

Bruksela, 22 listopada 2023 r.
(OR. en)

15628/23

ECOFIN 1206
UEM 367
SOC 799
EMPL 573

PISMO PRZEWODNIE

Od:	Sekretarz generalna Komisji Europejskiej (podpisała dyrektor Martine DEPREZ)
Data otrzymania:	21 listopada 2023 r.
Do:	Thérèse BLANCHET, sekretarz generalna Rady Unii Europejskiej
Nr dok. Kom.:	COM(2023) 902 final
Dotyczy:	KOMUNIKAT KOMISJI DO PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO, RADY I EUROPEJSKIEGO KOMITETU EKONOMICZNO-SPOŁECZNEGO Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania 2024

Delegacje otrzymują w załączeniu dokument COM(2023) 902 final.

Zał.: COM(2023) 902 final



KOMISJA
EUROPEJSKA

Strasburg, dnia 21.11.2023 r.
COM(2023) 902 final

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

Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania 2024

{SWD(2023) 901 final} - {SWD(2023) 902 final}

KOMUNIKAT – SPRAWOZDANIE PRZEDKŁADANE W RAMACH MECHANIZMU OSTRZEGANIA

W sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania wskazuje się – na podstawie interpretacji ekonomicznej tabeli wskaźników do celów procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej¹ – państwa członkowskie, w których zdaniem Komisji mogą występować zakłócenia równowagi lub które są narażone na takie zakłócenia. Uwzględniane są dane dotyczące wyników za 2022 r., które interpretuje się w sposób perspektywiczny, biorąc pod uwagę zmiany potencjalnych ryzyk na podstawie rozwoju sytuacji gospodarczej w ciągu roku 2023 oraz – w stosownych przypadkach – bardziej długoterminowe przewidywania z prognozy Komisji z jesieni 2023 r. Pełna analiza i załącznik zawierający wartości ujęte w tabeli wskaźników znajdują się w dokumencie roboczym służb Komisji, który towarzyszy niniejszemu komunikatowi².

W sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania na 2024 r. przeanalizowano ewolucję zakłóceń równowagi makroekonomicznej w okresie wciąż wysokiej, choć malejącej inflacji i słabego wzrostu gospodarczego. Wydaje się, że w większości unijnych gospodarek inflacja ogólna sięgnęła szczytowego poziomu do początku 2023 r., ponieważ ceny energii spadły, a stałe spowalnianie inflacji na rynku żywności łagodzi presje cenowe. Pomimo znacznych spadków, widocznych w najnowszych danych, „lepkosć” składników inflacji bazowej może w najbliższej przyszłości utrudniać jej obniżenie do bardziej pożądanego poziomu. Przedłużający się okres wysokiej inflacji zwiększa ryzyko dalszej dywergencji, ponieważ gospodarki krajowe w różny sposób dostosowują się i redystrybuują skutki wstrząsu wywołanego cenami energii. W wielu państwach nastąpiło zahamowanie wzrostu w ujęciu realnym, zwłaszcza na przełomie roku, pod wpływem ograniczonej konsumpcji wynikającej z mniejszej siły nabywczej gospodarstw domowych i słabego popytu na skutek zaostrzenia polityki pieniężnej. Obecne prognozy zapowiadają dalszy, choć wolniejszy, spadek stóp inflacji oraz stopniową poprawę wzrostu realnego PKB. Perspektywy te są obciążone ryzykiem związanym z sytuacją międzynarodową: nowy konflikt na Bliskim Wschodzie, trwająca wojna Rosji przeciwko Ukrainie oraz ogólnie zmienny kontekst geopolityczny mogą zakłócać handel światowy i utrudniać warunki zewnętrzne. Na całym świecie, poza UE, inflacja i reakcje banków centralnych na presje inflacyjne, w połączeniu z aprecjacją dolara amerykańskiego, wywołały pewne napięcia finansowe.

Sektorowa interpretacja tematyczna

- W 2022 r. **saldo obrotów bieżących obniżyło się w prawie wszystkich państwach członkowskich**, ale w 2023 r. w większości przypadków wzrasta. Wpływ gwałtownie rosnących cen energii doprowadził do **zmniejszenia nadwyżek i zwiększenia**

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

² Dokument roboczy służb Komisji, Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania na 2024 r., SWD(2023) 901.

deficytów. Obniżyły się zarówno bilanse energetyczne, jak i niezwiązane z energią, na skutek pogarszających się *terms of trade*, jak również wciąż silnego, choć słabnącego popytu wewnętrznego i deprecjacji kursów walutowych w niektórych państwach. Wysokie nadwyżki obrotów bieżących zmniejszyły się nieco w 2022 r. Salda obrotów bieżących większości dużych państw będących dłużnikami netto utrzymały się poniżej poziomu sprzyjającego ich szybkiej korekcie. Duże, zarówno dodatnie, jak i ujemne **pozycje zewnętrzne netto** na ogół zmniejszyły się, ale pozostały znaczne. W ciągu 2023 r. salda obrotów z zagranicą częściowo powróciły do wcześniejszych poziomów, głównie ze względu na niższe ceny energii i słabnący popyt. Choć wiele umiarkowanych deficytów obrotów bieżących zamyka się, kilka państw nadal notuje znacznie wyższe deficyty niż przed 2022 r. albo przed kryzysem związanym z COVID-19. Deficyty te są na dodatek wyższe, niż wynikałoby to z fundamentalnych parametrów gospodarczych lub byłoby konieczne do poprawy pozycji zewnętrznej do bardziej rozsądnego poziomu. Salda obrotów bieżących większości dużych państw będących dłużnikami netto rosną, w miarę jak zmniejsza się wpływ cen energii.

