r. do poziomu zgodnego z poziomem wynikającym z fundamentalnych parametrów gospodarczych strefy euro, lecz w 2021 r. ponownie wzrasta.** W 2020 r. saldo obrotów bieżących strefy euro wykazało nadwyżkę w wysokości 2 % PKB (wykres 1.3 a) <sup>(7)</sup>. Pomimo lekkiego wzrostu bilansu handlowego nieznacznie niższe saldo dochodów doprowadziło do niewielkiego spadku salda obrotów bieżących. Zarówno nominalne saldo obrotów bieżących, jak i saldo obrotów bieżących w ujęciu uwzględniającym zmiany cykliczne, które to salda wyniosły 1,6 % PKB, zbliżyły się do normy dla salda obrotów bieżących odzwierciedlającej fundamentalne parametry gospodarcze strefy euro, szacowanej na 1,7 % PKB <sup>(8)</sup>. Odzwierciedlało to fakt, że popyt krajowy utrzymywał się na lepszym poziomie niż w przypadku większości partnerów handlowych. Dane za pierwsze półrocze 2021 r. wskazują jednak na wzrost nadwyżki obrotów bieżących strefy euro, spowodowany głównie wyższym saldem handlu usługami. Ogólnie rzecz biorąc, obecnie prognozuje się, że w 2021 r. saldo obrotów bieżących strefy euro powróci do poziomu z 2019 r. Odzwierciedla to powrót różnicy między PKB a zagregowanym popytem do poziomu sprzed pandemii, a tym samym utrzymywanie się sflumionego popytu krajowego (wykres 1.2).

<sup>(7)</sup> Nadwyżka obrotów bieżących strefy euro, o której to nadwyżce jest tutaj mowa i którą wykorzystano w niniejszym sprawozdaniu, pochodzi z danych statystycznych dotyczących bilansu płatniczego strefy euro, którego wartość jest spójna ze zgłaszanymi przez państwa członkowskie saldami obrotów bieżących względem partnerów spoza strefy euro (w ramach tzw. koncepcji wspólnotowej). Wartość ta może różnić się od sumy nominalnych sald obrotów bieżących państw członkowskich ze względu na asymetrię pomiędzy saldami członków strefy euro zgłaszanymi przez poszczególne krajowe urzędy statystyczne.

<sup>(8)</sup> Modelowe oszacowanie MFW dotyczące normy dla salda obrotów bieżących strefy euro wynosi 1 % PKB w 2020 r. (zob. MFW (2021), External Sector Report, sierpień 2021 r.), co oznaczałoby lukę wynoszącą 0,8 % PKB w stosunku do salda obrotów bieżących w ujęciu uwzględniającym zmiany cykliczne (wynoszącego w tym sprawozdaniu 1,8 % PKB). Po dokonaniu korekt z uwzględnieniem przejściowego wpływu kryzysu związanego z COVID-19 szacowana luka zmniejsza się jednak do 0,6 %.

Wykres 1.3: Saldo obrotów bieżących strefy euro w podziale według państw oraz wierzytelności i zadłużenie netto w podziale według sektorów



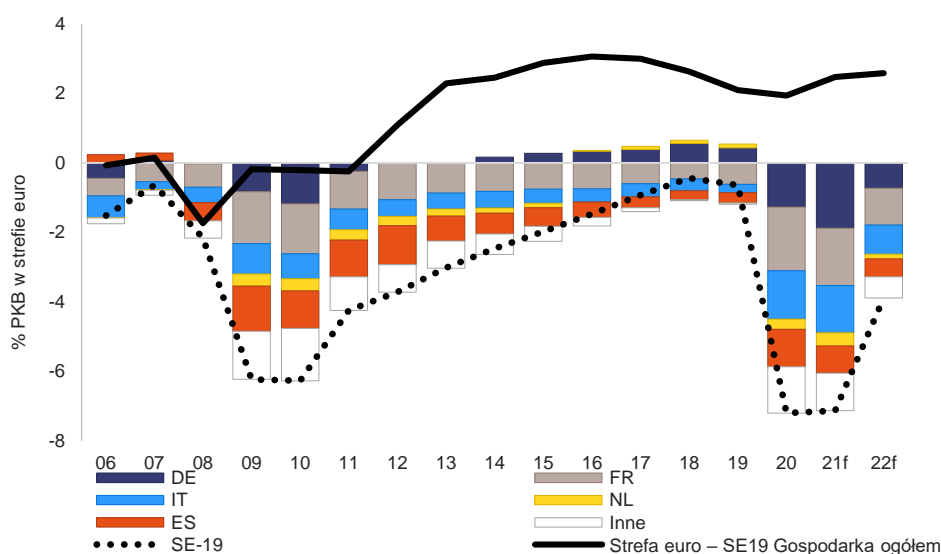
Uwagi: panel (b) – dane dotyczące gospodarki strefy euro ogółem za lata przed 2021 r. odpowiadają wierzytelnościom netto/zadłużeniu netto według danych Eurostatu dotyczących bilansu płatniczego. Dane dotyczące gospodarki strefy euro ogółem za lata 2021 i 2022 odpowiadają sumie wartości (skorygowanego) salda obrotów bieżących i rachunku kapitałowego zawartych w prognozie Komisji Europejskiej z jesieni 2021 r. Dane dotyczące sektora gospodarstw domowych i sektora przedsiębiorstw za lata 2021 i 2022 oblicza się jako sumę dla państw należących do strefy euro, z wyjątkiem Malty, dla której dane nie są dostępne.

**Źródło:** bilans płatniczy opracowany przez Eurostat, baza danych AMECO i prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej z jesieni 2021 r.

### W 2020 r. główne zmiany sald obrotów z zagranicą miały charakter sektorowy, a nie geograficzny.

W 2020 r. odnotowano dalszy spadek nadwyżek obrotów bieżących państw wnoszących największy wkład w nadwyżkę strefy euro – Niemiec i Niderlandów (wykres 1.3 a). Dodatni wkład Włoch oraz ujemny wkład Francji nieco się zwiększyły. Wzrost nadwyżki strefy euro w pierwszej połowie 2021 r. był w dużej mierze spowodowany gwałtownym wzrostem salda obrotów bieżących Irlandii. Wkład Niemiec i Niderlandów w nadwyżkę strefy euro również wzrósł i powrócił do poziomu z 2019 r. Wkład Włoch w nadwyżkę wzrósł i osiągnął poziom wkładu Niderlandów. Obecnie prognozuje się, że struktura geograficzna nadwyżki strefy euro nie ulegnie znaczącym zmianom w przyszłości. Wkład poszczególnych sektorów w saldo obrotów z zagranicą uległ natomiast znacznej zmianie w 2020 r. (wykres 1.3 b). Zwiększone oszczędności gospodarstw domowych oraz – w mniejszym stopniu – przedsiębiorstw, zostały zrównoważone silną ekspansywną polityką fiskalną. Przewiduje się dalszy wzrost wierzytelności netto sektora prywatnego w 2021 r., który to wzrost będzie napędzany głównie przez sektor przedsiębiorstw i nastąpi mimo spadku zapobiegawczych oszczędności i wzrostu konsumpcji w gospodarstwach domowych. Prognozuje się, że zadłużenie netto sektora instytucji rządowych i samorządowych pozostanie na prawie niezmiennym poziomie, przy czym duży wzrost deficytu w Niemczech znacząco przyczyni się do wysokiego zadłużenia netto sektora instytucji rządowych i samorządowych w strefie euro (wykres 1.4). Oczekuje się, że pozycje sektora instytucji rządowych i samorządowych znacznie zmniejszą się w 2022 r. (zob. również sekcja 2.4 dotycząca sektora instytucji rządowych i samorządowych). Ponieważ w odniesieniu do wierzytelności netto sektora prywatnego przewidywany jest spadek o podobnej wielkości, prognozuje się, że pozycja zewnętrzna pozostanie na niezmiennym poziomie.

Wykres 1.4: Rozkład geograficzny zadłużenia netto sektora instytucji rządowych i samorządowych w strefie euro



Uwaga: dane dotyczące gospodarki SE-19 ogółem za lata przed 2021 r. odpowiadają wierzytelnościom netto/zadłużeniu netto według danych Eurostatu dotyczących bilansu płatniczego. Dane dotyczące gospodarki SE-19 ogółem za lata 2021 i 2022 odpowiadają sumie wartości (skorygowanego) salda obrotów bieżących i rachunku kapitałowego zawartych w prognozie Komisji Europejskiej z jesieni 2021 r.

Źródło: bilans płatniczy opracowany przez Eurostat i baza danych AMECO.

## Rozwiązania polityczne

**Pandemia uwypukliła pozytywną rolę antycyklicznej dyskrecjonalnej polityki fiskalnej, wspierającej polityki pieniężnej i koordynacji europejskiej w reagowaniu na kryzys gospodarczy.** Kryzys związany z COVID-19 pokazał, że znaczące dyskrecjonalne reakcje fiskalne mogą skutecznie złagodzić bezpośrednie skutki dużego wstrząsu i skutecznie utworować drogę do szybkiego odbicia. Bezpośredni wysiłek fiskalny na szczeblu krajowym został wzmocniony poluzowaniem ram regulacyjnych UE. Zbiorowa reakcja podbudowała ogólne zaufanie do gospodarki. Środki z zakresu polityki pieniężnej przyczyniły się do utrzymania korzystnych warunków finansowania dla wszystkich sektorów gospodarki przez cały okres trwania pandemii, wspierając aktywność gospodarczą i zapewniając stabilność cen w perspektywie średnioterminowej. Wzajemnie wzmacniające się efekty polityki fiskalnej i pieniężnej miały kluczowe znaczenie dla zamortyzowania wpływu kryzysu i dla wsparcia ożywienia gospodarczego. Chociaż warunki finansowania mają pozostać wspierające, niskie stopy procentowe i niedawny wzrost inflacji ograniczają możliwości dalszego poluzowania polityki pieniężnej. W związku z tym konieczne może być utrzymanie stabilizacyjnej roli polityki fiskalnej na wypadek ryzyka pogorszenia, podczas gdy rozważna polityka budżetowa w normalnych czasach wzbudza zaufanie do skuteczności polityki budżetowej w czasach kryzysu.

**Zapobieganie zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowanie pozostaje kwestią zasadniczą.** Po pierwsze, słabe ożywienie gospodarcze może spowodować wzrost liczby bankructw przedsiębiorstw prowadzących do utraty miejsc pracy, a także zwiększone zapotrzebowanie na związane z kryzysem gwarancje na pożyczki i kredyty dla przedsiębiorstw oraz ograniczenie inwestycji. Po drugie, niekorzystny rozwój sytuacji gospodarczej może pogłębić więzi bank–państwo. Po trzecie, gwałtownie rosnące ceny aktywów i nieruchomości mieszkalnych mogą zwiększyć podatność sektora gospodarstw domowych na zagrożenia ze względu na nierównoważony wzrost cen aktywów<sup>(9)</sup>. Ryzyka te mogą negatywnie wpłynąć na długookresową zdolność do obsługi długu publicznego oraz ograniczyć możliwości reagowania polityki fiskalnej na przyszłe wyzwania. Likwidacja narosłych podatności na zagrożenia pomoże również utrwalić ożywienie gospodarcze i wzmocnić długoterminowy wzrost

<sup>(9)</sup> Komisja Europejska (2020), „[Impact of macroeconomic developments on fiscal outcomes](#)” [„Wpływ zmian makroekonomicznych na wyniki budżetowe”]. *Report on Public Finances in EMU* [Sprawozdanie dotyczące finansów publicznych w UGW], Institutional Paper 133, cz. III.

gospodarzy. Do zwiększenia skuteczności wspólnej polityki pieniężnej przyczynią się bardziej podobne struktury gospodarcze i bardziej zsynchronizowane cykle koniunkturalne.

**Obniżenie wysokiego poziomu zarówno długu publicznego, jak i zadłużenia sektora prywatnego zależy przede wszystkim od tego, czy ożywienie gospodarcze przekształci się w trwałą ekspansję, co wymaga inwestycji produkcyjnych.** Ta pierwsza kwestia zależy od wspierającego kursu polityki podczas ożywienia gospodarczego i odpowiednio zaplanowanego w czasie wycofania nadzwyczajnego wsparcia politycznego wprowadzonego podczas kryzysu. Siła ekspansji zależy od wzmocnienia fundamentalnych parametrów gospodarczych, co wymaga wdrożenia odpowiednich reform i inwestycji. Jest to tym bardziej istotne, że wiele państw charakteryzuje się wysokim poziomem długu publicznego i zadłużenia sektora prywatnego oraz stosunkowo niskim wzrostem potencjalnego PKB. Utrudnia to obniżenie ich poziomu zadłużenia i wymaga wiarygodnego powrotu do ostrożnych pozycji średnioterminowych, gdy pozwolą na to warunki ekonomiczne.

**W świetle wzajemnych powiązań między gospodarkami strefy euro potrzebna jest odpowiednia kombinacja polityk makroekonomicznych we wszystkich państwach członkowskich, aby utrzymać ożywienie gospodarcze, a jednocześnie korygować zakłócenia równowagi i przeciwdziałać pojawiającym się ryzykom.** Ekspansja gospodarcza w państwach będących wierzycielami netto strefy euro, również dzięki sprzyjającym warunkom popytowym, byłaby korzystna nie tylko dla tych państw, lecz także dla państw będących dłużnikami netto, ponieważ wyższy wzrost w strefie euro wspiera wzrost i zmniejszenie zadłużenia, jak również poprawę pozycji zewnętrznych w tej drugiej grupie krajów. W tym względzie pomocne byłoby wycofanie nadzwyczajnego wsparcia politycznego wprowadzonego w czasie kryzysu, dostosowanego do konieczności dokonywania korekt. Wyraźna i trwała poprawa wydajności i konkurencyjności w państwach będących dłużnikami netto przyczyniłaby się również do przywracania równowagi zewnętrznej i pomogłaby obniżyć poziom zadłużenia. Sprawne wykorzystanie instrumentów wprowadzonych na poziomie strefy euro i całej UE przy jednoczesnej skutecznej realizacji niezbędnych reform i inwestycji wspierałoby trwałe ożywienie gospodarcze i wzmacniało odporność, w tym przez przeciwdziałanie zakłóceniom równowagi i pojawiającym się ryzykom. Niezwykle ważną rolę będzie odgrywać pełna absorpcja środków w ramach Next Generation EU i wykorzystanie ich w jak najbardziej produktywny sposób. Zwiększyłyby to wpływ funduszy UE na gospodarkę i zapobiegło jednocześnie ryzyku nadmiernego wzrostu działalności w sektorach towarów i usług niepodlegających wymianie handlowej oraz nierównowagi zewnętrznej w państwach, w których wpływy środków unijnych stanowią dużą część PKB.

**Upowszechniając ożywienie gospodarcze obejmujące wiele inwestycji i wzmacniając odporność, skuteczną realizacją reform i inwestycji w ramach RRF przyczyni się do stabilności makroekonomicznej.** Skuteczna realizacja planów odbudowy i zwiększania odporności sprawi, że gospodarka UE będzie bardziej zrównoważona, sprzyjająca włączeniu społecznemu, odporna i lepiej przygotowana na dwojaką transformację. Pomoże to również ograniczyć ryzyko rozbieżności w UE, ponieważ dotacje w ramach RRF są kierowane do państw członkowskich o niższym PKB na mieszkańca i najbardziej dotkniętych kryzysem związanym z COVID-19. Dzięki wspieraniu potencjału wzrostu gospodarczego realizacja planów odbudowy i zwiększania odporności może poprawić długookresową zdolność do obsługi długu, zwłaszcza w państwach członkowskich, w których występują największe ryzyka fiskalne i zbyt wysokie zadłużenie sektora prywatnego. Ponadto, inaczej niż miało to miejsce w latach po światowym kryzysie finansowym, wyższe inwestycje publiczne przyczynią się do ożywienia gospodarczego po pandemii. Dotacje z RRF sfinansują wysokiej jakości projekty inwestycyjne i umożliwią reformy zwiększające wydajność, nie powodując przy tym wzrostu krajowych wskaźników deficytu i zadłużenia. Szacuje się, że te dotacje i inne unijne źródła finansowania zwiększą inwestycje publiczne w państwach członkowskich średnio o około 0,5 % PKB rocznie w latach 2021 i 2022.

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

### 2.1. PRZEGLĄD WARTOŚCI Z TABELI WYNIKÓW

Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania opiera się na ekonomicznej interpretacji tabeli wyników dla procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, która to tabela obejmuje szereg wskaźników i stanowi narzędzie pozwalające wykryć dowody *prima facie* świadczące o możliwym ryzyku i podatności na zagrożenia. Tabela zawiera 14 wskaźników i orientacyjnych wartości progowych odnoszących się do następujących obszarów: pozycji zewnętrznej, konkurencyjności, zadłużenia sektora prywatnego oraz długu publicznego, rynków mieszkaniowych, sektora bankowego i zatrudnienia. Tabela opiera się na danych dobrej jakości statystycznej, aby zapewnić stabilność danych i ich spójność między państwami. Zgodnie z rozporządzeniem w sprawie procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej (rozporządzenie (UE) nr 1176/2011) rolą Komisji jest poddanie wartości z tabeli wyników interpretacji ekonomicznej, która pozwala na głębsze zrozumienie ogólnego kontekstu gospodarczego i uwzględnienie kwestii specyficznych dla poszczególnych państw; wskaźniki zawarte w tabeli wyników nie powinny być odczytywane mechanicznie <sup>(10)</sup> Zestaw 28 wskaźników pomocniczych uzupełnia analizę tabeli wyników.

Ponadto w niniejszym sprawozdaniu wykorzystuje się prognozy, prognozy teraźniejszości i dane o wysokiej częstotliwości, aby lepiej ocenić ewentualne zmiany ryzyk dla stabilności makroekonomicznej. Oficjalna tabela wyników sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania zawiera dane do 2020 r. Ze względu na znaczną niepewność co do pełnego wpływu kryzysu związanego z COVID-19 niniejsze sprawozdanie zawiera perspektywną ocenę potencjalnych skutków kryzysu dla stabilności makroekonomicznej i rozwoju istniejących zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Jest to zgodne z podejściem przyjętym w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania opublikowanym w listopadzie 2020 r. Wartości zmiennych zawartych w tabeli wyników na 2021 r. i kolejne lata oszacowano na podstawie danych prognostycznych Komisji, a prognozy teraźniejszości są oparte na danych tegorocznych (zob. szczegółowe informacje w załączniku 1). Prognozy te są obarczone znaczną niepewnością i należy o tym pamiętać, aby przestrzegać zasad przejrzystości w odniesieniu do analizy i wykorzystanych danych oraz zachować ostrożność co do wniosków. Ponadto, podobnie jak w poprzednich latach, w ocenie zawartej w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania uwzględniono również ustalenia wynikające z ram oceny, a także wnioski z istniejących szczegółowych ocen sytuacji i odpowiednich analiz.

Dane zawarte w tabeli wyników wskazują, że niedawna korekta nierównowagi zasobowej została przerwana w kontekście kryzysu związanego z COVID-19, a ryzyko przegrzania związane głównie z rynkami mieszkaniowymi może stać się powszechniejsze. Policzenie przypadków wartości, które przekraczały progi w tabeli wyników zawartej w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania w kolejnych latach, pozwoliło dostrzec poniższe tendencje (wykres 2.1.1):

- Faza ekspansji gospodarczej w latach 2013–2019 przyczyniła się do zmniejszenia relacji zadłużenia sektora prywatnego do PKB i relacji długu publicznego do PKB, czego odzwierciedleniem był fakt, że do 2019 r. coraz mniejsza liczba państw członkowskich wykazywała wskaźniki zadłużenia przekraczające wartości progowe. Kryzys związany z COVID-19 przerwał ten spadek, a większa

<sup>(10)</sup> Uzasadnienie struktury i sposobu analizy tabeli wyników sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania – zob. Komisja Europejska (2016), „The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium” [Procedura dotycząca zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Uzasadnienie, proces, zastosowanie. Compendium], European Economy, Institutional Paper 039, listopad 2016 r.

liczba państw odnotowała lub według prognoz odnotuje wskaźniki zadłużenia sektora prywatnego i długu publicznego przekraczające wartości progowe.

- Wyższe ceny nieruchomości mieszkalnych doprowadziły do tego, że w ostatnich latach coraz większa liczba wskaźników w poszczególnych państwach przekraczała odpowiednie wartości progowe. Prawdopodobnie ta stała się wyraźnie bardziej widoczna w 2020 r., kiedy to więcej państw przekroczyło te wartości.
- W wielu przypadkach wzrost jednostkowych kosztów pracy (oparty na skumulowanych zmianach w ciągu 3 lat) przekraczał wartości progowe przed kryzysem związanym z COVID-19, a w 2020 r. odnotowano dalszy gwałtowny wzrost jednostkowych kosztów pracy. Wynikało to głównie z mechanicznego wpływu znacznie niższej wydajności ze względu na spadek aktywności gospodarczej w kontekście znacznego chomikowania pracy. Oczekuje się, że wzrost jednostkowych kosztów pracy spowolni, ponieważ ożywienie gospodarcze powinno umożliwić ponowny wzrost ogólnej wydajności. W 2020 r. wskaźniki przekraczające wartości progowe dla realnego efektywnego kursu walutowego i udziału w rynkach eksportowych stały się liczniejsze, ale oczekuje się, że stosunkowo szybko nastąpi ich spadek.
- W przypadku znacznej liczby państw członkowskich wartości sald obrotów bieżących (na podstawie średnich z 3 lat) nadal przekraczają górną lub dolną wartość progową. W ostatnich latach było więcej państw o nadwyżce obrotów bieżących przekraczającej górną wartość progową niż państw o deficycie poniżej dolnej wartości progowej. Kryzys związany z COVID-19 nie zmienił zasadniczo tendencji w zakresie sald obrotów bieżących, chociaż kilka innych państw nieznacznie przekroczyło wartości progowe<sup>(1)</sup>. Oczekuje się, że ożywienie gospodarcze przyczyni się do zmniejszenia liczby przypadków głęboko ujemnych międzynarodowych pozycji inwestycyjnych netto w odniesieniu do PKB, co oznaczałoby powrót do istniejącej przed pandemią tendencji polegającej na poprawie pozycji zewnętrznych.
- Kryzys wykazuje wpływ na rynek pracy. Chociaż stopy bezrobocia pozostały ogólnie ograniczone, współczynniki aktywności zawodowej obniżyły się i wykroczyły poza odpowiednią wartość progową w kilku państwach członkowskich, gdyż więcej osób opuszcza rynki pracy, co jest również przyczyną bardziej ograniczonego wzrostu nominalnych stóp bezrobocia. Bezrobocie długotrwałe, a zwłaszcza bezrobocie młodzieży, wykazuje zwykle dużą wrażliwość na zmiany sytuacji na rynku pracy.

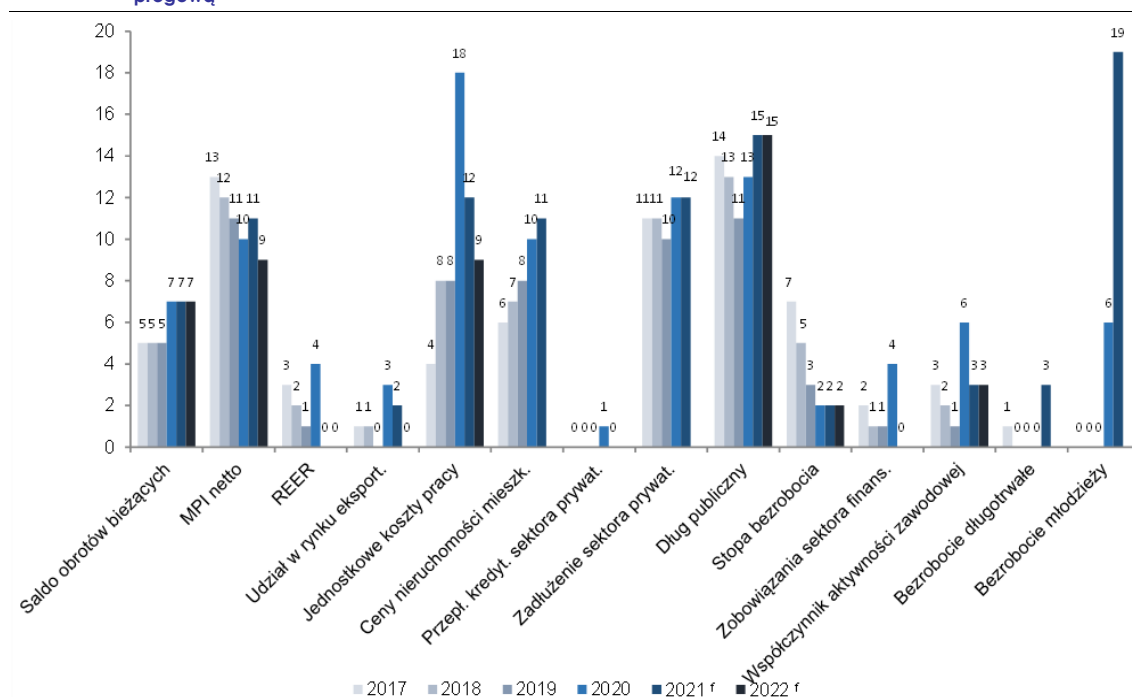
W pozostałej części sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzeżenia dokładnie przeanalizowano te i inne powiązane kwestie.

---

<sup>(1)</sup> Wzrost liczby państw członkowskich, w których wartości sald obrotów bieżących przekraczają wartości progowe, jeżeli chodzi o roczniki danych za 2019–2020, zaobserwowany na wykresie 2.1.1 wynika głównie z rewizji danych.



Wykres 2.1.1: Liczba państw członkowskich odnotowujących zmienne uwzględnione w tabeli przekraczające wartość progową



Uwaga: liczbę państw odnotowujących zmienne uwzględnione w tabeli przekraczające odpowiednie wartości progowe podano na podstawie rocznika tabeli wyników publikowanej wraz z odpowiednim rocznym sprawozdaniem przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania. Ze względu na możliwe rewizje ex post danych liczba wartości przekraczających progi obliczona przy użyciu najnowszych danych dla zmiennych tabeli wyników może być inna niż liczba podana na powyższym wykresie. Informacje o podejściach zastosowanych na potrzeby prognozowania wskaźników tabeli wyników w 2021 i 2022 r. można znaleźć w Załączniku 1. Prognozy dotyczące następujących wskaźników sporządzono wyłącznie na 2021 r.: ceny nieruchomości mieszkalnych, przepływy kredytowe sektora prywatnego, zadłużenie sektora prywatnego, zobowiązania sektora finansowego, bezrobocie długotrwałe, bezrobocie młodzieży.  
**Źródło:** dane Eurostatu i obliczenia służb Komisji (zob. załącznik 1).

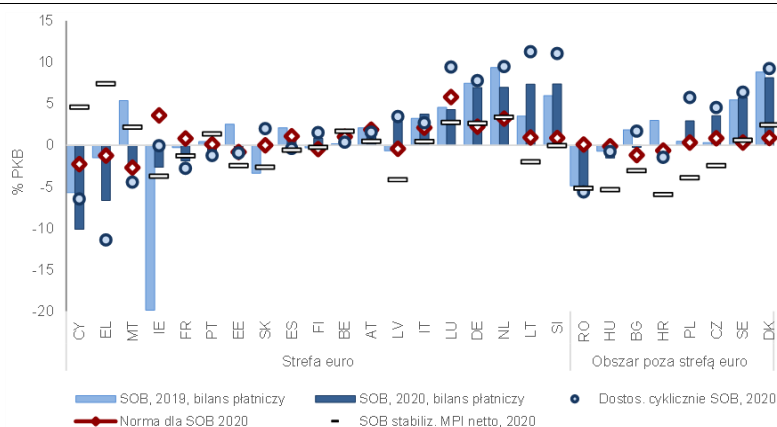
## 2.2. SEKTOR ZAGRANICZNY I KONKURENCYJNOŚĆ

### 2.2.1. SEKTOR ZAGRANICZNY

Kryzys związany z COVID-19 negatywnie wpłynął na salda obrotów bieżących szeregu państw członkowskich cechujących się wysokim poziomem zobowiązań wobec zagranicy, podczas gdy nadwyżki obrotów bieżących szeregu innych państw pozostały duże. W całej UE w 2020 r. salda obrotów bieżących zmieniały się w różnych kierunkach, przy czym państwa, które są w dużym stopniu zależne od eksportu usług turystycznych, odnotowały znaczne pogorszenie się salda obrotów bieżących. Do państw tych należały Chorwacja, Cypr, Grecja i Malta oraz – w mniejszym stopniu – Portugalia i Hiszpania (wykres 2.2.1). Przed kryzysem związanym z COVID-19 wszystkie z nich, z wyjątkiem Malty, charakteryzowały się wysokim poziomem zobowiązań wobec zagranicy. Z drugiej strony w Czechach, na Łotwie, Litwie i w Polsce odnotowano znaczną poprawę salda obrotów bieżących, głównie w związku z wyższymi bilansami handlowymi, ale również dzięki rosnącym saldom dochodów z inwestycji, przy jednoczesnym spadku dochodów inwestorów zagranicznych w czasie kryzysu. Duże nadwyżki obrotów bieżących zmniejszyły się podczas pandemii w Niemczech, Danii, a w szczególności w Niderlandach, ale nadal są znaczne. W przypadku Słowenii nadwyżka obrotów bieżących dalej wzrosła. Niższe ceny energii w 2020 r. spowodowały wzrost sald obrotów bieżących niemal wszystkich państw członkowskich.

Chociaż, biorąc pod uwagę skalę wstrząsu gospodarczego, zmiany sald obrotów z zagranicą pozostały w większości ograniczone i tymczasowe, nastąpiła duża zmiana we wkładzie poszczególnych sektorów w przepływy zewnętrzne państw UE. Gospodarstwa domowe zwiększyły oszczędności z powodów ostrożnościowych i ze względu na ograniczone możliwości konsumpcji, podczas gdy przedsiębiorstwa zwykle ograniczały inwestycje w warunkach niepewności, co prowadziło do wzrostu pozycji wierzycelności netto/zadłużenia netto sektorów prywatnych (wykresy 2.2.3 a, b i c). Z drugiej strony rządy interweniowały w celu wsparcia gospodarki w czasie kryzysu, jednocześnie borykając się ze spadkiem dochodów, co doprowadziło do wysokiego zadłużenia netto sektora instytucji rządowych i samorządowych we wszystkich państwach UE. Duże wahania sektorowe zasadniczo kompensowały się wzajemnie, dlatego nie spowodowały istotnych zmian w ogólnym poziomie wierzycelności netto/zadłużenia netto w przypadku większości państw członkowskich.

Wykres 2.2.1: Salda obrotów bieżących i wartości odniesienia w latach 2019 i 2020



Uwaga: Państwa przedstawiono w kolejności według salda obrotów bieżących w 2020 r. Normy dla salda obrotów bieżących: zob. przypis 12. Saldo obrotów bieżących w ujęciu uwzględniającym zmiany cykliczne: zob. przypis 15. Wartość odniesienia salda obrotów bieżących stabilizujące MPI netto definiuje się jako saldo obrotów bieżących wymagane do utrzymania MPI netto na obecnym poziomie przez następne 10 lat albo – jeżeli obecny poziom MPI netto jest poniżej progu ostrożnościowego dla danego państwa – jako saldo obrotów bieżących wymagane do osiągnięcia progu ostrożnościowego MPI netto w okresie następnych 10 lat.

Źródło: Eurostat, obliczenia służb Komisji.

**W 2020 r. salda obrotów bieżących trzech państw członkowskich były niższe od dolnej wartości progowej w tabeli wyników dla procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej,**

**która to wartość odzwierciedla średnią z trzech lat.** Wysoki deficyt obrotów bieżących Cypru nadal pogarszał się w 2020 r., osiągając -10,1 % PKB, głównie z powodu spadków w sektorze turystyki międzynarodowej, ale również z powodu pogłębienia deficytu salda dochodów pierwotnych. Jego średnia z trzech lat obniżyła się jeszcze bardziej w stosunku do wartości progowej w tabeli wyników dla procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Saldo obrotów bieżących jest poniżej dotyczącej go normy, a także poniżej poziomu wymaganego do doprowadzenia MPI netto do ostrożnościowej wartości odniesienia w okresie następnych 10 lat<sup>(12)</sup> <sup>(13)</sup>. Saldo obrotów bieżących Rumunii utrzymało stałą tendencję spadkową – odnotowano niewielki spadek do poziomu -5 % PKB, co nieznacznie zwiększyło różnicę w stosunku do odpowiedniej normy. Podczas gdy saldo obrotów bieżących Irlandii w 2020 r. wyniosło -2,7 % PKB, średnia z trzech lat sięgała niemal -6 %, co wynikało z wyjątkowo dużego deficytu w 2019 r.<sup>(14)</sup>

**W 2020 r. w czterech państwach członkowskich nadwyżki obrotów bieżących przekroczyły górną wartość progową ustaloną w procedurze dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.** Sytuacja ta zachodzi w przypadku Danii, Niemiec i Niderlandów od niemal dziesięciu lat. Nadwyżki w Danii i Niemczech wyniosły w 2020 r. odpowiednio 8,1 % i 6,9 % PKB, co oznacza spadek w porównaniu z 2019 r., a nadwyżka w Niderlandach zmalała z 9,4 % do 7 % PKB, co wynikało również z działalności korporacji wielonarodowych. Podczas gdy duńska nadwyżka zmniejszyła się w związku z niższym bilansem handlowym, w Niemczech i Niderlandach spadek wynikał głównie z niższego salda dochodów z inwestycji. Wysoka nadwyżka w Słowenii wzrosła w czasie kryzysu z 6 % do 7,4 % PKB w warunkach wyższych sald handlowych i sald dochodów pierwotnych. Nadwyżki we wszystkich czterech państwach utrzymywały się znacznie powyżej odpowiednich norm dla salda obrotów bieżących oraz wartości odniesienia dla salda obrotów bieżących stabilizującego MPI netto.

**Salda obrotów bieżących w większości innych państw UE przekroczyły poziomy ustalony w 2020 r. dla poszczególnych państw na podstawie fundamentalnych parametrów gospodarczych, z kilkoma wyjątkami.** Salda obrotów bieżących zarówno nominalne, jak i w ujęciu uwzględniającym zmiany cykliczne były powyżej sald rachunków bieżących uzasadnionych w świetle fundamentalnych parametrów gospodarczych lub zbliżone do tych sald, jak również powyżej sald obrotów bieżących stabilizujących MPI netto w większości państw członkowskich (wykres 2.2.1)<sup>(15)</sup>. Wyjątek stanowiły Grecja i Portugalia – ich salda obrotów bieżących plasowały się zarówno poniżej normy, jak i poniżej salda wymaganego do osiągnięcia poziomu ostrożnościowego MPI netto w okresie 10 lat. W przypadku obu tych państw, a zwłaszcza Grecji, kryzys związany z COVID-19 spowodował duży spadek ich salda obrotów bieżących, które znacznie wzrosło w poprzednich latach.

---

<sup>(12)</sup> Salda obrotów bieżących zgodne z fundamentalnymi parametrami gospodarczymi („normy dla salda obrotów bieżących”) oblicza się na podstawie regresji w formie zredukowanej, ujmujących główne wyznaczniki salda oszczędności i inwestycji, w tym podstawowe wyznaczniki gospodarcze, czynniki polityczne i globalną sytuację finansową. Opis metodologii obliczania salda obrotów bieżących zgodnego z fundamentalnymi parametrami gospodarczymi, zastosowanej w niniejszym sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania – zob. L. Coutinho i in. (2018), „Methodologies for the assessment of current account benchmarks” [Metodologie oceny wartości odniesienia dla salda obrotów bieżących], European Economy, Discussion Paper 86/2018; metodologia ta jest zbliżona do: S. Phillips i in. (2013), „The External Balance Assessment (EBA) Methodology” [Metodologia oceny bilansu płatniczego], IMF Working Paper, 13/272.

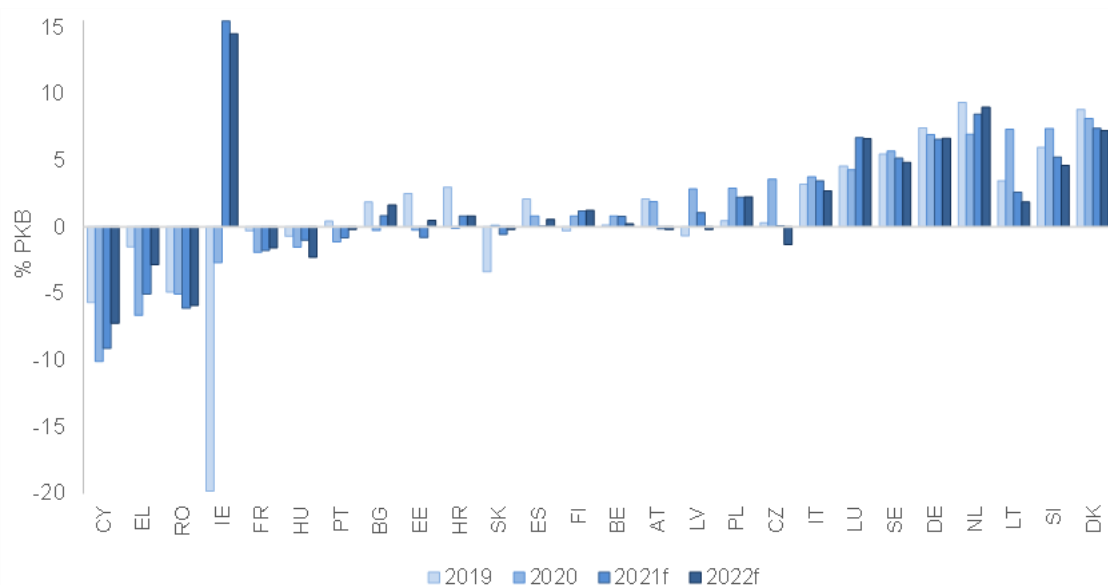
<sup>(13)</sup> Poziom progów ostrożnościowych MPI netto ustala się w taki sposób, aby maksymalnie wykorzystać ich przydatność w prognozowaniu kryzysu dotyczącego salda bilansu płatniczego, biorąc pod uwagę informacje specyficzne dla poszczególnych państw podsumowane za pomocą dochodu na mieszkańca. Metodologia obliczania progów ostrożnościowych MPI netto – zob. A. Turrini i S. Zeugner (2019), „Benchmarks for Net International Investment Positions” [„Wartości odniesienia dla międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto”], European Economy, Discussion Paper 097/2019.

<sup>(14)</sup> W 2019 r. deficyt obrotów bieżących wyniósł -19,9 % PKB. Duża zmienność danych dotyczących sektora zagranicznego w przypadku Irlandii jest silnie powiązana z działalnością przedsiębiorstw wielonarodowych.

<sup>(15)</sup> Saldo obrotów bieżących w ujęciu uwzględniającym zmiany cykliczne bierze pod uwagę wpływ cyklu koniunkturalnego przez dostosowanie ze względu na lukę w produkcji krajowej i lukę produktową u partnerów handlowych, zob. M. Salto i A. Turrini (2010), „Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment” [Porównanie alternatywnych metodologii oceny realnego kursu walutowego], European Economy, Discussion Paper 427/2010.

**Przewiduje się, że deficyty obrotów bieżących państw ze znaczącymi sektorami turystyki transgranicznej będą powoli poprawiać się w latach 2021 i 2022, natomiast największe nadwyżki powinny w większości przypadków – ale nie zawsze – umiarkowanie spaść (wykres 2.2.2).**

Wykres 2.2.2: Zmiany salda obrotów bieżących



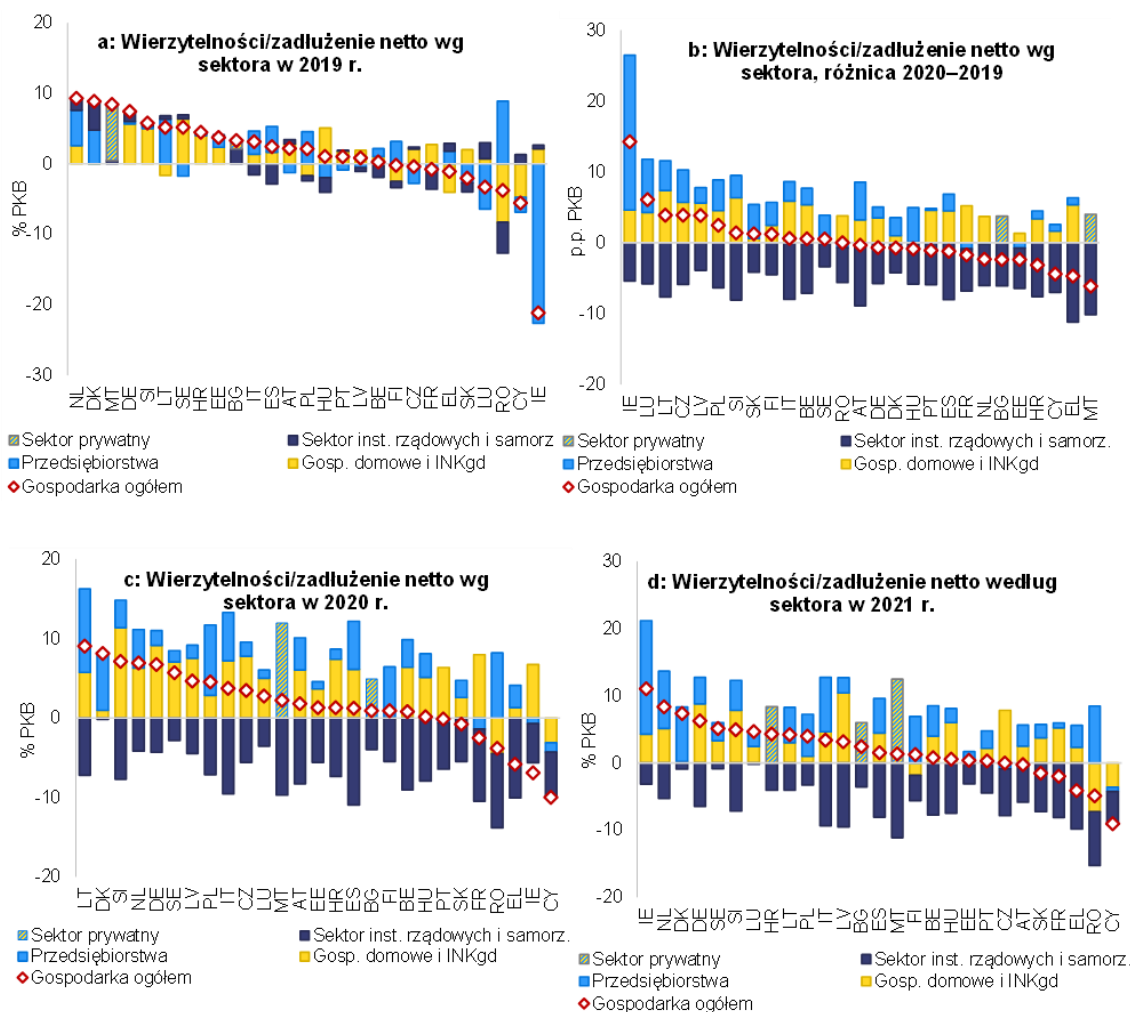
Uwaga: państwa przedstawiono w rosnącej kolejności według salda obrotów bieżących w 2020 r.

Źródło: Eurostat, prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej z jesieni 2021 r. i obliczenia służb Komisji.

W przyszłości oczekuje się stopniowego ożywienia w sektorze podróży międzynarodowych, które może być jednak nierównomierne i pozostać niepełne w horyzoncie prognozy (zob. ramka 1 dotycząca turystyki). Przyczyni się ono do poprawy sald obrotów bieżących państw, których gospodarki w dużym stopniu opierają się na eksporcie usług turystycznych, w szczególności Chorwacji, Cypru i Grecji. Oczekuje się jednak, że poprawa w przypadku znacznego deficytu obrotów bieżących Cypru będzie powolna. Prognozuje się dalsze pogorszenie salda obrotów bieżących Rumunii. Zmienne saldo obrotów bieżących Irlandii ma z kolei wykazać duże nadwyżki w okresie prognozy. Przewiduje się, że znaczne nadwyżki Danii, Niemiec i Słowenii zmaleją, choć w przypadku Niemiec tylko w bardzo umiarkowanym stopniu, podczas gdy nadwyżka Niderlandów ma do 2022 r. powrócić prawie do poziomu z 2019 r.

**Z punktu widzenia oszczędności i inwestycji wkład różnych sektorów w pozycję zewnętrzną nie powinien znacząco się zmienić w większości państw członkowskich.** Oczekuje się, że w 2021 r. sektory prywatne pozostaną głównie kredytodawcami netto, natomiast rządy mają pozostać kredytobiorcami netto (wykres 2.2.3 d). Przewiduje się, że w sektorach prywatnych w większości państw członkowskich wierzytelności netto przedsiębiorstw wzrosną, a wierzytelności netto gospodarstw domowych nieco się zmniejszą. Oczekuje się, że, średnio, zadłużenie netto sektora instytucji rządowych i samorządowych zmniejszy się w umiarkowanym stopniu. W sektorach publicznych poziom wierzytelności netto państw członkowskich o wysokiej nadwyżce obrotów bieżących będzie miał wpływ na ich pozycję zewnętrzną.

Wykres 2.2.3: Wierzytelności netto/zadłużenie netto w latach 2019–2021 w podziale według sektorów

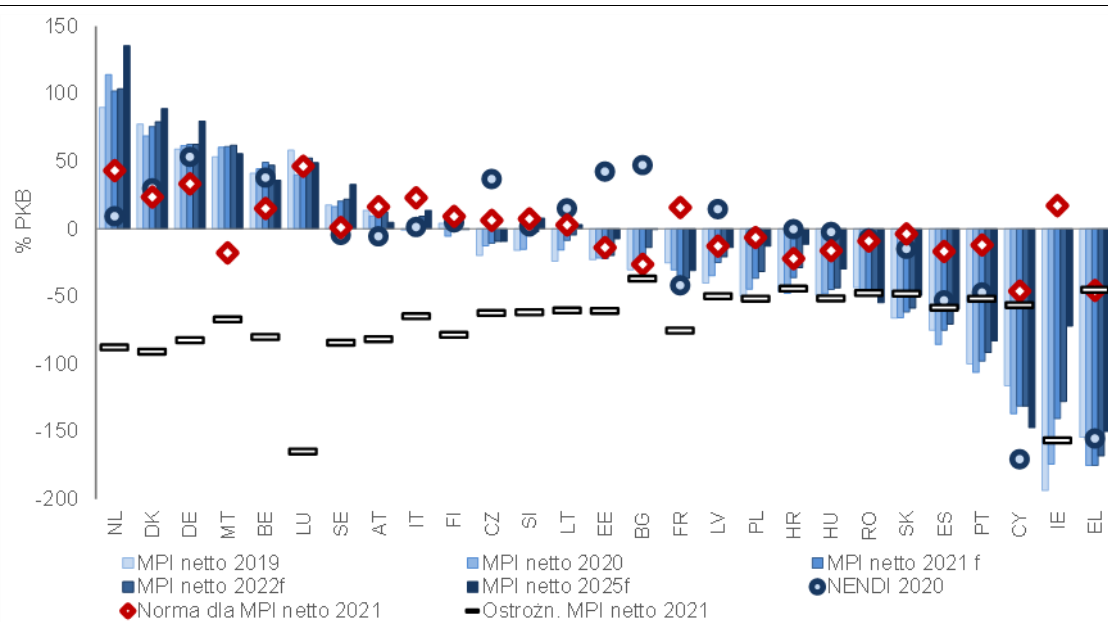


Źródło: baza danych AMECO i prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej z jesieni 2021 r.