- W 2022 r. w efekcie dużo wyższych cen energii saldo obrotów bieżących strefy euro znacznie spadło i po raz pierwszy od ponad dziesięciu lat przybrało wartość ujemną, ale od tego czasu już wzrasta. Wraz z pogorszeniem *terms of trade* nominalny bilans handlowy gwałtownie spadł, ponieważ wartość importu rosła znacznie szybciej niż eksportu, natomiast w ujęciu realnym bilans handlowy nie uległ znaczącym zmianom. Poprawa *terms of trade* i słaby popyt realny sprawiły, że pod koniec 2022 r. saldo obrotów bieżących strefy euro zaczęło się polepszać i w drugim kwartale 2023 r. ponownie odnotowano nadwyżkę. Na rok bieżący i przyszły prognozuje się jej dalszy wzrost w miarę poprawy bilansu handlowego. Zmniejszanie się sald międzynarodowych pozycji inwestycyjnych netto doprowadziło ogółem do przywrócenia pewnej równowagi **pozycji zewnętrznych wewnątrz strefy euro**; skala zmian tych pozycji była większa w przypadku państw będących dłużnikami netto, mimo że w niektórych z nich nastąpiła znaczna redukcja salda obrotów bieżących.
- Wzrost **jednostkowych kosztów pracy** znacząco przyspieszył w ujęciu ogólnym, ale odnotowano duże różnice między państwami w 2022 r. i na początku 2023 r. – także w strefie euro, gdzie dywergencja stwarza większe ryzyko dla konkurencyjności. Bardzo silny wzrost w niektórych państwach członkowskich oznacza gwałtowne przyspieszenie w porównaniu z ostatnimi latami. W większości państw doszło do znacznych podwyżek wynagrodzeń, ale wciąż były one niższe niż wzrost kosztów utrzymania. W efekcie wystąpiła presja na budżety gospodarstw domowych, zwłaszcza w przypadku osób o niskich dochodach. W 2023 r. nastąpiło przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń. W rezultacie w większości państw prognozuje się jeszcze szybszy wzrost jednostkowych kosztów pracy w 2023 r. niż w 2022 r.; silny wzrost jest oczekiwany nawet w państwach, w których koszty te rosły w umiarkowanym tempie. Łącznie przewiduje się spadek wynagrodzeń w ujęciu realnym w latach 2022 i 2023. Na 2024 r. prognozuje się znaczne spowolnienie stopy wzrostu jednostkowych kosztów pracy, ale prognoza ta obarczona jest dużą niepewnością, ponieważ wynagrodzenia uzależnione są od rokowań, których w wielu państwach jeszcze nie przeprowadzono. Oczekiwany większy wzrost jednostkowych kosztów pracy w niektórych państwach będących wierzycielami netto powinien sprzyjać dalszemu symetrycznemu przywracaniu równowagi pozycji zewnętrznych wewnątrz strefy euro w 2023 i 2024 r.
- Nominalna deprecjacja euro względem innych ważnych walut w 2022 r. – gdy wpływ kryzysu energetycznego był bardziej bezpośrednio odczuwalny w Europie, a warunki monetarne pozostawały mniej restrykcyjne – spowodowała ogólną deprecjację **realnego efektywnego kursu walutowego strefy euro**. W pierwszej połowie 2023 r. euro

umocniło się. Wewnątrz strefy euro w państwach o wysokiej inflacji notuje się stałą aprecjację realnego efektywnego kursu walutowego, wynikającą głównie ze zróżnicowania inflacji bazowej. Poza strefą euro zmiany nominalnego kursu walutowego były ważnym czynnikiem wpływającym na realne efektywne kursy walutowe i w większości państw po nominalnej deprecjacji w 2022 r. nastąpiła pewna aprecjacja w ciągu 2023 r., nawet w stosunku do euro. Ogółem zaostrożenie polityki pieniężnej nastąpiło wcześniej i w większym stopniu w państwach nienależących do strefy euro, zwłaszcza na samym początku okresu inflacji. W państwach tych utrzymuje się jednak wysoka presja cenowa, mimo wyraźnej redukcji inflacji ogólnej od początku bieżącego roku.