**W 2020 r. międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto) pogorszyła się w większości państw będących dużymi dłużnikami netto, poprawiła się natomiast głównie w państwach o znacznych pozycjach dodatnich.** Po wzroście MPI netto, który w 2019 r. miał miejsce we wszystkich państwach UE oprócz czterech, odnotowano znaczne różnice między państwami pod względem zmiany MPI netto w 2020 r., przy czym w niemal połowie państw członkowskich nastąpił spadek MPI netto. W 2020 r. 10 państw członkowskich UE (o jedno mniej niż w 2019 r.) odnotowało MPI netto poniżej wartości progowej określonej w tabeli wyników jako -35 % PKB. Oczekuje się, że w 2021 r. w przypadku wszystkich tych państw pozycje utrzymają się na poziomie niższym niż MPI netto wynikające z fundamentalnych parametrów gospodarczych, a w przypadku sześciu z nich według prognoz MPI netto będą poniżej progów ostrożnościowych (wykres 2.2.4)<sup>(16)</sup>. Prognozuje się w większości poprawę dużych ujemnych MPI netto. Oczekuje się, że w perspektywie średnioterminowej trzy państwa członkowskie, w których MPI netto w 2020 r. wyniosła poniżej -35 %, przekroczą ten poziom. Przewiduje się, że duże dodatnie MPI netto będą nadal rosnąć lub nie ulegną znaczącym zmianom.

<sup>(16)</sup> MPI netto zgodną z fundamentalnymi parametrami gospodarczymi (normy dla MPI netto) otrzymuje się przez kumulację w czasie wartości norm dla salda obrotów bieżących (zob. także przypis 12). Metodologia obliczania wartości MPI netto zgodnych z fundamentalnymi parametrami gospodarczymi – zob. A. Turrini i S. Zeugner (2019), „Benchmarks for Net International Investment Positions” [Wartości odniesienia dla międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto], European Economy, Discussion Paper 097/2019.

Wykres 2.2.4: Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto) w latach 2019–2022 i 2025 oraz wartości odniesienia w 2021 r.



Uwaga: Państwa przedstawiono w malejącej kolejności relacji MPI netto do PKB w 2020 r. NENDI to MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą. Pojęcia progów ostrożnościowych dla MPI netto i normy dla MPI netto – zob. przypisy 13 i 16. NENDI dla IE, LU i MT nie mieszczą się w skali.

**Źródło:** Eurostat i obliczenia służb Komisji (zob. również Załącznik 1).

**Państwa członkowskie, w których odnotowano największe ujemne MPI netto, doświadczyły największego spadku w 2020 r., ale oczekuje się, że ożywienie gospodarcze w większości przypadków umożliwi poprawę.** Cypr, Grecja, Irlandia i Portugalia mają MPI netto poniżej -100 % PKB oraz poniżej ich wartości odniesienia wynikającej z fundamentalnych parametrów gospodarczych oraz ostrożnościowej wartości odniesienia. Na kolejnym miejscu znajduje się Hiszpania, gdzie MPI netto wynosi około -85 % PKB. Z wyjątkiem Irlandii te państwa członkowskie doświadczyły silnego pogorszenia pozycji, które w przypadku Cypru i Grecji wyniosło około 20 punktów procentowych PKB. Głównymi przyczynami były spadek nominalnego PKB, w szczególności w Grecji, oraz duże deficyty obrotów bieżących, zwłaszcza na Cyprze. W Irlandii, a także na Cyprze poziomy MPI netto odzwierciedlają w dużej mierze transgraniczne relacje finansowe między przedsiębiorstwami wielonarodowymi oraz między spółkami celowymi. Wszystkie te pięć państw charakteryzuje się stosunkowo wysoką ujemną MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (NENDI), tj. dużym udziałem zobowiązań netto z tytułu zadłużenia w ich pozycji zewnętrznej<sup>(17)</sup>. Większość zobowiązań zagranicznych Grecji stanowi dług publiczny na preferencyjnych warunkach. Do stabilności zewnętrznej niektórych państw członkowskich o dużych ujemnych MPI netto będą przyczyniały się napływy dotacji – czasami znaczne – w ramach Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności (RRF), jak również przesunięcia UE w wieloletnich ramach finansowych (WRF). Obecne prognozy wskazują jednak na stagnację MPI netto Cypru, nawet w perspektywie średniookresowej. Z drugiej strony MPI netto innych państw o dużych ujemnych MPI netto powinny stopniowo poprawiać się do 2022 r. i w perspektywie średniookresowej w związku z silnym wzrostem PKB i poprawą sald obrotów bieżących, przy czym oczekiwane postępy mają być wyjątkowo szybkie w przypadku Irlandii ze względu na duże prognozowane nadwyżki obrotów bieżących.

**Większość państw UE o umiarkowanie ujemnych MPI netto nie doświadczyła dużych zmian w pozycjach w 2020 r., a prognozy wskazują na poprawę sytuacji większości z nich w przyszłości.**

<sup>(17)</sup> NENDI stanowi podzbiór MPI netto, z którego wyłączone komponenty czysto kapitałowe, tj. bezpośrednie inwestycje zagraniczne (BIZ), kapitał własny i udziały kapitałowe oraz transgraniczny dług wewnątrz przedsiębiorstwa. W rezultacie wskaźnik NENDI reprezentuje MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą. Zob. również Komisja Europejska „Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard” [Planowana rewizja wybranych wskaźników pomocniczych w tabeli wyników dla procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej], Nota techniczna; [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en).

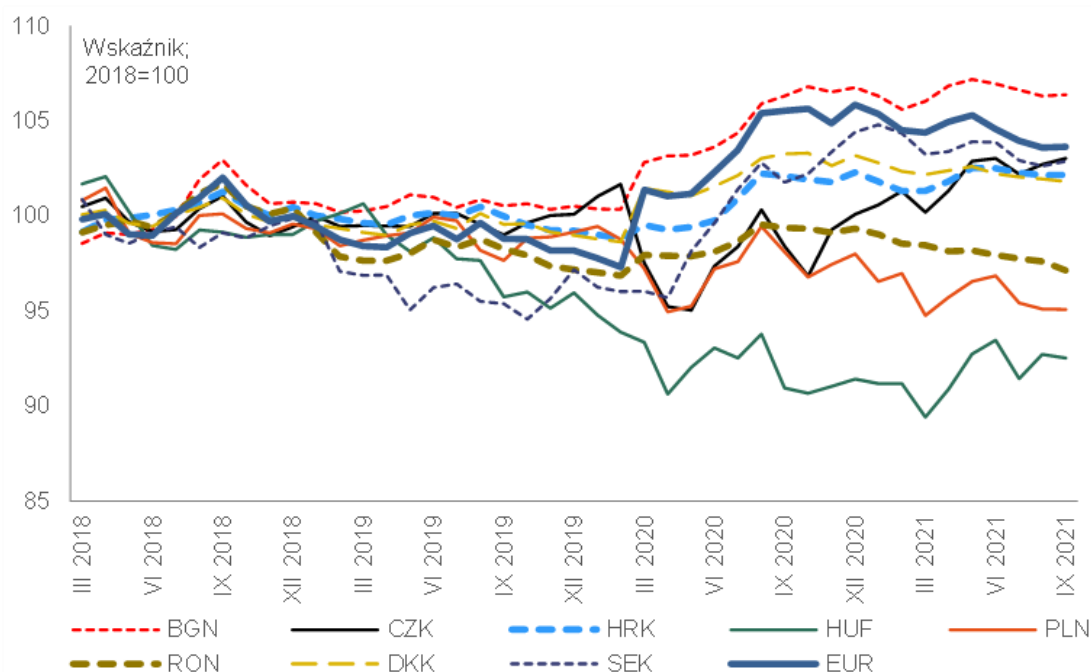


Oczekuje się, że w 2021 r. wszystkie te państwa – Chorwacja, Węgry, Polska, Rumunia i Słowacja – odnotują MPI netto niższe od ich wartości odniesienia wynikających z fundamentalnych parametrów gospodarczych, ale według prognoz tylko dwa ostatnie państwa członkowskie osiągną MPI netto poniżej progów ostrożnościowych. MPI netto wszystkich tych państw członkowskich, jak również innych państw Europy Środkowo-Wschodniej oraz krajów bałtyckich, charakteryzują się dużą wartością przychodzących bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz wartościami NENDI znacznie korzystniejszymi niż ich MPI netto. Ponadto państwa te są stosunkowo dużymi beneficjentami przesunięć UE w ramach WRF, co w znaczącym stopniu wspiera ich pozycje zewnętrzne. Oprócz przesunięć w WRF również dotacje w ramach RRF przyczyniają się do dalszego wzrostu MPI netto większości tych państw. Ogólnie rzecz biorąc, prognozy wskazują na poprawę MPI netto tych państw w przyszłości, z wyjątkiem Rumunii, której pozycja prawdopodobnie ulegnie umiarkowanemu pogorszeniu (wykres 2.2.4).

**Zróżnicowany rozwój sytuacji w 2020 r. odnotowano również w grupie państw członkowskich o dużych dodatnich MPI netto.** MPI netto Niderlandów, Niemiec, Malty i Belgii nadal rosły w związku z utrzymującymi się znacznymi nadwyżkami obrotów bieżących w pierwszych dwóch państwach, a we wszystkich czterech przypadkach do tego wzrostu przyczynił się spadek nominalnego PKB. W szczególności Niderlandy, ale również Malta, odnotowały także znaczne pozytywne skutki wyceny. Z kolei negatywne zmiany wyceny ograniczyły wzrost MPI netto w Niemczech. Duże dodatnie MPI netto Danii i Luksemburga zmniejszyły się w warunkach negatywnych zmian wyceny pomimo znacznych nadwyżek obrotów bieżących w tych państwach.

**Warunki finansowania zewnętrznego mogą zaostrzyć się w przyszłości, co może mieć konsekwencje dla niektórych państw spoza strefy euro.** Na początku kryzysu związanego z COVID-19 szereg państw spoza strefy euro odczuło napięcia panujące na światowych rynkach finansowych. W tym czasie waluty niektórych państw członkowskich spoza strefy euro, w szczególności węgierski forint, były pod presją i osłabiły się w marcu i kwietniu 2020 r., ale już w maju ich kurs poprawił się i ustabilizował (wykres 2.2.5) dzięki poprawie światowych nastrojów związanych z ryzykiem i ustabilizowaniu się przepływów kapitału. W przyszłości nie można wykluczyć pewnej ponownej zmienności przepływów kapitału ani zaostrzenia warunków finansowania zewnętrznego, częściowo w oczekiwaniu na zaostrzenie polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych i innych rozwiniętych gospodarkach. W tym kontekście państwa spoza strefy euro, w których prognozuje się duże poziomy wierzycelności netto, są w mniejszym stopniu narażone na ryzyka związane z (re)finansowaniem zewnętrznym w przypadku ponownego pojawienia się takich ryzyk, podobnie jak państwa członkowskie o znacznych rezerwach walutowych. W tym kontekście rolę odgrywają również potrzeby zarówno sektora prywatnego, jak i sektora instytucji rządowych

Wykres 2.2.5: Nominalne efektywne kursy walutowe (NEER)



Źródło: Komisja Europejska.

i samorządowych w zakresie finansowania zewnętrznego (zob. sekcja 2.4 dotycząca sektora instytucji rządowych i samorządowych).

## 2.2.2. KONKURENCYJNOŚĆ

**Jednostkowe koszty pracy wzrosły w całej UE w wyniku wyraźnego przejściowego spadku ogólnej wydajności pracy w czasie kryzysu związanego z COVID-19.** W tabeli wyników przedstawiono wzrost jednostkowych kosztów pracy, na podstawie skumulowanego wzrostu w ciągu trzech lat do 2020 r., powyżej wartości progowej w 18 państwach członkowskich w porównaniu z ośmioma państwami rok temu. Przed 2020 r. w niektórych państwach, w tym w Bułgarii, Czechach, Estonii, na Węgrzech, Łotwie, Litwie, w Luksemburgu, na Malcie, w Rumunii i na Słowacji, występowały oznaki potencjalnego przegrzania. W samym tylko 2020 r. wzrost jednostkowych kosztów pracy przyspieszył w 22 państwach członkowskich. Przewiduje się jednak, że ten wyjątkowy wzrost jednostkowych kosztów pracy częściowo ulegnie odwróceniu w wielu krajach w latach 2021 i 2022 w warunkach ogólnie rosnącej zmienności jednostkowych kosztów pracy.

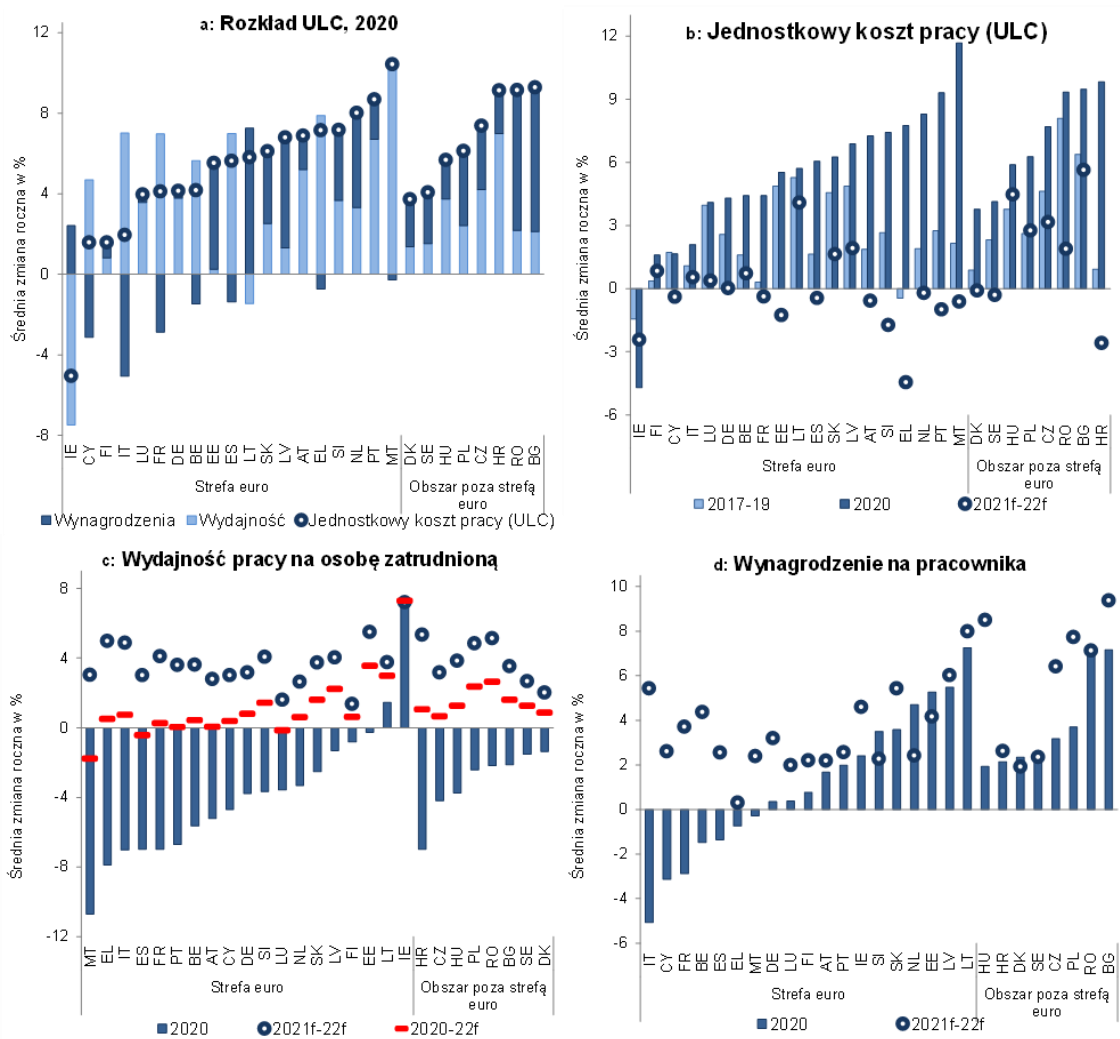
**Wpływ pandemii COVID-19 i tarcia strukturalne pojawiające się w procesie ożywienia gospodarczego sprawiają, że trudno jest ocenić zmiany konkurencyjności kosztowej.** Gwałtowne przyspieszenie wzrostu jednostkowych kosztów pracy w 2020 r. i jego oczekiwane częściowe odwrócenie w większości państw w latach 2021 i 2022 są zdominowane przez efekt statystyczny wynikający ze znacznego chomikowania pracy i spowodowanego tym spadku ogólnej wydajności na mieszkańca (wykres 2.2.6). Wynikało to ze wsparcia ze strony rządu na rzecz programów utrzymania miejsc pracy, głównie w postaci tymczasowo rozszerzonych mechanizmów zmniejszonego wymiaru czasu pracy, w których preferowano raczej zmniejszenie liczby godzin pracy niż zmianę poziomu zatrudnienia. Połączenie zastoju na rynku pracy i niedoboru wykwalifikowanej siły roboczej wskazuje na zmienność i niepewność co do rozwoju sytuacji w przyszłości w zakresie jednostkowych kosztów pracy. Rozwój ten jest związany z problemami w łańcuchach dostaw i z tarciami wynikającymi z nierównomiernego ożywienia gospodarczego, a także z przyspieszoną transformacją cyfrową i długoterminowymi zmianami strukturalnymi. Biorąc pod uwagę fakt, że ostatnie lata charakteryzowały się wysokim wzrostem jednostkowych kosztów pracy w wielu państwach, utrata konkurencyjności kosztowej pozostaje ryzykiem, które należy monitorować, zwłaszcza w celu określenia stopnia, w jakim utrata odnotowana w 2020 r. może zostać zniwelowana w toku ożywienia gospodarczego. Polityki promujące konkurencyjność i wydajność pozostają niezwykle ważne dla trwałej odbudowy po kryzysie związanym z COVID-19.

**Wydajność pracy spadła w prawie wszystkich państwach UE w 2020 r., ale oczekuje się, że w tym i następnym roku wzrośnie** (wykres 2.2.6 c). W czasie kryzysu związanego z COVID-19 nakłady pracy zmniejszyły się, głównie wskutek zmniejszenia wymiaru czasu pracy, podczas gdy liczba zatrudnionych niewiele się zmieniła, do czego przyczyniły się środki rządowe, w tym rozszerzone mechanizmy zmniejszonego wymiaru czasu pracy, których wykorzystanie znacznie spadło w miarę ożywienia gospodarczego. W rezultacie wydajność pracy mierzona na podstawie liczby zatrudnionych spadła silniej w porównaniu z wydajnością pracy mierzoną na podstawie liczby przepracowanych godzin w większości państw. W latach 2021 i 2022 spodziewany jest gwałtowny wzrost wydajności wraz z pojawieniem się ożywienia gospodarczego i odwróceniem efektów chomikowania pracy. Przewiduje się, że w 2022 r. wydajność na osobę przekroczy poziom z 2019 r. we wszystkich państwach członkowskich z wyjątkiem Luksemburga, Malty, Portugalii i Hiszpanii.

**W 2020 r. wzrost płac był umiarkowany, ale oczekuje się, że w latach 2021 i 2022 przyspieszy, w niektórych przypadkach znacząco.** W większości państw UE wzrost płac był stłumiony w czasie kryzysu związanego z COVID-19 (wykres 2.2.6 d). Przewiduje się, że w latach 2021 i 2022 wynagrodzenie na pracownika będzie wzrastało o ponad 5 % rocznie w Bułgarii, Czechach, na Węgrzech, we Włoszech, na Łotwie, Litwie, w Polsce, Rumunii i na Słowacji. W przypadku Belgii, Estonii i Irlandii wzrost ten powinien wynosić średnio 4–5 %. W Bułgarii, Czechach, Estonii, na Węgrzech, Łotwie, Litwie oraz w Rumunii i na Słowacji utrzymujący się wysoki wzrost płac i jednostkowych kosztów pracy już przed pandemią był powodem do niepokoju wywołującym pytania o konkurencyjność kosztową.

W całej strefie euro zmiany jednostkowych kosztów pracy powinny ponownie przyczynić się do przywrócenia równowagi zewnętrznej, kiedy ustąpi wpływ na wydajność. Wzrost jednostkowych kosztów pracy w 2020 r. był większy w niektórych państwach będących dłużnikami netto, takich jak Grecja, Portugalia i Hiszpania, ponieważ odnotowały one głębszą recesję i znaczny poziom chomikowania pracy. Do 2022 r. zmiana wzrostu jednostkowych kosztów pracy ponownie będzie przyczyniała się do przywrócenia równowagi zewnętrznej, ponieważ przewiduje się, że będzie ona nieco niższa w państwach będących dłużnikami netto niż w państwach będących wierzycielami netto (wykres 2.2.7). Na bardziej ograniczony wpływ na przywrócenie równowagi w porównaniu z okresem przed pandemią oddziaływał utrzymujący się wpływ na wydajność, któremu trzeba będzie zaradzić, aby przewyższyć istniejące różnice. Według prognoz koszty związane z zatrudnieniem będą natomiast wyższe w państwach będących wierzycielami netto niż w państwach będących dłużnikami netto.

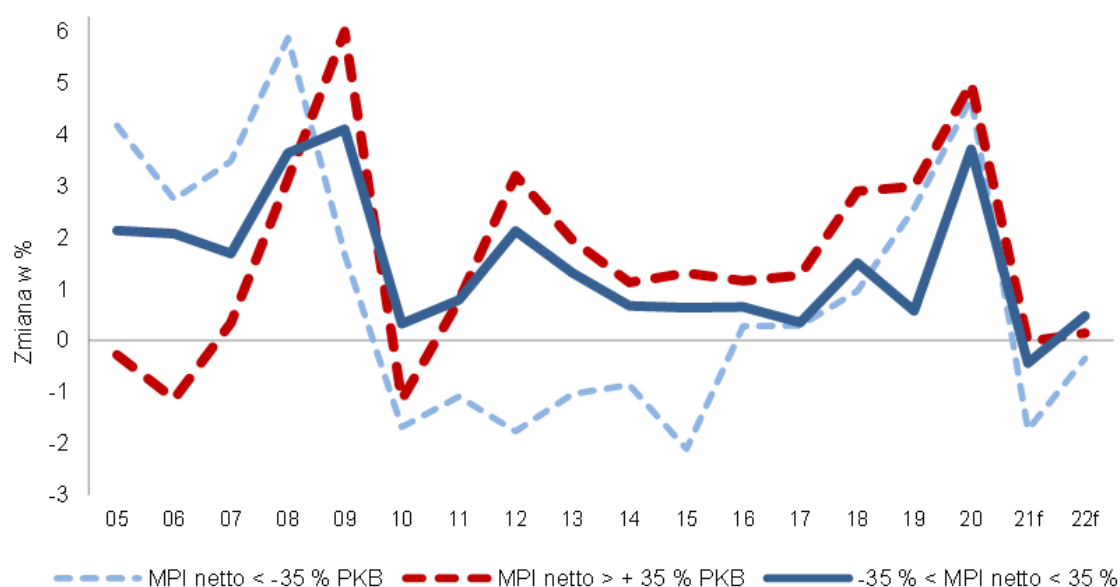
Wykres 2.2.6: Jednostkowe koszty pracy, wynagrodzenia i wzrost wydajności



Uwaga: stopy wzrostu na przestrzeni wielu lat są przedstawione w ujęciu rocznym.

Źródło: baza danych AMECO i prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej z jesieni 2021 r.

Wykres 2.2.7: Wzrost jednostkowych kosztów pracy w strefie euro



Uwaga: państwa, w których MPI netto wynosi > +35 % PKB: DE, LU, NL, BE, MT. Państwa, w których MPI netto wynosi od 35 % do -35 % PKB: FI, EE, IT, LT, FR, SI, AT. Pozostałe państwa należą do grupy, w której MPI netto wynosi < -35 % PKB. Powyższy podział państw opiera się na średnich wartościach MPI netto w latach 2017-2019. W tym samym okresie państwa będące wierzycielami netto odnotowały średnią nadwyżkę obrotów bieżących. Dane liczbowe dotyczą średnich ważonych PKB względem trzech grup państw.

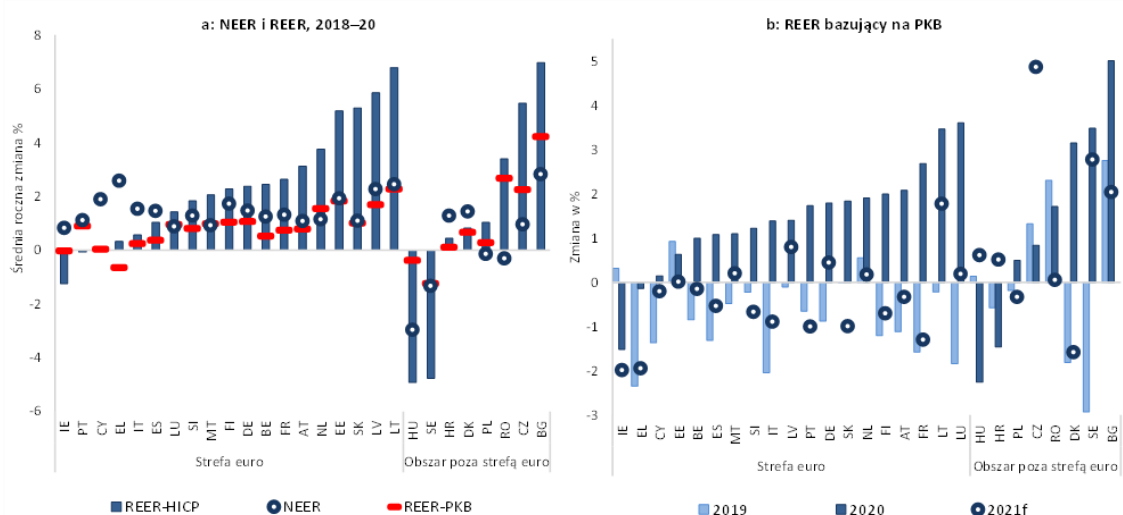
Źródło: baza danych AMECO i prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej z jesieni 2021 r.

**W 2020 r. nominalne efektywne kursy walutowe umocniły się w większości państw.** Najsilniejsze aprecjacje odnotowano w przypadku Bułgarii, Grecji, Łotwy, Litwy i Szwecji. Jedynie Węgry oraz w mniejszym stopniu Czechy i Polska odnotowały nominalne deprecjacje. Aprecjacja nominalnych efektywnych kursów walutowych odzwierciedla również aprecjację euro na początku pandemii COVID-19 i związaną z tym ucieczkę w strefę bezpieczeństwa. Jak dotąd w 2021 r. nominalne efektywne kursy walutowe umocniły się w większości państw UE, chociaż w większości przypadków w sposób bardziej umiarkowany niż w 2020 r.

**Realne efektywne kursy walutowe (REER) bazujące na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych umocniły się umiarkowanie w większości państw członkowskich w 2020 r., co częściowo odzwierciedla nominalne aprecjacje.** Jedynymi państwami, w których nastąpiła deprecjacja realnego efektywnego kursu walutowego bazującego na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych, były Chorwacja i Węgry. Najsilniejsze aprecjacje odnotowano w Bułgarii, na Litwie i w Szwecji. Ta umiarkowana aprecjacja nastąpiła po deprecjacji odnotowanej w większości państw członkowskich w 2019 r. Realny efektywny kurs walutowy oparty na deflatorze PKB, dla którego to kursu dostępne są prognozy na 2021 r., sugeruje, że w przyszłości można oczekiwać umiarkowanego wzrostu realnych kursów walutowych, ze znaczącymi aprecjacjami jedynie w Bułgarii, Czechach, na Litwie i w Szwecji (wykres 2.2.8 b).

**Zmiany realnych efektywnych kursów walutowych sprzyjają przywróceniu równowagi zewnętrznej, ale tylko w ograniczonym zakresie.** Niektóre państwa będące wierzycielami netto, w tym Dania, Niemcy, Niderlandy i Malta, odnotowały w 2020 r. aprecjację realnego efektywnego kursu walutowego nieco powyżej średniej UE. Niektóre państwa będące dużymi dłużnikami netto lub kraje bardziej dotknięte recesją wywołaną COVID-19, takie jak: Cypr, Chorwacja, Grecja, Włochy, Portugalia lub Hiszpania, odnotowały pewną poprawę konkurencyjności względem tych państw będących wierzycielami netto, wynikającą z niższej inflacji, na co wskazują bardziej umiarkowane zmiany realnego efektywnego kursu walutowego (wykres 2.2.8). Wydaje się, że tendencja ta utrzymuje się również w 2021 r., co sugeruje, że zmiany realnego efektywnego kursu walutowego nadal w umiarkowanym stopniu sprzyjają przywróceniu równowagi zewnętrznej w najbliższej przyszłości.

Wykres 2.2.8: Dynamika nominalnych i realnych efektywnych kursów walutowych (NEER i REER)



Uwaga: Kursy REER i nominalny efektywny kurs walutowy (NEER) oblicza się w stosunku do 42 partnerów handlowych.

Źródło: baza danych AMECO i prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej z jesieni 2021 r.

**Udziały w rynkach eksportowych ulegały znacznym wahaniom w 2020 r., a trzy państwa członkowskie odnotowały straty przekraczające wartość progową zawartą w tabeli wyników.** Na podstawie skumulowanej zmiany w okresie pięciu lat Francja, Grecja i Hiszpania odnotowały znaczne straty udziału w rynkach eksportowych przekraczające wartość progową. Z drugiej strony wiele państw odnotowało również znaczny wzrost – w przypadku Irlandii, Litwy i Polski powyżej 30 %. Udziały w rynkach eksportowych ulegały znacznym wahaniom w 2020 r. W samym tylko 2020 r. państwa UE odnotowały średnio pewien wzrost udziałów w rynkach eksportowych, ale przy dużych różnicach między poszczególnymi krajami.

**Oczekuje się, że niektóre państwa, w których odnotowano znaczne straty udziałów w rynkach eksportowych w 2020 r., w najbliższej przyszłości zniwelują jedynie część tych strat.** Poza Austrią i Estonią gwałtowny spadek salda usług w kontekście kryzysu związanego z COVID-19 zatrzymał się w ostatnich kwartałach w Bułgarii, Chorwacji, na Cyprze, w Grecji, na Węgrzech, we Włoszech, na Malcie, w Portugalii i Hiszpanii. Po dużej poprawie od początku 2020 r. w bilansie handlowym usług w Niemczech nadal odnotowuje się niewielką nadwyżkę. W szeregu państw odnotowano korzystniejsze zmiany w bilansie handlowym towarów od 2019 r., częściowo kompensujące spadek bilansu handlowego usług. Oczekuje się, że w latach 2021 i 2022 udziały w rynkach eksportowych wzrosną szczególnie silnie w Chorwacji i Grecji oraz Hiszpanii, ponieważ sytuacja w zakresie podróży transgranicznych wraca do normy, ale nie we wszystkich przypadkach wzrost ten będzie wystarczał do zniwelowania wszystkich strat odnotowanych w 2020 r. Oczekuje się, że ogólnie w latach 2020–2022 udziały w rynkach eksportowych wzrosną najbardziej w Estonii, Irlandii, na Litwie, w Luksemburgu i w Polsce, a spadną w Grecji, Hiszpanii, Francji i Portugalii.

**Zmiany udziałów w rynkach eksportowych mogą w pewnym stopniu przyczynić się do przywrócenia równowagi zewnętrznej w przyszłości.** Oczekuje się, że w latach 2020–2022 państwa o dużych nadwyżkach obrotów bieżących, w tym Dania, Niemcy i Niderlandy, odnotują straty udziałów w rynkach eksportowych. Dane za drugi kwartał 2021 r. nadal wykazują nadwyżki salda usług, wyrażone jako odsetek PKB, w warunkach wzmocnienia bilansu handlowego towarów w Niemczech i Niderlandach. Niemniej jednak w miarę ożywienia przepływów turystycznych kraje te prawdopodobnie stracą część wzrostu udziałów w rynkach eksportowych w sektorze usług osiągniętego podczas pandemii COVID-19.

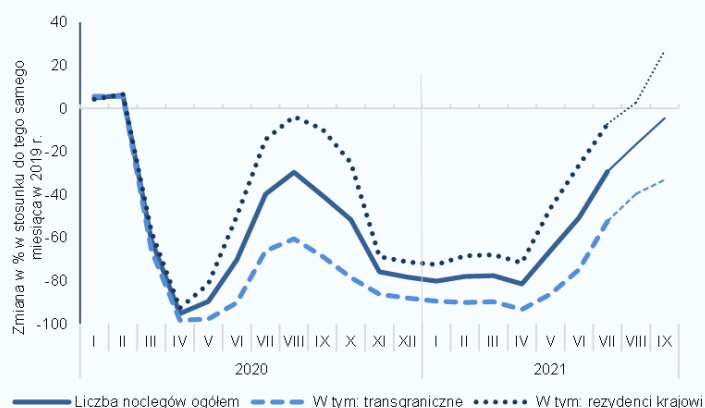


### Ramka 1: Turystyka w czasie kryzysu związanego z COVID-19

**Turystyka była jednym z sektorów działalności gospodarczej najbardziej dotkniętych kryzysem związanym z COVID-19**, ponieważ środki mające na celu opanowanie pandemii obejmowały ograniczenia w branży turystyczno-hotelarskiej i w podróżach międzynarodowych. Skalę negatywnego wpływu odzwierciedla duży spadek liczby noclegów wykorzystanych przez turystów (wykres 1): w kwietniu 2020 r. liczba noclegów w turystycznych obiektach noclegowych spadła o 95 % w porównaniu z tym samym miesiącem w 2019 r. W miesiącach letnich odnotowano znaczną poprawę sytuacji, ponieważ w sierpniu 2020 r. turystyka krajowa zbliżyła się do poziomów z 2019 r. W sierpniowym okresie szczytowym liczba noclegów wykorzystanych przez turystów zagranicznych była natomiast o 60 % niższa od poziomu z sierpnia 2019 r. Wraz z drugą falą pandemii aktywność w zakresie podróży ponownie zmalała.

**Ostatnie, silniejsze ożywienie gospodarcze, w tym w turystyce transgranicznej, rozpoczęło się w maju 2021 r.** Nastąpiło to po osiągnięciu znacznych postępów w zakresie szczepień i koordynacji przepisów dotyczących podróży transgranicznych w obrębie UE, co było możliwe dzięki wprowadzeniu *unijnego cyfrowego zaświadczenia COVID*. W lipcu odnotowano wzrost zarówno w sektorze turystyki krajowej, jak i w sektorze turystyki transgranicznej w porównaniu z poziomem z 2020 r., przy czym w tym drugim sektorze poprawa była większa. Jeżeli wziąć pod uwagę również prognozy teraźniejszości za sierpień i wrzesień, można wywnioskować, że ogólna działalność turystyczna w lecie 2021 r. wzrosła o około 30 % w porównaniu z 2020 r., ale nadal pozostaje na poziomie o 16 % niższym niż w 2019 r. Zaistniały także pewne zmiany w strukturze <sup>(1)</sup>. Chociaż wydaje się, że w miesiącach letnich 2021 r., zwłaszcza we wrześniu, turystyka krajowa przekroczyła poziom osiągnięty latem 2019 r., podróże transgraniczne nadal pozostają w tyle o ponad 40 % w stosunku do poziomu sprzed pandemii. Porównanie pierwszych dziewięciu miesięcy 2021 r. z tym samym okresem 2020 r. pokazuje, że wyniki sektora turystyki w 2021 r. wzrosły jedynie o około 12 %, co częściowo odzwierciedla fakt, że pandemia nie miała znacznego wpływu na pierwszy kwartał 2020 r.

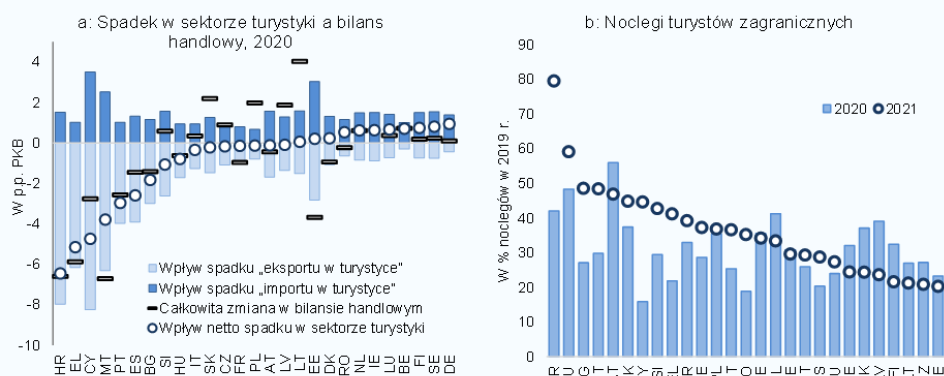
Wykres 1: Noclegi wykorzystane przez turystów w UE w latach 2020 i 2021



Uwaga: liczba noclegów w turystycznych obiektach noclegowych podana za pośrednictwem Eurostatu i zwiększona zgodnie z prognozami teraźniejszości na podstawie przeglądów Airbnb za sierpień i wrzesień 2021 r. Szacunki dotyczące Cypru, Francji i Irlandii opierają się na danych krajowych urzędów statystycznych. Zob. również przypis 1. **Źródło:** szacunki Eurostatu i Komisji Europejskiej.

**Państwa członkowskie, które są w dużym stopniu zależne od eksportu usług turystycznych, ucierpiały szczególnie dotkliwie, ponieważ wskutek pandemii gwałtownie spadła liczba podróży transgranicznych.** Znaczny spadek w sektorze turystyki międzynarodowej miał szczególnie silny wpływ na niektóre państwa będące dłużnikami netto, takie jak: Chorwacja, Cypr, Grecja, Portugalia czy Hiszpania, które odnotowywały znaczne nadwyżki w handlu usługami turystycznymi, a także na Maltę (wykres 2 a) <sup>(2)</sup>. W przypadku większości z tych państw wpływ spadku w sektorze turystyki międzynarodowej na bilans handlowy zasadniczo odzwierciedla pogorszenie ich ogólnych bilansów handlowych w 2020 r. <sup>(3)</sup> <sup>(4)</sup> Negatywne skutki dla dużych eksporterów usług turystycznych są stopniowo niwelowane w 2021 r. wraz ze wzrostem tempa ożywienia gospodarczego w sektorze turystyki transgranicznej. Na drugim końcu spektrum znajdują się państwa, które zazwyczaj importują więcej usług turystycznych, niż eksportują. W ich przypadku ograniczenie podróży międzynarodowych miało częściowy pozytywny wpływ na bilans handlowy, ponieważ turyści kierowali się do docelowych miejsc podróży w kraju.

Wykres 2: Wpływ spadku w sektorze turystyki na bilans handlowy i prognozy na 2021 r. dotyczące liczby noclegów



Uwagi: a) Szacowane skutki odnoszą się wyłącznie do handlu usługami rejestrowanego w pozycji dotyczącej podróży w danych statystycznych dotyczących bilansu płatniczego. Są oparte na analizie równowagi cząstkowej, w której wykorzystuje się dane dotyczące handlu w kategoriach wartości dodanej oraz uwzględnia się skutki bezpośrednie i pośrednie. Zob. przypisy 3 i 4. b) Prognozy na 2021 r. opierają się na liczbie noclegów spędzonych przez nierezydentów w obiektach zakwaterowania turystycznego, podanej za pośrednictwem Eurostatu i zwiększonej zgodnie z prognozami teraźniejszości na podstawie przeglądów Airbnb w przypadku brakujących danych, do września. Szacunki dotyczące Cypru, Francji i Irlandii opierają się na danych krajowych urzędów statystycznych. W odniesieniu do ostatniego kwartału 2021 r. w prognozie przyjęto taki sam poziom aktywności turystycznej jak w danych (i prognozie teraźniejszości) z trzeciego kwartału 2021 r., wyrażony jako odsetek noclegów w 2019 r.

**Źródło:** szacunki Eurostatu i Komisji Europejskiej.

**Wstępne dane za 2021 r. wskazują na częściowe i stopniowe ożywienie gospodarcze w sektorze turystyki międzynarodowej, które jednak różni się w poszczególnych krajach.** Przewiduje się, że liczba noclegów spędzonych w 2021 r. w obiektach zakwaterowania turystycznego przez turystów zagranicznych wzrośnie znacznie w Chorwacji, na Cyprze i w Grecji, a nieco mniej – w Hiszpanii (wykres 2 b) <sup>(5)</sup>. Jednocześnie wydaje się, że odbicie w międzynarodowej aktywności turystycznej w Portugalii jest bardziej umiarkowane, ale poziom ten jest nieco wyższy od poziomu prognozowanego w przypadku Hiszpanii. Znaczący wzrost w sektorze turystyki transgranicznej przewidywany jest również w odniesieniu do Bułgarii, Włoch, Rumunii i Słowenii, podczas gdy na przykład w przypadku Austrii i Niderlandów oraz kilku innych państw członkowskich spodziewany jest spadek, prawdopodobnie odzwierciedlający różne sezonowe rozkłady przyjazdów turystów zagranicznych, jak również skutki zmiany kierunku podróży w latach 2020 i 2021.

- (1) Szczegółowe informacje na temat danych Airbnb oraz wyjaśnienia metodologiczne dotyczące prognoz teraźniejszości – zob. Komisja Europejska, Europejska prognoza gospodarcza – jesień 2020, „Tourism in pandemic times: an analysis using real-time big data” [„Turystyka w czasach pandemii: analiza z wykorzystaniem dużych zbiorów danych w czasie rzeczywistym”], temat specjalny 3.3, Institutional Paper 136, listopad 2020 r. W prognozach teraźniejszości wykorzystuje się terminologię poszczególnych przeglądów jako wskaźnik zastępczy w celu rozróżnienia noclegów wykorzystanych przez turystów krajowych i noclegów wykorzystanych przez turystów zagranicznych.
- (2) Termin „turystyka międzynarodowa” oznacza handel międzynarodowy usługami turystycznymi rejestrowany w pozycji dotyczącej podróży w danych statystycznych dotyczących bilansu płatniczego.
- (3) Szacunki wpływu spadku podróży międzynarodowych na bilans handlowy opierają się na analizie równowagi cząstkowej, która koncentruje się na handlu w kategoriach wartości dodanej poprzez uwzględnienie przywozu czynników wykorzystywanych w produkcji towarów i świadczeniu usług konsumowanych przez turystów zagranicznych. W analizie tej uwzględnia się zarówno bezpośrednie, jak i pośrednie skutki zmiany popytu ze strony turystów zagranicznych, tj. również powiązania retrospektywne z sektorami gospodarki, na które popyt turystyczny nie ma bezpośredniego wpływu. W analizie tej zakłada się, że pieniądze, które nie zostały wydane na podróż za granicę, są zaoszczędzone. Więcej szczegółowych informacji – zob. L. Coutinho, G. Vukšić i S. Zeugner (2021), „International tourism decline and its impact on external balances in the euro area” [„Spadek w sektorze turystyki międzynarodowej i jego wpływ na salda obrotów z zagranicą w strefie euro”], *Kwartalne sprawozdanie na temat strefy euro*, DG ECFIN, Komisja Europejska, tom 20, nr 2, cz. III.
- (4) Przykładem częściowo jest Cypr, gdzie wysoki poziom importu netto usług międzynarodowego przewozu osób silnie zmniejszył się w 2020 r., amortyzując ogólny wpływ na bilans handlowy. Międzynarodowy przewóz osób jest odrębną kategorią w bilansie płatniczym, ale jest powiązany z turystyką międzynarodową. Ponieważ w przypadku wielu państw UE dane za 2020 r. dotyczące tych usług nie są dostępne, nie zostały uwzględnione w analizie. Jeżeli chodzi o inne kraje, dla których dane są dostępne, uwzględnienie tej kategorii nie zmienia znacząco wyników. Na Malcie stosunkowo silny wpływ na bilans handlowy miały również zmiany w pozycjach innych niż podróże.
- (5) Przy porównywaniu roku 2021 (prognozy) z całym 2020 r. należy przypomnieć, że pandemia nie miała wpływu na niemal cały pierwszy kwartał 2020 r., a aktywność turystyczna w tym okresie była większa niż w 2019 r.

## 2.3. ZADŁUŻENIE SEKTORA PRYWATNEGO I RYNKI MIESZKANIOWE

### 2.3.1. ZADŁUŻENIE SEKTORA PRYWATNEGO

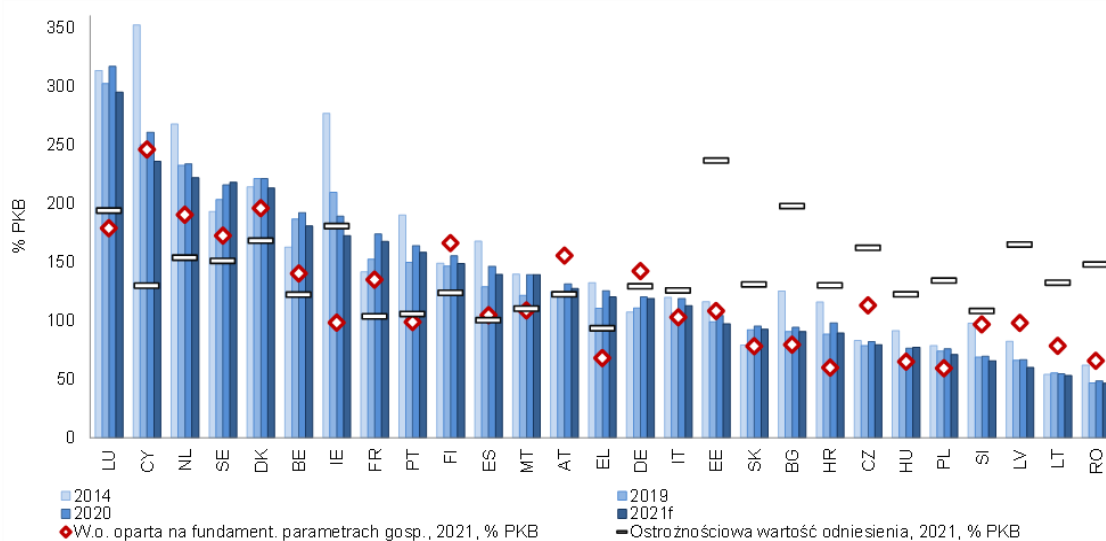
**Wskaźniki zadłużenia sektora prywatnego wyraźnie wzrosły wraz z kryzysem związanym z COVID-19, ale w większości państw prognozuje się powrót w 2021 r. do tendencji spadkowej.** W 2020 r. relacja zadłużenia sektora prywatnego do PKB wzrosła we wszystkich państwach UE z wyjątkiem Danii, Irlandii i Litwy (wykres 2.3.1), przerywając trwające w wielu krajach zmniejszanie zadłużenia. Wzrost w 2020 r. wynikał głównie ze spadku PKB, ale w większości państw nasiliło się również zaciąganie kredytów i pożyczek, zwłaszcza w przypadku przedsiębiorstw. Gwarancje kredytowe i moratoria na spłatę długu były ważnymi środkami z zakresu polityki służącymi przezwyciężeniu niedoborów płynności na początku kryzysu związanego z COVID-19, ale przyczyniły się również do wzrostu zadłużenia. Relacja zadłużenia sektora prywatnego do PKB przekroczyła wynoszącą 133 % PKB wartość progową zawartą w tabeli wyników w 12 państwach członkowskich (Belgia, Cypr, Dania, Finlandia, Francja, Irlandia, Luksemburg, Malta, Niderlandy, Portugalia, Hiszpania i Szwecja), podczas gdy rok temu w takiej sytuacji było 10 państw, a Hiszpania i Malta osiągnęły wyniki poniżej tej wartości (wykres 2.3.1). W przypadku innych państw członkowskich odnotowano znaczny wzrost, utrzymujący się poniżej wartości progowej. Całkowite zadłużenie sektora prywatnego wydaje się wysokie w porównaniu z wartościami odniesienia, w których uwzględnia się fundamentalne parametry gospodarcze poszczególnych państw, oraz z wartościami progowymi, w których uwzględnia się kwestie ostrożnościowe<sup>(18)</sup>. Dotyczy to Belgii, Cypru, Danii, Francji, Grecji, Irlandii, Luksemburga, Malty, Niderlandów, Portugalii, Hiszpanii i Szwecji.

**Ogólnie rzecz biorąc, kryzys związany z COVID-19 zwiększył ryzyka związane z poziomem zadłużenia sektora prywatnego.** Przewiduje się, że wraz z ożywieniem gospodarczym relacja zadłużenia sektora prywatnego do PKB zacznie spadać w 2021 r. w całej UE (wykres 2.3.1). Oczekuje się jednak, że w większości państw UE relacja ta pozostanie powyżej poziomu z 2019 r. Ponieważ rządowe środki wsparcia są stopniowo wycofywane, zdolność przedsiębiorstw i gospodarstw domowych do wywiązywania się z zobowiązań w zakresie spłaty zadłużenia może być zagrożona, zwłaszcza w sektorach najbardziej dotkniętych kryzysem związanym z COVID-19 oraz w sektorach, w których bilanse były słabsze jeszcze przed tym kryzysem, co prowadzi do pogorszenia jakości zadłużenia. Ponadto rosnący poziom zadłużenia przedsiębiorstw, gospodarstw domowych, sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz banków doprowadził również do zwiększenia wzajemnych powiązań między sektorami, potencjalnie przyspieszając przenoszenie się wstrząsów między nimi. Zakłócenia w globalnych łańcuchach wartości i tarcia wynikające z nierównomiernego ożywienia gospodarczego w kontekście przyspieszonej transformacji cyfrowej stwarzają ryzyka oraz powodują zmiany strukturalne, a także rotację przedsiębiorstw i miejsc pracy.

---

<sup>(18)</sup> Wartości odniesienia dotyczące długu dla poszczególnych państw zostały opracowane przez Komisję Europejską we współpracy z grupą roboczą ds. metodologii strategii lizbońskiej Komitetu Polityki Gospodarczej (Komisja Europejska „Benchmarks for the assessment of private debt” [Wartości odniesienia służące do oceny zadłużenia sektora prywatnego], nota dla Komitetu Polityki Gospodarczej, ARES (2017) 4970814) i J.C. Bricongne, L. Coutinho, A. Turrini i S. Zeugner, „Is Private Debt Excessive?” [Czy zadłużenie prywatne jest nadmierne?], *Open Economies Review*, 3, 471–512, 2020 r. Wartości odniesienia oparte na fundamentalnych parametrach gospodarczych pozwalają ocenić zadłużenie sektora prywatnego w porównaniu z wartościami, które można wytłumaczyć na podstawie fundamentalnych parametrów gospodarczych; oblicza się je na podstawie regresji ujmujących główne wyznaczniki wzrostu akcji kredytowej, uwzględniając określony wyjściowy poziom zadłużenia. Progi ostrożnościowe stanowią poziom zadłużenia, powyżej którego prawdopodobieństwo kryzysu sektora bankowego jest stosunkowo wysokie; ustala się je w taki sposób, aby maksymalnie wykorzystać ich przydatność w prognozowaniu kryzysów sektora bankowego poprzez ograniczenie w jak największym stopniu prawdopodobieństwa nieprzewidzianych kryzysów i fałszywych ostrzeżeń oraz uwzględnienie informacji specyficznych dla poszczególnych państw dotyczących kapitalizacji banków, długu publicznego oraz poziomu rozwoju gospodarczego.

Wykres 2.3.1: **Zadłużenie sektora prywatnego**



**Źródło:** Eurostat, baza danych AMECO, prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej z jesieni 2021 r. oraz szacunki służb Komisji dotyczące zadłużenia sektora prywatnego w 2021 r. (zob. załącznik 1). Zadłużenie obejmuje kredyty i pożyczki (F4) oraz dłużne papiery wartościowe (F3).

### 2.3.1.1. Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych

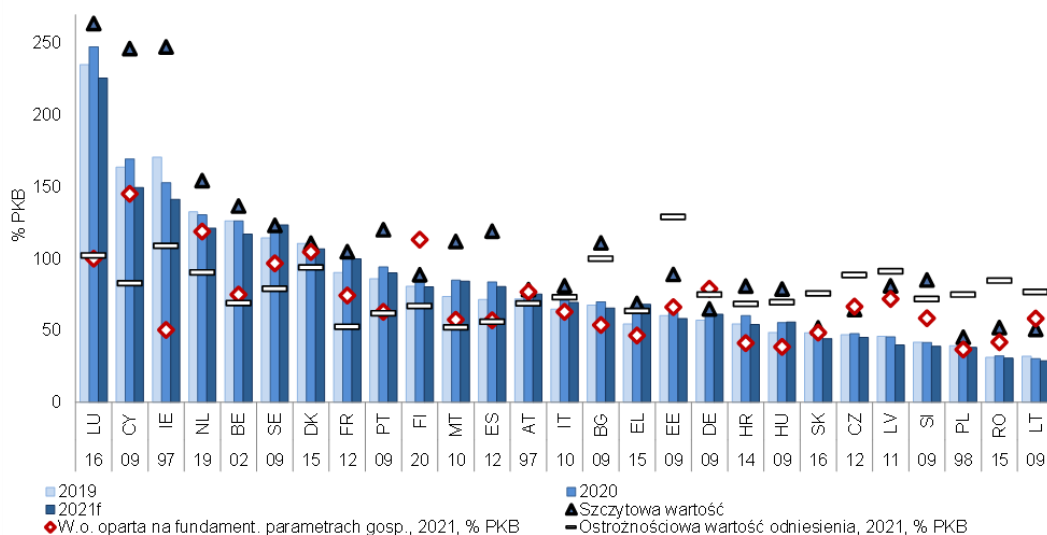
**W 2020 r. zadłużenie przedsiębiorstw wzrosło w większości państw UE, niekiedy gwałtownie.** W 2020 r. relacja zadłużenia przedsiębiorstw do PKB wzrosła w 19 państwach, głównie ze względu na gwałtowny spadek PKB. Do wzrostu przyczyniły się jednak również przepływy kredytowe netto przedsiębiorstw w świetle znacznego uszczuplenia dochodów i postrzeganych niedoborów płynności w 2020 r., co także przyczyniło się do dużego wzrostu depozytów przedsiębiorstw. Relacja długu przedsiębiorstw niefinansowych do PKB szczególnie silnie wzrosła w szeregu państw o już wysokim poziomie zadłużenia przedsiębiorstw lub o dużych sektorach turystyki, które poważnie ucierpiały wskutek recesji (wykres 2.3.3 a). Do państw tych zaliczają się Cypr, Francja, Grecja, Włochy, Malta, Portugalia i Hiszpania. Bardzo wysoki poziom zadłużenia przedsiębiorstw nadal istnieje również w Belgii, Irlandii, Luksemburgu i Niderlandach, chociaż podatność na zagrożenia jest częściowo łagodzona znacznym udziałem kredytów i pożyczek na bezpośrednie inwestycje zagraniczne oraz zaciąganiem transgranicznych kredytów i pożyczek wewnątrz przedsiębiorstw.

**W wielu państwach członkowskich relacja długu przedsiębiorstw niefinansowych do PKB pozostaje wysoka, a w 14 państwach w 2020 r. wskaźniki zadłużenia były powyżej poziomów uzasadnionych zarówno fundamentalnymi parametrami gospodarczymi, jak i progami ostrożnościowymi.** Państwami tymi są Belgia, Cypr, Dania, Francja, Grecja, Irlandia, Luksemburg, Malta, Niderlandy, Portugalia, Hiszpania, Szwecja oraz w mniejszym stopniu Austria i Włochy (wykres 2.3.2). W przypadku większości państw zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych jest niższe od poprzedniego poziomu szczytowego, biorąc pod uwagę znaczne zmniejszenie zadłużenia, które miało miejsce w ostatnich latach, ale pandemia zniweczyła część tych postępów. W przypadku niektórych krajów, takich jak: Austria, Belgia, Dania, Francja, Finlandia, Niemcy, Grecja, Włochy, Luksemburg, Polska, Słowacja i Szwecja, zadłużenie przedsiębiorstw jest na najwyższym poziomie od połowy lat 90. XX w. lub bardzo zbliżone do tego poziomu.

**W przyszłości wysoki wzrost nominalnego PKB spowoduje mechaniczne obniżenie relacji długu do PKB w 2021 r. i w późniejszym okresie, ale wychodząc od wyższych poziomów zadłużenia.** Silny wzrost PKB sprawia, że relacja długu przedsiębiorstw do PKB prawdopodobnie spadnie – w niektórych przypadkach znacznie – w 2021 r. we wszystkich państwach UE z wyjątkiem Grecji, Węgier i Szwecji (wykres 2.3.3 b). Oczekuje się, że w ponad połowie państw członkowskich przepływy kredytowe przekroczą poziomy sprzed pandemii. Wysoki wzrost nominalnego PKB spowoduje mechaniczne obniżenie relacji długu do PKB w 2021 r. i w późniejszym okresie. Środki nadzwyczajne wprowadzone

w 2020 r. będą stopniowo wycofywane i doprowadzą do zwiększenia spłaty zadłużenia. Ponadto w miarę zmniejszania się niepewności i jako rozwiązanie alternatywne wobec zaciągania nowych kredytów i pożyczek przedsiębiorstwa niefinansowe mogą zmniejszyć znaczne zabezpieczenia przed utratą płynności, które zgromadziły w 2020 r., co może również pomóc w zmniejszeniu zadłużenia.

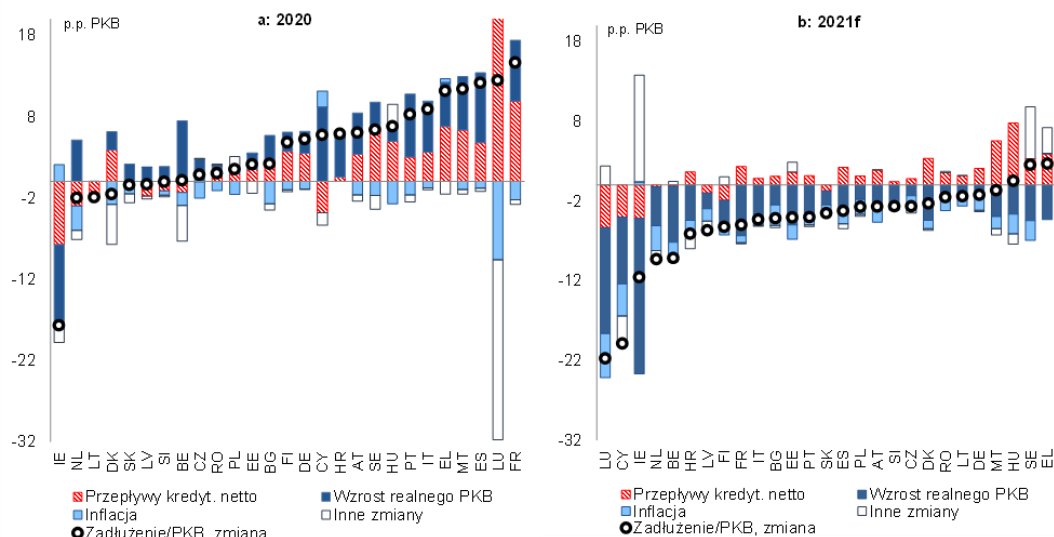
Wykres 2.3.2: **Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych**



Uwagi: liczby poniżej skrótów nazw państw wskazują rok, w którym wskaźnik zadłużenia osiągnął szczytowy poziom, określony na podstawie danych z lat 1997–2020; państwa przedstawiono w porządku malejącym relacji zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych do PKB w 2020 r.

Źródło: Eurostat, baza danych AMECO, prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej z jesieni 2021 r. oraz szacunki służb Komisji dotyczące zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych w 2021 r. (zob. załącznik 1). Zadłużenie obejmuje kredyty i pożyczki (F4) oraz dłużne papiery wartościowe (F3).

Wykres 2.3.3: **Rozkład zmiany relacji zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych do PKB w 2020 i 2021 r.**



Uwagi: przepływy kredytowe netto (transakcje dotyczące zadłużenia) odpowiadają transakcjom dotyczącym pożyczek (F4) i dłużnych papierów wartościowych (F3) z sektorowych finansowych rachunków transakcji (Eurostat). W 2020 r. udział przepływów kredytowych netto w Luksemburgu wyniósł 40,1 p.p.

Źródło: baza danych AMECO, szacunki Eurostatu i służb Komisji oraz obliczenia oparte na miesięcznych danych EBC dotyczących pożyczek MIF i transakcji na dłużnych papierach wartościowych (przepływów) odnoszących się do sektora prywatnego na podstawie bazy danych BSI, prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej z jesieni 2021 r.

**Ogólnie rzecz biorąc, przepływy kredytowe do przedsiębiorstw niefinansowych od początku kryzysu związanego z COVID-19 charakteryzowały się specyficznymi tendencjami**



**odzwierciedlającymi różne fazy pandemii** (wykres 2.3.3 b)<sup>(19)</sup>. W 2020 r. kredyty bankowe dla przedsiębiorstw niefinansowych wzrosły w ponad dwóch trzecich państw członkowskich, w tym w szeregu państw o wysokim poziomie zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych, takich jak: Dania, Francja, Grecja, Włochy, Malta, Niderlandy, Portugalia, Hiszpania i Szwecja. Wzrost ten nastąpił w sytuacji, w której rządowe gwarancje kredytowe pomogły utrzymać przepływy kredytowe, a moratoria na spłatę długu sprawiły, że zadłużenie nominalne było wyższe, niż miałyby to miejsce w innych okolicznościach. W niektórych dużych państwach członkowskich wzrost akcji kredytowej na rzecz przedsiębiorstw niefinansowych w ostatnim czasie wyraźnie stracił jednak na dynamice, osiągając na początku 2021 r. w większości przypadków stopę wzrostu poniżej wartości sprzed pandemii, w mniejszych państwach członkowskich stopa wzrostu natomiast była wyższa od tych wartości (wykres 2.3.4 b). Z uwagi na fakt, że popyt przedsiębiorstw niefinansowych na kredyty jest zmniejszony ze względu na korzystanie przez nie ze skumulowanych zabezpieczeń przed utratą płynności, przepływy kredytowe mogą w odpowiednim czasie wzrosnąć. Ogólny spadek akcji kredytowej może być jednak również oznaką ograniczonego popytu na kredyty lub ograniczonej podaży kredytów, co mogłoby wskazywać na słabą aktywność inwestycyjną w przeszłości.

**Gwarancje kredytowe i moratoria na spłatę długu pomogły przedsiębiorstwom niefinansowym przetrwać pandemię, ale mimo to w przyszłości mogą pojawić się większe problemy ze spłatą zadłużenia.** Gwarancje kredytowe i moratoria na spłatę długu były ważnymi środkami z zakresu polityki służącymi przewyciężeniu niedoborów płynności na początku kryzysu związanego z COVID-19, ale przyczyniły się również do wzrostu zadłużenia. W niektórych przypadkach nierentowne i technicznie niewypłacalne przedsiębiorstwa były w stanie utrzymać się na rynku, odroczyć zobowiązania w zakresie spłaty zadłużenia i opóźnić likwidację, do której doszłoby w przeciwnym razie. Opóźnienie w spłacie zadłużenia przez przedsiębiorstwa niefinansowe, dozwolone wskutek moratoriów w całej UE stanowiących środki rządowe lub dobrowolną inicjatywę pożyczkodawców, oznaczało mechaniczne zwiększenie salda zadłużenia. Stopniowe znoszenie moratoriów na spłatę długu w ciągu 2021 r. może ujawnić trudności w spłacie zadłużenia w niektórych częściach sektora przedsiębiorstw. Kryzys związany z COVID-19 nie doprowadził jak dotąd do wzrostu liczby przypadków niewypłacalności przedsiębiorstw, ale przypadki takie mogą się pojawić wraz z powrotem normalności, który może ukazać ryzyko dla sektora finansowego.

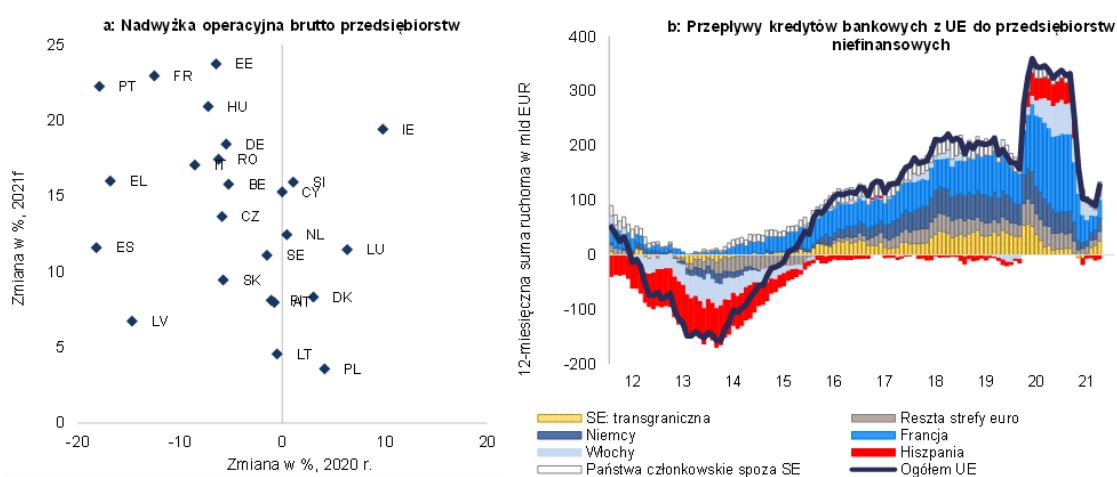
---

<sup>(19)</sup> W przypadku kredytów bankowych dla przedsiębiorstw niefinansowych na początku pandemii w marcu 2020 r. nastąpiło szybkie przyspieszenie wzrostu akcji kredytowej w pierwszych miesiącach, co było szczególnie widoczne we Francji i w Hiszpanii, jeżeli chodzi o duże państwa strefy euro (wykres 2.3.4 b). Ten szybki wzrost był bardziej umiarkowany w Niemczech i bardziej stopniowy we Włoszech, a w państwach UE spoza strefy euro był mniej widoczny. Jednocześnie na początku kryzysu wzrosły transgraniczne kredyty i pożyczki wewnątrz strefy euro. Następnie wzrost akcji kredytowej gwałtownie spadł, osiągając na początku 2021 r. w większości przypadków stopy wzrostu poniżej poziomu sprzed pandemii. Stanowi to bardzo wyraźne odejście od stopniowo rosnących, ale zasadniczo stabilnych kredytów i pożyczek dla przedsiębiorstw, którą to tendencję obserwowano w ostatnich latach.



**Wysoki poziom zadłużenia przedsiębiorstw i niska rentowność w niektórych sektorach mogą w przyszłości pogorszyć perspektywy w zakresie inwestycji i spłaty zadłużenia.** W 2020 r. rentowność przedsiębiorstw pogorszyła się w większości państw członkowskich (wykres 2.3.4 a). Chociaż rentowność przedsiębiorstw wzrosła w pierwszych miesiącach 2021 r. w niemal wszystkich państwach członkowskich, w sektorach usług w większym stopniu dotkniętych pandemią nadal istnieje podatność na zagrożenia. Utrzymująca się dynamika inflacji może również prowadzić do mniejszych marż zysku i do trudności w spłacie zadłużenia niektórych przedsiębiorstw, jeżeli koszty wzrosną bardziej niż dochody, przy czym czynnikiem ryzyka są ostatnie zmiany cen energii. Inwestycje w wyposażenie zmniejszyły się od końca 2019 r. we wszystkich państwach członkowskich oprócz Cypru. Spadek ten był silny w wielu państwach o wysokim poziomie zadłużenia przedsiębiorstw, w tym w Irlandii, Luksemburgu, Niderlandach i Belgii, a także w niektórych państwach o dużych sektorach turystyki, takich jak: Włochy, Malta, Portugalia i Hiszpania. Wysoki poziom zadłużenia przedsiębiorstw jest czynnikiem ryzyka dla inwestycji prywatnych w przyszłości, zwłaszcza biorąc pod uwagę dodatkowe potrzeby związane ze wspieraniem zielonej i cyfrowej transformacji. Wraz z postępującym ożywieniem gospodarczym pojawiają się oznaki, że mogą zachodzić zmiany strukturalne w kontekście coraz częstszych zakłóceń w łańcuchach dostaw. Świadczy o tym połączenie kurczących się zasobów pracy

Wykres 2.3.4: **Nadwyżka operacyjna brutto przedsiębiorstw i przepływy kredytów bankowych do przedsiębiorstw niefinansowych**



(1) Nadwyżka operacyjna brutto przedsiębiorstw finansowych i niefinansowych, wyrażona w walucie krajowej. Nadwyżka operacyjna brutto nie jest dostępna w odniesieniu do Bułgarii, Chorwacji i Malty. Przepływy kredytów bankowych w UE odnoszą się do dwunastomiesięcznej sumy ruchomej, wyrażonej w mld EUR.

Źródło: baza danych AMECO oraz EBC, baza danych BSI.

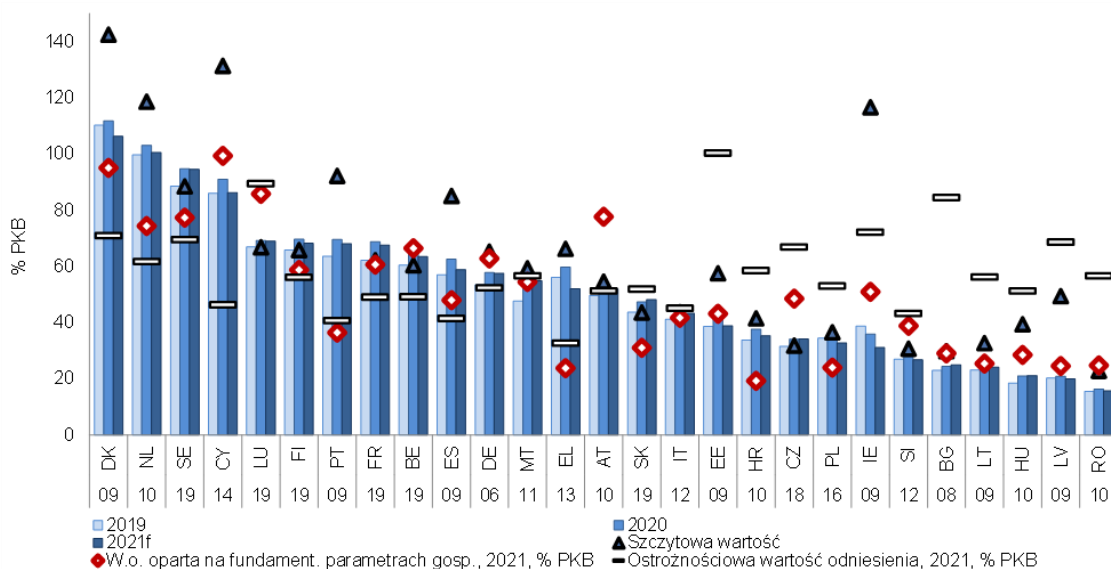
i zastoju na rynku pracy oraz utrzymujące się niedopasowanie umiejętności.

### 2.3.1.2. Zadłużenie gospodarstw domowych

**Zadłużenie gospodarstw domowych wzrosło podczas pandemii niemal we wszystkich państwach UE.** Gospodarstwa domowe w większości państw UE zmniejszały zadłużenie w okresie poprzedzającym pandemię, ale nadal wykazywały wysoki poziom zadłużenia (wykres 2.3.5). Pandemia przerwała zmniejszanie zadłużenia gospodarstw domowych lub spowodowała dalszy wzrost ich zadłużenia w państwach, w których istniała już tendencja wzrostowa w tej dziedzinie (wykres 2.3.6). Wzrost relacji zadłużenia gospodarstw domowych do PKB w 2020 r. wynikał w większości przypadków ze znacznego spadku PKB (wykres 2.3.7). Wpływ ten zostanie przynajmniej częściowo odwrócony w 2021 r. wraz z rozpoczęciem ożywienia gospodarczego. W szeregu państw dynamiczny wzrost akcji kredytowej, w szczególności długu hipotecznego, prawdopodobnie przyczyni się do trwalszego wzrostu wskaźników zadłużenia w obliczu wysokiej aktywności na rynku nieruchomości i rosnących cen nieruchomości mieszkalnych (wykres 2.3.7 b). Ogólnie rzecz biorąc, szereg państw, zwłaszcza tych, w których relacja zadłużenia gospodarstw domowych do PKB przekraczała przed pandemią wartości odniesienia dla poszczególnych państw, będzie nadal wykazywać wysokie zadłużenie gospodarstw domowych.

W 2020 r. poziom zadłużenia gospodarstw domowych w ośmiu państwach przekraczał poziomy wskazywane zarówno przez fundamentalne parametry gospodarcze, jak i progi ostrożnościowe. Podobnie jak w 2019 r. państwami tymi są Dania, Finlandia, Francja, Grecja, Niderlandy, Portugalia, Hiszpania i Szwecja (wykres 2.3.5). Zadłużenie gospodarstw domowych nadal przekracza poziomy ostrożnościowe w Belgii i na Cyprze, mimo że jest zbliżone do poziomu uzasadnionego fundamentalnymi parametrami gospodarczymi, podczas gdy w Chorwacji i na Słowacji zadłużenie gospodarstw domowych znacznie przekracza wartości odniesienia oparte na fundamentalnych parametrach gospodarczych, mimo że nadal utrzymuje się poniżej poziomów ostrożnościowych. W niektórych państwach wskaźniki zadłużenia wydają się znacznie wyższe, jeżeli oblicza się je jako odsetek dochodu do dyspozycji brutto gospodarstw domowych. Jest tak w przypadku Irlandii, Luksemburga i Malty – szacuje się, że w państwach tych zadłużenie gospodarstw domowych przekracza 100 % dochodu do dyspozycji brutto gospodarstw domowych <sup>(20)</sup>

Wykres 2.3.5: Zadłużenie gospodarstw domowych

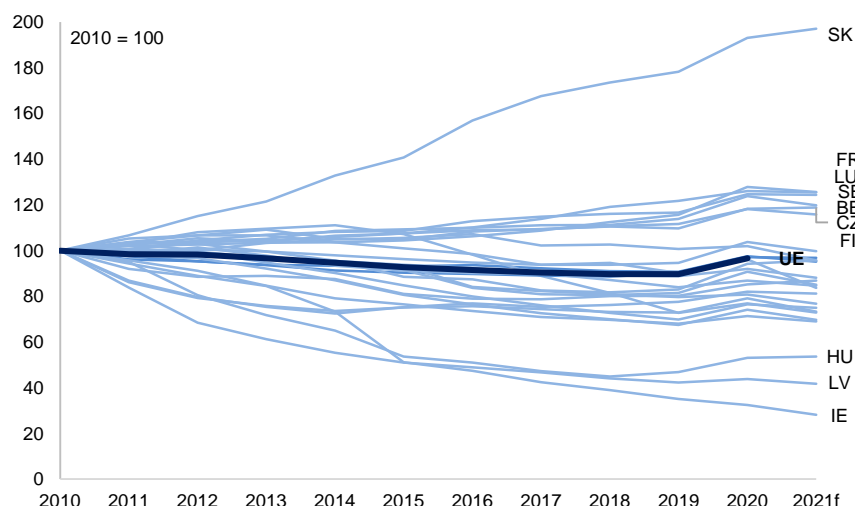


Uwaga: liczby poniżej skrótów nazw państw wskazują rok, w którym wskaźnik zadłużenia osiągnął szczytowy poziom, określony na podstawie danych z lat 1997–2020; państwa przedstawiono w porządku malejącym relacji zadłużenia gospodarstw domowych do PKB w 2020 r.

Źródło: Eurostat, baza danych AMECO, prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej z jesieni 2021 r. oraz szacunki służb Komisji dotyczące zadłużenia gospodarstw domowych w 2021 r. (zob. załącznik 1). Zadłużenie obejmuje kredyty i pożyczki (F4) oraz dłużne papiery wartościowe (F3).

<sup>(20)</sup> W przypadku Malty jest to wartość przybliżona, ponieważ dane dotyczące dochodu do dyspozycji brutto gospodarstw domowych nie są dostępne w sektorowych rachunkach narodowych Eurostatu. Szacunki uzyskano przy użyciu relacji dochodu do dyspozycji brutto gospodarstw domowych do PKB obliczonej na podstawie danych dotyczących realnego dochodu do dyspozycji brutto na mieszkańca, dostępnych w bazie danych Eurostatu (B6G\_R\_HAB).

Wykres 2.3.6: Zmiany relacji zadłużenia gospodarstw domowych do PKB w UE



Wyróżniono jedynie państwa, w których zmiany znacznie odbiegają od zmian w całej UE.

Źródło: szacunki Eurostatu i służb Komisji.

**Pandemia miała mniejszy wpływ na przepływy kredytowe netto gospodarstw domowych niż analogiczne przepływy przedsiębiorstw.** W 2020 r. moratoria na spłatę długu i zmniejszone spłaty przyczyniły się do utrzymania przepływów kredytowych netto do gospodarstw domowych, przy czym istnieją pewne różnice między państwami członkowskimi. W Luksemburgu i Szwecji, państwach o stosunkowo wysokim zadłużeniu gospodarstw domowych (w Luksemburgu w stosunku do dochodu do dyspozycji brutto gospodarstw domowych), przepływy kredytowe netto do gospodarstw domowych w 2020 r. wyniosły około 4–5 % PKB. W innych krajach o stosunkowo wysokim zadłużeniu gospodarstw domowych, w tym w Belgii, Finlandii i we Francji, przepływy netto były bardziej ograniczone i wynosiły 2–3 % PKB. Taka sytuacja miała miejsce również na Słowacji, w którym to kraju zadłużenie gospodarstw domowych utrzymuje się poniżej ostrożnościowej wartości odniesienia, ale od kilku lat wzrasta, przekraczając poziom wynikający z fundamentalnych parametrów gospodarczych, oraz na Malcie, gdzie zadłużenie gospodarstw domowych również rosło i jest zbliżone do ostrożnościowej wartości odniesienia.

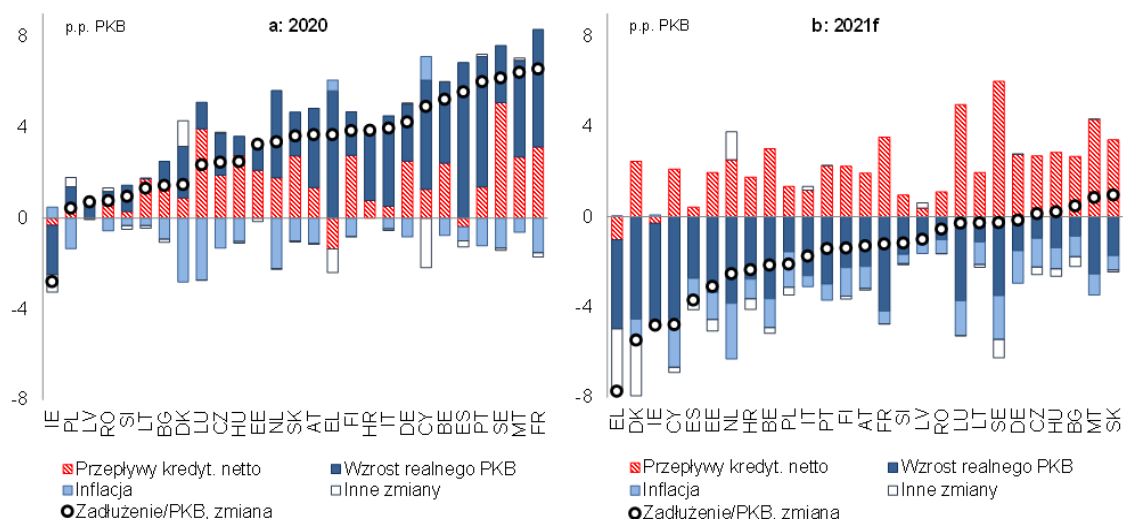
**W ujęciu zagregowanym akcja kredytowa banków na rzecz gospodarstw domowych powróciła na wcześniejsze tory po intensywnych miesiącach pandemii.** Podczas pandemii nastąpił tymczasowy spadek przepływu netto kredytów bankowych (wykres 2.3.8 a). Było to najbardziej widoczne we Francji i w Hiszpanii (spośród dużych państw strefy euro) i ogólnie odpowiadało spadkowi przepływu netto kredytów konsumpcyjnych (wykres 2.3.8 b). Prawidłowości te mogły być związane z ograniczeniami mobilności, które zmniejszały możliwości konsumpcji. Z kolei udzielanie kredytów hipotecznych pozostało na stosunkowo stabilnym poziomie, po czym pod koniec 2020 r. przyspieszyło tempo.

**Zaciąganie kredytów i pożyczek przez gospodarstwa domowe stało się bardziej dynamiczne w 2021 r.** Oczekuje się, że w szeregu państw przepływy kredytowe netto do gospodarstw domowych będą w tym roku większe. Prognozy zmian zadłużenia i przepływów kredytowych netto oparte na danych miesięcznych EBC dotyczących akcji kredytowej banków (zob. załącznik 1) wskazują na wzrost liczby transakcji w większości krajów. Największy wzrost, wynoszący ponad 4 % PKB, odnotowano w Luksemburgu, na Malcie i w Szwecji, a w dalszej kolejności plasowały się Belgia, Francja i Słowacja (wykres 2.3.7 b). W Finlandii, która należy do krajów o wyższym zadłużeniu gospodarstw domowych, przepływy kredytowe do gospodarstw domowych powinny pozostać w 2021 r. na poziomie zbliżonym do 2 % PKB.

**Chociaż gospodarstwa domowe zwiększyły oszczędności, nadal może zaistnieć ryzyko dla ich zdolności obsługi długu.** Wskaźnik oszczędności gospodarstw domowych wzrósł w 2020 r. wskutek wymuszonych oszczędności w okresie obowiązywania obostrzeń lub ze względów ostrożnościowych. Przewiduje się, że w 2021 r. zagregowany wskaźnik oszczędności gospodarstw domowych również

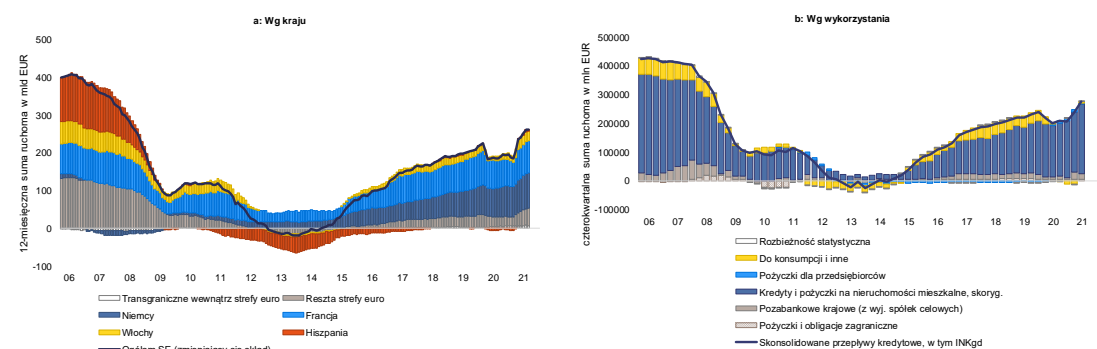
będzie wyższy od poziomu z 2019 r. Wskaźniki oszczędności gospodarstw domowych pozostają stosunkowo niskie na Cyprze i w Grecji. Dania również ma znacznie niższy wskaźnik oszczędności niż inne państwa o wysokim zadłużeniu w kategoriach dochodu do dyspozycji brutto gospodarstw domowych (wykres 2.3.9 a). W 2020 r. i na początku 2021 r. gospodarstwa domowe zgromadziły aktywa finansowe, w szczególności depozyty, co doprowadziło do wzmocnienia sytuacji finansowej. Ryzyko dla spłaty zadłużenia związane ze wzrostem bezrobocia, który miałby negatywny wpływ na dochody gospodarstw domowych, pozostaje ograniczone (wykres 2.3.9 b). Mimo że gospodarstwa domowe obecnie mają do czynienia z bardzo niskim obciążeniem odsetkami, zmiana kursu polityki pieniężnej może jednak wpłynąć na ich zdolność obsługi długu, zwłaszcza w przypadku dominacji umów przewidujących zmienne oprocentowanie <sup>(21)</sup>

Wykres 2.3.7: Rozkład zmiany relacji zadłużenia gospodarstw domowych do PKB w 2020 i 2021 r.



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

Wykres 2.3.8: Przepływ kredytów bankowych do gospodarstw domowych w strefie euro

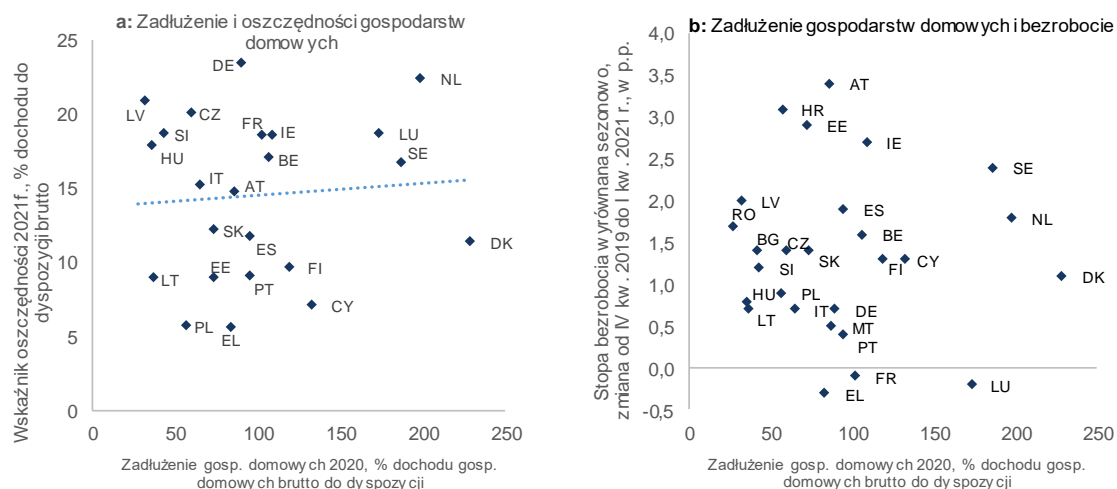


Uwaga: wykres a: dwunastomiesięczna suma ruchoma; wykres b: suma ruchoma z czterech kwartałów.

**Źródło:** EBC.

<sup>(21)</sup> Co najmniej od 2013 r. w Bułgarii, na Cyprze, w Finlandii i na Łotwie odsetek umów przewidujących zmienne oprocentowanie w przypadku nowych kredytów mieszkaniowych wynosił powyżej 90 % lub był zbliżony do tego poziomu.

Wykres 2.3.9: **Zadłużenie gospodarstw domowych, oszczędności gospodarstw domowych i zagrożenia związane z bezrobociem**



**Źródło:** Eurostat i baza danych AMECO. W przypadku Malty dochód do dyspozycji brutto uzyskano przy użyciu relacji dochodu do dyspozycji brutto gospodarstw domowych do PKB obliczonej na podstawie danych dotyczących realnego dochodu do dyspozycji brutto na mieszkańca, dostępnych w bazie danych Eurostatu (B6G\_R\_HAB). W przypadku Bułgarii i Chorwacji dochód do dyspozycji brutto gospodarstw domowych również obliczono przy użyciu PKB za 2020 r. i ostatniej dostępnej relacji dochodu do dyspozycji brutto gospodarstw domowych do PKB, ponieważ dane dotyczące dochodu do dyspozycji brutto za 2020 r. nie są dostępne także w odniesieniu do tych krajów.

### 2.3.2. MIESZKALNICTWO

**W 2020 r. w dziesięciu państwach członkowskich odnotowano wzrost realnych cen nieruchomości mieszkalnych powyżej wartości progowej 6 % zawartej w tabeli wyników.** Są to Austria, Chorwacja, Estonia, Niemcy, Litwa, Luksemburg, Niderlandy, Polska, Portugalia i Słowacja (wykres 2.3.10 b), czyli o dwa kraje więcej niż rok temu. W przypadku Chorwacji, Luksemburga, Polski i Słowacji jest to drugi z rzędu rok ze wzrostem cen nieruchomości mieszkalnych powyżej tego progu, podczas gdy w Portugalii wzrosty powyżej 6% następowały w każdym roku od 2016 r.

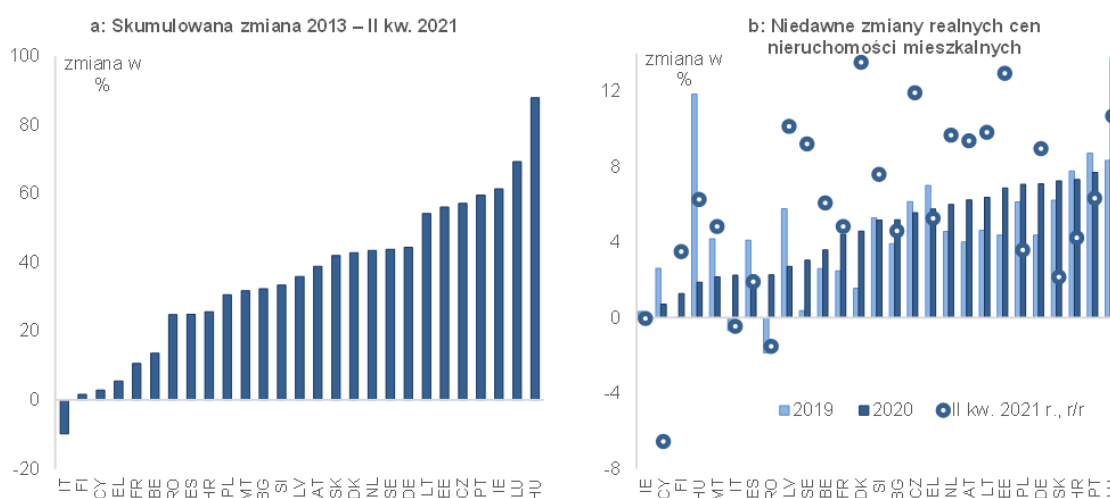
**W 2021 r. w większości państw członkowskich ceny nieruchomości mieszkalnych nadal silnie rosły.** W pierwszej połowie tego roku nastąpiło dalsze przyspieszenie wzrostu realnych cen nieruchomości mieszkalnych, a w 14 krajach UE odnotowano wzrost realnych cen nieruchomości mieszkalnych w ujęciu rok do roku przekraczający 6 % (wykres 2.3.10 b). W Czechach, Danii, Estonii, na Łotwie i w Luksemburgu realny wzrost w ujęciu rok do roku przekroczył 10 %. W ciągu pierwszych dwóch kwartałów 2021 r. realne ceny nieruchomości mieszkalnych spadły na Cyprze i w mniejszym stopniu w Rumunii, a w przypadku Irlandii i Włoch utrzymywały się zasadniczo na tym samym poziomie.

**Wzrost cen nieruchomości mieszkalnych był napędzany przez różne czynniki zwiększające popyt i ograniczające podaż.** Ograniczenia podaży występowały już przed pandemią i chociaż obstrzeżenia tymczasowo je nasiliły, można oczekiwać, że utrzymają się w nadchodzących latach. Pandemia mogła doprowadzić do pewnych zmian strukturalnych w popycie na nieruchomości mieszkalne, ponieważ przejście na pracę zdalną może zmienić preferencje geograficzne. W niektórych lokalizacjach może to oznaczać, że popyt przewyższa podaż. Warunki finansowe były akomodacyjne i ogólnie prawdopodobnie będą nadal sprzyjać zwiększonemu popytowi na nieruchomości mieszkalne. Wraz z ożywieniem gospodarczym rosną dochody gospodarstw domowych, dlatego prawdopodobny wydaje się dalszy wzrost cen tych nieruchomości.