- **Relacja długu przedsiębiorstw do PKB** zmniejszyła się w 2022 r., co jest efektem silnego wzrostu nominalnego PKB. Przez większość 2022 r. notowano silne przepływy kredytów, ale pod koniec roku ich tempo gwałtownie spadło. Zyski przedsiębiorstw na ogół wzrosły dzięki większej możliwości kształtowania cen. W ostatnim czasie nastąpiło jednak spowolnienie wzrostu zysków jednostkowych, szczególnie odczuwalne w przemyśle. W niektórych państwach do 2023 r. wystąpiło aktywne zmniejszenie zadłużenia, ponieważ przepływy kredytów przybrały wartość ujemną. W wielu państwach członkowskich saldo zadłużenia pozostaje jednak znaczne, a w niektórych przypadkach przekracza poziom sprzed pandemii i stanowi czynnik ryzyka. Kredyty dla przedsiębiorstw mają zwykle zmienną stopę procentową i krótkie terminy wymagalności, w związku z czym rosnące obciążenie odsetkami zwiększa presję w niektórych sektorach, m.in. nieruchomości komercyjnych. W niektórych państwach zaczęto odnotowywać wzrost odsetka kredytów zagrożonych i liczby przypadków upadłości przedsiębiorstw oraz ich koncentrację w sektorach wysokiego ryzyka, w tym zakwaterowania, żywności i transportu. W najbliższej przyszłości podatność przedsiębiorstw na zagrożenia prawdopodobnie wzrośnie ze względu na rosnące stopy procentowe, malejące zyski, potencjalne presje konkurencyjności kosztowej oraz ograniczony dostęp do finansowania. Ograniczone korzystanie z nowych kredytów i pożyczek prawdopodobnie utrudni również inwestycje przedsiębiorstw, co wpłynie na perspektywy wzrostu w przyszłości.
- W większości państw członkowskich w pierwszych miesiącach 2022 r. wzrost **cen nieruchomości mieszkalnych** dalej przyspieszał, a następnie osiągnął punkt zwrotny. Wyższe oprocentowanie kredytów hipotecznych w połączeniu z mniejszymi realnymi dochodami do dyspozycji doprowadziło do spowolnienia wzrostu cen nieruchomości mieszkalnych, przy czym w państwach najbardziej dotkniętych tą sytuacją ceny spadły w ujęciu kwartalnym, a nawet rocznym, dzięki czemu skala ich zawyżenia jest mniejsza. Oczekuje się dalszego dostosowania cen nieruchomości mieszkalnych do wyższych stóp procentowych. W kilku państwach, w których stopy oprocentowania kredytów hipotecznych nie wzrosły znacząco lub występuje napływ finansowania z zagranicy, utrzymuje się jednak znaczny wzrost cen nieruchomości mieszkalnych i duża aktywność w sektorze budownictwa.
- W 2022 r. w dalszym ciągu zmniejszały się **wskaźniki zadłużenia gospodarstw domowych**, pomimo znacznych przepływów kredytów hipotecznych w początkowych miesiącach roku. Zadłużenie gospodarstw domowych nadal spada w 2023 r. ze względu na ograniczone przepływy kredytów hipotecznych, a efekt mianownika jest słabszy niż w 2022 r., ponieważ spada tempo wzrostu realnego PKB i maleje inflacja. Pomimo trwającej redukcji wskaźników zadłużenia obciążenie odsetkami niektórych gospodarstw domowych rośnie i będzie nadal wzrastać w wielu państwach, w miarę jak wyższe stopy procentowe stopniowo przekładają się na miesięczne spłaty kredytów hipotecznych. Jak szybko i w jakim zakresie to nastąpi, zależy będzie od tego, na jaki okres zawarto umowy kredytów hipotecznych o stałym oprocentowaniu oraz jaką część płatności

miesięcznych stanowią płatności odsetek. W całej UE stopy oprocentowania kredytów hipotecznych znacznie wzrosły w 2022 r., przekraczając poziomy notowane w ciągu ostatniego dziesięciolecia. W kilku państwach osiągnęły już szczytowe wartości w ostatnim czasie i zaczęły spadać, ale w większości krajów koszty finansowania zewnętrznego wciąż rosły we wrześniu 2023 r.

- W 2022 r. **relacja długu publicznego** do PKB obniżyła się za sprawą wzrostu nominalnego, który wywołał silny efekt mianownika, i w dalszym ciągu maleje. Wzrost nominalny przyczynił się też do znacznych dochodów podatkowych, które zmniejszyły deficyt publiczny. Środki wsparcia mające złagodzić wpływ wyższych cen energii wywarły wprawdzie niekorzystny wpływ na deficyt, ale zwykle zastępowały one jeszcze większe pakiety wsparcia związanego z pandemią. Relacja długu publicznego do PKB utrzymuje się na wyższym poziomie niż przed kryzysem związanym z COVID-19 w większości państw, z wyjątkiem przede wszystkim niektórych wysoce zadłużonych państw o bardzo silnym wzroście realnego PKB. Prognozuje się, że w latach 2023 i 2024 poziom długu będzie się obniżać wolniej w większości państw, a w niektórych jego spadek zostanie zahamowany. Obciążenie odsetkami długu publicznego zwiększa się i w wielu państwach potrzeby finansowe brutto pozostają znaczące, a ponadto oczekuje się, że wysoka inflacja stopniowo przełoży się na wyższe wydatki sektora instytucji rządowych i samorządowych.
- Wyższa inflacja i rosnące stopy procentowe zmieniły warunki dla **sektora bankowego**, umożliwiając mu większe zyski dzięki wzrostowi marż odsetkowych. Ogółem sektor bankowy jest dobrze wyposażony w kapitał i ma wystarczającą płynność. Pomimo presji ciążących na kredytobiorcach jak dotąd niski poziom kredytów zagrożonych pozostaje stabilny. W następstwie upadłości banków w Stanach Zjednoczonych i Szwajcarii w marcu bieżącego roku sektor bankowy strefy euro doświadczył przejściowych obniżek wycen, ale poza tym upadłości te nie spowodowały wzrostu podatności tego sektora na zagrożenia. Słabe krótkoterminowe perspektywy gospodarcze mogą jednak wpłynąć na aktywa i ryzyko kredytowe, a pewne sektory, np. nieruchomości komercyjnych, są źródłem potencjalnych napięć. Istnieje też niepewność co do możliwych ukrytych podatności na zagrożenia w sektorze finansowym, w tym w sektorze instytucji finansowych niebędących bankami. Wyniki testu warunków skrajnych przeprowadzonego w 2023 r. przez Europejski Urząd Nadzoru Bankowego i Europejski Bank Centralny wskazują, że europejskie banki są zdolne poradzić sobie z niekorzystnymi warunkami i stały się bardziej odporne w porównaniu z poprzednimi testami.

Perspektywy dotyczące zakłóceń równowagi

Silny wzrost nominalny ułatwia zmniejszanie zadłużenia, łagodząc niektóre długoterwałe zakłócenia równowagi, ale zwiększyły się presje wynikające z zaostrzenia warunków finansowania. Środowisko inflacyjne ułatwiło szybsze bierne zmniejszanie zadłużenia i będzie dalej ograniczać zadłużenie, dopóki nie pojawią się nowe napięcia. W przypadku państw, które zmniejszają zadłużenie, obecny klimat sprzyja i powinien nadal sprzyjać łagodzeniu podatności na zagrożenia. Ciągłe stopniowe zmniejszanie zadłużenia może być kontynuowane w państwach, w których występują od długiego czasu podatności na zagrożenia, pod warunkiem braku dodatkowych potrzeb w zakresie finansowania, ale może być trudniejsze, jeżeli kredyty i pożyczki sektora prywatnego były zaciągane w ostatnich latach przez gospodarstwa domowe o przeciążonych budżetach, a potrzeby finansowe sektora instytucji rządowych i samorządowych są związane z refinansowaniem zobowiązań krótkoterminowych. W państwach, w których obsługa zadłużenia wymaga znacznego rolowania długu, a sektor prywatny zmaga się z problemem szybko rosnących płatności z tytułu kredytów hipotecznych, zwiększone koszty obsługi zadłużenia stwarzają

ryzyko dla gospodarki. Przedsiębiorstwa niefinansowe o dużym zadłużeniu mogą mieć trudności ze spłatą swoich zwiększonych zobowiązań finansowych, jeżeli doświadczają dodatkowych presji wynikających ze zmieniających się warunków gospodarczych, w tym presji na ich konkurencyjność. W niektórych przypadkach stopy procentowe przekraczają stopy wzrostu nominalnego PKB lub są do nich zbliżone, co może powodować efekt „kuli śnieżnej” zwiększający dług publiczny, a powstrzymanie tego efektu wymaga większych nadwyżek pierwotnych.

Ryzyko utrwalenia się spadku konkurencyjności kosztowej staje się coraz bardziej konkretne, w miarę jak postępuje dywergencja presji cenowych i kosztowych. Obawy dotyczące konkurencyjności kosztowej wyrażono w ubiegłorocznym sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania, ponieważ zróżnicowane wzrosty cen i kosztów przybliżyły perspektywę realnej aprecjacji i wynikającego z tego ryzyka utraty konkurencyjności w państwach o znacznym wzroście cen. Obawy te wciąż są aktualne, choć w niektórych przypadkach zostały rozwiane. W niektórych państwach o wysokiej inflacji występują oznaki „lepkości” inflacji bazowej na wysokim poziomie oraz ciągle silny wzrost jednostkowych kosztów pracy, podczas gdy w innych państwach inflacja bazowa obniża się, co zwiększa różnice w poziomach cen. Trwała utrata konkurencyjności może wywierać wpływ na rozwój innych obszarów gospodarki, w przypadku gdy występują podatności, takie jak istniejący wcześniej dług lub napięcia szczególnie zadłużonych sektorach. W przypadku państw strefy euro nie ma możliwości dostosowania krajowych kosztów i cen w drodze zmian nominalnego kursu walutowego. Rozbieżne efekty inflacyjne utrudniają ponadto zadanie organu kształtującego politykę pieniężną, ponieważ jednolita transmisja zmian kursu polityki pieniężnej do wszystkich części unii walutowej może być utrudniona z powodu różnic w realnych stopach procentowych w strefie euro, co w niektórych przypadkach może się przyczyniać do dalszej dywergencji. W całej UE państwa mogą napotykać na trudności, gdy starają się przeciwdziałać wysokiej inflacji i niskiemu wzrostowi gospodarczemu, a jednocześnie nie odbiegać od innych państw.