**Ostatnie wzrosty cen nieruchomości mieszkalnych umacniają stałą tendencję wzrostową cen takich nieruchomości, która od 2013 r. ma miejsce w całej UE.** Realne ceny nieruchomości mieszkalnych wzrosły we wszystkich państwach członkowskich z wyjątkiem Włoch. Największe wzrosty, w kolejności malejącej, odnotowano na Węgrzech, w Luksemburgu, Irlandii, Portugalii, Czechach, Estonii i na Litwie

(wykres 2.3.10 a). W 2020 r. jedynym państwem UE, w którym nie odnotowano kontynuacji tej tendencji wzrostowej, była Irlandia, która wykazywała zasadniczo stabilne ceny w latach 2019 i 2020.

Wykres 2.3.10: Zmiany realnych cen nieruchomości mieszkalnych



Uwaga: dane dla Grecji odnoszą się do I kw. 2021 r., nie do II kw. 2021 r.  
Źródło: Eurostat, obliczenia służb Komisji.

**Ceny nieruchomości mieszkalnych wydają się być zawyżone w większości krajów UE.** Porównanie wskaźników cen nieruchomości mieszkalnych z wartościami odniesienia, które uwzględniają wpływ podstawowych czynników sterujących cenami, takich jak dochody i czynniki demograficzne, wskazuje na powszechne występowanie zawyżenia cen<sup>(22)</sup>. Dotyczy to w szczególności Austrii, Belgii, Czech, Danii, Francji, Niemiec, Węgier, Luksemburga, Niderlandów, Portugalii, Słowacji i Szwecji, w których występują znaczne odchylenia (wykres 2.3.11 a). Pomiarzy przystępności cenowej – oparte na liczbie lat średniego dochodu potrzebnego do zakupu nieruchomości mieszkalnej o powierzchni 100 metrów kwadratowych<sup>(23)</sup> – wykazują silne zawyżenie na Malcie, w Irlandii i Chorwacji, podczas gdy w jedenastu innych państwach członkowskich do zakupu nieruchomości mieszkalnej o powierzchni 100 metrów kwadratowych potrzeba dochodu z ponad dziesięciu lat. Są to: Austria, Cypr, Estonia, Francja, Grecja, Węgry, Niderlandy, Polska, Portugalia, Hiszpania i Szwecja (wykres 2.3.11 b).

**W wielu przypadkach oznaki potencjalnego zawyżenia cen nieruchomości mieszkalnych łączą się z wysokim zadłużeniem gospodarstw domowych lub przyspieszeniem udzielania kredytów hipotecznych.** W Luksemburgu wysokie i silnie rosnące ceny nieruchomości mieszkalnych łączą się z bardzo wysokim poziomem zadłużenia gospodarstw domowych. Austria, Belgia, Dania, Francja, Niemcy, Niderlandy, Portugalia i Szwecja wykazują oznaki potencjalnie zawyżonych cen nieruchomości mieszkalnych przy znacznym – w przypadku Danii bardzo wysokim – zadłużeniu gospodarstw domowych. W przypadku Słowacji oznaki potencjalnie zawyżonych cen nieruchomości mieszkalnych występują wraz z największym w ostatnich latach wzrostem zadłużenia gospodarstw domowych, choć zaczynającym się od niskiego poziomu.

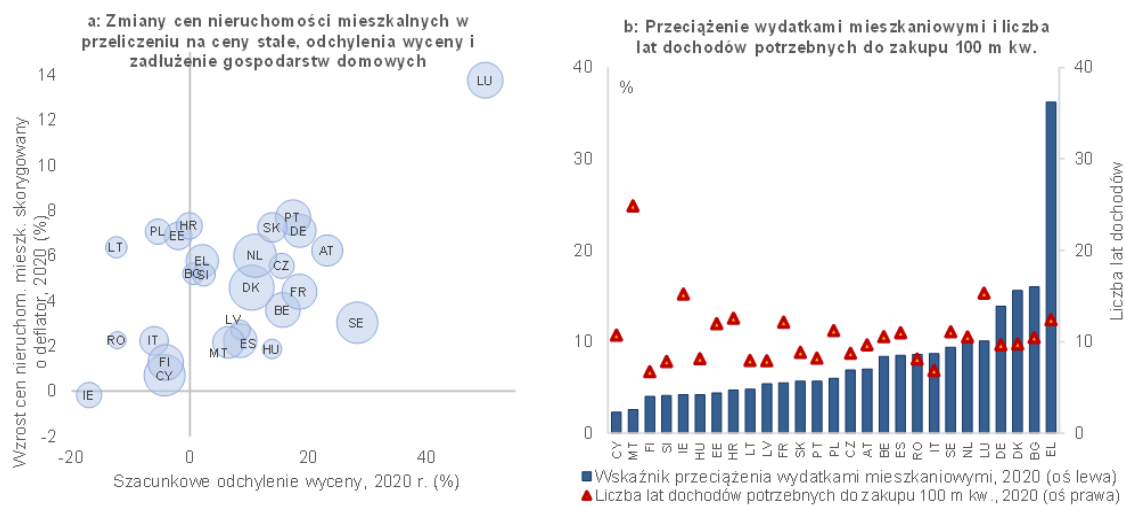
<sup>(22)</sup> Odchylenia wyceny nieruchomości mieszkalnych oblicza się w odniesieniu do wartości odniesienia w celu uwzględnienia wpływu cen tych nieruchomości w poszczególnych krajach. Odchylenia wyceny syntetycznej opierają się na odchyleniu obliczonym w stosunku do różnych wartości odniesienia: (i) odchylenie wskaźnika ceny do dochodu w stosunku do długoterminowej średniej; (ii) odchylenie wskaźnika ceny do najmu w stosunku do długoterminowej średniej; (iii) odchylenie od wartości odniesienia opartych na regresji z uwzględnieniem fundamentalnych parametrów gospodarczych popytu i podaży (zob. N. Philipponnet i A. Turrini (2017), „Assessing House Price Developments in the EU” [Ocena zmian cen nieruchomości mieszkaniowych w UE], dokument do dyskusji Komisji Europejskiej 048, maj 2017 r.). Przy obliczaniu wartości odniesienia opartych na regresji do cyklicznych zmiennych objaśniających stosuje się filtr HP, aby ograniczyć ich zmienność.

<sup>(23)</sup> Szacowane poziomy cen uzyskuje się na podstawie rachunków narodowych i danych ze spisów powszechnych lub, kiedy nie są one dostępne, na podstawie informacji publikowanych na stronach internetowych agencji nieruchomości. Zob. J. C. Bricongne i in. (2019), „Assessing House Prices: Insights from »Houselev«, a Dataset of Price Level Estimates” [Szacowane cen nieruchomości mieszkaniowych: wnioski z analizy zbioru danych „Houselev” dotyczących szacowanych poziomów cen], European Economy, dokument do dyskusji nr 101, lipiec 2019 r.



**Ryzyko znacznej korekty cen nieruchomości mieszkalnych w dół jest zmniejszone dzięki ograniczeniom po stronie podaży, ale obawy gospodarcze utrzymują się.** W wielu państwach członkowskich wprowadzono środki makroostrożnościowe, które przyczyniły się do zmniejszenia zagrożeń dla ogólnej stabilności finansowej związanych z rynkiem mieszkaniowym<sup>(24)</sup>. Mniejsza dynamika podaży nieruchomości mieszkalnych przyczyniła się do wzrostu cen; jednakże niższy poziom budownictwa zmniejsza również bezpośrednie skutki ekonomiczne korekty cen takich nieruchomości.

Wykres 2.3.11: **Ceny nieruchomości mieszkalnych, wskaźniki wyceny, zadłużenie gospodarstw domowych i przeciążenie wydatkami mieszkaniowymi**



Uwagi: wielkość baniek na wykresie w lewej części odpowiada zadłużeniu gospodarstw domowych w % PKB w 2020 r. Informacje na temat odchyżeń wyceny znajdują się w przypisie 22. Wskaźnik przeciążenia wydatkami mieszkaniowymi to odsetek ludności żyjącej w gospodarstwach domowych, w których całkowite wydatki mieszkaniowe (po odliczeniu dodatków mieszkaniowych) stanowią ponad 40 % dochodu do dyspozycji gospodarstwa domowego (po odliczeniu dodatków mieszkaniowych).

**Źródło:** Eurostat, obliczenia służb Komisji.

**Pogorszyła się przystępność cen nieruchomości mieszkalnych.** Ceny nieruchomości mieszkalnych rosły szybciej niż dochody gospodarstw domowych, dlatego pogorszyła się przystępność cen takich nieruchomości. Ogólnie wzrost cen nieruchomości mieszkalnych nie znajduje odzwierciedlenia w przyspieszeniu zadłużenia gospodarstw domowych, ale przyspieszenie to może się urzeczywistnić w przyszłości, gdy zakup nieruchomości mieszkalnych stanie się droższy. W 2020 r. wzrost cen nieruchomości mieszkalnych przewyższył wzrost dochodów we wszystkich krajach UE z wyjątkiem Łotwy, Cypru i Irlandii. W Luksemburgu, Niemczech, Danii i Bułgarii w przypadku ponad 10 % ludności co najmniej 40 % dochodu do dyspozycji stanowią wydatki mieszkaniowe; w Grecji dotyczy to ponad 36 % ludności (wykres 2.3.11 b). Oprócz oczywistych skutków społecznych może to mieć również znaczące konsekwencje makroekonomiczne, głównie poprzez niewłaściwą alokację zasobów. Wysokie ceny nieruchomości mieszkalnych mogą prowadzić do zmniejszenia zagregowanego spożycia prywatnego i zwiększenia bilansu handlu zagranicznego netto, jeżeli nabywcy domów mają wyższą niż przeciętna skłonność do konsumpcji. Gdy zjawisku temu towarzyszy zaciąganie kredytów i pożyczek, może ono prowadzić do przekierowania kredytów z inwestycji zwiększających wydajność. Wreszcie, co nie mniej ważne, brak nieruchomości mieszkalnych po przystępnych cenach może negatywnie wpływać na mobilność siły pracowników, a tym samym na konkurencyjność.

**Wstrząs spowodowany COVID-19 znacząco wpłynął na rynek nieruchomości komercyjnych poprzez duży spadek liczby transakcji i korektę cen.** Od czasu wybuchu pandemii COVID-19 rozwój

<sup>(24)</sup> Środki makroostrożnościowe są monitorowane przez Europejską Radę ds. Ryzyka Systemowego (ERRS). We wrześniu 2019 r. ERRS wydała ostrzeżenia i zalecenia dla poszczególnych krajów dotyczące średnioterminowych zagrożeń w sektorze nieruchomości mieszkaniowych skierowane do dziewięciu państw członkowskich: zalecenia skierowano do Belgii, Danii, Finlandii, Luksemburga, Niderlandów i Szwecji, a ostrzeżenia – do Czech, Francji i Niemiec. Jeżeli chodzi o tę pierwszą grupę państw, wszystkie z nich otrzymały już ostrzeżenia od ERRS w listopadzie 2016 r., podobnie jak Austria. W rozporządzeniu w sprawie procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej (rozporządzenie (UE) nr 1176/2011) wzywa się Komisję do brania pod uwagę wszelkich ostrzeżeń lub zaleceń kierowanych przez ERRS do państw członkowskich objętych szczegółową oceną sytuacji. Aktualizacja sprawozdania za 2019 r. spodziewana jest na początku 2022 r.

rynku nieruchomości komercyjnych oddzielił się od rozwoju rynku nieruchomości mieszkalnych. Znacząco spadła liczba transakcji na rynku nieruchomości komercyjnych, a segment detaliczny uległ poważnej korekcie cenowej. Choć ze względu na niekompletne dane dotyczące rynku nieruchomości komercyjnych nie można przeprowadzić rzetelnej oceny zagrożeń i podatności na zagrożenia, badania inwestorów sugerują, że nastroje na rynku nadal się pogarszają.<sup>(25)</sup> Może to stanowić ryzyko dla niektórych banków – ponieważ nieruchomości komercyjne są powszechnie wykorzystywane jako zabezpieczenie dla kredytów przedsiębiorstw niefinansowych – ale szczególnie dla funduszy nieruchomości, które są głównymi bezpośrednimi posiadaczami nieruchomości komercyjnych.

---

<sup>(25)</sup> EBC (2021): „Financial Stability Review” [„Przegląd stabilności finansowej”], maj 2021 r. na podstawie RICS Global Commercial Property Monitor.

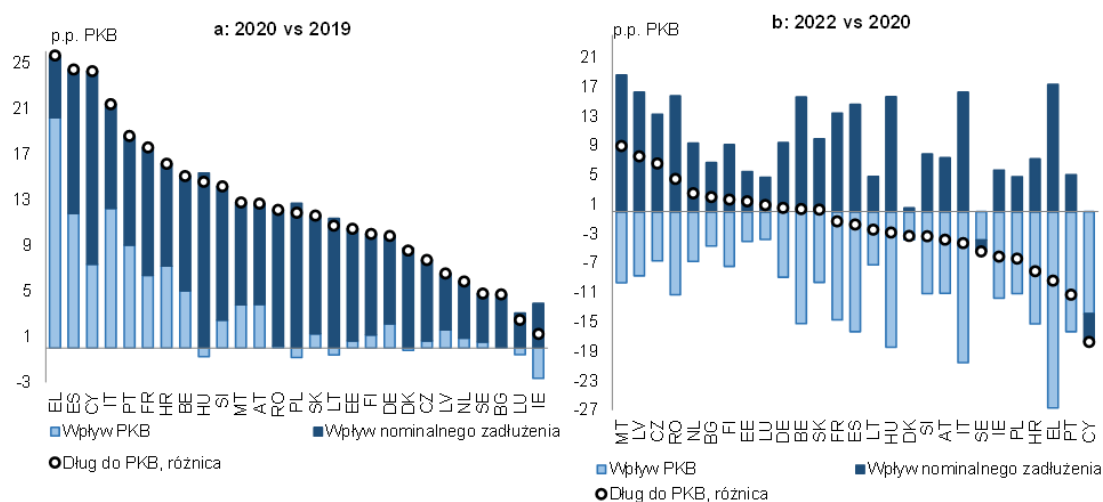
## 2.4. SEKTOR INSTYTUCJI RZĄDOWYCH I SAMORZĄDOWYCH

Kryzys związany z COVID-19 i środki przewidziane przez rządy w celu jego złagodzenia miały istotny wpływ na dług publiczny, który w 2020 r. wzrósł we wszystkich państwach członkowskich. W 2020 r. dług publiczny przekroczył próg określony w tabeli wyników (wynoszący 60 % PKB) w przypadku 13 państw członkowskich (Austria, Belgia, Chorwacja, Cypr, Finlandia, Francja, Niemcy, Grecja, Węgry, Włochy, Portugalia, Słowenia i Hiszpania), czyli o dwóch więcej niż w 2019 r., kiedy to Finlandia i Niemcy znalazły się poniżej tego progu. Chociaż środki – w większości tymczasowe – wprowadzone w 2020 r. miały natychmiastowy wpływ na wzrost długu, zwiększając jego wartość nominalną, zmniejszyły one wpływ wywołanej pandemią recesji na inne sektory gospodarki.

Wzrost długu publicznego w 2020 r. był najbardziej wyraźny w krajach, które mocno ucierpiały w wyniku wstrząsu spowodowanego COVID-19. Wzrost w 2020 r. wyniósł ponad 20 punktów procentowych PKB w przypadku Cypru, Grecji, Włoch i Hiszpanii. Przewiduje się, że do 2022 r. największy wzrost PKB w stosunku do poziomu z 2019 r. nastąpi w Belgii, Grecji, Hiszpanii, Francji, we Włoszech i na Malcie. Spośród tych krajów Belgia, Francja, Grecja, Włochy i Hiszpania weszły w pandemię z wysokim poziomem zadłużenia, które według prognoz ustabilizuje się do 2022 r.

Wzrost relacji długu do PKB w latach 2019–2020 wynikał ze wzrostu nominalnego zadłużenia i gwałtownego spadku PKB. W większości krajów największy wkład wynikał ze wzrostu zadłużenia nominalnego, który obejmuje wpływ środków z zakresu polityki wprowadzonych w celu wsparcia innych sektorów gospodarki. W przypadku Grecji i Włoch ponad połowa wzrostu wskaźnika zadłużenia wynikała jednak z efektu mianownika, który jest bardziej znaczący w przypadku wyższych wyjściowych poziomów zadłużenia i tam, gdzie recesja była silniejsza (wykres 2.4.1).

Wykres 2.4.1: Rozkład zmian relacji długu publicznego do PKB



Źródło: baza danych AMECO, prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej z jesieni 2021 r.

W perspektywach na lata 2021 i 2022 przewiduje się ogólną stabilizację długu publicznego, choć w niektórych przypadkach spodziewa się jego dalszego wzrostu. Oczekuje się, że do końca 2022 r. w około połowie państw członkowskich relacja długu publicznego do PKB przekroczy poziom z 2020 r. (wykres 2.4.1 b). W kilku krajach przewiduje się dalszy wzrost długu publicznego w 2021 r. w związku z nadal znacznymi deficytami publicznymi (wykresy 2.4.2 i 2.4.3 b), przy czym na Malcie i Słowacji przewiduje się przekroczenie poziomu 60 % PKB. W 2022 r. relacja długu do PKB powinna w większości krajów wykazywać tendencję spadkową, choć w scenariuszu zakładającym utrzymanie dotychczasowej polityki przewiduje się wzrost tej relacji w Belgii, Czechach, Estonii, na Łotwie, Malcie i w Rumunii.

**Warunki finansowania rządowego były korzystne.** Dochody z obligacji skarbowych pozostały stabilne lub nawet wykazywały nieznaczny spadek w 2020 r., tuż po umiarkowanym wzroście w momencie wybuchu pandemii. W 2021 r. dochody te nieznacznie wzrosły, wykazując jednocześnie ścieżkę konwergencji, zwłaszcza wśród krajów strefy euro. Dochody z obligacji skarbowych w Polsce, Czechach i na Węgrzech nieco wzrosły, natomiast w przypadku Rumunii wzrosty były bardziej wyraźne. Mniejsza zmienność wynikała z działań w ramach polityki, które wspierały finansowanie rządowe. Polityka pieniężna prowadzona przez EBC i inne banki centralne w UE miała w tym względzie decydujące znaczenie, a wspierający kurs polityki fiskalnej i środki z zakresu polityki pieniężnej wzajemnie się wzmacniały w utrzymywaniu zaufania i stabilności.

**Potrzeby finansowe brutto znacznie wzrosły w 2020 r., ale oczekuje się, że w nadchodzących latach będą systematycznie spadać.** Wybuch pandemii spowodował zauważalny wzrost potrzeb finansowych brutto we wszystkich państwach członkowskich, w wielu przypadkach o ponad 10 % PKB (Austria, Cypr, Finlandia, Francja, Włochy, Malta, Polska, Słowacja, Słowenia i Hiszpania). Największe potrzeby finansowe brutto w 2020 r., wynoszące około 30 % PKB, zgłoszono we Włoszech i w Hiszpanii (wykres 2.4.3 a). Prognozuje się, że w przypadku większości państw członkowskich potrzeby finansowe zaczęły zmniejszać się w 2021 lub 2022 r., co jest zgodne ze spadkiem deficytu w kolejnych latach (wykres 2.4.3 b). Niemniej jednak przewiduje się, że w 2022 r. potrzeby finansowe brutto przekroczą 20 % PKB we Francji, Włoszech i w Hiszpanii.

**Struktura długu publicznego może potęgować ryzyko w niektórych przypadkach,** w tym w Bułgarii<sup>(26)</sup>, Chorwacji, na Węgrzech i w Rumunii, gdzie udział długu denominowanego w walutach obcych jest najwyższy<sup>(27)</sup>. Pod tym względem wyróżnia się zwłaszcza znaczenie zadłużenia w walucie obcej dla krajów spoza strefy euro oraz większe potrzeby refinansowania związane ze strukturami o niskim średnim terminie zapadalności. Mniej rozwinięte i płynne rynki krajowe mogą również w niektórych przypadkach zwiększać ryzyko finansowania.

**Istnieją również pewne czynniki łagodzące wyższe ryzyka dla stabilności fiskalnej w porównaniu z okresem przed pandemią.** Przewiduje się, że w ciągu następnej dekady w około jednej trzeciej państw członkowskich zadłużenie pozostanie powyżej poziomu sprzed pandemii<sup>(28)</sup>. Oczekuje się jednak, że korzystne różnice między stopą procentową a wzrostem PKB w nadchodzących latach pomogą ustabilizować lub zmniejszyć wskaźniki zadłużenia. Ryzyka fiskalne można również ograniczyć dzięki dłuższym terminom zapadalności długu, stosunkowo stabilnym źródłom finansowania i historycznie niskim kosztom finansowania zewnętrznego. Jednocześnie skuteczna realizacja reform i inwestycji w ramach Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności powinna wesprzeć potencjalny wzrost gospodarczy i poprawić długookresową zdolność do obsługi długu.

**Potencjalne ryzyko wynika ze wzrostu stóp procentowych lub wymagalności gwarancji związanych z COVID-19.** Wzrost stóp procentowych mógłby doprowadzić do wzrostu płatności z tytułu odsetek, zwłaszcza w przypadku krajów o dużych potrzebach finansowych w przyszłości. Wysokość gwarancji mogłaby również spowodować dodatkowe koszty fiskalne: w latach 2019–2020 wzrosła ona w strefie euro o 14 punktów procentowych PKB. Rządy o mniejszej przestrzeni fiskalnej (w tym Belgia, Francja, Włochy, Portugalia i Hiszpania) wdrożyły bardziej hojne systemy gwarancji. Umożliwiły one wprawdzie udzielenie wsparcia bez bezpośredniego oddziaływania na salda budżetowe, ale w przypadku ich uruchomienia systemy te spowodują wzrost długu publicznego<sup>(29)</sup>.

**W przyszłości dla ożywienia gospodarczego istotne znaczenie będzie miało obranie odpowiedniej drogi do przywrócenia stabilności fiskalnej.** Oczekuje się, że ogólna klauzula wyjścia zawarta w pakcie stabilności i wzrostu, która umożliwiła państwom członkowskim wspieranie ich gospodarek w trakcie kryzysu związanego z COVID-19, zostanie zdezaktywowana od 2023 r. Jeżeli warunki ekonomiczne na

<sup>(26)</sup> W Bułgarii ryzyko wynikające ze struktury walutowej zadłużenia zewnętrznego jest ograniczone dzięki systemowi zarządu walutą. Ponadto w przypadku Bułgarii i Chorwacji przystąpienie do ERM II może również złagodzić ryzyko związane z długookresową zdolnością do obsługi długu dzięki niższym premiom za ryzyko.

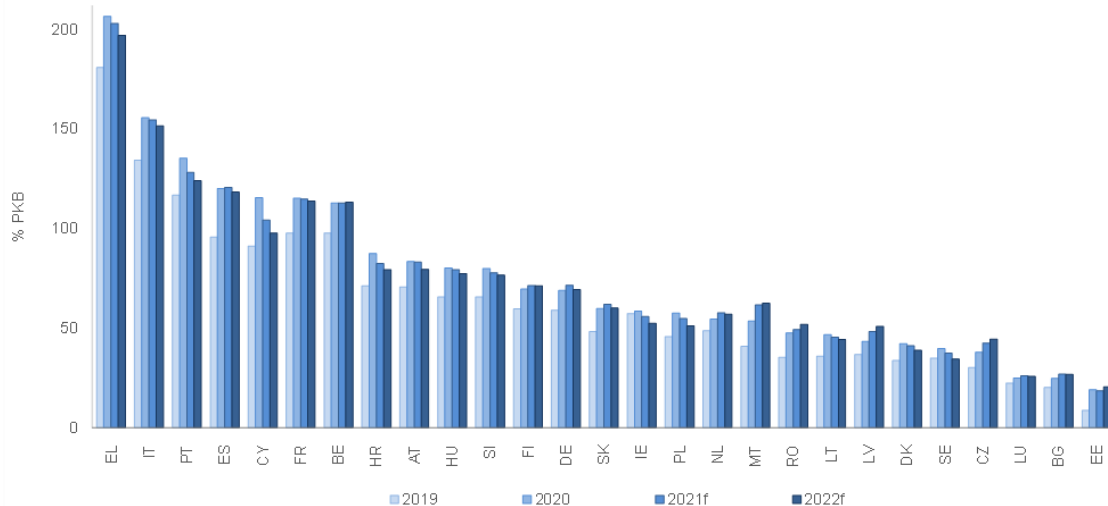
<sup>(27)</sup> W lipcu 2021 r. udział długu publicznego denominowanego w walucie obcej wynosił: w Bułgarii 82 %, w Chorwacji 72,1 %, w Rumunii 51,1 %, w Polsce 22,9 %, na Węgrzech 21,7 %, w Szwecji 20 %, w Danii 10,1 %, w Czechach 8 %.

<sup>(28)</sup> Komisja Europejska (2021), „[The 2021 Stability and Convergence Programmes: an Overview, with an Assessment of the Euro Area Fiscal Stance](#)” [„Programy stabilności i konwergencji na 2021 r.: przegląd i ocena kursu polityki fiskalnej w strefie euro”].

<sup>(29)</sup> EBC (2021), „Financial Stability Review” [„Przegląd stabilności finansowej”].

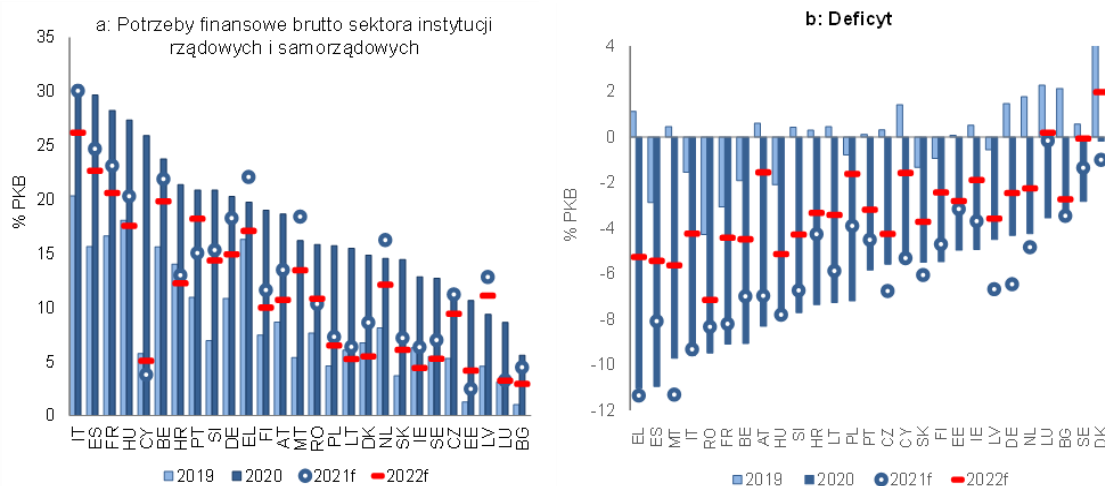
to pozwolą, zasadnicze znaczenie będzie miało osiągnięcie ostrożnej średniookresowej sytuacji fiskalnej i zapewnienie stabilności fiskalnej w średnim okresie. Zagrożenia związane z wysokim długiem publicznym należy zrównoważyć z zagrożeniami wynikającymi z przedwczesnego wycofania środków polityki fiskalnej związanych z COVID-19, ponieważ może to spowolnić ożywienie gospodarcze<sup>(30)</sup> i z czasem wyrzucić negatywny wpływ na wzrost gospodarczy. W przypadku krajów takich jak Belgia, Cypr, Francja, Portugalia i Hiszpania, które mają wysoki poziom zarówno długu publicznego, jak i zadłużenia sektora prywatnego, skutki dla dalszego wzrostu mogą być jeszcze bardziej wyraźne.

Wykres 2.4.2: Dług publiczny



Źródło: baza danych AMECO i prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej z jesieni 2021 r.

Wykres 2.4.3: Potrzeby finansowe brutto i deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych



Źródło: baza danych AMECO, prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej z jesieni 2021 r. i obliczenia służb Komisji.

<sup>(30)</sup> MFW (2021), Monitor fiskalny, kwiecień 2021 r.

## 2.5. SEKTOR FINANSOWY

Unijny sektor bankowy wykazał się jak dotąd odpornością w obliczu pandemii, chociaż nadal boryka się z istniejącymi wcześniej wyzwaniami, takimi jak niska rentowność. W okresie pandemii unijny sektor bankowy wszedł dobrze wyposażony w kapitał po kilku latach wzmocnienia się w następstwie poważnych skutków światowego kryzysu finansowego i kryzysu zadłużeniowego. Jednak solidność sektora była różna w poszczególnych krajach, przy czym niektóre z nich nadal wykazują znaczny poziom kredytów zagrożonych, a powszechnym problemem jest niska rentowność.

- **Unijny sektor bankowy pozostał odporny, zarówno ze względu na silną pozycję wyjściową, jak i środki z zakresu polityki wprowadzone w czasie pandemii.** W ogólnym ujęciu w latach poprzedzających pandemię zapewniono dobre wyposażenie w kapitał, a współczynnik kapitału podstawowego Tier I (CET1) i współczynnik wypłacalności w dalszym ciągu się zwiększały w 2020 r., czemu sprzyjały regulacyjne ograniczenia dotyczące dywidend. Wartość kredytów zagrożonych nadal spadała w związku ze zbywaniem aktywów zastanych, a nowe kredyty zagrożone były ograniczane przez moratoria na spłatę kredytów wprowadzone po wybuchu pandemii. Nowe kredyty były z kolei wspierane przez gwarancje rządowe dla kredytów przeznaczonych dla przedsiębiorstw i przez tymczasowe złagodzenie polityki makroostrożnościowej, a warunki finansowe zachowały rozluźnienie w 2021 r. W 2020 r. wzrost zobowiązań sektora finansowego pozostał ograniczony; jedynie Estonia, Grecja, Węgry i Litwa przekroczyły wartość progową zawartą w tabeli wyników. Ostatnie testy warunków skrajnych przeprowadzone przez Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (EUNB) wykazały, że unijny sektor bankowy jest ogółem odporny, ale istnieją duże różnice między bankami, a te, które koncentrują się na udzielaniu kredytów krajowych lub osiągają niższy wynik odsetkowy netto, staną w obliczu większego uszczuplenia kapitału <sup>(31)</sup>.
- **Głównym wyzwaniem dla sektora bankowego UE pozostaje jego niska rentowność** (wykres 2.5.1 a). Stopa zwrotu z kapitału własnego, która w większości państw członkowskich utrzymuje się na niskim poziomie, w 2020 r. uległa dalszemu obniżeniu w związku z wyższymi rezerwami na straty kredytowe i niższymi dochodami. Rentowność była ujemna na Cyprze, w Grecji, Irlandii, Portugalii i Hiszpanii. W 2021 r. pojawiają się oznaki odbudowującej się rentowności <sup>(32)</sup>. Te ostrożnie pozytywne zmiany znajdują również odzwierciedlenie w rynkowej wycenie banków UE. Od jesieni ubiegłego roku stopniowo wróciły one do poziomu sprzed pandemii, ale nadal pozostają nieco poniżej ogólnego poziomu rynków akcji.
- **Sektor bankowy w niektórych krajach UE nadal boryka się z problemami wynikającymi z połączenia bardzo niskiej rentowności, współczynników kapitałowych poniżej średniej lub podwyższonego poziomu kredytów zagrożonych** (wykres 2.5.1) <sup>(33)</sup>. W Grecji wskaźnik kredytów

<sup>(31)</sup> W lipcu 2021 roku Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (EUNB) opublikował wyniki ogólnounijnego testu warunków skrajnych z udziałem 50 banków z 15 krajów UE i EOG, które obejmują 70 % aktywów unijnego sektora bankowego. Test koncentrował się w szczególności na kredytach objętych moratoriami i gwarancjami publicznymi. W tegorocznym teście warunków skrajnych uwzględniono przedłużający się scenariusz pandemii COVID-19 w warunkach „niższych stóp procentowych przez dłuższy czas”, który zakładał spadek PKB UE o 3,6 % w ciągu trzech lat. Wyniki testu sugerują, że unijny sektor bankowy utrzymałby się powyżej współczynnika CET1 wynoszącego 10 %, przy czym uszczuplenie kapitału wyniosłoby 265 mld EUR przy wyjściowym współczynniku CET1 wynoszącym 15 %. Straty związane z ryzykiem kredytowym wyjaśniałyby większość uszczuplenia kapitału. Scenariusz ten skutkowałby również znacznym spadkiem wkładu z zysków z działalności kontynuowanej, w szczególności wyniku odsetkowego netto.

<sup>(32)</sup> Mediana stopy zwrotu z kapitału własnego banków UE spadła z 5,8 % w 2019 r. do 2,7 % w 2020 r. Wzrosła jednak do 7,1 % w II kw. 2021 r.

<sup>(33)</sup> Kredyty zagrożone w zestawie wskaźników pomocniczych zawartych w tabeli wyników definiuje się jako zagrożone kredyty i zaliczki brutto ogółem będące odsetkiem kredytów i zaliczek brutto ogółem (wartość bilansowa brutto), dla sektora sprawozdawczego „krajowe grupy bankowe i samodzielne banki, jednostki zależne kontrolowane przez podmioty zagraniczne oraz oddziały kontrolowane przez podmioty zagraniczne, wszystkie instytucje”. Zharmonizowane dane dotyczące wskaźników kredytów zagrożonych dostępne są dopiero od 2014 r. Dlatego w odniesieniu do danych dotyczących wartości szczytowej wykres 2.5.1 pokazuje dane odnoszące się do relacji zagrożonych instrumentów dłużnych brutto względem instrumentów dłużnych brutto ogółem, dostępne w dłuższym szeregu czasowym i odnosi się również do innych instrumentów dłużnych, oprócz kredytów, jakie są ujęte w bilansach podmiotów sektora bankowego. Wartość ta jest zwykle nieco niższa niż wskaźnik kredytów zagrożonych, głównie ze względu na większy mianownik – tzn. wartość instrumentów dłużnych brutto ogółem jest większa od wartości wszystkich kredytów. Największa różnica między tymi dwoma wskaźnikami wynosi obecnie 5 punktów



zagrożonych znacznie się obniżył, ale nadal jest wysoki<sup>(34)</sup>, podczas gdy rentowność w 2020 r. była ujemna, a współczynniki kapitałowe należą do najniższych w UE. Banki cypryjskie także odnotowały znaczne obniżenie swoich bardzo wysokich wskaźników kredytów zagrożonych, lecz rentowność w 2020 r. również okazała się ujemna. W kilku innych krajach wskaźniki kredytów zagrożonych wyraźnie spadły w ciągu ostatnich lat, ale w Bułgarii, Chorwacji i Polsce zbliżają się do poziomu 5 %. Współczynnik kapitałowy jest znacznie poniżej średniej w Hiszpanii i Portugalii, a rentowność w tych krajach była w 2020 r. również nieznacznie ujemna.

**Nadal istnieją zagrożenia dla sektora bankowego, a pełny wpływ kryzysu na jakość aktywów, rentowność i wyposażenie w kapitał będzie widoczny dopiero po całkowitym wycofaniu środków wsparcia.** Wpływ wstrząsu spowodowanego COVID-19 na sektor bankowy ograniczono dzięki szeroko zakrojonym środkom z zakresu polityki wsparcia, skierowanym głównie do sektora przedsiębiorstw. Środki te są stopniowo wycofywane, a większość z nich ma wygasnąć do końca 2021 r. Ich wycofanie ujawni podstawowe problemy z wypłacalnością lub płynnością. Stanowi to ryzyko dla sektora bankowego, ponieważ dłużnicy będą musieli wypełnić zobowiązania do spłaty, przed którymi byli chronieni.

- **Trudności z wypłacalnością przedsiębiorstw i gospodarstw domowych mogą się jeszcze pojawiać w miarę przywracania normalności.** Zadłużenie sektora prywatnego było już wysokie w kilku państwach członkowskich jeszcze przed pandemią, a w 2020 r. nadal wzrastało. Problemy z wypłacalnością przedsiębiorstw stanowią poważne ryzyko, zwłaszcza w niektórych sektorach, które w większym stopniu odczuły skutki kryzysu. Jak dotąd niewypłacalność przedsiębiorstw utrzymuje się na niskim poziomie. Ryzyko związane z zadłużeniem hipotecznym gospodarstw domowych było dotychczas ograniczane dzięki publicznym programom wsparcia dochodu i zwiększonym oszczędnościom gospodarstw domowych. Długotrwałe problemy z popytą na rynkach mieszkaniowych zmniejszają ryzyko istotnych korekt cen nieruchomości mieszkalnych w dół. Niemniej przyszłe problemy z wypłacalnością w sektorze przedsiębiorstw mogą wywołać efekt domina w odniesieniu do zatrudnienia i wpłynąć również na wypłacalność gospodarstw domowych.
- **Oczekuje się wzrostu poziomu kredytów zagrożonych, zwłaszcza w niektórych sektorach i krajach.** Trudności w spłacie zadłużenia przez przedsiębiorstwa niefinansowe, których rentowność jest najbardziej zagrożona, mogą prowadzić do wzrostu poziomu kredytów zagrożonych. Już teraz nastąpił wyraźny wzrost liczby kredytów z fazy 2, które stanowią kredyty o znacznie podwyższonym ryzyku kredytowym<sup>(35)</sup>. Udział kredytów z fazy 2 w strefie euro wynosił 13 % w 2020 r. i oczekuje się, że wzrośnie do 17 % w 2021 r.<sup>(36)</sup> Regionalne rozmieszczenie działalności gospodarczej oznacza, że wzrost liczby kredytów zagrożonych może być nierównomiernie rozłożony w poszczególnych regionach, a zatem może nieproporcjonalnie dotknąć sektory bankowe w niektórych krajach<sup>(37)</sup>. Wzrost stóp procentowych może stanowić kolejne wyzwanie dla przedsiębiorstw stosujących dużą dźwignię finansową i posiadających niskie zabezpieczenie przed utratą płynności.
- **Należy ściśle monitorować więzi między bankami, państwami i przedsiębiorstwami niefinansowymi.** W strefie euro nadzwyczajny program wsparcia w czasie pandemii realizowany przez EBC podtrzymał łagodne nastroje na rynkach finansowych i przyczynił się do stabilności

---

procentowych w przypadku Grecji i 2 punkty procentowe na Cyprze, natomiast w przypadku większości państw jest ona niższa niż 1 punkt procentowy.

<sup>(34)</sup> Wykres 2.5.1 b opiera się na danych za I kw. 2021 r., kiedy to wskaźnik kredytów zagrożonych dla Grecji wynosił 26 %. Dane za II kw. 2021 r. opublikowane po dacie granicznej dla sprawozdania (22 października 2021 r.) wskazują na bardzo istotne obniżenie wskaźnika kredytów zagrożonych do poziomu 16 % (wartość szacunkowa).

<sup>(35)</sup> Kredyty z fazy 2 to kredyty, których ryzyko kredytowe znacznie wzrosło od momentu ich początkowego ujęcia, ale w odróżnieniu od kredytów z fazy 3 nie są jeszcze uznawane za kredyty o pogorszonej wartości lub niespłacalne.

<sup>(36)</sup> EBC (2021), „Financial Stability Review” [„Przegląd stabilności finansowej”], maj 2021 r.

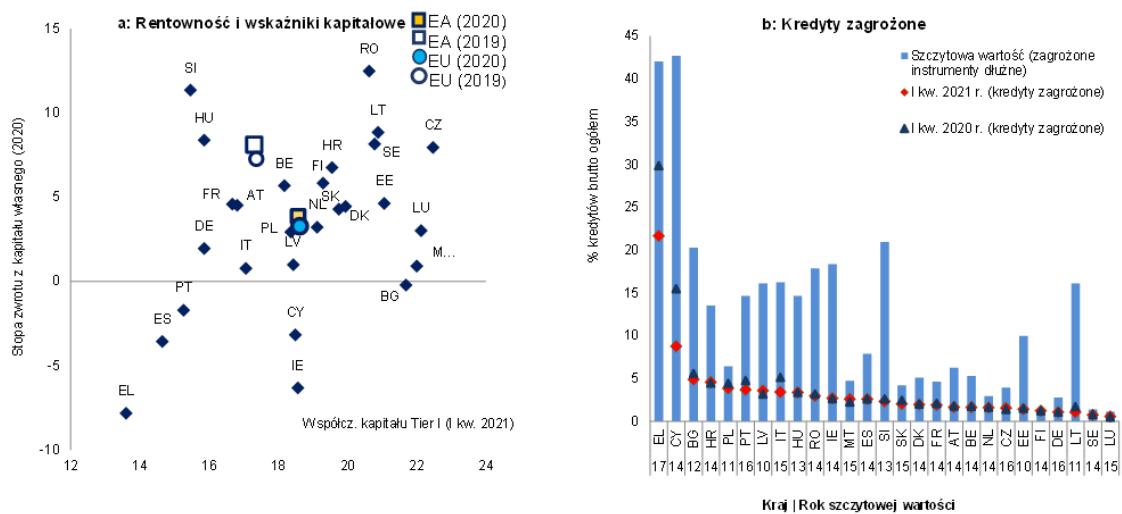
<sup>(37)</sup> Dane dotyczące strefy euro potwierdzają, że wzrost kredytów z fazy 2 był bardziej wyraźny w przypadku sektorów bardziej dotkniętych pandemią i ograniczeniami mobilności, np. w usługach zakwaterowania z 7 % w 2019 r. do 25 % w 2020 r. oraz w obszarze sztuki i rozrywki odpowiednio z 6 % do 23 %. EBC (2021): „Financial Stability Review” [„Przegląd stabilności finansowej”], maj 2021 r. Podobne tendencje widoczne są również w najnowszych danych dotyczących kredytów zagrożonych. Tablica wskaźników ryzyka EUNB na II kw. 2021 r. pokazuje, że zwiększają się rozbieżności w jakości aktywów w poszczególnych sektorach. Na przykład w przypadku usług zakwaterowania i usług gastronomicznych wskaźnik kredytów zagrożonych jeszcze wzrósł z 9 % w I kw. 2021 r. do 9,6 % w II kw. 2021 r., a w dziedzinie sztuki, rozrywki i rekreacji – z 7,9 % do 8,2 %.

sektora bankowego podczas pandemii. W niektórych krajach banki przejęły jednak znaczną część nowo wyemitowanego długu publicznego, co częściowo wynikało ze środków wsparcia dla sektora przedsiębiorstw. Stanowi to ryzyko ze względu na wzajemne powiązania między bilansami banków, sektorem przedsiębiorstw i poziomem długu publicznego, zwłaszcza w sytuacji potencjalnych podwyżek stóp długoterminowych na świecie.

**Problemy strukturalne sektora bankowego, które występowały przed pandemią, nadal istnieją i mogą być trudniejsze do rozwiązania.** Nadwyżka mocy produkcyjnych była długoterminowym wyzwaniem dla sektora bankowego UE, skutkującym niską efektywnością kosztową i niską rentownością. Trwający proces cyfryzacji i zielonej transformacji stawia nowe wyzwania przed sektorem bankowym, który będzie musiał przekierować finansowanie między sektorami, w sytuacji gdy jego utrzymująca się niska rentowność ogranicza jego własne inwestycje, co mogłoby się nasilić w przypadku pogorszenia się jakości jego aktywów.

**Sektor finansowy instytucji niebędących bankami, który ucierpiał z powodu utrzymujących się niskich stóp procentowych, stoi w obliczu nowych wyzwań.** Utrzymujące się środowisko niskich stóp zwrotu nadwyrężyło rentowność i bilans finansowych instytucji niebędących bankami – których portfele aktywów obejmują inwestycje głównie w aktywa o niskim ryzyku – np. ubezpieczycieli i zmusiło je do zwiększenia dźwigni finansowej i ekspozycji na bardziej ryzykowne aktywa<sup>(38)</sup>. Gwałtowny wzrost prognoz dotyczących stóp procentowych mógłby spowodować globalną aktualizację wyceny ryzyka, co oznaczałoby straty w wycenie aktywów dla unijnego sektora instytucji niebędących bankami. Ubezpieczyciele na życie wydają się być jak dotąd najbardziej dotknięci wstrząsem spowodowanym COVID-19, ponieważ ich składki spadły w 2020 r., podczas gdy wzrosły w przypadku ubezpieczeń innych niż na życie<sup>(39)</sup>. Ponadto pandemia doprowadziła do pewnych korekt cen nieruchomości komercyjnych, które to korekty miały wpływ na wyniki funduszy nieruchomości (zob. sekcja dotycząca mieszkalnictwa powyżej).

Wykres 2.5.1: Rentowność i kapitał sektora bankowego oraz kredyty zagrożone



Uwagi: średnie wartości dla UE i strefy euro nie są ważone wielkością gospodarki. Dane dotyczące wartości szczytowej odnoszą się do relacji zagrożonych instrumentów dłużnych brutto do instrumentów dłużnych brutto ogółem; wskaźniki kredytów zagrożonych podaje się za I kw. 2020 r. i I kw. 2021 r.; liczba pod kodem państwa oznacza rok, w którym odnotowano najwyższą wartość wskaźnika zagrożonych instrumentów dłużnych.

Źródło: EBC, obliczenia służb Komisji.

<sup>(38)</sup> EBC (2021), „Financial Stability Review” [„Przegląd stabilności finansowej”], maj 2021 r.

<sup>(39)</sup> EIOPA (2021), Sprawozdanie na temat stabilności finansowej, lipiec 2021 r.

**Przez cały czas trwania pandemii rynek pracy pozostał odporny, w dużej mierze dzięki bezprecedensowym środkom wsparcia na szczeblu krajowym i unijnym.** Powszechnie stosowanie programów utrzymania miejsc pracy, wspieranych przez europejski instrument tymczasowego wsparcia w celu zmniejszenia zagrożeń związanych z bezrobociem w sytuacji nadzwyczajnej (SURE) oraz inne rodzaje interwencji, w tym szeroko zakrojone wsparcie fiskalne i pieniężne, złagodziło wpływ wstrząsu spowodowanego COVID-19 na miejsca pracy i dochody oraz zapobiegło przeobrażeniu się kryzysu zdrowotnego w kryzys zatrudnienia. Wpływ recesji związanej z COVID-19 na rynki pracy miał zasadniczo kształt litery V: w większości krajów rynki pracy ucierpiały znacząco na samym początku kryzysu, ale wkrótce nastąpiło częściowe odbicie, głównie dzięki szybkiemu ożywieniu działalności gospodarczej <sup>(1)</sup>.