Dostosowanie sald obrotów z zagranicą po wstrząsie cenowym może stanowić wyzwanie, zwłaszcza dla państw wykazujących deficyt bilansu płatniczego. Część państw staje wobec perspektywy utrzymania się dużych deficytów obrotów bieżących w najbliższej przyszłości, czy to ze względu na dużą zależność od importu energii czy też odporny popyt krajowy, co jest często związane z luźną polityką fiskalną. Utrzymujące się wysokie ceny energii mogą wymagać przyspieszenia kosztownych korekt strukturalnych w celu odejścia od dużej zależności od importu, aby uniknąć narastania zadłużenia zewnętrznego lub ograniczenia wzrostu potencjalnego. Z czasem słabości zewnętrzne i wzrost zadłużenia zewnętrznego mogłyby wywołać napięcia gospodarcze w sytuacji spadku konkurencyjności kosztowej i braku ograniczeń popytu wewnętrznego. Większość państw zagrożonych trwałą utratą konkurencyjności wynikającą z wysokiej inflacji dysponuje pewnym marginesem, jeżeli chodzi o wymiar zewnętrzny gospodarki, ponieważ ich wyjściowe pozycje zewnętrzne są silne. Nadwyżki obrotów bieżących, które zmniejszyły się w 2022 r., ponownie rosną. Wyższe długoterminowe ceny energii wpłynęłyby na produkcję globalną tych państw. W jakim stopniu wpłyną na salda obrotów bieżących, zależy będzie od reakcji strony popytowej. Ponowne przywrócenie równowagi w strefie euro zależy od relatywnych dostosowań między państwami mającymi nadwyżki a państwami mającymi deficyty w miarę normalizacji warunków gospodarczych i prognozuje się, że przywracanie równowagi będzie kontynuowane.

W większości przypadków odwrócenie dynamiki cen nieruchomości mieszkalnych jest związane z łagodnym dostosowaniem do wyższych stóp procentowych, ale w innych przypadkach dynamika ta budzi większe zaniepokojenie i może wywołać efekty zewnętrzne w innych sektorach. W większości przypadków można oczekiwać, że

trwająca obecnie modulacja lub redukcja cen nieruchomości mieszkalnych będzie ograniczona do korekty poziomu, która odzwierciedla warunki wyższych stóp procentowych, po czym nastąpi powrót na długotrwałą ścieżkę wzrostu napędzaną ograniczoną podażą mieszkań. Możliwe są jednak sprzężenia zwrotne z gospodarką. Są one widoczne zwłaszcza w państwach, w których wyższe stopy oprocentowania kredytów hipotecznych ograniczyły spożycie w sektorze gospodarstw domowych, w sytuacji gdy gospodarstwa te są mocno zadłużone. Ponadto różnice w tym, jak stopy procentowe przekładają się na spłaty kredytów i pożyczek, również mogą prowadzić do zakłóceń w transmisji polityki pieniężnej. W państwach, w których ceny nieruchomości mieszkalnych maleją, spadki cen mogą być źródłem presji na banki, ponieważ zmniejszenie wartości ich zabezpieczeń obniża jakość aktywów i wpływa niekorzystnie na kapitalizację, a także na podaż kredytów dla reszty gospodarki. Problem ten może dotknąć w szczególności przedsiębiorstwa niefinansowe, które są bardzo aktywne w sektorze nieruchomości komercyjnych, jak również banki o dużej ekspozycji w sektorze nieruchomości komercyjnych. Z drugiej strony w niektórych państwach wciąż notuje się silny wzrost cen, prawdopodobnie związany ze zbyt niskimi stopami procentowymi lub z napływem zewnętrznych środków pieniężnych, a stałe narastanie ryzyka w sektorze nieruchomości może prowadzić do większej podatności na zagrożenia i potencjalnie gwałtownej korekty w przyszłości.

Wnioski dotyczące poszczególnych państw

W 2024 r. przygotowane zostaną szczegółowe oceny sytuacji dotyczące 11 państw członkowskich, w których stwierdzono występowanie zakłóceń równowagi lub nadmiernych zakłóceń równowagi w 2023 r.³ Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania zawiera przegląd najważniejszych danych leżących u podłoża tych zakłóceń. W szczegółowych ocenach sytuacji z 2024 r., które zostaną opublikowane w pierwszej połowie 2024 r., przeprowadzona zostanie ocena ekonomiczna, aby stwierdzić, czy te zakłócenia pogarszają się, czy są poddawane korekcie, czy też zostały już skorygowane, z myślą o aktualizacji dotychczasowych ocen i analizie ewentualnych utrzymujących się potrzeb w zakresie polityki. Dotyczy to **Cypru, Francji, Niemiec, Grecji, Włoch, Węgier, Niderlandów, Portugalii, Rumunii, Hiszpanii i Szwecji**.