**W 2020 r. bezrobocie wzrosło jedynie nieznacznie w porównaniu z wielkością wstrząsu wywołanego pandemią i oczekuje się, że spadnie w 2022 r., powracając do poziomu zbliżonego do tego sprzed pandemii.** Stopa bezrobocia w UE (wśród osób w wieku 15–74 l.) wzrosła do 7 % w 2020 r. (przy czym szczytowy poziom 7,7 % osiągnięto po pierwszej fali pandemii) – zaledwie o 0,3 punktu procentowego (p.p.) powyżej średniego poziomu z 2019 r. Wzrost ten był niewielki w porównaniu ze spadkiem PKB o około 6 %, jaki nastąpił w całej UE <sup>(2)</sup>. Największe wzrosty odnotowano w krajach bałtyckich (2,4 p.p. w Estonii, 2,2 p.p. na Litwie i 1,8 p.p. na Łotwie), Szwecji (1,5 p.p.) i Hiszpanii (1,4 p.p.). W siedemnastu krajach UE stopa bezrobocia wzrosła o mniej niż jeden punkt procentowy. W 2020 r. stopa bezrobocia nawet spadła w Polsce, we Francji, Włoszech i w Grecji. W pierwszej połowie 2021 r. bezrobocie zmniejszyło się w większości państw członkowskich. Stopa bezrobocia młodzieży (15–24 l.) w UE wykazywała początkowe oznaki spadku w połowie 2021 r., ale w II kw. 2021 r. nadal wynosiła 17,4 %, czyli prawie trzykrotnie więcej niż stopa bezrobocia wśród ludności w wieku 25–74 l. Zgodnie z prognozą gospodarczą Komisji z jesieni 2021 r. stopa bezrobocia w UE ma się jeszcze ustabilizować w 2021 r., a następnie w 2022 r. ponownie spaść do poziomu zbliżonego do tego sprzed pandemii.

**Niższy niż oczekiwano wzrost stopy bezrobocia częściowo odzwierciedla jednak wycofywanie się z rynku pracy, a tym samym niższe współczynniki aktywności zawodowej.** Współczynnik aktywności zawodowej (osób w wieku 15–64 l.) spadł o 1,7 p.p. – z 73,6% w IV kw. 2019 r. do 71,9 % w II kw. 2020 r. – ale w II kw. 2021 r. powrócił do poziomu sprzed pandemii. W 2020 r. współczynnik aktywności spadł w większości państw członkowskich, przy czym największe spadki (od 1 do 2 p.p.) odnotowały Włochy, Hiszpania, Irlandia, Portugalia, Bułgaria i Grecja. W 2021 r. w znacznej liczbie przypadków współczynnik ten utrzymywał się poniżej poziomu sprzed pandemii.

**Wskaźniki zatrudnienia, które w 2020 r. wykazywały spadki w prawie wszystkich państwach członkowskich, w 2021 r. stopniowo wracają do normy, ale nie we wszystkich sektorach.** W UE wskaźnik zatrudnienia (osób w wieku 20–64 l.) spadł do 72,4 % w 2020 r. z 73,1 % w 2019 r. Największe spadki zaobserwowano w Hiszpanii (-2,3 p.p.), Irlandii (-1,7 p.p.) i Bułgarii (-1,6 p.p.), natomiast Polska (+0,6 p.p.), Malta (+0,5 p.p.) i Chorwacja (+0,2 p.p.) były jedynymi krajami, w których wskaźnik zatrudnienia wzrósł. W I kw. 2021 r. nadal odnotowywano spadek wskaźników zatrudnienia w większości państw członkowskich, ale w II kw. 2021 r. wskaźniki ponownie wzrosły, stopniowo wracając do poziomów sprzed pandemii, z wyjątkiem sektorów najbardziej dotkniętych koniecznością utrzymywania dystansu fizycznego.

**Rządowe środki wsparcia złagodziły wpływ spadku dochodów rynkowych na dochody do dyspozycji.** Oprócz stosowania programów utrzymania miejsc pracy rządy wdrożyły szereg środków mających na celu zwiększenie transferów netto, w tym rozszerzone zasiłki dla bezrobotnych lub odroczenia niektórych płatności, takich jak podatki lub rachunki za media, a także moratoria na spłatę długu. Realne dochody do dyspozycji brutto sektora gospodarstw domowych na osobę spadły o 2,7 % (w ujęciu rok do roku) w II kw. 2020 r., ale odzyskały wartość pod koniec roku i pozostały zasadniczo niezmiennie w latach 2019–2020. Wzrost wskaźnika zagrożenia ubóstwem lub wykluczeniem społecznym (AROPE) w 2020 r. został zahamowany lub zmniejszył się w porównaniu z 2019 r. w co najmniej połowie państw członkowskich. Niemniej w przypadku niektórych państw członkowskich oszacowano, że nastąpi

wzrost <sup>(3)</sup>.

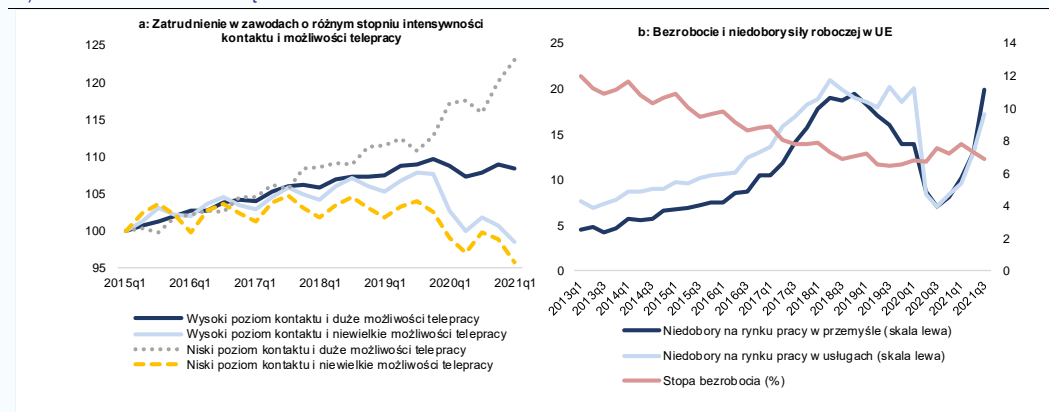
### **Niemniej na drodze tej czekają poważne wyzwania.**

**Pandemia przyspieszyła tendencje strukturalne na rynku pracy, budząc obawy dotyczące osób, które odczuły skutki tych tendencji.** Przyspieszeniu uległ długoterminowy trend spadku popytu na pracę w zawodach związanych z rutynowymi zadaniami (wykres 1 a). Zawody o niewielkich możliwościach wykonywania telepracy mogą być w coraz większym stopniu dotknięte automatyzacją. Ponadto stopniowe wycofywanie środków wsparcia może doprowadzić do znacznej likwidacji miejsc pracy w sektorach, które otrzymały największe wsparcie, w zależności od tego, w jakim stopniu nastąpi ożywienie popytu na powiązane towary i usługi. Szybkość i skuteczność realokacji siły roboczej zależą od tego, czy umiejętności zwolnionych pracowników są specyficzne dla danego sektora, czy też można je dostosować do innych sektorów, a także od skuteczności zmiany i podnoszenia kwalifikacji. Chociaż taka realokacja może towarzyszyć dwójakiej transformacji i prowadzić do wzrostu wydajności i konkurencyjności, czas trwania bezrobocia może się wydłużyć w przypadku braku ukierunkowanych i skutecznych interwencji politycznych. W swoich krajowych planach odbudowy i zwiększania odporności większość państw członkowskich planuje środki wspierające ożywienie zatrudnienia, jednak wzmocniona koordynacja tych środków będzie kluczowa dla powodzenia zmiany stanu na rynku pracy <sup>(4)</sup>.

**Ponownie pojawiają się niedobory siły roboczej, co zwiększa zapotrzebowanie na zmianę i podnoszenie kwalifikacji** (wykres 1 b). Przed wybuchem pandemii niedobory siły roboczej w całej UE osiągnęły już historycznie najwyższy poziom. Środki powstrzymujące rozprzestrzenianie się pandemii i wynikające z nich zakłócenia gospodarcze przyczyniły się do spadku niedoborów siły roboczej, ponieważ w czasie obostrzeń wiele przedsiębiorstw wycofało swoje oferty pracy. W większości krajów niedobór siły roboczej jednak ponownie wzrasta, przy czym znaczny wzrost liczby wolnych miejsc pracy odnotowano w Austrii, Belgii, Chorwacji, Niemczech, na Litwie, w Portugalii, na Słowacji i w Słowenii. Niedobory dotyczą obecnie w szczególności sektorów informacji i komunikacji oraz budownictwa. Rosnące niedobory siły roboczej mogą nie tylko odzwierciedlać szybkie wychodzenie z głębokiej recesji i spadek liczby pracowników transgranicznych, lecz także sygnalizować, że niedopasowanie umiejętności, które istniało już przed kryzysem, może się pogłębiać wraz z postępem dwójakiej transformacji <sup>(5)</sup>.

**Pandemia i jej następstwa niosą ze sobą ryzyko pogłębiania nierówności w różnych formach.** W 2021 r. w większości państw członkowskich wzrosło bezrobocie długotrwałe, ponieważ od początku pandemii więcej osób pozostaje bez pracy. Długa przerwa w rekrutacji ograniczyła możliwości bezrobotnych i osób wchodzących na rynek pracy, w tym wielu osób młodych lub migrantów <sup>(6)</sup>. W czasie pandemii w większości państw członkowskich znacznie wzrosło bezrobocie młodzieży, a w II kw. 2021 r. przekroczyło ono 30 % w Grecji (38,5 %), w Hiszpanii (38,2 %) i we Włoszech (32,2 %). Obostrzenia pogłębiły również nierówności w dostępie do edukacji, usług zdrowotnych i społecznych, co może mieć wpływ na rynek pracy w perspektywie średnio- i długoterminowej, przy czym wpływ na czas pracy był silniejszy w przypadku pracowników o niższym poziomie wykształcenia. Ponadto, z wyjątkiem Niderlandów, w 2020 r. pracownicy zatrudnieni na podstawie umów na czas określony zostali szczególnie dotknięci utratą miejsc pracy. Chociaż środki wsparcia dochodu znacznie złagodziły regresywny wpływ kryzysu na dochody na rynku pracy <sup>(7)</sup>, nadal istnieją poważne obawy co do perspektyw tych pracowników na rynku pracy, również ze względu na malejący względny popyt na zawody, w przypadku których niemożliwa jest telepraca, oraz zawody o charakterze rutynowym.

Wykres 1: **Kształtowanie się zatrudnienia i bezrobocia**



Uwagi: a) na tym wykresie zastosowano wskaźnik technicznej możliwości telepracy i fizycznej bliskości. Opiera się on na badaniu O\*NET, w którym mierzy się zawartość zadań wykonywanych w określonych zawodach. Informacje te są dopasowane do unijnego badania aktywności ekonomicznej ludności; b) w ramach unijnego programu sondaży wśród przedsiębiorstw i konsumentów (EU-BCS) co kwartał gromadzone są dane od pracodawców na temat trudności w obsadzaniu wakatów. Respondenci mogą wskazać, jako czynnik ograniczający, „niedobór siły roboczej”.

**Źródło:** a) Komisja Europejska, 2021, sprawozdanie „Labour Market and Wage Developments in Europe” [„Rynek pracy i zmiany poziomu wynagrodzeń w Europie”] (w przygotowaniu).

b) Eurostat, badanie aktywności ekonomicznej ludności i Komisja Europejska, EU-BCS.

- (<sup>1</sup>) Bardziej dogłębne omówienie ostatnich zmian na rynku pracy można znaleźć w sprawozdaniu Komisji Europejskiej z 2021 r. „Labour Market and Wage Developments in Europe” [„Rynki pracy i zmiany poziomu wynagrodzeń w Europie”] (w przygotowaniu).
- (<sup>2</sup>) Dzięki szerokiemu wykorzystaniu programów utrzymania miejsc pracy pogorszenie koniunktury znalazło odzwierciedlenie raczej w spadku liczby przepracowanych godzin w 2020 r. (-5,5 %) niż we wzroście bezrobocia. Spadek PKB w 2020 r. był wyższy niż w 2009 r. (-4,3 %), ale wzrost bezrobocia był znacznie niższy (miesięczne stopy bezrobocia wzrosły w UE w latach 2008–2009 nawet o 2,6 punktu procentowego).
- (<sup>3</sup>) W marcu 2021 r. Komisja Europejska wyznaczyła nowy cel na szczeblu UE: zmniejszenie do 2030 r. liczby osób zagrożonych ubóstwem lub wykluczeniem społecznym o co najmniej 15 milionów. Jest to jeden z trzech głównych celów w dziedzinie zatrudnienia, umiejętności i włączenia społecznego, które mają zostać osiągnięte do 2030 r. w ramach Planu działania na rzecz Europejskiego filaru praw socjalnych.
- (<sup>4</sup>) W marcu 2021 r. Komisja przyjęła zalecenie w sprawie skutecznego aktywnego wspierania zatrudnienia (EASE), aby zachęcić państwa członkowskie do wdrożenia spójnych pakietów wzmocnionej aktywnej polityki rynku pracy, by wspierać zmianę zatrudnienia w okresie ożywienia gospodarczego. Zgodnie z zaleceniem EASE aktywna polityka rynku pracy i publiczne służby zatrudnienia stanowią integralną część planów odbudowy i zwiększania odporności w 20 państwach członkowskich, natomiast wszystkie państwa członkowskie włączyły do swoich planów politykę podnoszenia i zmiany kwalifikacji.
- (<sup>5</sup>) Bardziej dogłębne omówienie kwestii umiejętności – zob. Komisja Europejska (2021), wniosek Komisji i Rady w sprawie wspólnego sprawozdania o zatrudnieniu za 2022 r.
- (<sup>6</sup>) Zob.: Croitorov, O. i in. (2021), „The macroeconomic impact of the COVID-19 pandemic in the euro area” [„Wpływ makroekonomiczny pandemii COVID-19 w strefie euro”], *Kwartalne sprawozdanie na temat strefy euro*, DG ECFIN, Komisja Europejska, tom 20, nr 2, cz. I. Zob. też: [sprawozdanie na temat zatrudnienia i kwestii społecznych w Europie za 2021 r.](#) oraz Fasani, F., Mazza, J. (2020) „[A vulnerable workforce: migrant workers in the Covid-19 pandemic](#)” [„Siła robocza w trudnej sytuacji: pracownicy z zagranicy w obliczu pandemii Covid-19”], *sprawozdanie techniczne JRC*.
- (<sup>7</sup>) Employment and Social Developments in Europe (ESDE). Annual Review 2021 [Zatrudnienie i kwestie społeczne w Europie: roczny przegląd z 2021 r.].



### 3. STRESZCZENIE GŁÓWNYCH ZMIAN I WNIOSKI POD KĄTEM NADZORU

**Kryzys związany z COVID-19 przerwał korektę zakłóceń równowagi makroekonomicznej związanych z wysokim długiem publicznym, zadłużeniem sektora prywatnego i zadłużeniem zewnętrznym, a także wystąpił w czasie, gdy w niektórych krajach po kilku latach silnego wzrostu pojawiło się ryzyko przegrzania gospodarki.** Recesja spowodowana pandemią zatrzymała szeroko zakrojony proces zmniejszania wysokiego zadłużenia sektora publicznego i prywatnego, który to proces w wielu państwach członkowskich trwał przez większość minionej dekady, zwłaszcza w jej drugiej połowie, kiedy to wzrost gospodarczy stał się silniejszy i przyczynił się do obniżenia wskaźników zadłużenia. Skorygowano również duże deficyty obrotów bieżących lub gwałtowny wzrost akcji kredytowej, co doprowadziło do stopniowej redukcji zobowiązań wobec zagranicy i do wzmocnienia systemów bankowych. W ostatnich latach narosły wyzwania i zagrożenia związane z oznakami przegrzania w niektórych sektorach i krajach, głównie na poziomie cen nieruchomości mieszkalnych i konkurencyjności kosztowej, zwłaszcza tam, gdzie wzrost gospodarczy był bardziej dynamiczny, i po stosunkowo długiej ekspansji gospodarczej. Tendencje dotyczące cen nieruchomości mieszkalnych, które zaczynały nabierać tempa przed kryzysem związanym z COVID-19, utrzymywały się, a w niektórych przypadkach nawet przyspieszyły w czasie pandemii. Konkurencyjność kosztowa pogarszała się w niektórych szybciej rozwijających się krajach przed pandemią, a niedawne zmiany jeszcze trudno poddać ocenie, ponieważ dostępne dane są nadal zniekształcone przez niezwykle spadek wydajności w 2020 r. oraz wzajemne oddziaływanie szeroko zakrojonych środków wsparcia rynku pracy.

**Kryzys związany z COVID-19 pogłębił szereg zakłóceń równowagi, w związku z tym mogą zarysować się nowe wyzwania.** W 2020 r. relacja długu publicznego do PKB i relacja zadłużenia sektora prywatnego do PKB gwałtownie wzrosły w związku z recesją i wyższym poziomem zaciągania pożyczek w celu złagodzenia skutków kryzysu. Jednak dzięki wyraźnemu ożywieniu gospodarczemu wskaźniki zadłużenia obecnie stabilizują się lub już zaczęły spadać. Niemniej kryzys pozostawił po sobie spuściznę w postaci wyższego zadłużenia, ponieważ sektory instytucji rządowych i samorządowych wychodzą z kryzysu z wyraźnie wyższą relacją długu do PKB. Sektor prywatny, głównie w krajach, w których zadłużenie prywatne było wysokie już przed kryzysem, jest również obciążony wyższym zadłużeniem. Udana realizacja planów odbudowy i zwiększania odporności może wesprzeć publiczne i prywatne zmniejszanie zadłużenia, przyczyniając się do wzmocnienia długoterminowego wzrostu gospodarczego. W perspektywie krótkoterminowej pogorszenie się jakości aktywów sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz aktywów prywatnych może jednak mieć wpływ na bilanse instytucji finansowych, których niska rentowność jeszcze bardziej zmalała pod wpływem pandemii, i osłabić podaż kredytów na potrzeby ożywienia gospodarczego. Rachunki zewnętrzne ucierpiały w mniejszym stopniu, ale pogorszyły się w przypadku krajów, w których turystyka transgraniczna ma większe znaczenie, w tym w niektórych krajach o dużej ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. Jednocześnie w czasie kryzysu rynki mieszkaniowe nabrały jeszcze większej dynamiki, a w kilku państwach członkowskich wzrost cen nieruchomości mieszkalnych jest najwyższy od ponad dekady. Ryzyko zawyżenia cen nieruchomości mieszkalnych wzrasta, co budzi niepokój szczególnie tam, gdzie zadłużenie gospodarstw domowych jest wysokie. Presja na konkurencyjność kosztową może znacznie wzrosnąć wraz z ożywieniem gospodarczym, zwłaszcza w krajach mniej dotkniętych kryzysem.

**Ogółem wyzwania występują w szeregu państw członkowskich.** Główne wyzwania są następujące:

- W szeregu państw członkowskich występują *liczne i wzajemnie powiązane podatności na zagrożenia związane z poziomem długu*. Taka sytuacja panuje zazwyczaj w państwach dotkniętych cyklami gwałtownych wzrostów i spadków akcji kredytowej powiązanymi z odwracaniem salda obrotów bieżących po światowym kryzysie finansowym, co miało także wpływ na sektor bankowy i dług publiczny. Prawie wszystkie z tych państw członkowskich zostały poważnie dotknięte kryzysem związanym z COVID-19, co stanowi również odzwierciedlenie dużego znaczenia turystyki transgranicznej w ich gospodarkach:



- W przypadku Cypru i Grecji wysokie zadłużenie oraz duża ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto są powiązane z utrzymującymi się wyzwaniami dla sektorów finansowych. Salda obrotów bieżących tych państw członkowskich pogorszyły się w 2020 r. w związku ze spadkiem dochodów z podróży i turystyki. Chociaż zaobserwowano dalsze postępy w ograniczaniu kredytów zagrożonych w 2020 r., w obu krajach utrzymują się one na wysokim poziomie. W przypadku Grecji utrzymuje się powolny wzrost produktu potencjalnego przy wysokim bezrobociu.
- W Chorwacji, Irlandii, Portugalii i Hiszpanii zakłócenia równowagi związane z wysokim zadłużeniem ustępowały aż do wybuchu kryzysu związanego z COVID-19. W Chorwacji, Portugalii i Hiszpanii tendencje te zostały jednak przerwane przez recesję wywołaną pandemią, a wskaźniki relacji długu do PKB wyraźnie wzrosły. W 2020 r. Irlandia wyróżniała się tym, że uniknęła recesji PKB, a struktura sektorowa jej gospodarki korzystnie oddziaływała na jej rachunki zewnętrzne.
- W Rumunii i na Węgrzech podatność na zagrożenia wiąże się głównie ze *wzajemnymi powiązaniem między długiem publicznym a finansowaniem zewnętrznym* w kontekście ryzyka przegrzania gospodarki i znacznych deficytów budżetowych. W Rumunii deficyt obrotów bieżących jest znaczny i utrzymuje się od kilku lat, a w najbliższej przyszłości nie przewiduje się jego złagodzenia. Dług publiczny rośnie szybko od czasów poprzedzających kryzys związany z COVID-19 – co odzwierciedla znaczne deficyty budżetowe – i będzie nadal rósł, zwiększając potrzeby w zakresie finansowania zewnętrznego. Na Węgrzech potrzeby finansowe sektora instytucji rządowych i samorządowych były w ostatnich latach duże i takie pozostaną w związku z krótkimi terminami zapadalności długu i dużymi deficytami budżetowymi, a źródło tego finansowania jest częściowo zewnętrzne. W obu krajach istotny odsetek zadłużenia jest denominowany w walucie obcej, co potęguje powiązania między sektorem zagranicznym a sytuacją budżetową. W przypadku Węgier ceny nieruchomości mieszkalnych gwałtownie rosną, a presja inflacyjna i presja związana z konkurencyjnością kosztową są widoczne w kontekście silnego ożywienia gospodarczego i trwałego wsparcia politycznego.
- W kilku państwach członkowskich podatność na zagrożenia wiąże się głównie z *wysoką relacją długu publicznego do PKB, która jeszcze bardziej wzrosła w czasie kryzysu*, w połączeniu z utrzymującymi się obawami dotyczącymi *wzrostu produktu potencjalnego i konkurencyjności*. Dotyczy to w szczególności Włoch, gdzie podatność na zagrożenia jest również powiązana z sektorem bankowym i dużym, choć w 2020 r. wciąż malejącym, odsetkiem kredytów zagrożonych, a także w sytuacji utrzymującej się słabej dynamiki na rynku pracy. Belgia i Francja borykają się głównie z problemami związanymi z wysokim długiem publicznym, który znacznie wzrósł wraz z ostatnim kryzysem, a także z potencjalnymi problemami dotyczącymi wzrostu gospodarczego w warunkach słabej konkurencyjności. We Francji zadłużenie sektora prywatnego, w szczególności zadłużenie przedsiębiorstw, nadal rosło z już stosunkowo wysokich poziomów. W Belgii wysokie zadłużenie sektora prywatnego również jeszcze wzrosło w 2020 r. Zarówno w Belgii, jak i we Francji ceny nieruchomości mieszkalnych mogą być zawyżone i ostatnio stały się bardziej dynamiczne.
- Niektóre państwa członkowskie charakteryzują się *dużymi nadwyżkami obrotów bieżących*, które utrzymują się powyżej poziomów, jakie uzasadniałyby fundamentalne parametry gospodarcze. Dotyczy to Niemiec i Niderlandów. Oczekuje się, że nadwyżka w strefie euro wzrośnie w tym roku, po tymczasowym spadku w roku ubiegłym. Duże nadwyżki mogą odzwierciedlać utracone możliwości wzrostu gospodarczego i inwestycji krajowych. Może to mieć konsekwencje dla funkcjonowania strefy euro w sytuacji ożywienia gospodarczego, które należy podtrzymywać w kontekście, który nadal charakteryzuje się znaczną niepewnością. W obu przypadkach dynamika cen nieruchomości mieszkalnych wskazuje na ryzyko zawyżenia cen, które w przypadku Niderlandów utrzymuje się od kilku lat i któremu towarzyszy wysokie zadłużenie gospodarstw domowych.
- W Czechach i na Słowacji *utracie konkurencyjności kosztowej przez kilka lat towarzyszył silny wzrost cen nieruchomości mieszkalnych*. Utratę konkurencyjności kosztowej odnotowywano już przed kryzysem, a utrzymujący się znaczny wzrost kosztów związanych z zatrudnieniem wskazuje na ryzyko przegrzania gospodarki w warunkach utrzymującego się wysokiego deficytu budżetowego, przy wyższym długu publicznym na Słowacji. Wydaje się, że nie miało to wpływu na wyniki sektora zagranicznego tych krajów, ale znaczna koncentracja eksportu w kilku określonych sektorach stanowi słaby punkt. Do tego dochodzi silny wzrost cen nieruchomości mieszkalnych, co wiąże się z rosnącym

ryzykiem zawyżania tych cen. W przypadku Słowacji towarzyszy temu stosunkowo wysokie zadłużenie gospodarstw domowych po latach wzrostu cen.

- W niektórych państwach członkowskich rozwój sytuacji na rynku mieszkaniowym potęguje *ryzyka związane z wyceną cen nieruchomości mieszkalnych*, często w kontekście wysokiego zadłużenia gospodarstw domowych. Tak jest w przypadku Szwecji, a także Danii i Luksemburga. Najnowsze dane dotyczące cen nieruchomości mieszkalnych sugerują, że po krótkotrwałej korekcie w dół ceny nieruchomości mieszkalnych w Szwecji ponownie przyspieszyły w 2020 r., potęgując obawy dotyczące zawyżania cen. W Luksemburgu silny wzrost cen nieruchomości mieszkalnych stał się jeszcze bardziej dynamiczny w czasie kryzysu, przez co zwiększyło się ryzyko zawyżania cen, i wzrost ten występuje wraz z wysokim zadłużeniem gospodarstw domowych w stosunku do ich dochodów do dyspozycji brutto. W Danii ostatnie przyspieszenie cen nieruchomości mieszkalnych nastąpiło wraz z wysokim zadłużeniem gospodarstw domowych.
- W przypadku Malty wysoki i rosnący poziom zadłużenia sektora prywatnego oraz utrzymujące się słabości ram prawnych dotyczących niewypłacalności stwarzają szczególne podatności na zagrożenia.

**W niniejszym sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania stwierdza się, że przeprowadzenie szczegółowej oceny sytuacji jest uzasadnione w przypadku 12 państw członkowskich: Chorwacji, Cypru, Francji, Niemiec, Grecji, Irlandii, Włoch, Niderlandów, Portugalii, Rumunii, Hiszpanii i Szwecji.** Te państwa członkowskie poddano szczegółowej ocenie sytuacji w poprzednim rocznym cyklu nadzoru w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej i stwierdzono, że występują w nich zakłócenia (Chorwacja, Francja, Niemcy, Irlandia, Niderlandy, Portugalia, Rumunia, Hiszpania i Szwecja) lub nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej (Cypr, Grecja i Włochy). Przedmiotem nowych szczegółowych ocen sytuacji będzie ustalenie, czy te zakłócenia równowagi pogłębiają się, czy są korygowane lub zostały skorygowane, aby zaktualizować obecne oceny i oszacować ewentualne pozostałe potrzeby w zakresie polityki.

**Ponadto w szeregu państw członkowskich, których nie poddano szczegółowej ocenie sytuacji w poprzednim cyklu, odnotowano zmiany, które zasługują na szczególną uwagę.** Słowacja charakteryzuje się silnym wzrostem cen nieruchomości mieszkalnych oraz trwałym, choć spowalniającym wzrostem pod względem zaciągania kredytów i pożyczek przez gospodarstwa domowe. Eksport jest wyraźnie skoncentrowany w kilku określonych sektorach i nastąpiła utrata konkurencyjności kosztowej, ale jak dotąd nie odnotowano niekorzystnego wpływu na udziały w rynkach eksportowych. W przypadku **Węgier** należy zwrócić uwagę na wzajemne zależności między zaciąganiem kredytów i pożyczek przez sektor instytucji rządowych i samorządowych a finansowaniem zewnętrznym w kontekście znacznej ekspozycji dłużnej w walucie obcej. Wzrost cen nieruchomości mieszkalnych był silny. Presja na konkurencyjność kosztową rośnie, ale jak dotąd nie odnotowano niekorzystnego wpływu na udziały w rynkach eksportowych.

**Istnieje również potrzeba monitorowania rozwoju ryzyka – w wielu przypadkach związanego z rynkami mieszkaniowymi – w innych państwach członkowskich.** W przypadku Danii i Luksemburga rozwój sytuacji na rynku mieszkaniowym wskazuje na narastanie ryzyk. Chociaż zmienione preferencje, sprzyjające warunki finansowe i ograniczenia podaży mogą podtrzymywać wzrost cen nieruchomości mieszkalnych, nie można wykluczyć ryzyka korekty w dół, mającej potencjalne konsekwencje dla szeroko rozumianej gospodarki. Czechy charakteryzują się silnym wzrostem cen nieruchomości mieszkalnych i utrzymującymi się utratami konkurencyjności kosztowej, które od kilku lat są znaczne. Na Malcie rosnące zadłużenie sektora prywatnego w połączeniu ze słabościami ram prawnych dotyczących niewypłacalności stwarzają szczególne podatności na zagrożenia. W ramach monitorowania i nadzoru należy uważnie śledzić rozwój sytuacji w tych sześciu państwach członkowskich i sprawdzać, czy jest on spójny ze stabilnością makroekonomiczną i jej sprzyja. Bilans ryzyk nie wskazuje obecnie na potrzebę przeprowadzania szczegółowej oceny sytuacji. Sekcja 4 zawiera więcej informacji na temat rozwoju sytuacji w poszczególnych państwach.

## 4. UWAGI DOTYCZĄCE POSZCZEGÓLNYCH PAŃSTW CZŁONKOWSKICH

### 4.1. BELGIA

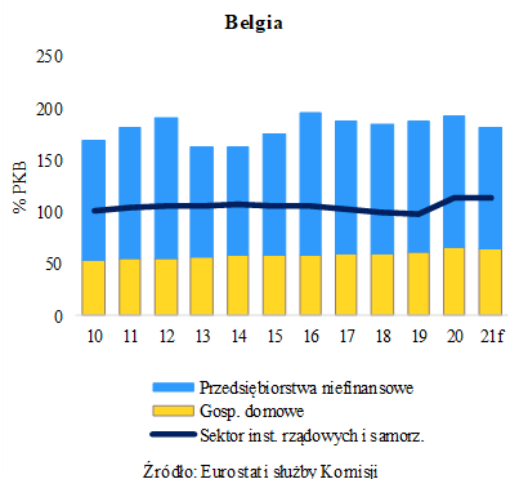
W czerwcu 2021 r. w Belgii nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane do 2020 r. wskaźniki skonsolidowanego zadłużenia sektora prywatnego i długu brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych przekraczają orientacyjne wartości progowe.

, Przewiduje się, że – po spadku o 5,7 % w 2020 r. – realny PKB wzrośnie o 6 % w 2021 r. i o 2,6 % w 2022 r. Prognozuje się, że poziom nominalnego PKB w 2022 r. będzie o 8,4 % wyższy od poziomu z 2019 r.

Istotne zmiany, jakie zaszły od czasu poprzedniego sprawozdania, można podsumować w następujący sposób:

- **Podatność na zagrożenia zewnętrzne** pozostaje ograniczona. W 2020 r. na rachunku obrotów bieżących odnotowano niewielką nadwyżkę. MPI netto jest wyraźnie dodatnia i przewiduje się, że w latach 2021 i 2022 utrzyma się na zasadniczo tym samym poziomie. Wyraźny wzrost jednostkowych kosztów pracy w 2020 r. odzwierciedla znaczny spadek wydajności w czasie kryzysu związanego z COVID-19, częściowo wynikający z chomikowania pracy. Oczekuje się, że w latach 2021 i 2022 dynamika wynagrodzeń w znacznym stopniu zrównoważy wzrost wydajności.
- W 2020 r. relacja **zadłużenia sektora prywatnego** do PKB wzrosła jeszcze bardziej powyżej wartości progowej. Negatywnie wpłynął na nią gwałtowny spadek PKB w 2020 r. Zadłużenie belgijskich przedsiębiorstw niefinansowych jest wysokie i wzrosło do prawie 126 % PKB, ale wysoki udział transgranicznych pożyczek wewnątrzgrupowych, który zawyża tę wartość, zmniejsza ryzyko. Zadłużenie gospodarstw domowych, które odzwierciedla głównie dług hipoteczny, nadal rośnie w 2020 r., ale wzrost relacji zadłużenia gospodarstw domowych do PKB wynika głównie ze spadku PKB, ponieważ przepływy kredytowe netto do gospodarstw domowych były ograniczone. Środki mające na celu wsparcie dochodów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw przyczyniły się do stabilizacji udziału kredytów zagrożonych w 2020 r. Wzrost poziomu cen nieruchomości mieszkalnych przyspieszył w 2020 r., a ceny te wykazują oznaki możliwego zawyżenia.
- Relacja **długu publicznego do PKB** wzrosła jeszcze bardziej w 2020 r., do 112,8 % PKB, co odzwierciedla gwałtowny spadek PKB i znaczne rządowe środki wsparcia mające na celu złagodzenie skutków kryzysu związanego z COVID-19. Ryzyko związane ze sprzężeniem zwrotnym w sektorze finansowym i publicznym pozostaje ograniczone. Sektor finansowy jest nadal stabilny.
- Dzięki rządowym środkom wsparcia, których stosowanie przedłużono do końca 2021 r. wzrost **stopy bezrobocia** został zahamowany w 2020 r., zwiększając się jedynie nieznacznie do 5,6 %. Przewiduje się jej nieznaczny wzrost zarówno w 2021, jak i 2022 r. Bezrobocie młodzieży wzrosło w 2020 r. i prognozuje się, że wzrośnie do 20,5 % w 2021 r.

Wykres A1: Zadłużenie w poszczególnych sektorach



*Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, w Belgii nie było stwierdzonych zakłóceń równowagi makroekonomicznej – chociaż odnotowano wysokie zadłużenie brutto sektora prywatnego i dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych – co wiązało się z ograniczonym ryzykiem. Wraz z kryzysem związanym z COVID-19 zadłużenie, zarówno sektora prywatnego, jak i publicznego, jeszcze bardziej wzrosło i wymaga monitorowania. Podsumowując, Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.*

## 4.2. BUŁGARIA

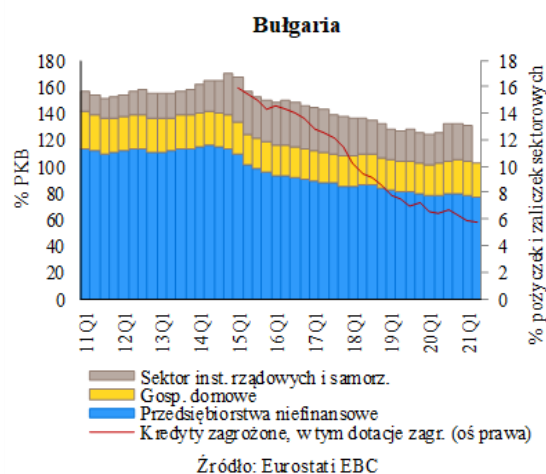
W czerwcu 2021 r. w Bułgarii nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2020 r. wskaźnik wzrostu jednostkowych kosztów pracy przekracza orientacyjne wartości progowe.

Po spadku o 4,4 % w 2020 r. oczekuje się, że realny PKB wzrośnie o 3,8 % w 2021 r. i o 4,1 % w 2022 r. Wraz z powrotem do ekspansji gospodarczej, nominalny PKB w 2022 r. ma być o 17 % wyższy od poziomu z 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Saldo obrotów bieżących** odnotowało niewielki deficyt w wysokości 0,3 % PKB w 2020 r., po raz pierwszy od 2012 r. Jego spadek wynikał głównie z ograniczenia eksportu usług turystycznych spowodowanego pandemią COVID-19. Ożywienie dochodów z turystyki rozpoczęło się w 2021 r. i oczekuje się jego kontynuacji w 2022 r. Ujemna MPI netto, na którą w dużej mierze składają się bezpośrednie inwestycje zagraniczne, nadal się poprawiała ze względu na dalszą akumulację aktywów rezerwowych.
- **Nominalne jednostkowe koszty pracy** wzrosły jeszcze bardziej w 2020 r. w związku z nieco niższą nominalną wydajnością pracy w kontekście chomikowania pracy. W przyszłości oczekuje się, że jednostkowe koszty pracy będą nadal wyraźnie wzrastać, choć może w mniejszym stopniu niż w 2020 r., pomimo ożywienia wzrostu wydajności, ponieważ wynagrodzenie na pracownika będzie silnie wzrastać.
- **Zadłużenie przedsiębiorstw wzrosło** w 2020 r., ale oczekuje się, że wraz z ożywieniem gospodarczym wznowi się proces zmniejszania zadłużenia. Chociaż wzrost akcji kredytowej uległ spowolnieniu, gwałtowny spadek PKB w 2020 r. tymczasowo odwrócił proces zmniejszania zadłużenia, który opierał się na silnym wzroście nominalnego PKB. Wraz z powrotem wzrostu gospodarczego relacja zadłużenia przedsiębiorstw do PKB powinna powrócić na ścieżkę spadkową. Realna stopa wzrostu **cen nieruchomości mieszkalnych** zwiększyła się do 5,2 % w 2020 r. W 2021 r. ma nieco się osłabić, ale będzie wspierana przez dynamiczny wzrost kredytów hipotecznych.
- **Dług publiczny** wyniósł poniżej 25 % PKB w 2020 r. i ma się utrzymać poniżej 30 % PKB w 2021 r. pomimo planowanego wzrostu wydatków publicznych.
- **Sektor finansowy** utrzymał wystarczającą płynność i adekwatność kapitałową podczas kryzysu związanego z COVID-19, do czego przyczyniły się środki wprowadzone przez Narodowy Bank Bułgarii w marcu 2020 r. oraz przystąpienie Bułgarii do unii bankowej w lipcu 2020 r. Wskaźnik kredytów zagrożonych utrzymuje się na wysokim poziomie, choć w 2020 r. dalej się obniżył do poziomu 5,9 %. W przyszłości istotne będzie ścisłe monitorowanie skutków stopniowego wycofywania środków wsparcia publicznego, takich jak moratoria na spłatę kredytów i pożyczek oraz systemy gwarancji.
- Recesja w 2020 r. nie wywarła szczególnego wpływu na **warunki na rynku pracy**, głównie dzięki wykorzystaniu mechanizmów zmniejszonego wymiaru czasu pracy. Stopa bezrobocia wzrosła do 5,1 % w 2020 r. z historycznie niskiego poziomu w 2019 r., ale prognozuje się, że zacznie spadać od 2022 r.

Wykres A2: Skład długu wg sektora



*Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, w Bułgarii nie było stwierdzonych zakłóceń równowagi makroekonomicznej; odsetek kredytów zagrożonych i zadłużenie przedsiębiorstw były jednak stosunkowo wysokie, choć spadały. Wraz z kryzysem związanym z COVID-19 relacja zadłużenia sektora prywatnego do PKB tymczasowo wzrosła w 2020 r., ale później będzie spadać. Oczekuje się, że rekompensaty z tytułu wynagrodzenia będą nadal rosły w tempie sprzed pandemii. Podsumowując, Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.*



### 4.3. CZECHY

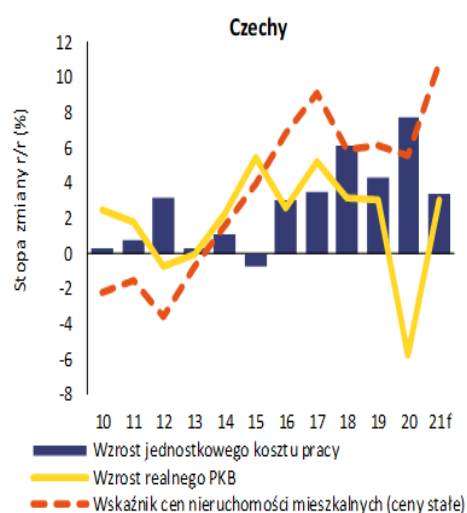
W czerwcu 2021 r. w Czechach nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2020 r. wskaźnik wzrostu jednostkowych kosztów pracy przekracza orientacyjne wartości progowe.

Po spadku PKB o 5,8 % w 2020 r. prognozuje się, że realny PKB wzrośnie o 3 % w 2021 r. i 4,4 % w 2022 r. Wraz z powrotem do ekspansji gospodarczej nominalny PKB w 2022 r. ma być o 13,2 % wyższy od poziomu z 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Podatność na zagrożenia zewnętrzne** pozostała ograniczona. W 2020 r. odnotowano wprawdzie nadwyżkę obrotów bieżących w wysokości 3,6 % PKB, ale oczekuje się, że w 2021 r. powróci ona do zasadniczo zrównoważonego poziomu. MPI netto nadal się poprawiała, ale w 2020 r. pozostała na nieco ujemnym poziomie około -12,5 % PKB. Wskaźnik MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (NENDI) już wcześniej był dodatni i również się poprawiał.
- Wzrost **jednostkowych kosztów pracy** był już wysoki przed pandemią. W 2020 r. nastąpiło dalsze przyspieszenie w związku z chomikowaniem pracy wywołanym kryzysem związanym z COVID-19. Wraz z poprawą wydajności oczekuje się, że wzrost jednostkowych kosztów pracy będzie umiarkowany, pomimo silnego wzrostu wynagrodzeń na pracownika w latach 2021 i 2022.
- **Zadłużenie sektora prywatnego** pozostaje niskie. Zadłużenie sektora prywatnego, choć nieznacznie wzrosło w 2020 r., pozostaje w granicach wartości odniesienia opartych na fundamentalnych parametrach gospodarczych i ostrożnościowych wartości odniesienia. Przepływy kredytowe były dodatnie, ale ograniczone zarówno dla gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw. **Sektor bankowy** jest dobrze wyposażony w kapitał, a jego rentowność jest wysoka. Wskaźnik kredytów zagrożonych pozostaje na niskim poziomie.
- **Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych** wzrósł do 37,7 % PKB w 2020 r. i prognozuje się, że wzrośnie do 42,4 % PKB w 2021 r. i 44,3 % w 2022 r. Chociaż poziom długu publicznego jest nadal stosunkowo niski, rośnie on szybko przy dużych deficytach budżetowych.
- **Ceny nieruchomości mieszkalnych** rosły gwałtownie przez dłuższy czas, przy czym coraz częściej występują oznaki możliwego zawyżenia cen. W 2020 r. wzrost realnych cen nieruchomości mieszkalnych utrzymał się na wysokim poziomie 5,5 %, choć spadł poniżej wartości progowej określonej w tabeli wyników. Ponieważ oczekuje się, że dochód do dyspozycji gospodarstw domowych będzie nadal silnie rósł w latach 2021–22, dalsze przyspieszenie cen nieruchomości mieszkalnych wydaje się prawdopodobne, co sugerują również dostępne dane za 2021 r. Presja na wzrost cen może zostać złagodzona przez spodziewane ożywienie w budownictwie mieszkaniowym w latach 2021 i 2022 oraz wzrost oprocentowania kredytów hipotecznych w związku z trwającym zaostżaniem polityki pieniężnej.

Wykres A3: PKB, jednostkowy koszt pracy i ceny nieruchomości mieszkalnych



Źródło: Eurostat i służby Komisji

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

## 4.4. DANIA

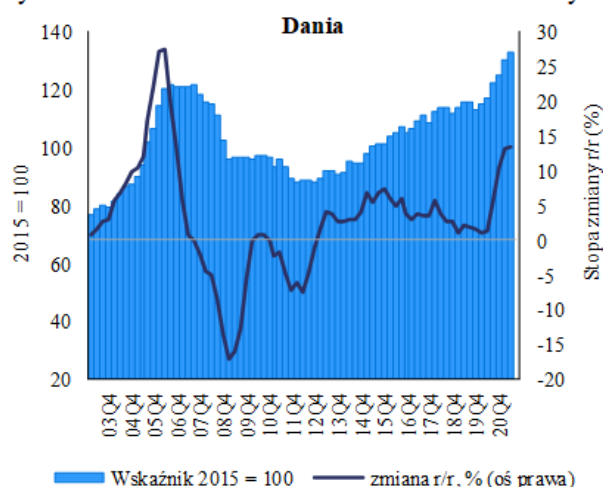
W czerwcu 2021 r. w Danii nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2020 r. wskaźniki dotyczące nadwyżki obrotów bieżących i zadłużenia sektora prywatnego przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Po spadku o 2,1% w 2020 r. prognozuje się, że realny PKB wzrośnie o 4,3 % w 2021 r. i o 2,7 % w 2022 r. Prognozuje się, że poziom nominalnego PKB w 2021 r. przekroczy poziom z 2019 r. o około 10,4 %.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Jeśli chodzi o stabilność zewnętrzną**, saldo obrotów bieżących nadal wykazuje znaczną nadwyżkę, która w 2020 r. wyniosła 8,1 % PKB. Choć oczekuje się, że w nadchodzących latach nadwyżka będzie stale się zmniejszać, prognozuje się, że pozostanie wyraźnie powyżej górnej wartości progowej ustalonej w procedurze dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Wysoka nadwyżka odzwierciedla głównie wysokie oszczędności przedsiębiorstw i oszczędności emerytalne. Skumulowane nadwyżki obrotów bieżących doprowadziły do wysokiej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPI netto), która w 2020 r. osiągnęła prawie 69 % PKB, co oznacza spadek z około 77 % PKB w 2019 r. ze względu na zmiany wyceny. Wysoka MPI netto generuje dodatni dochód pierwotny netto, który z kolei wzmacnia dodatnie saldo obrotów bieżących.
- **Zadłużenie sektora prywatnego** utrzymuje się na wysokim poziomie, ale zmniejsza się. W ostatnich latach duńskie gospodarstwa domowe zmniejszyły zadłużenie, choć wskaźnik **zadłużenia gospodarstw domowych** wzrósł nieznacznie do 111,7 % PKB w 2020 r., na co wpływ miał spadek realnego PKB. Relacja zadłużenia gospodarstw domowych do PKB jest najwyższa w UE, ale przewiduje się, że w 2021 r. udział tego rodzaju zadłużenia w PKB będzie nadal spadał. Pomimo przyspieszenia wzrostu cen nieruchomości mieszkalnych wzrost udzielania kredytów hipotecznych pozostał umiarkowany. Obciążenie odsetkami dalej się zmniejszało, natomiast udział kredytów o zmiennym oprocentowaniu pozostaje stosunkowo wysoki, choć znacznie niższy niż dziesięć lat temu. Wysokiemu poziomowi zadłużenia brutto gospodarstw domowych towarzyszą znacznie wyższe, choć mniej płynne, aktywa finansowe, w szczególności nieruchomości mieszkalne i oszczędności emerytalne.
- W 2020 r. wzrost **realnych cen nieruchomości mieszkalnych** wyniósł 4,6 %, czyli poniżej wartości progowej określonej w tabeli wyników. Wzrost realnych cen nieruchomości mieszkalnych zwiększył się w pierwszej połowie 2021 r., osiągając w II kw. 2021 r. najwyższy poziom 13,5 % w ujęciu rok do roku, ale prognozuje się, że w najbliższej przyszłości wyhamuje. Szacunkowe dane dotyczące odchylenia wyceny wskazują na potencjalne zawyżenie cen. Odchylenie średnich cen nieruchomości mieszkalnych nadal się zwiększa, a różnica między ceną a dochodem jest stosunkowo wysoka.
- Sytuacja w **sektorze bankowym** pozostaje stabilna, banki są nadal rentowne, zachowują płynność i są dobrze wyposażone w kapitał, natomiast wskaźnik kredytów zagrożonych jest niski. Pomimo gwałtownego wzrostu w 2020 r. spowodowanego wdrożeniem środków związanych z COVID-19 **dług publiczny** jest stosunkowo niski i wynosi około 42 % PKB. Deficyt budżetowy w 2020 r. wyniósł jedynie 0,2 % PKB, częściowo dzięki efektom jednorazowym.

Wykres A4: Realna cena nieruchomości mieszkalnych



Źródło: Eurostat, EBC, służby Komisji Europejskiej

- **Rynek pracy** pozostaje silny. Stopa bezrobocia w 2020 r. nieznacznie wzrosła do 5,6 %. Ze względu na silne ożywienie duńskiej gospodarki zatrudnienie przekroczyło poziom sprzed pandemii, a liczba bezrobotnych do II kw. 2021 r. spadła poniżej poziomu sprzed pandemii.

*Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, w Danii nie było stwierdzonych zakłóceń równowagi makroekonomicznej, chociaż wysokie zadłużenie sektora prywatnego i nadwyżka obrotów bieżących wiązały się z pewnym ryzykiem. Podczas kryzysu związanego z COVID-19 zadłużenie sektora prywatnego umiarkowanie się zwiększyło, podczas gdy ceny nieruchomości mieszkalnych wyraźnie wzrosły, a nadwyżka obrotów bieżących utrzymała się na wysokim poziomie. Podsumowując, Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.*

## 4.5. NIEMCY

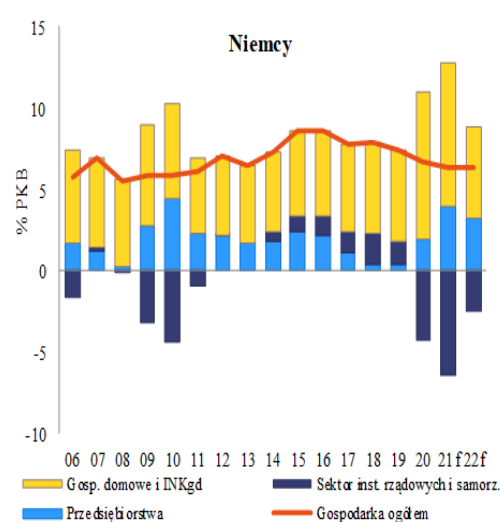
W czerwcu 2021 r. Komisja stwierdziła, że w Niemczech występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej, odzwierciedlające niski poziom inwestycji w stosunku do oszczędności. Związane z tym ryzyko ma wymiar transgraniczny. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2020 r. saldo obrotów bieżących, wzrost jednostkowych kosztów pracy, wzrost cen nieruchomości mieszkalnych i wskaźniki długu publicznego znajdują się powyżej orientacyjnych wartości progowych.

Po spadku o 4,6 % w 2020 r. prognozuje się, że realny PKB wzrośnie o 2,7 % w 2021 r. i 4,6 % w 2022 r. Prognozuje się, że poziom nominalnego PKB w 2022 r. będzie o 9,4 % wyższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Nadwyżka obrotów bieżących**, która w 2020 r. wyniosła 6,9 % PKB, utrzymuje się na wysokim poziomie. Od 2015 r. ulega ona stopniowemu zmniejszeniu, ale prognozuje się, że utrzyma się na poziomie powyżej 6 %. Jest to związane z niskim poziomem inwestycji prywatnych i publicznych, które są ograniczane między innymi przez wąskie gardła w inwestowaniu, np. w infrastrukturę i mieszkalnictwo. Choć inwestycje prywatne i publiczne stopniowo wzrastały w ostatnich latach, pozostają poniżej średniej dla strefy euro.
- **Jednostkowe koszty pracy** gwałtownie wzrosły w 2020 r. ze względu na znaczny spadek produkcji w połączeniu ze stosunkowo stabilnym poziomem zatrudnienia i wynagrodzeń. Oczekuje się, że relacja między kosztami pracy a produkcją unormuje się wraz z ożywieniem PKB.
- **Dług publiczny** przekroczył orientacyjny próg 60 % PKB określony w tabeli wyników, wzrastając do 68,7 % PKB w 2020 r., a oczekuje się, że w 2021 r. osiągnie on wartość szczytową 71,4 %, która będzie odzwierciedleniem wsparcia politycznego udzielonego w czasie pandemii COVID-19. **System bankowy** pozostaje dobrze wyposażony w kapitał przy bardzo niskim poziomie kredytów zagrożonych, chociaż jego rentowność jest niska po dalszym spadku w 2020 r.
- **Realne ceny nieruchomości mieszkalnych** wzrosły o 7,1 % w 2020 r. i nadal szybko rosną w pierwszej połowie 2021 r. w związku z utrzymującym się niedoborem podaży mieszkań. Zmiany cen nieruchomości mieszkalnych wykazują oznaki możliwego zawyżenia.

Wykres A 5: Wierzytelności netto/zadłużenie netto wg sektorów



Źródło: baza danych AMECO

*Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, Niemcy posiadały dużą nadwyżkę oszczędności krajowych, opartą przede wszystkim na oszczędnościach netto gospodarstw domowych i sektora instytucji rządowych i samorządowych. Nadwyżka obrotów bieżących utrzymuje się na wysokim poziomie, ponieważ inwestycje prywatne pozostają stłumione pomimo wsparcia politycznego w kontekście COVID-19, a w przypadku inwestycji publicznych nie wypełniono jeszcze długoterwałych luk inwestycyjnych. Ceny nieruchomości mieszkalnych silnie wzrosły. Podsumowując, Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w czerwcu – że uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.*

## 4.6. ESTONIA

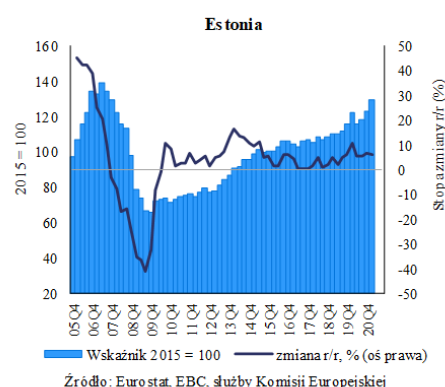
W czerwcu 2021 r. w Estonii nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2020 r. wskaźniki dotyczące realnego efektywnego kursu walutowego, wzrostu jednostkowych kosztów pracy, wzrostu cen nieruchomości mieszkalnych, zobowiązań sektora finansowego oraz stopy bezrobocia młodzieży przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Po spadku o 3 % w 2020 r. prognozuje się, że realny PKB wzrośnie o 9 % w 2021 r. i 3,7 % w 2022 r. Prognozuje się, że poziom nominalnego PKB w 2022 r. będzie o 16 % wyższy od poziomu z 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Podatność na zagrożenia zewnętrzne** pozostaje ograniczona, przy czym przewiduje się, że w 2021 r., po dekadzie stałej poprawy, MPI netto ustabilizuje się na poziomie około -22 % PKB. Skumulowane bezpośrednie inwestycje zagraniczne stanowią większość zobowiązań. W 2020 r. odnotowano niewielki deficyt obrotów bieżących, który w 2021 r. ma nieznacznie wzrosnąć.
- **Wzrost jednostkowych kosztów pracy** w 2020 r. uległ dalszemu przyspieszeniu po kilku latach stałego silnego wzrostu. Przewiduje się, że jednostkowe koszty pracy spadną w 2021 r. dzięki wyższej wydajności w okresie dynamicznego wzrostu produkcji i opóźnionej reakcji w dziedzinie zatrudnienia, a następnie zaczną ponownie rosnąć. Udziały w rynkach eksportowych rosły do 2020 r. napędzane przez eksport towarów i oczekuje się, że w przyszłości będą nadal rosły, choć wolniej. Realny efektywny kurs walutowy bazujący na zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych (HICP) nieznacznie wzrósł w ubiegłym roku, choć w mniejszym stopniu niż w niektórych latach poprzedzających pandemię.
- W 2020 r. wzrost **cen nieruchomości mieszkalnych** przyspieszył do 6,9 % i oczekuje się jego dalszego przyspieszenia w 2021 r., napędzanego wcześniejszym wycofywaniem aktywów emerytalnych w 2021 r., rosnącymi cenami materiałów budowlanych i wąskimi gardłami po stronie podaży, przy czym czynnikiem łagodzącym mogą być ograniczenia gospodarstw domowych związane z zaciąganiem kredytów i pożyczek. Wskaźniki cen nieruchomości mieszkalnych nie wskazują na możliwość ryzyka zawyżenia. **Sektor bankowy** pozostaje odporny dzięki wysokiemu współczynnikowi kapitałowemu i niskiemu wskaźnikowi kredytów zagrożonych.
- Relacja **długu publicznego** do PKB pozostaje niska, ale w 2020 r. wzrosła o 10 p.p. ze względu na wyższy deficyt publiczny, niższy nominalny PKB i ostrożnościowe finansowanie ze strony rządu. Prognozuje się, że w 2022 r. osiągnie ona 20,4 % PKB.
- Warunki na **rynku pracy** pogorszyły się w następstwie kryzysu związanego z COVID-19. Po stałym spadku w ostatniej dekadzie stopa bezrobocia wzrosła do 6,8 % w 2020 r. Prognozuje się, że w 2022 r. zacznie spadać. Stopa bezrobocia młodzieży wyraźnie wzrosła w 2020 r. i oczekuje się, że w 2021 r. będzie nadal rosła.

Wykres A6: Wskaźnik realnych cen nieruchomości mieszkalnych



Źródło: Eurostat, EBC, służby Komisji Europejskiej

*Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, w Estonii nie było stwierdzonych zakłóceń równowagi makroekonomicznej, chociaż ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto była źródłem pewnego ograniczonego ryzyka. Wraz z kryzysem związanym z COVID-19 wzrost cen nieruchomości mieszkalnych przyspieszył, ale ceny te nie wydają się zawyżone. Podsumowując, Komisja nie uważa za konieczne*



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

## 4.7. IRLANDIA

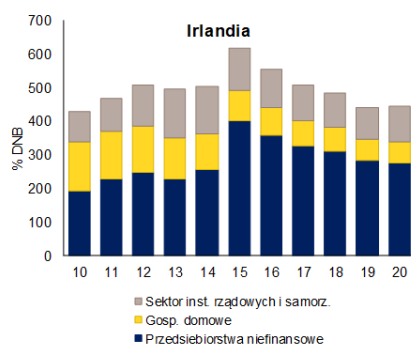
W czerwcu 2021 r. Komisja stwierdziła, że w Irlandii występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej, w szczególności obejmujące podatność na zagrożenia związaną z wysokimi: zadłużeniem sektora prywatnego, długiem publicznym i zadłużeniem zewnętrznym. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2020 r. wskaźniki dotyczące salda obrotów bieżących, międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, zadłużenia sektora prywatnego i aktywności zawodowej przekraczają orientacyjne wartości progowe<sup>(40)</sup>.

Oczekuje się, że po ekspansji na poziomie 5,9 % w 2020 r. wzrost gospodarczy Irlandii przyspieszy do 14,6 % w 2021 r., a następnie do 5,1 % w 2022 r. Prognozuje się, że poziom nominalnego PKB w 2022 r. będzie o 28,1 % wyższy od poziomu z 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Stabilność zewnętrzna** nadal budzi obawy. MPI netto jest silnie ujemna, choć mocno zawyżona przez działalność przedsiębiorstw wielonarodowych. W 2020 r. wskaźnik ten wzrósł do -174 % PKB i oczekuje się jego dalszej poprawy w przyszłości. Saldo obrotów bieżących odbiło się w 2020 r. od poziomu ogromnego deficytu w 2019 r. i przewiduje się, że w latach 2021 i 2022 odnotuje znaczną nadwyżkę, co przyczyni się do poprawy pozycji zewnętrznej.
- **Zadłużenie sektora prywatnego** jest bardzo wysokie, ale nadal spada. W 2020 r. osiągnęło wysokość prawie 189 % PKB. Zadłużenie przedsiębiorstw stanowi większość zadłużenia sektora prywatnego (153 % PKB i 274 % zmodyfikowanego dochodu narodowego brutto (DNB\*)) i utrzymuje się powyżej progów fundamentalnych i ostrożnościowych. Wysoki udział transgranicznych pożyczek wewnątrzgrupowych w zadłużeniu przedsiębiorstw ogranicza ryzyko. W 2020 r. zadłużenie gospodarstw domowych osiągnęło ok. 36 % PKB i 64 % DNB\*. Mimo że jest ono niższe od progów ostrożnościowych i spada, nadal jest wysokie w stosunku do dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych (109 %).
- **Dług publiczny** wzrósł nieznacznie, do 58,4 % PKB w 2020 r. Oczekuje się, że w 2021 r. powróci do tendencji spadkowej. Natomiast dług publiczny w stosunku do DNB\* pozostaje duży.
- Sytuacja **sektora bankowego** jest lepsza niż w okresie poprzedzającym kryzys finansowy z 2010 r. Banki są dobrze wyposażone w kapitał, ale stoją przed długoterminowymi wyzwaniem z rentownością, która w 2020 r. osiągnęła wartość ujemną. W ciągu ostatnich lat kredyty zagrożone znacznie się zmniejszyły i ich wskaźnik pozostał na niskim poziomie, wynosząc w czerwcu 2021 r. 2,6 %.
- W 2020 r. **ceny nieruchomości mieszkalnych** pozostawały w stagnacji w ujęciu realnym, ale oczekuje się, że w 2021 r. nieznacznie wzrosną ze względu na niedobór podaży. Wskaźniki odchylenia wyceny nie wskazują na możliwe zawyżenie, ale przystępność cen mieszkań pozostaje problemem, przy czym średnia liczba lat dochodów wymaganych do zakupu lokalu mieszkalnego należy do najwyższych w UE.
- **Stopa bezrobocia** wzrosła do 5,7 % w 2020 r. i prognozuje się, że w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 wzrośnie do 7,5 % w 2021 r., ale później prawdopodobnie zacznie ponownie spadać.

Wykres A7: Zadłużenie w poszczególnych sektorach



Źródło: Eurostat i CSO

Uwaga: zmodyfikowany dochód narodowy brutto (DNB\*) pozwala do kładniej uchwycić podstawową działalność gospodarczą poprzez wyeliminowanie części oddziaływania przedsiębiorstw wielonarodowych.

<sup>40</sup> W sprawozdaniu z nadzoru po zakończeniu programu z jesieni 2021 r. dla Irlandii również omówiono podatność na niektóre zagrożenia wyszczególnione w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania.

Trzyletnia zmiana współczynnika aktywności zawodowej okazała się ujemna w 2020 r., ale prognozuje się, że w latach 2021 i 2022 będzie ponownie dodatnia.

*Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, Irlandię cechowała podatność na zagrożenia dotycząca zadłużenia zewnętrznego, zadłużenia sektora prywatnego i długu publicznego. Ponieważ gospodarka Irlandii rozwijała się pomimo kryzysu, podatności na zagrożenia związane z zadłużeniem zewnętrznym i sektora prywatnego nieco się zmniejszyły, ale dług publiczny wzrósł. Podsumowując, Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w czerwcu – że uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.*

## 4.8. GRECJA

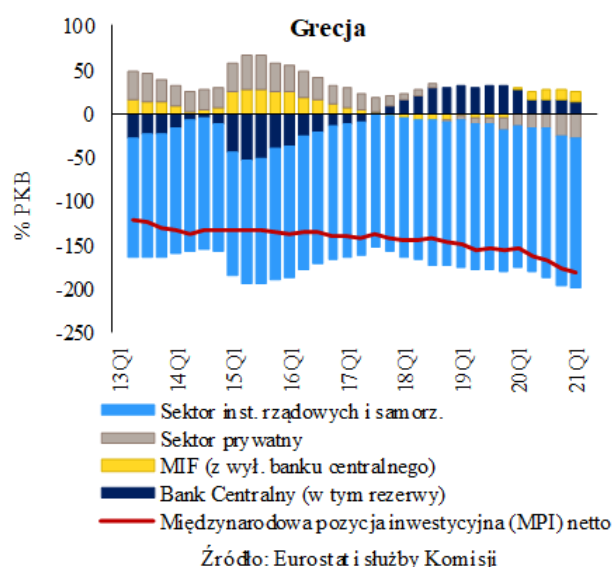
W czerwcu 2021 r. Komisja stwierdziła, że w Grecji występują nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej związane z wysokim długiem publicznym, niepełnym przywróceniem równowagi zewnętrznej i wysokim poziomem kredytów zagrożonych w warunkach wysokiego bezrobocia i niskiego potencjalnego wzrostu gospodarczego. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2020 r. szereg wskaźników przekracza wartości progowe, a mianowicie: międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto), dług publiczny, udział w rynku eksportowym, zobowiązania sektora finansowego, stopa bezrobocia i aktywność zawodowa <sup>(41)</sup>

Prognozuje się, że po gwałtownym spadku o 9 % w 2020 r. realny PKB odbije się, a wzrost ma wynieść 7,1 % w 2021 r. i 5,2 % w 2022 r. Prognozuje się, że poziom nominalnego PKB w 2022 r. będzie o 2,4 % wyższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Stabilność zewnętrzna** pogorszyła się w 2020 r., ponieważ ujemny wskaźnik MPI netto uległ dalszemu zmniejszeniu w wyniku spadku PKB i znacznego pogłębienia deficytu obrotów bieżących do poziomu -6,6 % PKB. Prognozuje się, że wraz z powrotem turystyki deficyt obrotów bieżących zmniejszy się w latach 2021 i 2022. Dużą część MPI netto stanowi dług publiczny na preferencyjnych warunkach i o długich terminach zapadalności.
- Relacja **długu publicznego** do PKB wzrosła w 2020 r. o 26 p.p., do 206,3 % PKB, odzwierciedlając głębokość recesji i wpływ środków mających na celu ograniczenie gospodarczych i społecznych kosztów kryzysu związanego z COVID-19. Ponad połowa tego wzrostu wynikała z efektu mianownika. Prognozuje się, że wskaźnik długu publicznego zacznie spadać w 2021 r. Potrzeby finansowania długoterminowego brutto nie zmieniły się znacząco od początku pandemii, głównie za sprawą spadku stóp refinansowania.
- Rentowność **sektora bankowego** osiągnęła wartość ujemną w 2020 r., a współczynnik kapitału podstawowego Tier I jest jednym z najniższych w UE, częściowo z powodu trwającego procesu oczyszczania bilansów banków. Wskaźnik kredytów zagrożonych <sup>(42)</sup>, który w marcu 2021 r. wynosił 26,1 %, jest nadal wysoki, ale w 2020 r. znacznie się obniżył i oczekuje się, że w 2021 r. będzie nadal powoli spadał. Po wygaśnięciu moratoriów wstępna ocena wskazuje na umiarkowanie niekorzystny wpływ na jakość aktywów, ale nadal utrzymuje się ryzyko pogorszenia sytuacji.
- **Stopa bezrobocia** nadal spadała, nawet podczas pandemii, głównie dzięki środkom wsparcia ze strony rządu, ale w 2020 r. pozostała na wysokim poziomie 16,3 %. Prognozuje się jej dalszy spadek w horyzoncie prognozy.

Wykres A8: MPI netto wg sektora



Źródło: Eurostat i służby Komisji

<sup>(41)</sup> Niektóre zagrożenia wyszczególnione w niniejszym sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzeżenia zostały omówione w 12. sprawozdaniu dotyczącym wzmocnionego nadzoru dla Grecji.

<sup>(42)</sup> Według Europejskiego Banku Centralnego: kredyty zagrożone jako udział w całości kredytów i zaliczek brutto w ujęciu skonsolidowanym (tj. z uwzględnieniem sald gotówkowych w bankach centralnych i innych depozytów na żądanie w mianowniku). Wartość ta różni się od wartości zgłoszonej w ramach wzmocnionego nadzoru, która wynika z udziału kredytów zagrożonych w łącznej wartości kredytów brutto udzielonych klientom w ujęciu indywidualnym zgodnie z danymi Banku Grecji.

*Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, Grecję cechowała podatność na zagrożenia dotycząca długu publicznego, niekompletnego przywrócenia równowagi zewnętrznej, starych kredytów zagrożonych, bezrobocia i niskiego potencjalnego wzrostu gospodarczego. Wraz z kryzysem związanym z COVID-19 wzrosły dług publiczny i nierównowaga zewnętrzna. Podsumowując, Komisja uważa – biorąc również pod uwagę nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej stwierdzone w czerwcu – że przydatne będzie przeprowadzenie pogłębionej analizy dotyczącej utrzymywania się ryzyka makroekonomicznego i monitorowanie postępów w ograniczaniu nadmiernych zakłóceń równowagi.*

## 4.9. HISZPANIA

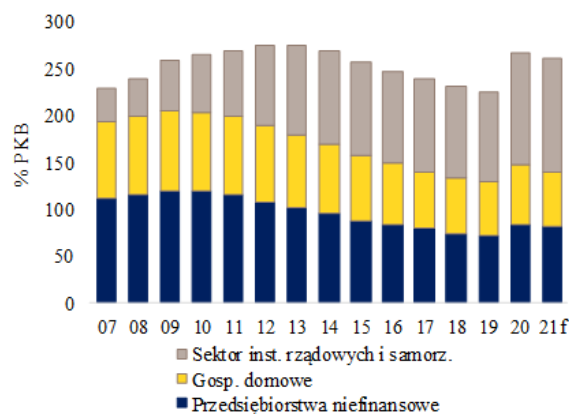
W czerwcu 2021 r. Komisja stwierdziła, że w Hiszpanii występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej związane z wysokim poziomem zadłużenia zewnętrznego, zadłużenia sektora prywatnego i długu publicznego, które mają wymiar transgraniczny, w kontekście wysokiego bezrobocia. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2020 r. orientacyjne wartości progowe przekracza szereg wskaźników, a mianowicie międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto), wzrost jednostkowych kosztów pracy, udział w rynku eksportowym, dług publiczny i zadłużenie sektora prywatnego, stopa bezrobocia, a także aktywność zawodowa.

Po spadku o 10,8 % w 2020 r. prognozuje się, że realny PKB wzrośnie o 4,6 % w 2021 r. i 5,5 % w 2022 r. Prognozuje się, że poziom nominalnego PKB w 2023 r. będzie o 2,6 % wyższy od poziomu z 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Stabilność zewnętrzna** pogorszyła się w 2020 r., ponieważ pogłębiła się ujemna relacja MPI netto do PKB, głównie ze względu na spadek PKB, ale również pewne negatywne zmiany wyceny. Wskaźnik MPI netto osiągnął poziom -85,5 % w 2020 r., ale prognozuje się jego poprawę w latach 2021 i 2022. Wskaźnik MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (NENDI) pozostaje znaczny. Nadwyżka obrotów bieżących zmniejszyła się do 0,8 % PKB w 2020 r., czemu towarzyszyło pogorszenie udziału w rynku eksportowym, częściowo ze względu na słabą koniunkturę w turystyce międzynarodowej. Przewiduje się, że w latach 2021 i 2022 saldo obrotów bieżących będzie wykazywać nieznaczną nadwyżkę.
- **Zadłużenie przedsiębiorstw i gospodarstw domowych** wykazywało tendencję spadkową do 2019 r. Wraz z kryzysem związanym z COVID-19 relacja zadłużenia sektora prywatnego do PKB wzrosła do poziomu nieco powyżej 146 % PKB w 2020 r., odzwierciedlając zarówno przepływy kredytowe netto do sektora przedsiębiorstw, jak i – w większym stopniu – znaczny spadek PKB, przekraczając tym samym wartość progową ustaloną w procedurze dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej wynoszącą 133 %. Wzrost relacji zadłużenia sektora prywatnego do PKB prawdopodobnie zostanie częściowo odwrócony w 2021 r. ze względu na oczekiwane ożywienie gospodarcze.
- Już wysoka relacja **długu publicznego** do PKB wzrosła w 2020 r. o 25 p.p., osiągając 120 % PKB, co odzwierciedla głębokość recesji i wpływ środków wsparcia rządowego przedsięwziętych w odpowiedzi na kryzys związany z COVID-19. Prognozuje się, że do 2022 r. będzie umiarkowanie spadała i osiągnie poziom 116 %. Ryzyko związane z negatywnym sprzężeniem zwrotnym w sektorze finansowym i publicznym utrzymuje się i może ulec spotęgowaniu przez rosnącą podatność sektora przedsiębiorstw na zagrożenia związane z pandemią.
- W ciągu ostatniej dekady **sektor bankowy** zwiększył swoją odporność. Podczas kryzysu związanego z COVID-19 kapitalizacja sektora bankowego nieznacznie się poprawiła, choć nadal jest niska. Poziom płynności banków jest nadal zadowalający. Rentowność utrzymywała się na niskim poziomie i w 2020 r. osiągnęła wartość ujemną. Wskaźnik kredytów zagrożonych spadł do 2,8 % w 2020 r. Może on jednak wzrosnąć w przyszłości, gdy skutki stopniowego wycofywania środków wsparcia publicznego, takich jak moratoria na spłatę kredytów i pożyczek oraz systemy gwarancji, będą w pełni widoczne.

Wykres A9: Rozkład długu wg sektorów Hiszpania



Źródło: Eurostat i służby Komisji



- Po kilkuletnim spadku, w kontekście kryzysu związanego COVID-19 **stopa bezrobocia** ponownie wzrosła w 2020 r. do 15,5 % i utrzymuje się powyżej orientacyjnej wartości progowej. Prognozuje się, że w latach 2021 i 2022 stopa bezrobocia będzie spadać. Współczynnik aktywności zawodowej zmniejszył się i pozostaje poniżej orientacyjnej wartości progowej. Ponadto segmentacja rynku pracy nadal budzi obawy.

*Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, Hiszpanię cechowała podatność na zagrożenia dotycząca zadłużenia zewnętrznego, zadłużenia sektora prywatnego i długu publicznego oraz wysokiego bezrobocia. Wraz z kryzysem związanym z COVID-19 wzrosły wskaźniki zadłużenia i bezrobocia. Podsumowując, Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w czerwcu – że uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.*

## 4.10. FRANCJA

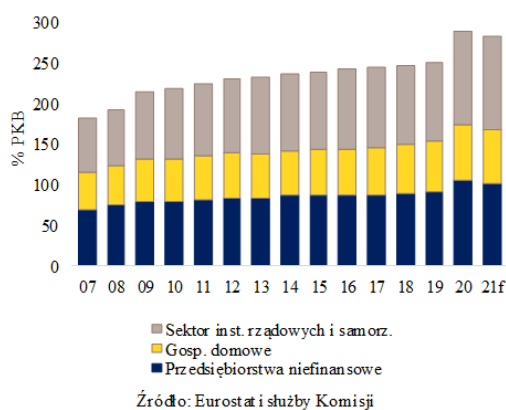
W czerwcu 2021 r. Komisja stwierdziła, że we Francji występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej związane z wysokim poziomem długu publicznego i słabą konkurencyjnością przy niskim wzroście wydajności. Związane z tym ryzyko ma wymiar transgraniczny. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2020 r. orientacyjne wartości progowe przekracza szereg wskaźników, a mianowicie dług publiczny i zadłużenie sektora prywatnego, udział w rynku eksportowym, a także współczynnik aktywności zawodowej.

Po spadku o 7,9 % w 2020 r. prognozuje się, że realny PKB wzrośnie o 6,5 % w 2021 r. i 3,8 % w 2022 r. Prognozuje się, że poziom nominalnego PKB w 2022 r. będzie o 6,7 % wyższy od poziomu z 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Pozycja zewnętrzna** pogorszyła się w 2020 r., a ujemna relacja MPI netto do PKB zmniejszyła się do około -30 % w wyniku wzrostu deficytu obrotów bieżących i spadku PKB. Saldo obrotów bieżących ma nieco się poprawić w nadchodzących latach wraz z oczekiwanym ponownym wzrostem eksportu. Przewiduje się, że wskaźnik MPI netto ustabilizuje się na obecnym poziomie.
- Relacja **zadłużenia sektora prywatnego** do PKB nadal rosła w 2020 r., zwiększając się o 21 p.p. do prawie 174 %, wspierana przez silne przepływy kredytowe. Wzrost ten ma się nieznacznie odwrócić w 2021 r. Jednak rosnącemu zadłużeniu przedsiębiorstw towarzyszyło równoległe zwiększenie ich zabezpieczenia przed utratą płynności, a rosnącemu zadłużeniu gospodarstw domowych towarzyszył wzrost depozytów. Realne **cen nieruchomości mieszkalnych** rosły nieco szybciej w 2020 r. niż w 2019 r. i wykazują oznaki możliwego zawyżenia.
- Wysoka relacja **długu publicznego** do PKB wzrosła jeszcze w 2020 r. o 18 p.p., osiągając 115 % PKB, co odzwierciedla głębokość recesji i wpływ środków wsparcia rządowego wprowadzonych w odpowiedzi na kryzys związany z COVID-19. Prognozuje się, że w 2021 r. zacznie się zmniejszać.
- Kryzys związany z COVID-19 miał negatywny wpływ na wskaźniki **konkurencyjności**, które poprawiały się przez kilka lat przed kryzysem. Wzrost jednostkowych kosztów pracy tymczasowo zwiększył się w 2020 r. pomimo spadku kosztów związanych z zatrudnieniem na pracownika. Oczekuje się, że w nadchodzących latach sytuacja ta ulegnie jedynie częściowemu odwróceniu. Wyrażna utrata udziału w rynkach eksportowych w 2020 r. ma zostać odrobiona w nadchodzących latach.
- **Sektor bankowy** wykazał się dobrym i rosnącym poziomem kapitału własnego, podczas gdy już wówczas niski wskaźnik kredytów zagrożonych nadal spadał w 2020 r. i osiągnął 2,2 %. Liczba ta może jednak wzrosnąć wraz ze stopniowym wycofywaniem rządowych środków wsparcia.
- Sytuacja na **rynku pracy** pogorszyła się w 2020 r. z powodu kryzysu związanego z COVID-19, przy spadku całkowitego zatrudnienia i aktywności zawodowej. Oczekuje się, że zarówno wskaźnik zatrudnienia, jak i wskaźnik aktywności zawodowej poprawią się od 2021 r.

Wykres A10: Rozkład długu  
Francja



*Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, Francję cechowała podatność na zagrożenia dotycząca długu publicznego i konkurencyjności przy niskim wzroście wydajności. Wraz z kryzysem związanym z COVID-19 wzrosła wielkość długu publicznego, zadłużenia zewnętrznego i zadłużenia sektora*

*prywatnego. Podsumowując, Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w czerwcu – że uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.*

## 4.11. CHORWACJA

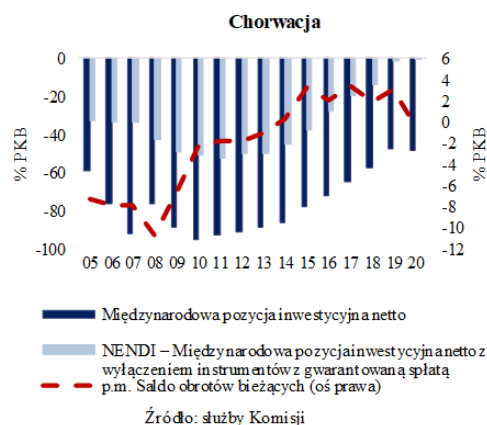
W czerwcu 2021 r. Komisja stwierdziła, że w Chorwacji występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej związane z wysokim poziomem zadłużenia zewnętrznego, zadłużenia sektora prywatnego i długu publicznego w kontekście niskiego potencjalnego wzrostu gospodarczego. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2020 r. wskaźniki dotyczące międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPI netto), wzrostu jednostkowych kosztów pracy, wzrostu cen nieruchomości mieszkalnych oraz długu brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Po spadku o 8,1 % w 2020 r. prognozuje się, że realny PKB wzrośnie o 8,1 % w 2021 r. i o 5,6 % w 2022 r. Prognozuje się, że poziom nominalnego PKB w 2022 r. będzie o 9,5 % wyższy od poziomu z 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Stabilność zewnętrzna** pogorszyła się w 2020 r. W 2020 r. odnotowano deficyt obrotów bieżących w wysokości 0,1 % PKB, głównie z powodu wywołanego pandemią załamania eksportu związanego z turystyką. Średnia nadwyżka z trzech lat spadła do 1,6 %. W 2020 r. MPI netto nieznacznie się pogorszyła do poziomu -47,8 % PKB, ale oczekuje się, że od 2021 r. ponownie się poprawi. Natomiast MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (NENDI) nadal się poprawiała i w 2020 r. osiągnęła zrównoważoną pozycję.
- **Nominalne jednostkowe koszty pracy** zaczęły szybko rosnąć w 2020 r. w związku ze spadkiem wydajności, zwiększając trzyletnią zmianę do 13,7 %. Prognozuje się, że w 2021 r. dynamika wzrostu jednostkowych kosztów pracy będzie ujemna.
- **Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych** ponownie przekroczył wartość progową w 2020 r., odnotowując wzrost o 7,3 % w ujęciu realnym, co zwiększyło problem dostępności cenowej mieszkań. Rok 2021 powinien przynieść wyhamowanie wzrostu cen nieruchomości mieszkalnych. Ceny nieruchomości mieszkalnych wymagają dalszego monitorowania, również ze względu na zmiany cen w budownictwie.
- Relacja **zadłużenia sektora prywatnego** do PKB wzrosła z około 88 % PKB do 98 % w 2020 r. ze względu na spadek PKB i dodatnie, choć niskie, przepływy kredytowe. Wzrost wskaźnika zadłużenia zarówno przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych prawdopodobnie zostanie odwrócony w 2021 r. ze względu na efekt mianownika (wzrost PKB). Chociaż **sektor bankowy** jest dobrze wyposażony w kapitał, a jego rentowność jest wysoka, charakteryzuje się on również stosunkowo wysokim wskaźnikiem kredytów zagrożonych, wynoszącym ponad 5 %. W przyszłości ważne będzie ścisłe monitorowanie skutków stopniowego wycofywania środków wsparcia publicznego, takich jak moratoria na spłatę kredytów i pożyczek oraz systemy gwarancji.
- Po pięciu kolejnych latach spadków relacja **długu publicznego** do PKB wzrosła w 2020 r. o 16 p.p., do 87,3 % PKB, co odzwierciedla głębokość recesji i wpływ środków wsparcia rządowego zastosowanych w odpowiedzi na kryzys związany z COVID-19. Wraz z oczekiwanym ożywieniem gospodarczym i wycofaniem wsparcia fiskalnego ponowny spadek długu publicznego ma nastąpić według prognoz w 2021 r.

Wykres A 11: MPI netto, zadłużenie sektora prywatnego oraz dług publiczny



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

## 4.12. WŁOCHY

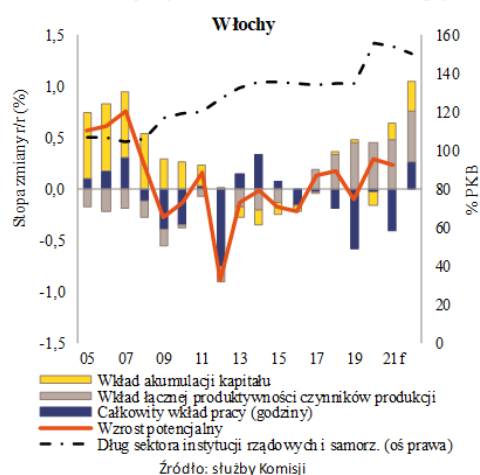
W czerwcu 2021 r. Komisja stwierdziła, że we Włoszech występują nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej, związane z wysokim poziomem długu publicznego i utrzymującą się słabą dynamiką wydajności, co ma znaczenie transgraniczne, w kontekście niestabilności rynku pracy i sektora bankowego. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2020 r. wskaźniki dotyczące długu publicznego i aktywności zawodowej przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Po gwałtownym spadku produkcji realnej o 8,9 % w 2020 r. w wyniku kryzysu związanego z COVID-19, prognozuje się, że realny PKB ponownie wzrośnie o 6,2 % w 2021 r. i 4,3 % w 2022 r. Oczekuje się, że poziom nominalnego PKB w 2022 r. przekroczy poziom z 2019 r. o 4,6 %.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Pozycja zewnętrzna** jest stabilna, przy zrównoważonej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPI netto). Oczekuje się, że nadwyżka obrotów bieżących w wysokości 3,8 % PKB w 2020 r. nieznacznie spadnie w 2021 r., głównie ze względu na rosnące ceny ropy i silniejszy popyt importowy.
- **Zadłużenie sektora prywatnego** wzrosło w 2020 r., przy czym zarówno zadłużenie gospodarstw domowych, jak i zadłużenie przedsiębiorstw zbliżyło się do wartości odniesienia opartych na fundamentalnych parametrach gospodarczych i ostrożnościowych wartości odniesienia. Począwszy od 2021 r., oba komponenty zadłużenia sektora prywatnego mają się zmniejszać, wraz z ponownym wzrostem gospodarczym.

Wykres A 12: Potencjalny wzrost i zadłużenie sektora prywatnego



Źródło: służby Komisji

- **Wydajność** pracy gwałtownie spadła w 2020 r., ponieważ mechanizmy zmniejszonego wymiaru czasu pracy wspierały zatrudnienie, podczas gdy wyniki gospodarcze gwałtownie spadły. Wydajność ma się poprawić w perspektywie średnioterminowej wraz z ożywieniem wzrostu PKB. **Wzrost jednostkowych kosztów pracy** zwiększył się w 2020 r., ale oczekuje się jego spowolnienia w związku z umiarkowanym wzrostem wynagrodzeń w przyszłości.
- Relacja **długu publicznego** do PKB wzrosła w 2020 r. o 21 p.p., osiągając poziom 155,6 %. Ponad połowa wzrostu wskaźnika zadłużenia wynika z efektu mianownika. Oczekuje się, że wskaźnik długu publicznego zacznie spadać w 2021 r., pomimo przedłużającego się wsparcia politycznego, i zachowa tendencję spadkową w kolejnych latach. Ryzyko dla finansów publicznych związane ze sprzężeniem zwrotnym w sektorze finansowym i przedsiębiorstwach utrzymuje się, zważywszy na znaczny udział pożyczek gwarantowanych przez państwo oraz ryzyko wzrostu niewypłacalności przedsiębiorstw, choć obecnie na niskim poziomie.
- W **sektorze bankowym** odnotowano dalszą poprawę sytuacji, jednak nadal istnieje podatność na zagrożenia. Nastąpił dalszy postęp w zmniejszaniu wskaźnika kredytów zagrożonych, ale – przy poziomie 4,5 % w I kw. 2021 r. – pozostaje on powyżej średniej dla strefy euro wynoszącej 2,4 %. Działania wspierające płynność podjęte w reakcji na pandemię poprawiły akcję kredytową banków. W 2020 r. rentowność banków uległa jednak dalszemu spadkowi. W przyszłości ważne będzie ściśle monitorowanie skutków stopniowego wycofywania publicznych środków wsparcia, takich jak moratoria na spłatę kredytów i pożyczek oraz systemy gwarancji.
- W 2020 r. **stopa bezrobocia** nadal spadała, do 9,2 %, inaczej niż w większości pozostałych krajów UE, ale oczekuje się, że w 2021 r. wzrośnie. Stopa bezrobocia młodzieży w 2020 r. jeszcze bardziej wzrosła i jest bardzo wysoka. Wielkość siły roboczej jest nadal mniejsza niż przed kryzysem



związanym z COVID-19. Utrzymujące się niedopasowanie umiejętności może uniemożliwić szybsze obniżenie stopy bezrobocia w nadchodzących latach.

*Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, Włochy cechowała podatność na zagrożenia dotycząca wysokiego poziomu długu publicznego i słabego wzrostu wydajności, przy wciąż stosunkowo wysokim bezrobociu. Wraz z kryzysem związanym z COVID-19 wzrosły wskaźniki zadłużenia, ponadto utrzymują się podatności sektora finansowego na zagrożenia i podatności rynku pracy na niektóre zagrożenia. Podsumowując, Komisja uważa – biorąc również pod uwagę nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej stwierdzone w czerwcu – że przydatne będzie przeprowadzenie pogłębionej analizy dotyczącej utrzymywania się ryzyka makroekonomicznego i monitorowanie postępów w ograniczaniu nadmiernych zakłóceń równowagi.*

## 4.13. CYPR

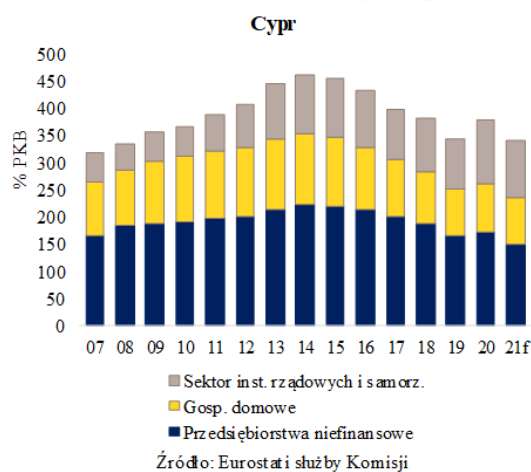
W czerwcu 2021 r. Komisja stwierdziła, że na Cyprze występują nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej. Podatności na zagrożenia związane są z wysokimi poziomami zadłużenia zewnętrznego, długu publicznego i zadłużenia sektora prywatnego, a także wciąż dużym odsetkiem kredytów zagrożonych przy jednoczesnym znaczącym deficycie obrotów bieżących. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2020 r. orientacyjne wartości progowe przekracza szereg wskaźników, a mianowicie saldo obrotów bieżących, międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto), dług publiczny i zadłużenie sektora prywatnego <sup>(43)</sup>

Po spadku o 5,2 % w 2020 r. prognozuje się, że realny PKB wzrośnie o 5,4 % w 2021 r. i 4,2 % w 2022 r. Prognozuje się, że poziom nominalnego PKB w 2022 r. będzie o 7 % wyższy od poziomu z 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- Niepokój budzi nadal **podatność na zagrożenia zewnętrzne**, ponieważ MPI netto pozostała znacząco ujemna w 2020 r., choć w dużej mierze odzwierciedla działalność spółek celowych. Saldo obrotów bieżących wykazało duży deficyt w wysokości 10,1 % PKB w 2020 r., co oznacza pogorszenie z poziomu 5,7 % w 2019 r., przy czym pandemia miała bardzo negatywny wpływ na eksport usług turystycznych. Umiarkowana poprawa spodziewana jest w latach 2021 i 2022.
- Relacja **długu publicznego** do PKB wzrosła w 2020 r. o 24 p.p., do 115,3 %, ponieważ rząd zbudował znaczny bufor gotówkowy, aby zapewnić sobie narzędzia niezbędne do walki z pandemią, wspierania gospodarki i zarządzania ryzykiem utraty płynności. Prognozuje się, że wskaźnik długu publicznego powróci do tendencji spadkowej w 2021 r.
- Po latach stałego spadku wskaźnik **zadłużenia sektora prywatnego** wzrósł w 2020 r. w związku z wywołanym pandemią spadkiem nominalnego PKB. Wskaźnik zadłużenia gospodarstw domowych osiągnął 91 % PKB, natomiast wskaźnik zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych wzrósł do prawie 170 % PKB. Przewiduje się, że w 2021 r. dzięki oczekiwanemu ożywieniu gospodarczemu zadłużenie sektora prywatnego powróci na ścieżkę spadkową, pozostając jednak powyżej wartości progowych opartych na fundamentalnych parametrach gospodarczych i ostrożnościowych wartości progowych.
- W 2020 r. rentowność **sektora bankowego** osiągnęła wartość ujemną. Liczba kredytów zagrożonych pozostaje wysoka, ale w 2020 r. znacznie się zmniejszyła. W pierwszej połowie 2021 r. wskaźnik kredytów zagrożonych utrzymywał się na stabilnym poziomie około 10 %. Ponadto planowane są dodatkowe transakcje sprzedaży portfela. Zniesienie moratorium na spłatę kredytów i pożyczek w styczniu 2021 r. nie wykazało jeszcze znaczącego negatywnego wpływu na jakość aktywów, ale w przyszłości istotne będzie ścisłe monitorowanie skutków stopniowego wycofywania publicznych środków wsparcia.

Wykres A13: Zadłużenie i kredyty zagrożone



<sup>(43)</sup> W sprawozdaniu z nadzoru po zakończeniu programu z jesieni 2021 r. dla Cypru również omówiono podatności na niektóre zagrożenia wyszczególnione w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania.

*Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, Cypr cechowała podatność na zagrożenia dotycząca zadłużenia zewnętrznego, zadłużenia sektora prywatnego i długu publicznego. Wraz z kryzysem związanym z COVID-19 pogłębił się deficyt obrotów bieżących, a wskaźniki zadłużenia wzrosły. Podsumowując, Komisja uważa – biorąc również pod uwagę nadmierne zakłócenia równowagi makroekonomicznej stwierdzone w czerwcu – że przydatne będzie przeprowadzenie pogłębionej analizy dotyczącej utrzymywania się ryzyka makroekonomicznego i monitorowanie postępów w ograniczaniu nadmiernych zakłóceń równowagi.*

## 4.14. ŁOTWA

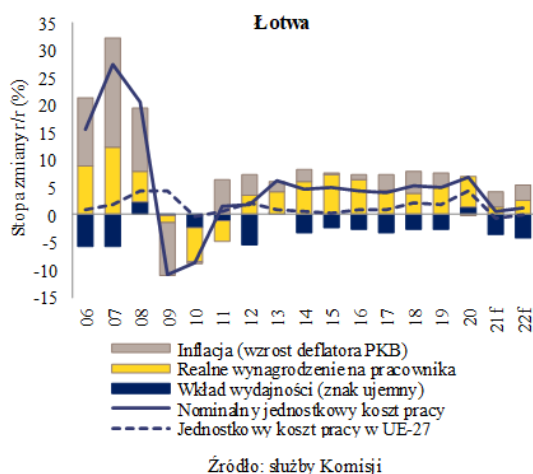
W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w przypadku Łotwy nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników orientacyjne wartości progowe przekraczane są przez niektóre wskaźniki, a mianowicie zmiany realnego efektywnego kursu walutowego oraz wzrost jednostkowych kosztów pracy.