Ponadto interpretacja ekonomiczna tabeli wskaźników prowadzi do wniosku, że przeprowadzona zostanie też szczegółowa ocena sytuacji na Słowacji, ponieważ występuje tam szczególne ryzyko nowo pojawiających się zakłóceń równowagi. W przypadku **Słowacji** utrzymują się obawy dotyczące konkurencyjności kosztowej, rachunków zewnętrznych, finansów publicznych, cen nieruchomości mieszkalnych oraz zadłużenia gospodarstw domowych. Problemy te przeanalizowano w szczegółowej ocenie sytuacji wiosną 2023 r., ale uznano je za zasadniczo ograniczone w najbliższej przyszłości przy założeniu, że złagodnieją wraz z normalizacją warunków gospodarczych, co doprowadziło do wniosku o braku zakłóceń równowagi⁴. Obecna interpretacja tabeli wskaźników dla Słowacji pokazuje, że w 2022 r. cztery wskaźniki przekroczyły orientacyjne wartości progowe, a mianowicie międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, udział w rynkach eksportowych, jednostkowe koszty pracy oraz stopa bezrobocia młodzieży. Interpretacja ekonomiczna tabeli wskaźników wskazuje na ryzyko zakłóceń równowagi, ponieważ nie ma wyraźnych oznak ograniczania tych czynników ryzyka. Przewiduje się, że po kilku latach znacznego wzrostu nominalne jednostkowe koszty pracy rosnąć będą jeszcze szybciej, w tempie większym niż w strefie euro ogółem. Inflacja ogólna i bazowa utrzymują się na znacznie wyższym poziomie niż w innych państwach strefy euro i różnica ta

³ Komunikat Komisji, Europejski semestr 2023 – pakiet wiosenny, COM(2023) 600.

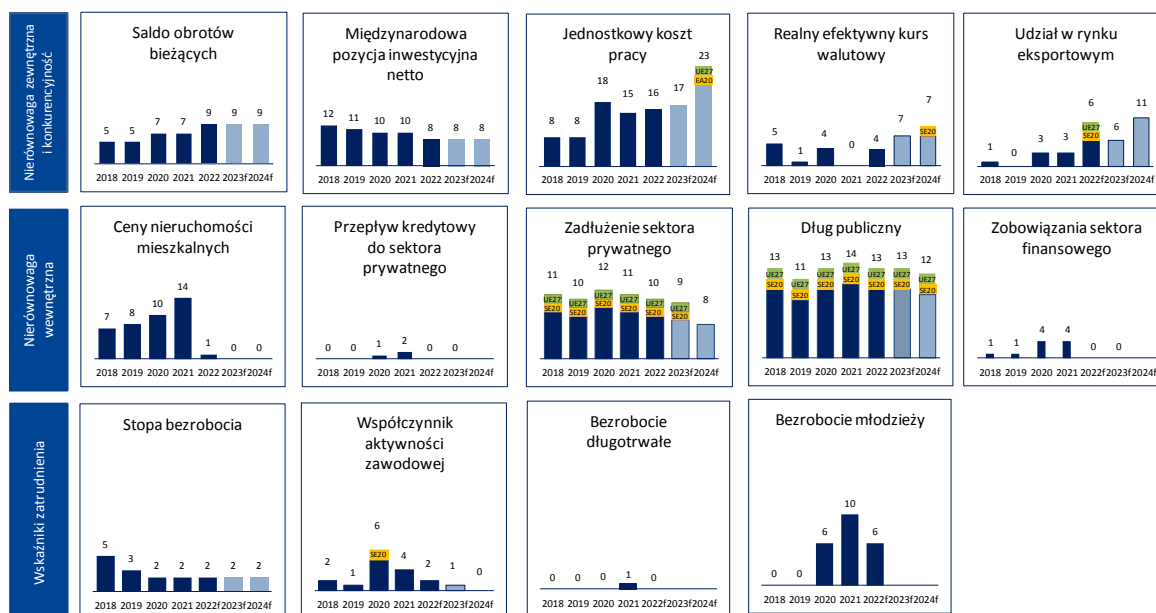
⁴ Zob. poprzedni przypis; zob. także: Szczegółowa ocena sytuacji na Słowacji, 24 maja 2023 r., SWD(2023) 643 final.

nie zmniejsza się wystarczająco, aby zniwelować narosłe wzrosty poziomów cen. Deficyt obrotów bieżących jest w dalszym ciągu znaczny, mimo że w ostatnim czasie maleje z powodu niższych cen energii. Oczekuje się, że wyraźnie ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto nie zmieni się w roku bieżącym, zaś w przyszłym roku nieco się pogorszy; obecnie międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto z wyłączeniem instrumentów z gwarantowaną spłatą jest na najniższym poziomie od dwóch dziesięcioleci. Według przewidywań zwiększy się deficyt publiczny, zaś dług publiczny będzie rosł w miarę spowalniania wzrostu nominalnego PKB i zwiększania deficytu. W ostatnim czasie nastąpiło odwrócenie wzrostu nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych, ale ceny te wciąż wykazują oznaki zawyżenia. Oczekuje się, że relacja zadłużenia gospodarstw domowych do PKB, która przez ostatnie dwa dziesięciolecia wykazywała tendencję wzrostową, w roku bieżącym zmniejszy się na skutek wysokiej inflacji, zaś przepływy kredytowe pozostaną odporne.

Na tym etapie nie ma potrzeby przeprowadzania szczegółowej oceny sytuacji w pozostałych państwach członkowskich. W odniesieniu do państw członkowskich, które objęto szczegółową oceną sytuacji wiosną 2023 r., ale nie odnotowano w nich zakłóceń równowagi ani nadmiernych zakłóceń równowagi (**Czechy, Estonia, Łotwa, Litwa i Luksemburg**), w obecnym sprawozdaniu przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania stwierdzono, że choć pewne tendencje mogą budzić obawy, to związane z nimi ryzyko zakłóceń równowagi zmniejsza się w miarę, jak postępuje normalizacja warunków gospodarczych.