Po spadku o 3,6 % w 2020 r. prognozuje się, że realny PKB wzrośnie o 4,7 % w 2021 r. i 5 % w 2022 r. Prognozuje się, że poziom nominalnego PKB w 2022 r. będzie o 12,9 % wyższy od poziomu z 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- W 2020 r. odnotowano nadwyżkę **salda obrotów bieżących** w wysokości 2,9 % PKB, co znacznie poprawiło MPI netto, która obecnie wynosi -34,7 % PKB, czyli jest tuż poniżej wartości progowej ustalonej w procedurze dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Ujemna MPI netto Łotwy składa się głównie z długu publicznego i bezpośrednich inwestycji zagranicznych, co stwarza niskie ryzyko nagłego odpływu lub wzrostu kosztów obsługi. Prognozuje się, że w 2022 r. saldo obrotów bieżących ponownie stanie się nieznacznie ujemne, ale oczekuje się dalszej poprawy MPI netto.

Wykres A14: Rozkład jednostkowego kosztu pracy



Źródło: służby Komisji

- Wskaźniki konkurencyjności kosztowej** wskazują na dalsze osłabienie w 2020 r. Wzrost jednostkowych kosztów pracy był wysoki już przed pandemią, ale w 2020 r. uległ dalszemu zwiększeniu ze względu na połączenie malejącej wydajności i ciągłego wzrostu płac. Wzrost płac pozostał wysoki ze względu na utrzymujący się niedobór wykwalifikowanej siły roboczej oraz ze względu na fakt, że utrata miejsc pracy związana z COVID-19 nastąpiła głównie w sektorach o niskich płacach. Oczekuje się, że skutki dla wydajności związane z COVID-19 będą miały charakter przejściowy, ale presja płacowa wynikająca ze zmniejszającej się podaży pracy pozostanie jednym z czynników w przyszłości, ponieważ oczekuje się, że niż demograficzny będzie się utrzymywał. Udział Łotwy w rynku eksportowym znacznie wzrósł w 2020 r. Realny efektywny kurs walutowy bazujący na HICP wzrósł, na co znaczący wpływ miała deprecjacja rubla rosyjskiego, którego wartość spadła o około 20 % w 2020 r.
- W 2020 r. nastąpiło znaczne spowolnienie **wzrostu realnych cen nieruchomości mieszkalnych** po kilku latach dynamicznego wzrostu cen. Zadłużenie sektora prywatnego utrzymywało się na stabilnym poziomie, przy ograniczonej akcji kredytowej w sektorze przedsiębiorstw. **Sektor finansowy** jest stabilny i dobrze wyposażony w kapitał, ale w 2020 r. nastąpiło znaczne pogorszenie rentowności.
- Stopa bezrobocia** wzrosła do 8,1 % w 2020 r. ze względu na kryzys związany z COVID-19. Prognozuje się, że w 2021 r. zacznie się zmniejszać. Również bezrobocie młodzieży wzrosło w 2020 r. i prognozuje się jego dalszy wzrost w 2021 r. Oczekuje się, że pogorszenie warunków na rynku pracy w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 będzie miało charakter tymczasowy, a do 2023 r. stopa bezrobocia zbliży się do poziomu sprzed kryzysu.

*Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, na Łotwie nie było stwierdzonych zakłóceń równowagi makroekonomicznej, choć odnotowano ujemną międzynarodową pozycję inwestycyjną netto i wysoki wzrost jednostkowych kosztów pracy. Oczekuje się, że problemy związane z presją na podaż pracy i konkurencyjnością kosztową utrzymają się nawet po zakończeniu kryzysu związanego z COVID-19, ale*

*ryzyko wydaje się być ograniczone. Podsumowując, Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.*

## 4.15. LITWA

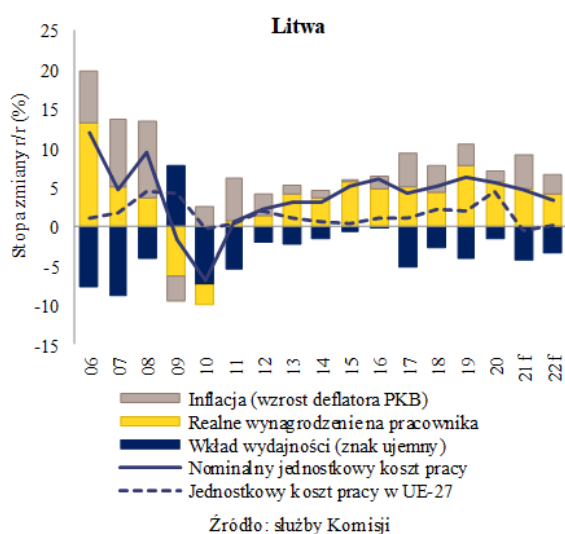
W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w przypadku Litwy nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2020 r. orientacyjne wartości progowe przekraczane są przez pięć wskaźników, a mianowicie: realny efektywny kurs walutowy, wzrost jednostkowych kosztów pracy, wzrost cen nieruchomości mieszkalnych, zobowiązania sektora finansowego oraz stopa bezrobocia młodzieży.

Po spadku o 0,1 % w 2020 r. prognozuje się, że realny PKB wzrośnie o 5 % w 2021 r. i 3,6 % w 2022 r. Prognozuje się, że poziom nominalnego PKB w 2022 r. będzie o 18 % wyższy od poziomu z 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Podatność na zagrożenia zewnętrzne** pozostaje ograniczona, ponieważ w 2020 r. odnotowano nadwyżkę obrotów bieżących w wysokości 7,3 % PKB. Wyraźnie wyższa nadwyżka jest wynikiem korzystnych zmian w eksporcie towarów i usług i prognozuje się, że w przyszłości pozostanie ona na znacznym poziomie, nawet jeśli będzie nieco niższa. MPI netto, choć ujemna, szybko się poprawia. W większości składają się na nią skumulowane bezpośrednie inwestycje zagraniczne, a znaczna część napływu BIZ wynika z reinwestowania zysków, co zmniejsza związane z nimi ryzyko.
- **Jednostkowe koszty pracy** nadal szybko rosną. Presja na rynku pracy i wzrost wynagrodzeń w sektorze publicznym, częściowo odzwierciedlający potrzeby związane z zarządzaniem pandemią, wpływają na dynamikę wynagrodzeń pracowniczych. W 2020 r. i w pierwszej połowie 2021 r. wzrost wynagrodzeń utrzymywał się na wysokim poziomie, przekraczającym 10 %. Udział wynagrodzeń w gospodarce jest już stosunkowo wysoki w porównaniu z przeszłością, a wynagrodzenia pracownicze w sektorze publicznym mają ulec spowolnieniu po gwałtownym wzroście w czasie pandemii, dlatego też nie oczekuje się, że obecne tempo wzrostu płac zostanie utrzymane. Przewiduje się wyraźny wzrost jednostkowych kosztów pracy, ale w nieco niższym tempie niż w ostatnich latach.
- Na rynku nieruchomości obserwuje się przyspieszenie wzrostu **cen nieruchomości mieszkalnych**. Jednak wskaźniki odchylenia wyceny nie wykazują oznak możliwego zawyżenia. Wzrost cen nieruchomości mieszkalnych osiągnął 6,4 % w 2020 r. i przyspieszył w pierwszej połowie 2021 r. Jest to częściowo spowodowane nagromadzonymi ograniczeniami po stronie podaży, które zaczęły wykazywać powolne złagodzenie. Oczekuje się, że w nadchodzących latach ceny nieruchomości mieszkalnych stracą na dynamice, częściowo z powodu przewidywanego spowolnienia wzrostu dochodów z pracy. Mimo dynamicznego wzrostu kredytów hipotecznych, zadłużenie gospodarstw domowych jest nadal dość niskie. **Sektor bankowy** jest dobrze wyposażony w kapitał, zyskowny, a wskaźnik kredytów zagrożonych jest bardzo niski.
- Presja na **ryнку pracy** zaczyna się ponownie pojawiać. Stopa bezrobocia wzrosła do 8,5 % w 2020 r., ale oczekuje się, że w przyszłości będzie stopniowo spadać. Bezrobocie młodzieży wzrosło w 2020 r., ale prognozuje się, że zacznie spadać w 2021 r. W wielu sektorach gospodarki niedobory siły roboczej, które narastały jeszcze przed kryzysem związanym z pandemią, wywierają presję na wzrost kosztów pracy.

Wykres A 15: Rozkład jednostkowego kosztu pracy



Źródło: służby Komisji



*Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, na Litwie nie było stwierdzonych zakłóceń równowagi makroekonomicznej, choć odnotowano narastającą presję na rynku pracy. Niedawno zaczęły ponownie pojawiać się niedobory na rynku pracy, wywierając tym samym presję na wzrost kosztów pracy, choć prognozuje się, że wzrost jednostkowych kosztów pracy nieco się zmniejszy. Podsumowując, Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzenia na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.*

## 4.16. LUKSEMBURG

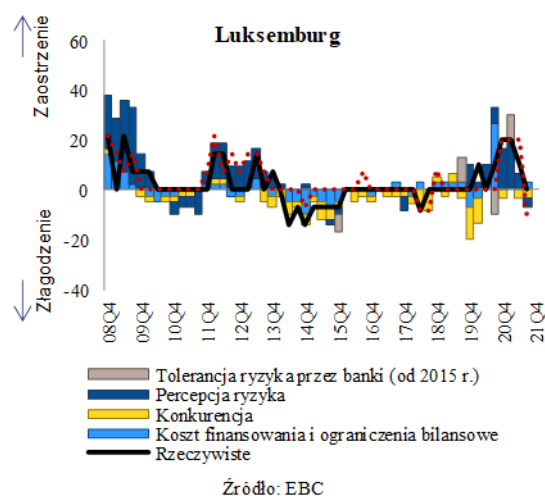
W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w przypadku Luksemburga nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2020 r. wskaźniki dotyczące wzrostu jednostkowych kosztów pracy, wzrostu cen nieruchomości mieszkalnych, poziomu zadłużenia sektora prywatnego i wzrostu akcji kredytowej, a także wskaźniki dotyczące bezrobocia młodzieży przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Realny PKB zmniejszył się stosunkowo nieznacznie w 2020 r., o 1,8 %, w wyniku kryzysu związanego z COVID-19 i osiągnął ponownie poziom sprzed kryzysu w I kw. 2021 r. Prognozuje się, że realny wzrost wyniesie 5,8 % w 2021 r. i 3,7 % w 2022 r., co sprawi, że poziom nominalnego PKB w 2022 r. będzie o 17,6 % wyższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- Zagrożenia dla **stabilności zewnętrznej** pozostają ograniczone. Salda obrotów bieżących i międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto są wyraźnie dodatnie.
- **Jednostkowe koszty pracy** wzrosły znacząco w 2020 r., częściowo odzwierciedlając tymczasowe chomikowanie pracy podczas kryzysu związanego z COVID-19. Z powodu kryzysu w 2020 r. wzrosło bezrobocie i stopa bezrobocia młodzieży.
- Relacja **zadłużenia sektora prywatnego** do PKB jest bardzo wysoka i wyniosła około 317 % w 2020 r., pomimo niedawnego pewnego spadku, który rozpoczął się w drugiej połowie 2020 r., i jest napędzana głównie przez **zadłużenie przedsiębiorstw**. Transgraniczna działalność kredytowa prowadzona przez przedsiębiorstwa wewnątrzgrupowe działające w globalnym centrum finansowym Luksemburga stanowi 80 % zadłużenia przedsiębiorstw, co ogranicza ryzyko.
- **Zadłużenie gospodarstw domowych** dalej rosło w 2020 r. i osiągnęło około 69 % PKB, czyli poniżej referencyjnych wartości odniesienia, choć jest znacznie wyższe w porównaniu z dochodem do dyspozycji (170 %). Nastąpiło dalsze przyspieszenie udzielania kredytów hipotecznych w kontekście bardzo szybkiego wzrostu cen nieruchomości mieszkalnych. Skłoniło to krajową radę ds. ryzyka systemowego do uruchomienia limitów makroostrożnościowych (LTV) i zwiększenia bufora antycyklicznego od stycznia 2021 r.
- **Ceny nieruchomości mieszkalnych** wzrastają w tempie dwucyfrowym od czasu wybuchu pandemii, z wyraźnymi oznakami możliwego zawyżenia. Prognozuje się, że wzrost cen spowolni jednak dzięki wprowadzeniu przyjętych środków. Obejmują one reformy w zakresie użytkowania gruntów i opodatkowania nieruchomości, które to reformy mają pomóc w rozwiązaniu problemu strukturalnego niedoboru lokali mieszkalnych. Zwiększono również inwestycje w budownictwo mieszkaniowe, co ma na celu poprawę publicznej podaży mieszkań w przystępnych cenach.
- **Sektor bankowy** jest dobrze wyposażony w kapitał i dysponuje płynnością, chociaż rentowność spadła w 2020 r. Wskaźnik kredytów zagrożonych utrzymuje się na bardzo niskim poziomie, również dzięki terminowym i właściwym reakcjom politycznym, w tym moratorium i programom zatrudnienia krótkoterminowego. Utrzymywanie się dynamicznego wzrostu kredytów hipotecznych, przy już wysokim zadłużeniu gospodarstw domowych, stanowi ryzyko dla sektora bankowego.

Wykres A 16: Warunki podaży kredytów



Źródło: EBC

*Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, w Luksemburgu nie było stwierdzonych zakłóceń równowagi makroekonomicznej, choć rosnące ceny nieruchomości mieszkaniowych i zadłużenie gospodarstw domowych były źródłem pewnego ryzyka. Ryzyko to uległo dalszemu zwiększeniu. Podsumowując, Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.*

## 4.17. WĘGRY

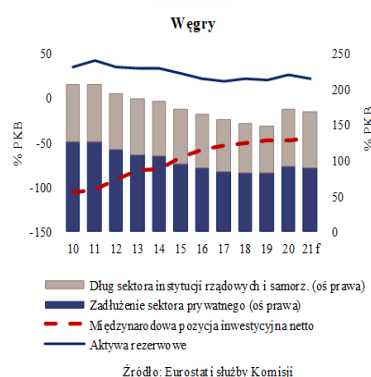
W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w przypadku Węgier nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2020 r. wskaźniki dotyczące międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPI netto), wzrostu jednostkowych kosztów pracy, długu sektora instytucji rządowych i samorządowych, zobowiązań sektora finansowego i bezrobocia młodzieży przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Po spadku o 4,7 % w 2020 r. prognozuje się, że realny PKB wzrośnie o 7,4 % w 2021 r. i 5,4 % w 2022 r. Prognozuje się, że poziom nominalnego PKB w 2022 r. będzie o 25,1 % wyższy od poziomu z 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **W wymiarze zewnętrznym** utrzymuje się podatność na zagrożenia, chociaż na znaczną ujemną MPI netto składają się głównie bezpośrednie inwestycje zagraniczne. Do 2020 r. następowała stopniowa poprawa MPI netto i oczekuje się, że w przyszłości wskaźnik ten nadal będzie wzrastał. W 2020 r. saldo obrotów bieżących wyniosło -1,5 % PKB i oczekuje się, że w latach 2021 i 2022 utrzyma się na ogólnie stabilnym poziomie.
- **Wyraźny wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy** był do tej pory częściowo równoważony przez deprecjację walut. Płace mają przyspieszyć w latach 2021 i 2022, na co wpływ będzie miała również podwyżka płacy minimalnej oraz podwyżki płac w sektorze publicznym, powracając do tendencji silnego wzrostu sprzed pandemii; pomimo poprawy wydajności przewiduje się znaczny wzrost jednostkowych kosztów pracy. Podobnie jak inne kraje w regionie Węgry nadal zwiększały udział w rynkach eksportowych, do czego przyczyniły się niedawne projekty związane z przychodzącymi BIZ. Oficjalne rezerwy nieco wzrosły od początku 2020 r.
- **Zadłużenie sektora prywatnego** wzrosło w 2020 r. ze względu na preferencyjne programy kredytowe i moratorium na spłatę długu wprowadzone w czasie pandemii COVID-19. Relacja zadłużenia gospodarstw domowych do PKB pozostaje jedną z najniższych w UE. Prawie dwie piąte kredytów krajowych przedsiębiorstw niefinansowych jest udzielane w walutach obcych. Kryzys przyniósł przejściowe pogorszenie sytuacji na **rynku pracy**. W 2020 r. stopa bezrobocia wyniosła 4,3%, ale prognozuje się, że zacznie spadać w 2021 r.
- Wzrost realnych **cen nieruchomości mieszkalnych** spowolnił do 1,9 % w 2020 r. (5 % w ujęciu nominalnym) po znacznej dynamice w ciągu ostatnich pięciu lat. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych wyraźnie przyspieszył w pierwszej połowie 2021 r., do 11,9 % w II kw. Ceny nieruchomości mieszkalnych wykazują oznaki możliwego zawyżenia w niektórych obszarach, co stwarza pewne problemy z dostępnością cenową. Budownictwo mieszkaniowe rozwija się dzięki różnym inicjatywom politycznym.
- **Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych** wzrósł o 15 p.p. w 2020 r., do poziomu 80,1 % PKB, głównie z powodu dodatkowego zadłużenia spowodowanego kryzysem związanym z COVID-19 oraz rewaluacji długu denominowanego w walutach obcych. Prognozuje się, że do 2022 r. spadnie on do poziomu nieco powyżej 77 % PKB, mimo że wydatki uznaniowe pozostają wysokie dzięki nadzwyczajnym dochodom. Potrzeby finansowe brutto są wysokie, ale przewiduje się ich zmniejszenie ze względu na rosnący średni okres zapadalności. Bank Centralny utrzymuje hojny program skupu aktywów, w ramach którego przejmując około dwie trzecie wyemitowanych obligacji

Wykres A17: MPI netto, zadłużenie sektora prywatnego oraz dług publiczny



Źródło: Eurostat i służby Komisji

skarbowych. **Sektor bankowy** pozostaje ogólnie w dobrej kondycji, ale istotne znaczenie ma sprzężenie zwrotne w sektorze publicznym, jako że posiadane przez banki rządowe papiery dłużne stanowią prawie jedną piątą aktywów bankowych. Rosnące zobowiązania sektora finansowego można częściowo wyjaśnić środkami z zakresu polityki pieniężnej zwiększającymi płynność, mającymi na celu wsparcie gospodarki w 2020 r. Wycofanie programów moratoriów na spłatę długu może stanowić wyzwanie dla sektora bankowego, którego współczynnik kapitału Tier I jest niższy od średniej UE.

*Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, na Węgrzech nie było stwierdzonych zakłóceń równowagi makroekonomicznej, choć istniało ryzyko związane z presją kosztową, strukturą długu publicznego i rynkiem mieszkaniowym. Z powodu kryzysu związanego z COVID-19 ryzyko utrzymuje się. Podsumowując, Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.*

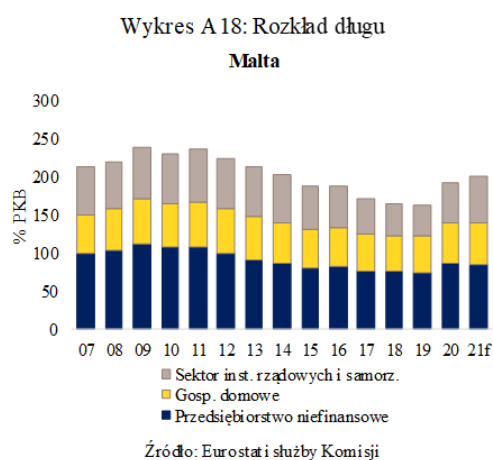
## 4.18. MALTA

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w przypadku Malty nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2020 r. dwa wskaźniki, a mianowicie zadłużenie sektora prywatnego i wzrost jednostkowych kosztów pracy, przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Po spadku o 8,3 % w 2020 r. prognozuje się, że realny PKB wzrośnie o 5 % w 2021 r. i o 6,2 % w 2022 r. dzięki silnemu ożywieniu po kryzysie związanym z COVID-19, tak że nominalny PKB będzie w 2022 r. o 7,3 % wyższy niż w 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto** (MPI netto) jest silnie dodatnia, co odzwierciedla pozycję Malty jako międzynarodowego centrum finansowego. Po odnotowaniu silnych dodatnich nadwyżek przez trzy lata do 2019 r. saldo obrotów bieżących Malty wykazało deficyt wynoszący -2,9 % w 2020 r., głównie z powodu spadku ruchu turystycznego. Oczekuje się, że w horyzoncie prognozy pozostanie ono na poziomie umiarkowanego deficytu. Jednostkowe koszty pracy wyraźnie wzrosły w 2020 r. w obliczu gwałtownego spadku wydajności, ponieważ środki z zakresu polityki wspierały zatrudnienie, ale przewiduje się, że w 2021 r. pozostaną zasadniczo niezmiennie, a w 2022 r. nieznacznie spadną.



- Relacja **zadłużenia sektora prywatnego** do PKB wzrosła w 2020 r. do około 139 %, a tym samym nieznacznie przekroczyła wartość progową określoną w tabeli wyników. Oczekuje się, że relacja ta pozostanie mniej więcej na tym samym poziomie w 2021 r. Zadłużenie przedsiębiorstw wzrosło w 2020 r. z już wysokiego poziomu, ale prognozuje się, że w 2021 r. zacznie nieznacznie spadać. Chociaż poczyniono kroki w celu rozwiązania niektórych problemów związanych z ramami prawnymi w zakresie przeciwdziałania praniu pieniędzy, Malta została dodana do wykazu jurysdykcji podlegających wzmoczonemu monitorowaniu przez Grupę Specjalną ds. Przeciwdziałania Praniu Pieniądzy (organ międzyrządowy zajmujący się zwalczaniem prania pieniędzy). Oczekuje się jednak, że konsekwencje tej decyzji pozostaną ograniczone, jeżeli zidentyfikowane niedociągnięcia zostaną szybko usunięte, do czego Malta jest zobowiązana. Zadłużenie gospodarstw domowych znacznie wzrosło w 2020 r. i oczekuje się, że pozostanie zasadniczo niezmiennie w 2021 r., wynosząc nieco ponad 100 % dochodu do dyspozycji brutto gospodarstw domowych. Zadłużenie gospodarstw domowych składa się głównie z kredytów hipotecznych. **Ceny nieruchomości mieszkalnych** rosły w ostatnich latach w sposób stały, z pewnymi oznakami możliwego zawyżenia, chociaż ich wzrost był niższy w 2020 r. Dane za pierwsze półrocze 2021 r. wskazują na ponowne przyspieszenie wzrostu.
- **Dług publiczny** wzrósł o 13 p.p. w 2020 r. do 53,4 % PKB z powodu kryzysu związanego z COVID-19, co odzwierciedla głębokość recesji, a w szczególności wpływ rządowych środków wsparcia. Oczekuje się, że w latach 2021 i 2022 wskaźnik ten będzie nadal wzrastał, a do 2031 r. spadnie do poziomu nieco powyżej 60 %.
- **Sektor bankowy** jest dobrze wyposażony w kapitał, a jego poziom płynności jest wysoki. Poziom rezerw wzrósł, a wskaźnik pokrycia poprawił się, ale w 2020 r. rentowność gwałtownie spadła. W 2020 r. wskaźnik kredytów zagrożonych utrzymywał się na umiarkowanym poziomie 3,6 %. W przyszłości ważne będzie ścisłe monitorowanie skutków stopniowego wycofywania środków wsparcia publicznego, takich jak moratoria na spłatę kredytów i pożyczek oraz systemu gwarancji.



Trwa przegląd ram dotyczących niewypłacalności. Ekspozycja banków na sektor nieruchomości jest znaczna.

- **Stopa bezrobocia** pozostaje na niskim poziomie. W 2020 r. wzrosła nieznacznie do 4,4 %, co odzwierciedla skutki kryzysu związanego z COVID-19. Oczekuje się jednak, że wraz z ożywieniem gospodarczym w 2021 r. stopa bezrobocia zacznie spadać, a w 2022 r. spadnie niemal do poziomu sprzed kryzysu.

*Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, na Malcie nie było stwierdzonych zakłóceń równowagi makroekonomicznej, chociaż stosunkowo dynamiczny wzrost cen nieruchomości mieszkalnych wiązał się z ograniczonym ryzykiem, również w odniesieniu do ekspozycji banków na nieruchomości. Wraz z kryzysem związanym z COVID-19 presja na ceny nieruchomości mieszkalnych uległa pewnemu złagodzeniu, ale nadal wymaga monitorowania. Wzrosło zadłużenie sektora prywatnego oraz dług sektora instytucji rządowych i samorządowych. Podsumowując, Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.*

## 4.19. NIDERLANDY

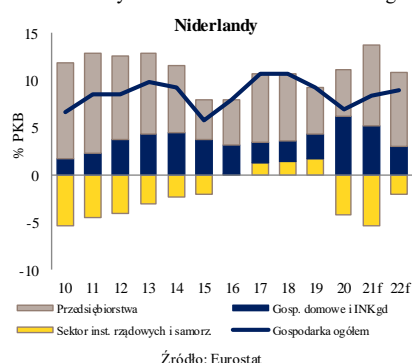
W czerwcu 2021 r. Komisja stwierdziła, że w Niderlandach występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej, w szczególności związane z wysokim poziomem zadłużenia sektora prywatnego i dużą nadwyżką obrotów bieżących; ryzyko to ma wymiar transgraniczny. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2020 r. orientacyjne wartości progowe przekracza szereg wskaźników, a mianowicie trzyletnia średnia salda obrotów bieżących, nominalne jednostkowe koszty pracy, zadłużenie sektora prywatnego i wzrost cen nieruchomości mieszkalnych.

Po spadku o 3,8 % w 2020 r. prognozuje się, że realny PKB wzrośnie o 4 % w 2021 r. i 3,3 % w 2022 r. Prognozuje się, że poziom nominalnego PKB w 2022 r. będzie o 10,2 % wyższy od poziomu z 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Nadwyżka obrotów bieżących** zmniejszyła się do 7 % PKB w 2020 r., ale średnia z trzech lat wynosząca 9,1 % pozostaje znacznie powyżej wartości progowej określonej w tabeli wyników. Spadek w 2020 r. wynikał z obniżenia sald rachunku dochodów, głównie dochodów z inwestycji. Bilans handlowy w 2020 r. pozostał stabilny, choć przy niższym bazowym wolumenie obrotów handlowych. Z perspektywy oszczędności: zwiększyła się nadwyżka w sektorach gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, ale została ona zawiązką skompensowana przez sektor instytucji rządowych i samorządowych, który gwałtownie wszedł na ścieżkę zadłużenia netto w związku z wdrożeniem związanych z kryzysem środków wsparcia fiskalnego. Ogólny wskaźnik oszczędności w Niderlandach pozostaje wysoki w porównaniu z fundamentalnymi parametrami gospodarczymi i innymi krajami UE. W latach 2021 i 2022 oczekuje się umiarkowanego wzrostu nadwyżki oszczędności, a deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych ma się zmniejszyć.
- **Zadłużenie sektora prywatnego** nadal rosło w 2020 r., do prawie 234 % PKB, i pozostaje znacznie powyżej wartości progowej określonej w tabeli wyników. Wysoki poziom **zadłużenia przedsiębiorstw**, który wynika głównie z zadłużenia wewnątrzgrupowego przedsiębiorstw wielonarodowych, utrzymał się w 2020 r. na mniej więcej stałym poziomie. **Wskaźnik zadłużenia gospodarstw domowych** wzrósł do ponad 100 % PKB, głównie z powodu spadku PKB, ale oczekuje się, że w 2021 r. zmniejszy się wraz z ożywieniem działalności gospodarczej po kryzysie związanym z COVID-19.
- **Realne ceny nieruchomości mieszkalnych** wzrosły o 6 % w 2020 r., przy czym istnieją pewne oznaki możliwego zawyżenia. Wysokie ceny nieruchomości mieszkalnych wynikają z szeregu długoterminowych czynników zarówno po stronie popytu (niskie stopy procentowe w połączeniu z możliwością odliczenia odsetek od kredytu hipotecznego, słabo rozwinięty rynek prywatnego wynajmu), jak i podaży (budownictwo mieszkaniowe w niewystarczającym stopniu zaspokajające wymagania demograficzne). Oczekuje się, że wzrost cen nieruchomości mieszkalnych utrzyma się i osiągnie poziom powyżej wartości progowej w 2021 r.

Wykres A19: Wierzytelności netto/zadłużenie netto wg sektorów



Źródło: Eurostat

*Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, Niderlandy dysponowały utrzymującą się od długiego czasu dużą nadwyżką krajowych oszczędności, której towarzyszył wysoki poziom zadłużenia sektora prywatnego. Po pewnym spadku w czasie kryzysu związanego z COVID-19 oczekuje się, że w przyszłości nadwyżka oszczędności ponownie wzrośnie. Zadłużenie sektora prywatnego pozostało wysokie. Podsumowując, Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w czerwcu – że*

*uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.*

## 4.20. AUSTRIA

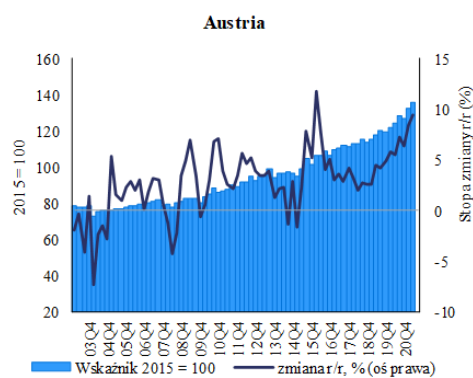
W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w przypadku Austrii nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2020 r., wskaźniki długu publicznego, wzrostu cen nieruchomości mieszkalnych i wzrostu jednostkowych kosztów pracy przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Po gwałtownym spadku aktywności gospodarczej w 2020 r. o 6,7 % prognozuje się, że w 2021 r. realny PKB wzrośnie o 4,4 %. Wraz z postępującym ożywieniem gospodarczym oczekuje się, że realny PKB wzrośnie o 4,9 % w 2022 r., a nominalny PKB – o 8,8 % powyżej poziomu z 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- Obawy związane z **podatnością na zagrożenia zewnętrzne i konkurencyjnością** pozostają ograniczone. Nadwyżka obrotów bieżących zmniejszyła się do 1,9 % PKB w 2020 r. i oczekuje się, że w przyszłości saldo obrotów bieżących będzie zasadniczo zrównoważone. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto pozostaje dodatnia na umiarkowanym poziomie. Tymczasowy wzrost jednostkowych kosztów pracy w 2020 r. odzwierciedla tymczasowo niższą wydajność w związku z chomikowaniem pracy w kontekście kryzysu związanego z COVID-19.

Wykres A20: Wskaźnik realnych cen nieruchomości mieszkalnych



Źródło: Eurostat, EBC, służby Komisji

- **Zadłużenie sektora prywatnego** wzrosło do około 131 % PKB w 2020 r., głównie z powodu spadku PKB wywołanego przez COVID-19 oraz pewnych przepływów kredytowych netto, zwłaszcza do przedsiębiorstw. Prognozuje się, że sytuacja ta częściowo się odwróci w 2021 r., co odzwierciedlałoby ożywienie gospodarcze.
- **Dług publiczny** zakończył tendencję spadkową i wzrósł o 13 p.p. w 2020 r., do poziomu 83,2 % PKB, co było bezpośrednim skutkiem działania automatycznych stabilizatorów i podjętej znaczącej reakcji w wymiarze fiskalnym. Prognozuje się, że relacja długu publicznego do PKB zacznie spadać w 2021 r.
- Ryzyko związane z **sektorem bankowym** wydaje się ograniczone. Banki mają niewielką wartość ekspozycji netto wobec krajów sąsiadujących, poprawiły kapitalizację i obniżyły dźwignię finansową. Wskaźnik kredytów zagrożonych spadał nieprzerwanie od 2014 r. do poziomu 2,0 % w 2020 r.
- **Realne ceny nieruchomości mieszkalnych** wzrastały w szybkim tempie w 2020 r. do 6,2 %, wykazując oznaki możliwego zawyżenia. W pierwszych dwóch kwartałach 2021 r. nastąpił dalszy wzrost cen nieruchomości mieszkalnych. Jednocześnie w 2021 r. nastąpiło zwiększenie tempa wzrostu akcji kredytowej, a poziom zadłużenia gospodarstw domowych jest zasadniczo zgodny z jego wieloletnim poziomem.
- Na **rynku pracy** mechanizmy zmniejszonego wymiaru czasu pracy pomogły złagodzić wpływ pogorszenia koniunktury gospodarczej na bezrobocie, doprowadziły natomiast do znacznego spadku liczby przepracowanych godzin. Stopa bezrobocia wzrosła umiarkowanie, do 5,4 % w 2020 r., ale prognozuje się, że od 2021 r. będzie spadać.

*Austria przetrwała kryzys związany z COVID-19 bez stwierdzonych zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Kryzys związany z COVID-19 spowodował wzrost długu publicznego i zadłużenia*

*sektora prywatnego oraz wzrost cen nieruchomości mieszkalnych, choć oczekuje się, że w przyszłości sytuacja ta ulegnie częściowemu odwróceniu. Podsumowując, Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.*

## 4.21. POLSKA

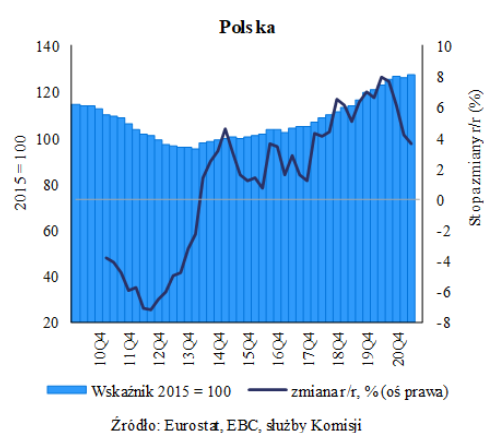
W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w przypadku Polski nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2020 r. wskaźniki dotyczące międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPI netto), wzrostu jednostkowych kosztów pracy oraz wzrostu cen nieruchomości mieszkalnych przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Po spadku o 2,5 % w 2020 r. prognozuje się, że realny PKB wzrośnie o 4,9 % w 2021 r. i 5,2 % w 2022 r. Prognozuje się, że poziom nominalnego PKB w 2022 r. będzie o 23,6 % wyższy od poziomu z 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Podatność na zagrożenia zewnętrzne** jest w dalszym ciągu ograniczona, ponieważ MPI netto, choć ujemna, do 2020 r. stopniowo się poprawiała. Ponadto składają się na nią głównie skumulowane bezpośrednio inwestycje zagraniczne, a znaczna część napływu BIZ wynika z reinwestowania zysków. Prognozuje się, że w latach 2021 i 2022 nastąpi dalsza poprawa sytuacji w zakresie MPI netto. Saldo obrotów bieżących stało się bardziej dodatnie w 2020 r. i oczekuje się, że w 2021 r. nieznacznie spadnie.
- **Zadłużenie sektora prywatnego** pozostaje na niskim poziomie, gdyż gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa niefinansowe w Polsce nadal należą do najmniej zadłużonych w UE. Relacja długu sektora prywatnego do PKB wzrosła w 2020 r., ale przewiduje się, że spadnie w 2021 r.
- Wzrost **cen nieruchomości mieszkalnych** osiągnął 7,1 % w 2020 r., ponieważ niskie stopy procentowe i zwiększone oszczędności wynikające z pandemii doprowadziły do gwałtownego wzrostu popytu na te nieruchomości. Niemniej wzrost kredytów hipotecznych pozostaje jak dotąd ograniczony. Ożywienie w sektorze budowlanym nabiera tempa, zwiększając podaż nieruchomości mieszkalnych, dlatego oczekuje się, że w 2021 r. wzrost cen tych nieruchomości osłabnie.
- **Sektor bankowy** był ogólnie dobrze wyposażony w kapitał i w dobrej kondycji pomimo pandemii. Wskaźnik kredytów zagrożonych spadł w 2020 r., ale jest stosunkowo wysoki i może wzrosnąć w przyszłości w wyniku kryzysu związanego z COVID-19. **Dług publiczny** wzrósł do 57,4 % PKB w 2020 r. w porównaniu z 45,6 % w 2019 r., głównie ze względu na dodatkowe pożyczki zaciągnięte w świetle kryzysu związanego z COVID-19. Prognozuje się, że w 2021 r. zacznie spadać.
- Pomimo kryzysu związanego z COVID-19 warunki na **rynku pracy** nadal się poprawiały. Stopa bezrobocia nieco spadła w 2020 r., ale oczekuje się, że w 2021 r. nieznacznie wzrośnie do 3,3 %, co będzie spowodowane stopniowym wycofywaniem rządowych środków wsparcia. Pojawiające się niedobory siły roboczej wywierają presję na wzrost **jednostkowych kosztów pracy**, które w 2020 r. wzrosły o 6,3 %. Oczekuje się, że niedobory te zmniejszą się wraz z powrotem napływu migrantów i stopniowym wygasaniem nagromadzonego popytu. Prognozuje się, że wzrost wynagrodzeń będzie jednak wysoki, a wyraźny wzrost wydajności ma złagodzić wzrost jednostkowych kosztów pracy.

Wykres A21: Wskaźnik realnych cen nieruchomości mieszkalnych



*Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, w Polsce nie było stwierdzonych zakłóceń równowagi makroekonomicznej, chociaż ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto była źródłem pewnego ograniczonego ryzyka. Wraz z kryzysem związanym z COVID-19 wzrósł dług publiczny i przyspieszył wzrost cen nieruchomości mieszkalnych, ale związane z tym ryzyko wydaje się ograniczone.*



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

## 4.22. PORTUGALIA

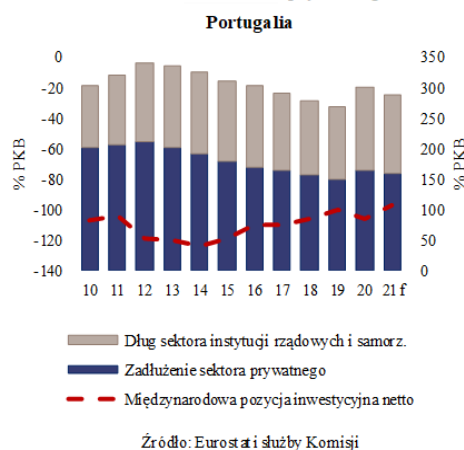
W czerwcu 2021 r. Komisja stwierdziła, że w Portugalii występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej w związku z wysokim poziomem zobowiązań zagranicznych netto, zadłużenia sektora prywatnego i długu publicznego, przy utrzymującym się wysokim poziomie kredytów zagrożonych w sytuacji niskiego wzrostu wydajności. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2020 r. orientacyjne wartości progowe przekracza szereg wskaźników, a mianowicie: międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto), zadłużenie sektora prywatnego i dług publiczny, wzrost cen nieruchomości mieszkalnych, wzrost jednostkowych kosztów pracy oraz współczynnik aktywności zawodowej<sup>(44)</sup>

Po spadku o 8,4 % w 2020 r. w wyniku pandemii COVID-19 prognozuje się, że realny PKB wzrośnie o 4,5 % w 2021 r. i 5,3 % w 2022 r. Prognozuje się, że nominalny PKB w 2022 r. będzie o około 5,7 % wyższy od poziomu z 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Stabilność zewnętrzna** pozostaje problemem ze względu na wysoki poziom zobowiązań zagranicznych netto, przy czym saldo obrotów bieżących uległo pewnemu pogorszeniu podczas kryzysu związanego z COVID-19. Niemniej pomimo znacznej ekspozycji kraju na turystykę transgraniczną, relacja MPI netto do PKB powróciła do poziomu sprzed pandemii w połowie 2021 r. W okresie prognozy relacja ta będzie się nadal stopniowo poprawiać. Po latach umiarkowanego wzrostu nominalne **jednostkowe koszty pracy** znacznie wzrosły w 2020 r. i przekroczyły orientacyjną wartość progową, ale oczekuje się, że w przyszłości nieco się obniżą.
- **Zadłużenie sektora prywatnego** przerwało tendencję spadkową podczas wstrząsu wywołanego pandemią COVID-19 w 2020 r., głównie z powodu spadku aktywności gospodarczej, co spowodowało wzrost wskaźnika zadłużenia sektora prywatnego o 14 p.p., do poziomu wynoszącego prawie 164 % PKB. W przyszłości zadłużenie sektora prywatnego ma powrócić do tendencji spadkowej. Dzięki moratorium na spłatę długu wskaźnik kredytów zagrożonych nadal spadał w czasie pandemii, osiągając w 2020 r. poziom 4,9 %. W przyszłości istotne będzie ścisłe monitorowanie skutków stopniowego wycofywania środków wsparcia publicznego, takich jak moratoria na spłatę kredytów i pożyczek oraz systemy gwarancji. Ponadto współczynnik kapitałowy **sektora bankowego** i jego rentowność są niskie.
- **Dług publiczny** wzrósł o 19 p.p. w 2020 r., osiągając najwyższy w historii poziom 135,2 % PKB, ze względu na nagły deficyt pierwotny i niekorzystny efekt kuli śnieżnej w sytuacji kryzysu związanego z COVID-19. Relacja długu publicznego do PKB ma powrócić na ścieżkę spadkową w 2021 r. Wprawdzie istnieją czynniki łagodzące związane z jego profilem i składem, a także znaczny bufor gotówkowy, jednak oczekuje się, że relacja długu publicznego do PKB przez kilka lat będzie utrzymywać się powyżej poziomu sprzed pandemii. Ryzyko związane ze sprzężeniem zwrotnym w sektorze finansowym i publicznym utrzymuje się i może ulec spotęgowaniu przez rosnącą podatność sektora przedsiębiorstw na zagrożenia związane z pandemią.

Wykres A22: MPI netto, zadłużenie sektora prywatnego oraz dług publiczny



<sup>(44)</sup> W sprawozdaniu z nadzoru po zakończeniu programu z jesieni 2021 r. dla Portugalii również omówiono podatności na niektóre zagrożenia wyszczególnione w sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzeżenia.

- **Realny wzrost cen nieruchomości mieszkalnych** przekraczał orientacyjną wartość progową przez pięć lat z rzędu do 2020 r. Ceny nieruchomości mieszkalnych wykazują oznaki możliwego zawyżenia. W 2021 r. nastąpiło jednak spowolnienie wzrostu cen nieruchomości mieszkalnych, do czego przyczynił się wzrost produkcji budowlanej i umiarkowany popyt w niektórych segmentach rynku.
- **Współczynnik aktywności zawodowej** zmniejszył się w 2020 r. Zmiana ta zbiega się z niewielkim wzrostem stopy bezrobocia. Oczekuje się, że zarówno współczynnik aktywności zawodowej, jak i stopa bezrobocia zaczną wykazywać ponowną poprawę w tym roku.

*Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, Portugalię cechowała podatność na zagrożenia dotycząca wysokiego zadłużenia zewnętrznego, zadłużenia sektora prywatnego i długu publicznego przy niskim wzroście wydajności. W sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 jeszcze bardziej wzrosły wskaźniki zadłużenia. Podsumowując, Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w czerwcu – że uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.*

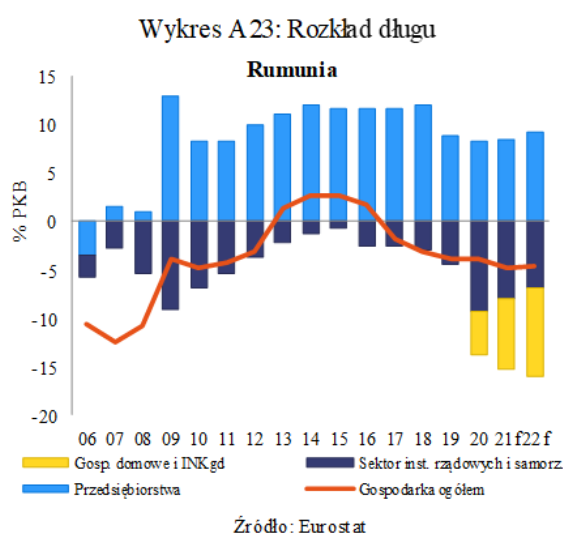
## 4.23. RUMUNIA

W czerwcu 2021 r. Komisja stwierdziła, że w Rumunii występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej, w szczególności utrzymujący się znaczny deficyt obrotów bieżących w kontekście wysokich deficytów sektora instytucji rządowych i samorządowych, podczas gdy wcześniejsza presja związana z przegrzaniem gospodarki ustępuje. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2020 r. orientacyjne wartości progowe przekracza szereg wskaźników, a mianowicie saldo obrotów bieżących, międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI netto) oraz wzrost jednostkowych kosztów pracy.

Prognozuje się, że po spadku o 3,9 % w 2020 r., spowodowanym kryzysem związanym z COVID-19, nastąpi wzrost realnego PKB o 7 % w 2021 r. i o 5,1 % w 2022 r. Prognozuje się, że nominalny PKB w 2022 r. przekroczy poziom z 2019 r. o 21,4 %.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób.

- W odniesieniu do **stabilności zewnętrznej** prognozuje się, że deficyt obrotów bieżących wynoszący 5 % PKB w 2020 r. zwiększy się w 2021 r. do około 6 % PKB, głównie z powodu silnie ujemnego bilansu handlowego. MPI netto ma pozostać stabilna na poziomie około -48 % PKB w latach 2021 i 2022. MPI netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (NENDI) jest nieznacznie ujemna.
- Na **konkurencyjność** dodatkowo negatywnie wpłynął znaczny wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy w 2020 r., częściowo spowodowany gwałtownym spadkiem produkcji i wynikającym z niego spadkiem wydajności w związku z chomikowaniem pracy podczas kryzysu związanego z COVID-19. Oczekuje się jednak, że w latach 2021 i 2022 wyraźne ożywienie wydajności ograniczy wzrost jednostkowych kosztów pracy, pomimo stosunkowo silnego wzrostu wynagrodzeń na pracownika.
- **Ceny nieruchomości mieszkalnych** zwiększyły się nieznacznie w 2020 r., ale prognozuje się, że w 2021 r. ich wzrost przyspieszy.
- **Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych**, choć nadal wyraźnie poniżej progu 60 % PKB, wzrósł o 12 p.p. w 2020 r. ze względu na środki antykryzysowe podczas pandemii COVID-19 i utrzymujące się deficyty budżetowe. Szacuje się, że w 2021 r. relacja długu publicznego do PKB wzrośnie do 49,3 % PKB, a w 2022 r. spodziewany jest jej dalszy wzrost.
- Wskaźnik kredytów zagrożonych w **sektorze bankowym** był zasadniczo stabilny w 2020 r. i na początku 2021 r. i wynosił około 4 % kredytów ogółem. Zadłużenie sektora prywatnego jest bardzo niskie.
- **Stopa bezrobocia** wzrosła w 2020 r. do 5%. Prognozuje się, że w 2021 r. utrzyma się na tym samym poziomie, a następnie zacznie spadać. Również stopa bezrobocia młodzieży wzrosła w 2020 r. i prognozuje się jej dalszy wzrost w 2021 r.



*Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, Rumunię cechowała podatność na zagrożenia związana z pogłębiającym się deficytem obrotów bieżących, pogarszającą się pozycją zewnętrzną i znacznym spadkiem konkurencyjności kosztowej. Wraz z kryzysem związanym z COVID-19 dług publiczny wzrósł,*

*aczkolwiek z niskiego poziomu. Podsumowując, Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w czerwcu – że uzasadniona będzie pogłębiona analiza dotycząca utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.*

## 4.24. SŁOWENIA

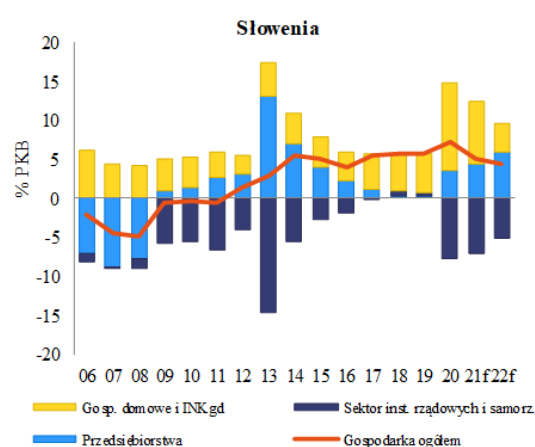
W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w przypadku Słowenii nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2020 r. wskaźniki dotyczące nadwyżki obrotów bieżących, wzrostu jednostkowych kosztów pracy, długu brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz wzrostu bezrobocia młodzieży przekraczają orientacyjne wartości progowe.

Po spadku o 4,2 % w 2020 r. prognozuje się, że realny PKB wzrośnie o 6,4 % w 2021 r. i 4,2 % w 2022 r. Prognozuje się, że poziom nominalnego PKB w 2022 r. będzie o 11,1 % wyższy od poziomu z 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Znaczna nadwyżka obrotów bieżących zwiększyła się jeszcze bardziej** z 6 % do 7,4 % PKB w 2020 r., co sprawiło, że średnia z trzech lat przekroczyła górną orientacyjną wartość progową. Prognozuje się, że nadwyżka obrotów bieżących zmniejszy się nieco w latach 2021 i 2022. Ujemna MPI netto wykazuje stopniową, lecz stałą poprawę od 2012 r., osiągając w 2020 r. poziom -15,2 % PKB, i oczekuje się, że do 2022 r. zbliży się do równowagi. Udział Słowenii w rynku eksportowym wyraźnie wzrósł w ciągu ostatnich kilku lat.

Wykres A24: Wierzytelności netto/zadłużenie netto wg sektorów



Źródło: baza danych AMECO

- **Zadłużenie sektora prywatnego** wzrosło jedynie nieznacznie w 2020 r. do 69,7 % PKB i pozostaje poniżej wartości odniesienia opartych na fundamentalnych parametrach gospodarczych i ostrożnościowych wartości odniesienia. Wzrost ten odzwierciedla głównie spadek PKB, ponieważ w 2020 r. przepływy kredytowe były ujemne. **Ceny nieruchomości mieszkalnych** wzrosły o 5,2 %, zgodnie z ostatnimi tendencjami.
- **Sektor bankowy** jest nadal dobrze wyposażony w kapitał, jego rentowność zmniejszyła się tylko nieznacznie, a wskaźnik kredytów zagrożonych nadal spadał w 2020 r.
- **Dług publiczny** wzrósł do 79,8 % PKB w 2020 r. w porównaniu z 65,6 % w 2019 r., ze względu na dodatkowe pożyczki zaciągnięte w sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 oraz, w mniejszym stopniu, gwałtowny spadek PKB w 2020 r. Prognozuje się, że dług sektora instytucji rządowych i samorządowych zmniejszy się w latach 2021 i 2022.
- Warunki na **rynku pracy** uległy pewnemu pogorszeniu w związku z pandemią COVID-19. Stopa bezrobocia nieznacznie wzrosła do 5 % w 2020 r. w porównaniu z 4,5% w 2019 r. Stopa bezrobocia młodzieży, która w poprzednich latach znacznie spadła, wzrosła szczególnie gwałtownie, z 8,1 % w 2019 r. do 14,2 % w 2020 r. Dane z 2021 r. wskazują jednak na poprawę sytuacji na rynku pracy i spadek stopy bezrobocia. **Jednostkowy koszt pracy** wzrósł o 7,4 % w 2020 r. z powodu chomikowania pracy wywołanego kryzysem związanym z COVID-19. Prognozuje się, że poprawa wydajności w okresie ożywienia gospodarczego doprowadzi do spadku jednostkowych kosztów pracy w latach 2021 i 2022.

*Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, w Słowenii nie było stwierdzonych zakłóceń równowagi makroekonomicznej, chociaż odnotowano wysoki dług publiczny, który wiązał się z ograniczonym ryzykiem. Wraz z kryzysem związanym z COVID-19 wzrósł dług publiczny, a duża nadwyżka obrotów bieżących uległa dalszemu zwiększeniu. Podsumowując, Komisja nie uważa za konieczne*



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

## 4.25. SŁOWACJA

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w przypadku Słowacji nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2020 r. wskaźniki dotyczące międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPI netto), realnego efektywnego kursu walutowego (REER), wzrostu jednostkowych kosztów pracy oraz wzrostu cen nieruchomości mieszkalnych przekraczają orientacyjne wartości progowe.

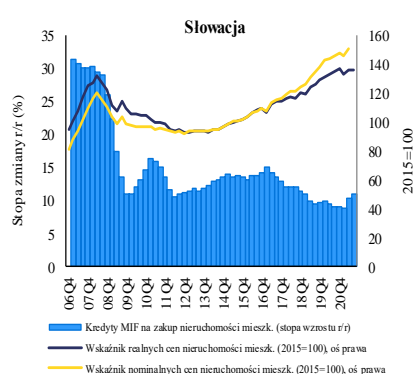
Prognozuje się, że po spadku o 4,4 % w 2020 r. realny PKB wzrośnie o 3,8 % w 2021 r. i 5,3 % w 2022 r., dzięki czemu nominalny PKB w 2022 r. będzie o 13,6 % wyższy od poziomu z 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Podatność na zagrożenia zewnętrzne** utrzymuje się.

W 2020 r. MPI netto, wynosząca około -66 % PKB, nadal znacznie przekraczała wartość progową. Większość MPI netto wynika z zobowiązań z gwarantowaną spłatą, związanych z przeszłymi przepływami inwestycyjnymi, które mogą być bardziej stabilne, a tym samym mniej ryzykowne. Prognozuje się, że w latach 2021 i 2022 nastąpi stopniowa poprawa MPI netto w związku z dodatnimi przepływami kredytowymi netto.

Wykres A25: Wzrost cen nieruchomości mieszkalnych i kredytów hipotecznych



Źródło: Eurostat, EBC, służby Komisji

- **Wzrost jednostkowych kosztów pracy**

był wysoki przed pandemią i uległ dalszemu przyspieszeniu w 2020 r. Ostatnie zmiany odzwierciedlają jednak głównie chomikowanie pracy w kontekście kryzysu związanego z COVID-19. W przyszłości spodziewane jest wyraźne spowolnienie tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy ze względu na negatywny wpływ efektu chomikowania pracy na wydajność, podczas gdy wysoki wzrost wynagrodzeń na pracownika będzie nadal ciążył na tym wzroście. W 2020 r. REER bazujący na HICP nieznacznie przekroczył wartość progową, ale nie miało to negatywnego wpływu na udział w rynkach eksportowych. Czynnikiem ryzyka pozostają jednak wysoka koncentracja eksportu w kilku sektorach oraz integracja w globalnych łańcuchach wartości.

- **Zadłużenie sektora prywatnego**, szczególnie zadłużenie hipoteczne gospodarstw domowych, rośnie od kilku lat, choć tempo tego wzrostu zmalało. W 2020 r. zadłużenie gospodarstw domowych wzrosło do około 47 % PKB. Pozostaje ono nieco poniżej poziomów ostrożnościowych, ale przekracza poziom wynikający z fundamentalnych parametrów gospodarczych.

- **Wzrost realnych cen nieruchomości mieszkalnych** przyspieszył do 7,2 % w 2020 r., co może przyczynić się do wzrostu zadłużenia gospodarstw domowych. Ceny nieruchomości mieszkalnych wykazują oznaki możliwego zawyżenia. Oczekuje się, że w 2021 r. wzrost cen nieruchomości mieszkalnych zmniejszy się.

- Ze względu na wspierającą politykę fiskalną **dług publiczny** wzrósł w 2020 r. o 12 p.p., do 59,7 % PKB. Oczekuje się, że w 2021 r. wzrośnie on nieznacznie, ale następnie powróci do poziomu około 60 % PKB, czemu sprzyjać będzie silny wzrost gospodarczy, niskie stopy procentowe i zmniejszające się pierwotne deficyty budżetowe.

- **Sektor bankowy** jest w dobrej kondycji i dobrze wyposażony w kapitał. Wskaźnik kredytów zagrożonych nadal spadał w 2020 r. i jest poniżej średniej UE, ale może wzrosnąć w miarę wycofywania środków antykryzysowych. Zwiększyła się ekspozycja bilansów banków na rynek mieszkaniowy.

*Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, na Słowacji nie było stwierdzonych zakłóceń równowagi makroekonomicznej, chociaż stabilność zewnętrzna, wewnętrzna presja cenowa i uzależnienie od przemysłu motoryzacyjnego wiązały się z pewnym ryzykiem. Z powodu kryzysu związanego z COVID-19 niektóre ryzyka nasiliły się. Podsumowując, Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.*

## 4.26. FINLANDIA

W poprzednim cyklu procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej w przypadku Finlandii nie stwierdzono zakłóceń równowagi makroekonomicznej. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2020 r. dwa wskaźniki – zadłużenie sektora prywatnego i dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych – przekraczają orientacyjne wartości progowe.

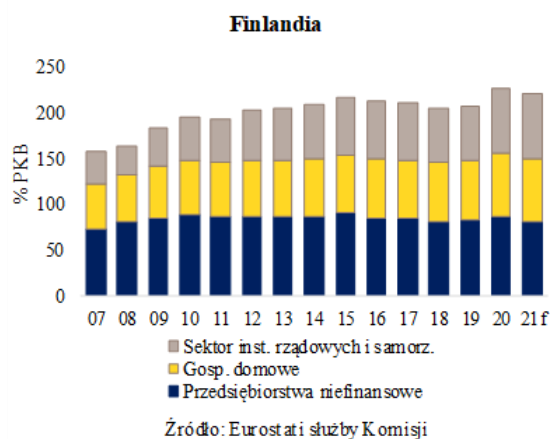
Po spadku o 2,9 % w 2020 r. prognozuje się, że realny PKB wzrośnie o 3,4 % w 2021 r. i 2,8 % w 2022 r. Prognozuje się, że poziom nominalnego PKB w 2022 r. będzie o 8,7 % wyższy od poziomu z 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **W wymiarze zewnętrznym** saldo obrotów bieżących osiągnęło wartość dodatnią, a nadwyżka bilansu handlowego zwiększyła się nieznacznie w 2020 r. w związku ze wzrostem udziału w rynku eksportowym. Oczekuje się, że w przyszłości na rachunku obrotów bieżących odnotowana zostanie niewielka nadwyżka. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto zmniejszyła się w 2020 r. do -5,3 % PKB. Jednostkowe koszty pracy wzrosły nieznacznie ze względu na spadek wydajności spowodowany kryzysem.
- **Zadłużenie sektora prywatnego** nadal rosło, przy czym relacja zadłużenia sektora prywatnego do PKB zwiększyła się, częściowo z powodu spadku PKB. Prognozuje się, że sytuacja ta ulegnie częściowemu odwróceniu w 2021 r. wraz z umocnieniem się ożywienia gospodarczego. Oczekuje się jednak, że korzystne warunki kredytowe, w tym niskie stopy procentowe i szybki wzrost budownictwa mieszkaniowego, podtrzymają wzrost relacji zadłużenia sektora prywatnego do PKB, nawet jeśli osłabną skutki recesji wywołanej przez pandemię COVID-19.
- **Dług publiczny** wzrósł do 69,5 % PKB w 2020 r. w porównaniu z 59,5 % w 2019 r., ze względu na reakcję fiskalną rządu na kryzys oraz – w mniejszym stopniu – spadek PKB w 2020 r. Prognozuje się, że od 2021 r. ustabilizuje się na poziomie 71 %.
- **Sektor bankowy** jest w dalszym ciągu dobrze wyposażony w kapitał, a wskaźnik kredytów zagrożonych jest niski, pozostał zasadniczo niezmienny i nie przewiduje się jego znacznego wzrostu. Nie zaobserwowano widocznego wpływu kryzysu związanego z COVID-19 na obsługę zadłużenia ani na liczbę przedsiębiorstw, które ogłosiły upadłość. Ryzyko dla stabilności finansowej pozostaje ograniczone, pomimo znacznych ekspozycji na ryzyko transgraniczne, w szczególności względem innych krajów nordyckich.
- Warunki na **rynku pracy** uległy nieznacznemu pogorszeniu w czasie kryzysu, do czego przyczyniły się rządowe środki wsparcia, które ograniczyły wzrost stopy bezrobocia do 1,1 p.p., w wyniku czego w 2020 r. wyniosła ona 7,8 %. Prognozuje się, że stopa bezrobocia zacznie stopniowo spadać od 2021 r. wraz z ożywieniem gospodarczym, ale nie oczekuje się, że spadnie ona do poziomu sprzed pandemii przed 2023 r.

*Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, w Finlandii nie było stwierdzonych zakłóceń równowagi makroekonomicznej, choć zadłużenie sektora prywatnego było źródłem podatności na zagrożenia. W sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 wskaźnik zadłużenia sektora prywatnego wzrósł, ale ryzyko pozostaje ograniczone. Podsumowując, Komisja nie uważa za konieczne przeprowadzania na tym etapie pogłębionej analizy w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.*

Wykres A26: Rozkład długu wg sektorów



## 4.27. SZWECJA

W czerwcu 2021 r. Komisja stwierdziła, że w Szwecji występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej związane z ryzykiem zawyżonych cen nieruchomości mieszkalnych w połączeniu z wysokim i rosnącym zadłużeniem gospodarstw domowych. W zaktualizowanej tabeli wyników zawierającej dane liczbowe do 2020 r. dwa wskaźniki, a mianowicie zadłużenie sektora prywatnego i bezrobocie młodzieży, przekraczają orientacyjne wartości progowe.

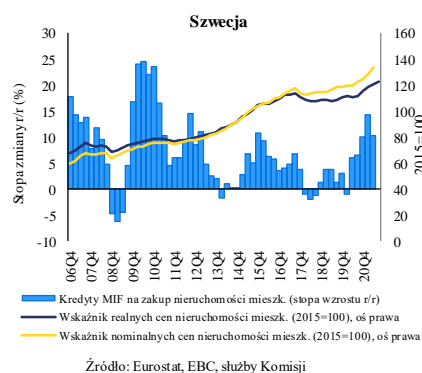
Po spadku o 2,8 % w 2020 r. prognozuje się, że realny PKB wzrośnie o 3,9 % w 2021 r. i 3,5 % w 2022 r. Prognozuje się, że poziom nominalnego PKB w 2022 r. będzie o 9,9 % wyższy od poziomu z 2019 r.

Szereg istotnych zmian można podsumować w następujący sposób:

- **Nadwyżka obrotów bieżących** wzrosła do 5,7 % PKB w 2020 r., natomiast MPI netto nieznacznie się zmniejszyła i wyniosła blisko 16 % PKB. Oczekuje się, że w latach 2021 i 2022 nadwyżka obrotów bieżących utrzyma się na poziomie około 5 % PKB. Udziały w rynku eksportowym nadal rosły w 2020 r. Po trzech latach deprecjacji realny efektywny kurs walutowy umocnił się w 2020 r. o 3 %.
- **Zadłużenie sektora prywatnego** osiągnęło w 2020 r. nowy rekord na poziomie około 216 % PKB, kontynuując tendencję wzrostową. Zarówno zadłużenie gospodarstw domowych, jak i zadłużenie przedsiębiorstw przekracza wartości odniesienia oparte na fundamentalnych parametrach gospodarczych i ostrożnościowe wartości odniesienia. Oczekuje się, że w 2021 r. zadłużenie sektora prywatnego ustabilizuje się na wysokim poziomie, natomiast aktywa finansowe netto staną się bardziej ujemne. **Zadłużenie gospodarstw domowych** wzrosło do około 95 % PKB w 2020 r. W pierwszej połowie 2021 r. nadal rosły kredyty hipoteczne dla gospodarstw domowych. **Ceny nieruchomości mieszkalnych** przyspieszyły w ciągu 2020 r. oraz szczególnie mocno w II kw. 2021 r. Ceny nieruchomości mieszkalnych utrzymały się ogółem na bardzo wysokim poziomie i wykazują oznaki możliwego zawyżenia.
- Poziom **długu publicznego** pozostaje niski pomimo znacznych środków wsparcia w czasie pandemii. W 2020 r. dług publiczny wzrósł do 39,7 % PKB. Oczekuje się, że w 2021 r. zacznie on spadać.
- **Sektor bankowy** pozostaje w dobrej kondycji. W czasie pandemii współczynnik kapitału Tier I i wskaźnik kredytów zagrożonych poprawiły się, już wcześniej wykazując solidne wyniki. Urząd Regulacji Rynków Finansowych częściowo odwrócił luzowanie środków makroostrożnościowych w 2021 r. i przywrócił wymóg amortyzacji od dnia 1 września 2021 r. Mimo ogólnie dobrej sytuacji finansowej wskaźnik dźwigni banków szwedzkich należy do najwyższych w UE.
- Niezależnie od środków wsparcia politycznego **bezrobocie** wzrosło do 8,3 % w 2020 r. Bezrobocie młodzieży wzrosło gwałtownie do około 24 % w 2020 r. Prognozuje się, że stopa bezrobocia zacznie spadać od 2021 r.

*Kiedy nadszedł kryzys związany z COVID-19, Szwecję cechowała podatność na zagrożenia związana z ryzykiem zawyżenia poziomu cen nieruchomości mieszkalnych w połączeniu z wysokim i stale rosnącym zadłużeniem gospodarstw domowych. W sytuacji kryzysu związanego z COVID-19 wzrosły wskaźniki zadłużenia sektora prywatnego, ceny nieruchomości mieszkalnych i stopa bezrobocia. Podsumowując, Komisja uważa – biorąc również pod uwagę zakłócenia stwierdzone w czerwcu – że stosowne będzie przeprowadzenie pogłębionej analizy dotyczącej utrzymywania się zakłóceń lub postępów w ich ograniczaniu.*

Wykres A27: Wzrost cen nieruchomości mieszkalnych i kredytów hipotecznych



Źródło: Eurostat, EBC, służby Komisji

## ZAŁĄCZNIK 1: PROGNOZY I PROGNOZY TERAŹNIEJSZOŚCI DOTYCZĄCE PODSTAWOWYCH WSKAŹNIKÓW ZAWARTYCH W TABELI WYNIKÓW

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

W poniższej tabeli podsumowano założenia przyjęte na potrzeby prognoz i uzyskanych w drodze „prognozowania terażniejszości” wartości podstawowych wskaźników tablicy wyników. Wartości PKB znajdujące się w mianowniku niektórych wskaźników pochodzą z prognozy Komisji z jesieni 2021 r.

W przypadku stóp obrazujących wieloletnie zmiany (na przykład pięcioletnia zmiana udziałów w rynkach eksportowych) na prognozach opierają się jedynie komponenty dotyczące lat 2021 i 2022, natomiast w komponentach dotyczących 2020 r. lub lat wcześniejszych wykorzystano dane Eurostatu stanowiące podstawę tabeli wyników dla procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

<b>Tabela 1: Podejścia do prognoz i prognoz terażniejszości w odniesieniu do wskaźników podstawowych tabeli wyników dla procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej</b>		
Wskaźnik	Podejście	Źródła danych
Saldo obrotów bieżących, % PKB (średnia z 3 lat)	Wartości z prognozy Komisji z jesieni 2021 r. dotyczące salda obrotów bieżących (koncepcja bilansu płatniczego)	Baza danych AMECO.
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	Prognozy Komisji z jesieni 2021 r. dotyczące wiarytelności/zadłużenia netto gospodarki ogółem przewidują zmianę MPI netto, która odzwierciedla transakcje w latach 2021–2023, natomiast w odniesieniu do lat 2024 i 2025 wykorzystuje się prognozę salda obrotów bieżących zawartą w światowej prognozie gospodarczej MFW, zakładając, że rachunek kapitałowy pozostanie na niezmiennym poziomie. Inne efekty (np. skutek zmian wyceny) są uwzględniane do II kw. 2021 r., przy założeniu, że potem pozostaną one zerowe.	Baza danych AMECO, Eurostat.
Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, deflator HICP (zmiana w %, 3 l.)	Wartości z prognozy Komisji z jesieni 2021 r.	Baza danych AMECO.
Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	Dane liczbowe opierają się na prognozie Komisji z jesieni 2021 r.: (i) dotyczącej nominalnego eksportu towarów i usług dla państw członkowskich UE (koncepcja rachunków narodowych) oraz (ii) prognozie Komisji dotyczącej eksportu towarów i usług w ujęciu ilościowym dla reszty świata, przeliczonych na poziomy nominalne za pomocą deflatora importu USA oraz prognoz kursu walutowego EUR/USD, opracowanych przez Komisję.	Baza danych AMECO.



Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy, 2010=100 (zmiana w %, 3 l.)	Wartości z prognozy Komisji z jesieni 2021 r.	Baza danych AMECO.
Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych (2015=100) w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	Prognoza na 2021 r. obejmuje dane z okresu I–II kw. 2021 r., o ile są one dostępne. Zakłada się, że wzrost cen nieruchomości mieszkalnych w okresie III–IV kw. 2021 r. będzie zgodny z przewidywanym tempem wzrostu wynikającym z relacji krótkoterminowej przedstawionej w modelu wyceny nieruchomości mieszkalnych udostępnionym państwowym członkowskim w ramach grupy roboczej ds. metodologii strategii lizbońskiej Komitetu Polityki Gospodarczej.	Eurostat, służby Komisji
Przepływy kredytowe sektora prywatnego, skonsolidowane (% PKB)	Wartość za 2021 r. reprezentuje wskaźnik zastępczy przepływów kredytowych od IV kw. 2020 r. do III kw. 2021 r., do obliczenia którego wykorzystano skonsolidowane dane z kwartalnych rachunków sektorowych EBC za okres od IV kw. do II kw. 2020 r. oraz wskaźniki zastępcze dla niektórych komponentów przepływów kredytowych z III kw. 2020 r. W ramach tej ostatniej wartości przepływy kredytów i pożyczek udzielanych sektorowi prywatnemu przez monetarne instytucje finansowe (MIF) (na podstawie sporządzonych przez EBC pozycji bilansowych (BSI EBC)) wykorzystuje się do projekcji komponentów kredytów bankowych w III kw. 2021 r., a nominalną emisję dłużnych papierów wartościowych (na podstawie statystyk EBC dotyczących emisji papierów wartościowych (SEC EBC)) – do projekcji emisji obligacji w III kw. 2021 r.	EBC (QSA, BSI, SEC).
Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	Wartość wskaźnika zastępczego zadłużenia sektora prywatnego za 2021 r. dotyczy sytuacji na koniec IV kw. 2021 r. Do jej obliczenia wykorzystano skonsolidowane dane z kwartalnych rachunków sektorowych EBC za II kw. 2021 r. Prognozuje się tę wartość na przyszły okres – III kw. 2021 r., z wykorzystaniem danych dotyczących kredytów bankowych (na podstawie BSI EBC) i danych dotyczących zobowiązań z tytułu obligacji (na podstawie SEC EBC) i zakłada się, że przepływy kredytowe w IV kw. 2021 r. będą takie same jak w IV kw. 2020 r. (zob. powyżej).	EBC (QSA, BSI, SEC).
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	Wartości z prognozy Komisji z jesieni 2021 r.	Baza danych AMECO.
Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	Wartości z prognozy Komisji z jesieni 2021 r.	Baza danych AMECO.
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	Dane za 2021 r. przedstawiają 12-miesięczny wzrost zobowiązań MIF według danych EBC do września 2021 r.	EBC (BSI)
Współczynnik aktywności zawodowej – % ogółu ludności w wieku 15–64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	Stopa zmian dla lat 2021 i 2022 opiera się na prognozie Komisji z jesieni 2021 r., dotyczącej zmiany całej siły roboczej (wszystkich grup wiekowych) pomniejszonej o jesienną prognozę Komisji dotyczącą przyrostu ludności (grupa wiekowa 15–64 l.).	Baza danych AMECO.
Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	Prognoza terażniejszości na 2021 r. opiera się na najnowszych danych (I–II kw. 2021 r., przy założeniu, że stopa nie zmieni się do końca roku).	Eurostat (BAEL)

Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	Prognoza terażniejszości na 2021 r. opiera się na najnowszych danych (styczeń-wrzesień 2021 r., przy założeniu, że stopa nie zmieni się do końca roku).	Eurostat (BAEL)
---	---	-----------------

## ZAŁĄCZNIK 2: TABELA WYNIKÓW PROCEDURY DOTYCZĄCEJ ZAKŁÓCEŃ RÓWNOWAGI MAKROEKONOMICZNEJ

Tabela 1. Tabela wyników procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej, 2020 r.

2020 r.	Zewnętrzne zakłócenia równowagi i konkurencyjność					Wewnętrzne zakłócenia równowagi					Wskaźniki 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 %, 3 l.)	Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu (zmiana w %, 5 l.)	Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (2010=100) (zmiana w %, 3 l.)	Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych (2015=100) w przeliczeniu na ceny stałe (zmiana w %, 1 r.)	Przepływ kredytowy sektora prywatnego, skonsolidowane (% PKB)	Zadłużenie sektora prywatnego, dane skonsolidowane (% PKB)	Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	Stopa bezrobocia (średnia z 3 lat)	Zobowiązania sektora finansowego ogółem nieskonsolidowane (zmiana w %, 1 r.)	Współczynnik aktywności zawodowej – % ogółu ludności w wieku 15-64 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15-74 l. (zmiana w p.p., 3 l.)	Stopa bezrobocia młodzieży – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15-24 l. (zmiana w p.p., 3 l.)
Progi	-4 %/+6 %	-35 %	±5 % (strefa euro) ±11 % (poza strefę euro)	-6 %	9 % (strefa euro) 12 % (poza)	6 %	14 %	133 %	60 %	10 %	16,5 %	-0,2 p.p.	0,5 p.p.	2 pp
BE	0,1	44,4	2,5	10,9	7,5p	3,6	1,1p	192,0p	112,8	5,7	8,8	0,6b	-1,2	-4,0
BG	0,8	-26,3	7,1	16,0	20,4	5,2p	4,2	94,3	24,7	4,8	11,1	0,9	-1,1	1,3
CZ	1,5	-12,5	5,6	10,1	19,2	5,5	2,4	81,9	37,7	2,3	3,4	0,5	-0,4	0,1
DK	8,1	68,8	0,9	11,5	6,2	4,6	4,8	220,9	42,1	5,2	5,7	1,1b	-0,3	-0,8
DE	7,4	61,7	2,4	1,3	11,1p	7,1	6,0p	120,1p	68,7	3,4bp	11,3	1,1bp	-0,5bp	0,6bp
EE	1,0	-21,5	5,3	17,6	17,1	6,9	3,6	104,4	19,0	5,5	17,5	0,5	-0,7	5,8
IE	-5,8	-174,0	-1,2	50,0	-6,3	-0,2	-1,8	188,9	58,4	5,5	7,2	-0,8	-1,7	0,9
EL	-3,7	-175,0	0,4	-10,1	6,4p	5,5e	5,4p	125,3p	206,3	17,6	27,4	-0,9	-4,7	-8,6
ES	1,6	-85,5	1,1	-6,8	11,0p	2,2	4,4p	146,4p	120,0	15,0	9,5	-1,7	-2,7	-0,3
FR	-1,0	-30,2	2,7	-6,9	4,6p	4,4	13,0p	173,7p	115,0	8,5	11,6p	-0,5	-1,3	-1,9
HR	1,6	-47,8	0,5	0,1	13,7p	7,3	1,3p	98,0p	87,3	7,5	7,3	0,7	-2,5	-6,3
IT	3,2	2,4	0,6	-2,8	5,5	2,2	4,1	118,9	155,6	9,9	6,8	-1,3	-1,8	-5,3
CY	-6,6	-136,7	0,1	28,5	5,8p	0,7p	-2,6p	260,5p	115,3	7,7	-2,5	1,9	-2,4	-6,5
LV	0,7	-34,7	5,9	18,2	18,4	2,7	-1,8	66,5	43,2	7,3	10,8	1,2	-1,1	-2,1
LT	3,7	-15,8	6,9	39,3	18,3	6,4	0,3	54,7	46,6	7,0	28,5	2,6	-0,2	6,3
LU	4,5	39,9	1,5	20,6	11,1	13,8	44,5	316,8	24,8	6,0	-3,6	2,0	-0,4	7,8
HU	-0,7	-48,1	-4,9	8,2	13,2p	1,9p	7,7p	76,4p	80,1	3,8	55,3	1,6	-0,6	2,1
MT	3,0	60,3	2,1	13,2	19,7	2,2p	9,0	139,1	53,4	3,9	1,9	4,9	-0,9	0,3
NL	9,1	113,9	3,8	7,4	14,0p	6,0p	-1,3p	233,7p	54,3	3,7	3,3p	1,2	-1,0	0,2
AT	1,6	9,3	3,2	5,2	12,2	6,2	4,7	131,2	83,2	4,9	10,6	0,2	-0,5	0,7
PL	0,7	-44,5	1,1	36,9	12,3p	7,1p	1,5	75,9	57,4	3,5	11,7	1,4	-0,9	-4,0
PT	0,0	-106,4	0,0	-0,9	16,2p	7,7	4,4p	163,7p	135,2	6,8	7,2	-0,4	-2,2	-1,3
RO	-4,9	-48,3	3,4	20,6	26,1p	2,3	1,3p	48,5p	47,4	4,4	13,4	1,9	-0,5	-1,0
SI	6,4	-15,2	1,9	20,2	14,9	5,2	-0,9	69,7	79,8	4,9	14,0	0,4	-1,2	3,0
SK	-1,8	-65,7	5,3	8,1	16,4	7,2	3,7	95,3	59,7	6,3	9,9	0,3	-1,9	0,4
FI	-0,4	-5,3	2,3	12,3	6,1	1,3	6,5	155,2	69,5	7,3	7,7	1,6	-0,9	1,3
SE	4,6	16,4	-4,8	4,5	9,4	3,0	11,6	215,7	39,7	7,2b	11,2	0,0	-0,1	6,0

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

1) W odniesieniu do wskaźników zatrudnienia: zob. strona 2 sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania, 2016. 2) Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych e = dane szacunkowe KBC dla EL. 3) Wskaźniki badania aktywności ekonomicznej ludności, b = ze względu na problemy techniczne związane z wprowadzeniem nowego niemieckiego systemu zintegrowanych badań gospodarstw domowych, w tym BAEL, dane dla Niemiec w 2020 r. nie są bezpośrednimi szacunkami na podstawie mikrodanych BAEL, lecz opierają się na większej próbie obejmującej dodatkowo dane z innych zintegrowanych badań gospodarstw domowych.

Źródło: Komisja Europejska, Eurostat i Dyrekcja Generalna ds. Gospodarczych i Finansowych (realny efektywny kurs walutowy) oraz Międzynarodowy Fundusz Walutowy, światowa prognoza gospodarcza (wielkość światowego eksportu towarów i usług)

Tabela 2. Wskaźniki pomocnicze, 2020 r.

2020 r.	Realny PKB (zmiana w %, 1 r.)	Nakłady brutto na środki trwale (% PKB)	Wydatki krajowe brutto na badania i rozwój (% PKB)	Rachunek bieżący plus kapitałowy (wierzycielności netto/zadłużenie netto) (% PKB)	Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą (% PKB)	Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych – przepływy (% PKB)	Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych – wielkości (% PKB)	Bilans handlowy netto produktów energetycznych (% PKB)	Realny efektywny kurs walutowy – partnerzy handlowi w strefie euro (zmiana w %, 3 l.)	Wyniki eksportu w porównaniu z gospodarkami zaawansowanymi (zmiana w %, 5 l.)	Terms of trade (zmiana w %, 5 l.)	Udział w rynku eksport. pod względem wielkości (zmiana w %, 1 rok)	Wydajność pracy (zmiana w %, 1 rok)	Kredyty zagrożone brutto podmiotów krajowych i zagranicznych (% kredytów brutto)	Wyniki w zakresie jednostkowych kosztów pracy w porównaniu ze strefą euro (zmiana w %, 10 l.)	Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych, (2015=100) – nominalny (zmiana w %, 3 l.) (zmiana w %, 3 l.)	Budownictwo mieszkalne (% PKB)	Zadłużenie gosp. domowych, skonsolidowane (w tym INKgd, % PKB)	Skonsolidowana dźwignia bankowa, podmioty krajowe i zagraniczne (aktywa ogółem/kapitał ogółem)
BE	-5,7p	23,9p	brak danych	0,8	37,8	-3,6	174,8	-1,7p	0,4	11,4	0,8p	2,4p	-5,6p	2,1p	0,5	11,5	6,2p	66,4	14,2p
BG	-4,4	19,2	0,9p	1,3	47,1	3,9	84,8	-2,1	3,0	16,6	12,7	-4,2	-2,1	5,9p	39,2	18,2p	2,9	24,7	7,9p
CZ	-5,8	26,2	2,0p	4,8	36,9	2,5	81,5	-1,5	3,7	10,6	2,2	1,0	-4,2	1,9p	10,9	28,6	4,8	34,0	12,1p
DK	-2,1	22,4	3,0p	8,1	30,0	0,4	58,4	-0,4	-2,0	12,0	1,2	0,9	-1,4	1,9p	-8,1	12,3	5,5	111,7	17,4p
DE	-4,6p	21,9p	3,1p	6,8	53,2	2,9	49,8	-1,3p	0,1	1,8	2,9p	-1,4p	-3,8p	1,2p	11,2	21,6	7,0p	57,7	14,4p
EE	-3,0	30,7	1,8p	1,9	42,3	11,4	113,5	-0,5	1,3	18,1	1,4	2,9	-0,3	1,6p	23,4	20,2	5,5	41,8	8,8p
IE	5,9	39,7	1,2p	-6,8	-292,9	8,2	428,5	-0,7	-2,5	50,7	-3,0	17,4	7,5	3,4p	-35,4	13,2	2,1	35,9	8,8p
EL	-9,0p	11,7p	1,5p	-5,0	-155,2	1,8	23,4	-1,8p	-3,2	-9,7	-3,1p	-13,6p	-7,9p	26,4p	-13,7	14,0e	1,1p	59,5	13,8p
ES	-10,8p	20,3p	1,4p	1,2	-52,8	2,6	78,9	-1,3p	-1,2	-6,4	0,9p	-12,2p	-7,0p	2,8p	-11,2	14,8	6,0p	62,5	15,8p
FR	-7,9p	23,0p	2,4p	-1,8	-41,9	0,4	50,3	-1,1p	0,6	-6,4	0,0p	-7,9p	-7,0p	2,2p	-3,6	11,9	6,1p	68,7p	16,2p
HR	-8,1p	22,3p	1,3p	2,1	-0,3	2,1	65,3	-2,0p	-2,0	0,6	1,5p	-14,8p	-7,0p	5,3p	-11,9	24,5	brak danych	38,3	7,6p
IT	-8,9	17,8	1,5p	3,7	1,4	-1,1	30,8	-1,3	-1,9	-2,4	5,9	-6,1	-7,0	4,5p	-7,5	1,2	4,1	45,1	13,9p
CY	-5,2p	20,0p	brak danych	-10,0	-170,4	-0,6	1886,4	-3,3p	-3,0	29,1	-0,8p	2,8p	-4,7p	11,0p	-15,0	5,3p	7,6p	91,0	13,6p
LV	-3,6	24,5	0,7p	4,7	14,5	2,8	60,0	-1,6	1,5	18,8	9,3	5,7	-1,3	4,6p	27,8	23,5	3,0	20,9	10,0p
LT	-0,1	21,1	1,2p	9,1	15,2	8,0	56,2	-2,4	2,1	39,9	2,8	8,3	1,5	2,2p	26,5	23,0	3,2	24,6	15,5p
LU	-1,8	16,8	brak danych	4,0	-4095,3	-214,4	6136,5	-2,0	0,0	21,2	-0,5	9,2	-3,6	0,7p	6,6	35,0	3,7	69,2	14,3p
HU	-4,7p	26,8p	1,6	0,5	-2,4	111,5	327,3	-2,2p	-6,5	8,7	1,4p	2,0p	-3,7p	3,6p	14,4	40,4p	4,1p	20,9	10,8p
MT	-8,3	21,7p	0,7	-2,3	270,2	29,4	1602,5	-5,5	0,7	13,7	2,4	1,6	-10,7	3,6p	20,7	16,1p	3,9p	54,0	10,7p
NL	-3,8p	21,3p	brak danych	6,9	9,2	-16,7	567,0	-0,5p	2,0	7,9	1,8p	3,1p	-3,3p	1,9p	3,0	26,4p	5,3p	103,0p	16,7p
AT	-6,7	25,2	3,2p	1,8	-5,6	-4,1	57,4	-1,4	1,4	5,7	-0,2	-2,9	-5,2	2,0p	5,5	19,3	5,1	53,2	11,9p
PL	-2,5	16,6	1,4p	5,2	-6,2	2,9	48,5	-1,6	-1,0	37,6	3,5	8,0	-2,4p	6,0p	4,9	28,0p	2,0	34,8	10,5p
PT	-8,4p	19,1p	1,6p	0,0	-47,0	2,0	87,2	-1,7p	-1,9	-0,4	2,2p	-10,7p	-6,7p	4,9p	-1,0	31,1	3,4p	69,5	11,4p
RO	-3,9p	24,6p	0,5p	-3,1	-7,2	1,4	46,4	-1,2p	1,0	21,2	5,4p	-1,8p	-2,2p	3,9p	23,5	14,3	2,6p	16,2	9,1p
SI	-4,2	18,9	2,2p	6,9	2,0	0,9	42,9	-2,0	-0,2	20,8	1,4	-0,8	-3,7	3,0p	-0,5	21,4	2,3	27,8	9,3p
SK	-4,4	19,6	0,9	1,3	-14,8	-0,2	70,4	-2,1	3,8	8,6	-2,2	0,6	-2,5	2,5p	10,1	28,4	3,9	47,2	9,7p
FI	-2,9	24,2	2,9	0,9	4,9	-0,8	50,3	-0,9	-1,0	12,8	0,1	1,1	-0,8	1,5p	-5,5	3,9	7,1	69,6	16,0p
SE	-2,8	24,8	3,5p	5,7	-4,5	5,3	92,4	-0,8	-7,4	5,0	-0,8	3,3	-1,5	1,0p	7,4	5,8	5,0	94,7	17,6p

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

1) Oficjalny termin przekazania danych za 2020 r. dotyczących wydatków krajowych brutto na badania i rozwój upłynął 31 października 2021 r.; ekstrakcji danych dokonano 22 października 2021 r. 2) Wskaźnik cen nieruchomości mieszkalnych e = dane szacunkowe KBC dla EL.

Źródło: Komisja Europejska, Eurostat i Dyrekcja Generalna ds. Gospodarczych i Finansowych (realny efektywny kurs walutowy), Europejski Bank Centralny (dane skonsolidowane dot. dźwigni finansowej banków oraz kredyty zagrożone brutto, podmioty krajowe i zagraniczne) oraz Międzynarodowy Fundusz Walutowy, światowa prognoza gospodarcza (wielkość światowego eksportu towarów i usług).

Tabela 2 (c.d.): Wskaźniki pomocnicze, 2020 r.

2020 r.	Zatrudnienie (zmiana w %, 1 r.)	Współczynnik aktywności zawodowej – % ogółu ludności w wieku 15–64 l. (%)	Wskaźnik bezrobocia długotrwałego – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–74 l. (%)	Stopa bezrobocia młodzi – % ludności aktywnej zawodowo w wieku 15–24 l. (%)	Młodzi ludzie niepracujący i nieuczestniczący w kształceniu ani szkoleniu – % ogółu ludności w wieku 15–24 l.		Osoby zagrożone ubóstwem lub wykluczeniem społecznym – % ogółu ludności		Osoby zagrożone ubóstwem po transferach socjalnych – % ogółu ludności		Osoby znajdujące się w pogłębionej deprawacji materialnej – % ogółu ludności		Osoby mieszkające w gospodarstwach o bardzo małej intensywności pracy – % ogółu ludności w wieku 0–59 l.	
					%	zmiana w p.p., 3 l.	%	zmiana w p.p., 3 l.	%	zmiana w p.p., 3 l.	%	zmiana w p.p., 3 l.	%	zmiana w p.p., 3 l.
BE	0,0p	68,6	2,3	15,3	9,2	-0,1b	18,9b	-1,7b	14,1b	-1,8b	3,9b	-1,3b	11,9b	-2,0b
BG	-2,3	72,2	2,3	14,2	14,4	-0,9	32,1	-6,8	23,8	0,4	19,4	-10,6	8,5	-2,6
CZ	-1,7	76,4	0,6	8,0	6,6	0,3	11,9	-0,3	9,5	0,4	2,4	-1,3	4,4	-1,1
DK	-0,7	79,0	0,9	11,6	7,4	-0,2b	15,9b	-1,3b	12,1b	-0,3b	2,4	-0,7	9,1	-0,9
DE	-0,8p	79,3bp	1,1bp	7,4bp	7,3bp	1,0bp	24,0b	5,0b	18,5b	2,4b	6,6bu	3,2bu	9,5b	0,8b
EE	-2,7	79,3	1,2	17,9	8,9	-0,5	23,3	-0,1	20,7	-0,3	2,8	-1,3	4,7	-1,1
IE	-1,5	71,9	1,3	15,3	12,0	1,1b	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych
EL	-1,2p	67,4	10,9	35,0	13,2	-2,1	28,9	-5,9	17,7	-2,5	16,5	-4,6	12,8	-2,8
ES	-4,1p	72,2	5,0	38,3	13,9	0,6	26,4	-0,2	21,0	-0,6	7,0	1,9	9,9	-2,9
FR	-0,9p	71,0	2,9	20,2	11,4	0,0	18,2p	1,2p	13,8p	0,6p	4,8p	0,7p	8,8p	0,7p
HR	-1,2p	67,1	2,1	21,1	12,2	-3,2	23,2	-3,2	18,3	-1,7	6,9	-3,4	8,6	-3,6
IT	-2,1	64,1	4,7	29,4	19,0	-1,1	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych
CY	-0,6p	75,8	2,1	18,2	14,4	-1,7	21,3	-3,9	14,3	-1,4	8,3	-3,2	5,6	-3,8
LV	-2,3	78,2	2,2	14,9	7,1	-3,2	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych
LT	-1,6	78,5	2,5	19,6	10,8	1,7	24,8	-4,8	20,9	-2,0	7,7	-4,7	7,3	-2,4
LU	1,9	72,2	1,7	23,2	6,6	0,7	20,9b	1,5b	17,4b	1,0b	1,7b	0,5b	7,9b	1,0b
HU	-1,0	72,8	1,1	12,8	11,7	0,7	17,8	-7,8	12,3	-1,1	8,0	-6,5	5,0	-1,6
MT	2,7	77,1	1,1	10,9	9,3	0,7b	19,0	-0,3	16,9	0,2	3,3	0,0	5,4	-1,7
NL	-0,5p	80,9	0,9	9,1	4,5	0,5	16,3p	-0,7p	13,6p	0,4p	2,1p	-0,5p	8,9p	-0,6p
AT	-1,6	76,6	1,3	10,5	8,0	1,5	17,5	-0,6	13,9	-0,5	2,7	-1,0	7,1	-1,2
PL	-0,1p	71,0	0,6	10,8	8,6	-0,9	17,3p	-2,2p	14,8p	-0,2p	2,6p	-3,3p	4,3p	-1,4p
PT	-1,9p	74,3	2,3	22,6	9,1	-0,2	19,8	-3,5	16,2	-2,1	4,6	-2,3	5,1	-2,9
RO	-1,8p	69,2	1,5	17,3	14,8	-0,4	30,4	-5,3	23,4	-0,2	15,2	-4,5	6,3	-0,6
SI	-0,6	74,6	1,9	14,2	7,7	1,2	15,0	-2,1	12,4	-0,9	3,0	-1,6	4,8	-1,4
SK	-1,9	72,4	3,2	19,3	10,7	-1,4	14,8p	-1,5p	11,4p	-1,0p	5,9p	-1,1p	4,3p	-1,1p
FI	-2,1	78,3	1,2	21,4	9,3	-0,1	16,0	0,3	12,2	0,7	2,6	0,5	9,9	-0,8
SE	-1,3	82,5	1,1	23,9	6,5	0,3	17,9	0,2	16,1	0,3	1,8u	0,7u	8,5	-0,3

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

1) Wskaźniki badania aktywności ekonomicznej ludności, b = ze względu na problemy techniczne związane z wprowadzeniem nowego niemieckiego systemu zintegrowanych badań gospodarstw domowych, w tym BAEL, dane dla Niemiec w 2020 r. nie są bezpośrednimi szacunkami na podstawie mikrodanych BAEL, lecz opierają się na większej próbie obejmującej dodatkowo dane z innych zintegrowanych badań gospodarstw domowych. 2) Oficjalny termin przekazania danych za 2020 r. dotyczących wskaźników dochodów i warunków życia (EU-SILC) upływa 30 listopada 2021 r.; ekstrakcji danych dokonano 22 października 2021 r.; b = istotne zmiany merytoryczne i metodologiczne w przypadku DE.