W przypadku **czterech** innych państw członkowskich interpretacja ekonomiczna tabeli wskaźników prowadzi do wniosku, że choć nie występują w nich zakłócenia równowagi, ani ryzyko wystąpienia takich zakłóceń, niektóre tendencje lub kwestie budzące obawy zasługują na uwagę. W **Bułgarii** dotyczy to rozwoju sytuacji w zakresie konkurencyjności kosztowej, dużej dynamiki zaciągania pożyczek i kredytów w sektorze gospodarstw domowych i silnego wzrostu cen nieruchomości mieszkalnych. Przewiduje się dalszy gwałtowny wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy w sytuacji, gdy inflacja bazowa znacznie przekracza średnią dla strefy euro. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych w ostatnim czasie uległ spowolnieniu, ale wciąż jest wysoki, i utrzymuje się dynamika zaciągania pożyczek i kredytów w sektorze gospodarstw domowych, chociaż jego zadłużenie jest ograniczone. Silna pozycja zewnętrzna i trwający proces nominalnej konwergencji łagodzą te ryzyka. W **Chorwacji** presje na konkurencyjność kosztową zwiększyły się w ostatnim czasie i notuje się silny wzrost cen nieruchomości mieszkalnych. Choć nominalne jednostkowe koszty pracy wyraźnie wzrosły, to znaczne różnice w porównaniu ze strefą euro obserwuje się dopiero w ostatnim czasie, co łagodzi ryzyko. Dług publiczny jest wysoki, ale stale się zmniejsza i według prognoz do końca roku ma spaść do poziomu poniżej 60 % PKB. Wzrost nominalnych cen nieruchomości mieszkalnych pozostaje wysoki i ceny w dalszym ciągu mocno rosną. W **Danii** duża nadwyżka obrotów bieżących jeszcze się zwiększyła i notuje się bardzo wysokie zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych i gospodarstw domowych. Nadwyżka obrotów bieżących jest największa w UE, rosła przez całe ostatnie dziesięciolecie i również w 2022 r. odnotowano jej dalszy wzrost. Według prognoz nadwyżka będzie rosła wolniej, ale jej poziom pozostanie bardzo wysoki, ryzyko efektów zewnętrznych jest jednak ograniczone, a fundamentalne parametry gospodarcze Danii są nadal silne. W **Polsce** na większą uwagę zasługuje rozwój sytuacji w zakresie jednostkowych kosztów pracy oraz powiększający się duży deficyt publiczny. Nominalne jednostkowe koszty pracy wyraźnie wzrosły w ubiegłym roku i przewiduje się, że wzrosną jeszcze bardziej w roku bieżącym, zaś inflacja ogólna i bazowa są wyższe niż średnie dla strefy euro i UE. Deficyt publiczny powiększył się w ubiegłym roku i według prognoz zwiększy się jeszcze znacznie w 2023 r., ale pozycja zewnętrzna dalej poprawia się i nie przekracza już wartości progowej tabeli wskaźników, co łagodzi ryzyko.

Wykres 1: Liczba państw członkowskich oraz dane zagregowane dla strefy euro i UE, w przypadku których zmienne ujęte w tabeli wskaźników przekraczają wartość progową



Liczbę państw członkowskich odnotowujących zmienne tabeli wskaźników przekraczające odpowiednie wartości progowe w danym roku podano na podstawie rocznika tabeli wskaźników publikowanego wraz z odpowiednim rocznym sprawozdaniem przedkładanym w ramach mechanizmu ostrzegania. Dane zagregowane dla UE27 i SE20 dodano, jeśli przekraczają wartość progową. Ze względu na możliwe rewizje *ex post* danych liczba wartości przekraczających progi obliczona przy użyciu najnowszych danych dla zmiennych tabeli wskaźników może być inna niż liczba podana na powyższym wykresie; Przykładowo, wzrost liczby państw członkowskich, w których salda obrotów bieżących przekraczają wartości progowe, między danymi z roku 2019 a 2020, widoczny na powyższym wykresie, wynika głównie z rewizji danych. Prognozy (oznaczone literą „f” na wykresie) dotyczące zobowiązań sektora finansowego sporządzono wyłącznie na 2022 r.; prognoz dotyczących bezrobocia długotrwałego ani bezrobocia młodzieży nie opracowano.

Źródło: Eurostat oraz obliczenia Komisji

Wykres 2: Zmienne tabeli wskaźników sprawozdania przedkładanego w ramach mechanizmu ostrzegania, 2022 r., według państw

Saldo obrotów bieżąc.	MPI netto	REER	Udział w rynku eksport.	0,6%	57,7%	1,7%	-1,9%	-1,0%	-12,9%	5,8%	15,5%	-2,3%	-19,7%	13,7%	-7,7%
Nom. j. koszt pracy	Tabela wskaźników			10,1%	Belgia			23,6%	Bułgaria			14,8%	Czechy		
Przepływ kredytu prywatn.	Dług sektora prywatn.	Dług publiczny	Zobow. sektora finans.	5,7%	161,4%	104,3%	-2,7%	5,9%	74,6%	22,6%	12,0%	4,5%	76,1%	44,2%	3,2%
Bezrob.	Bezrob. długotrw.	Współcz. aktyw. zawod.	Bezrob. młod.	5,9%	0,2%	1,4%	1,9%	5,2%	-0,6%	0,5%	-1,4%	2,5%	0,0%	0,5%	1,2%
10,2%	58,2%	-1,2%	12,4%	6,3%	70,2%	-0,5%	-13,0%	-2,6%	-20,2%	8,8%	17,0%	6,0%	-116,8%	-4,6%	32,1%
7,2%	Dania			7,2%	Niemcy			19,0%	Estonia			-10,6%	Irlandia		
13,1%	188%	29,8%	-1,6%	6,7%	118,4%	66,1%	1,5%	9,2%	94,3%	18,5%	1,6%	2,0%	147,1%	44,4%	-4,0%
5,1%	-0,3%	1,3%	0,5%	3,5%	-0,2%	1,4%	-0,2%	6,2%	0,4%	2,0%	7,0%	5,5%	-0,3%	3,5%	-2,4%
-7,9%	-144,2%	-2,5%	12,6%	0,7%	-60,2%	-0,7%	-7,8%	-1,1%	-23,8%	-3,8%	-10,7%	-0,9%	-25,4%	-0,6%	12,1%
3,5%	Grecja			10,8%	Hiszpania			11,1%	Francja			11,0%	Chorwacja		
1,1%	100,8%	172,6%	-0,5%	0,3%	123,5%	111,6%	-4,5%	8,7%	163,9%	111,8%	-1,3%	6,0%	79,3%	68,2%	9,5%
14,9%	-3,6%	0,9%	-6,1%	14,4%	-0,3%	0,2%	-2,7%	7,7%	-0,3%	1,0%	-3,4%	7,4%	0,0%	3,4%	1,4%
1,6%	4,7%	-1,9%	-8,4%	-8,0%	-96,2%	-3,0%	20,7%	-1,9%	-26,5%	5,7%	15,3%	1,0%	-7,0%	9,8%	28,8%
4,9%	Włochy			-1,2%	Cypr			16,7%	Łotwa			27,7%	Litwa		
2,9%	105,5%	141,7%	-5,7%	-3,9%	213,4%	85,6%	-2,3%	3,0%	52,5%	41%	4,1%	6,8%	51,4%	38,1%	1,0%
9,0%	-1,3%	-0,2%	-5,5%	7,3%	0,2%	2,2%	2,0%	7,5%	-0,7%	-0,5%	2,6%	7,2%	0,4%	0,6%	0,0%
8,0%	47%	-0,5%	-0,8%	-4,5%	-50,8%	-8,1%	-3,5%	0,1%	78,8%	-3,1%	2,7%	8,8%	75,2%	3,2%	-0,1%
13,2%	Luksemburg			23,1%	Węgry			8,6%	Malta			9,8%	Niderlandy		
-19,5%	325,5%	24,7%	-4,9%	9,2%	78,8%	73,9%	8,6%	6,4%	121,8%	52,3%	5,9%	6,9%	210,1%	50,1%	-3,7%
5,6%	0,0%	1,5%	0,6%	3,9%	0,1%	2,5%	-0,6%	3,6%	0,1%	4,1%	-1,0%	4,2%	-0,2%	1,3%	-0,9%
1,6%	17,6%	0,1%	-4,7%	-0,4%	-33,4%	-0,2%	16,6%	-1,0%	-83,6%	-2,9%	-1,9%	-7,1%	-40,6%	2,6%	6,7%
10,7%	Austria			16,9%	Polska			10,7%	Portugalia			10,4%	Rumunia		
5,0%	121,9%	78,4%	-3,0%	1,9%	63,5%	49,3%	3,0%	2,9%	141,1%	112,4%	-4,0%	3,3%	43,3%	47,2%	8,2%
5,7%	-0,2%	0,5%	0,4%	3,2%	0,2%	3,6%	0,9%	6,5%	-0,1%	1,5%	0,7%	5,8%	0,2%	3,5%	1,8%
3,2%	-1,5%	-1,3%	2,9%	-3,6%	-61%	3,8%	-6,6%	-0,5%	-1,7%	-3,1%	-2,0%	5,8%	34,8%	-1,4%	-2,7%
14,3%	Słowenia			13,3%	Słowacja			8,6%	Finlandia			5,8%	Szwecja		
5,2%	66,0%	72,3%	-1,4%	9,3%	92,7%	57,8%	-9,3%	2,3%	144,7%	73,3%	1,7%	10,6%	207,3%	32,9%	3,7%
4,6%	-0,3%	1,6%	2,0%	6,5%	0,2%	1,4%	2,8%	7,4%	0,0%	2,5%	-3,5%	8,3%	0,4%	1,0%	2,3%

Źródło: Eurostat oraz obliczenia Komisji (zob. Załącznik statystyczny, Dokument roboczy służb Komisji, Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania 2024, SWD(2023) 902).