

Monitor Konwergencji z Unią Gospodarczą i Walutową

Marzec 2016

Monitor Konwergencji z Unią Gospodarczą i Walutową (UGW) jest coroczną publikacją Ministerstwa Finansów mającą na celu ocenę stopnia podobieństwa polskiej gospodarki do państw UGW. Monitor zastępuje dotychczasowe regularne publikacje Ministerstwa z tego zakresu, tj. Monitor Konwergencji Nominalnej oraz Monitor Konwergencji Realnej.

Materiał został przygotowany w Departamencie Polityki Makroekonomicznej Ministerstwa Finansów. Analiza przeprowadzona w niniejszej edycji Monitora opiera się na danych dostępnych do dnia 17 marca 2016 r.

Spis treści

Podsumowanie	4
1. Wprowadzenie.....	5
2. Konwergencja realna	6
3. Podobieństwo struktur finansowych	8
4. Konkurencyjność i elastyczność gospodarki	10
5. Formalna ocena Polski w ramach MIP	12
6. Konwergencja nominalna.....	13
6.1. Kryterium stabilności cen.....	13
6.2. Kryterium stóp procentowych	14
6.3. Kryterium fiskalne	15
6.4. Kryterium stabilności kursu walutowego	15
Temat specjalny: struktura własnościowa gospodarki według sektorów	16
Aneks 1: Wykresy i informacje uzupełniające.....	18
Konwergencja realna.....	18
Podobieństwo struktur finansowych	21
Konwergencja nominalna	23
Aneks 2: metodyka prowadzonych badań.....	26
Miara podobieństwa struktur gospodarczych.....	26
Zbieżność cykli koniunkturalnych	26
Analiza skupień.....	26
Wyznaczanie wartości referencyjnej kryteriów konwergencji nominalnej	27

Podsumowanie

- W 2014 r. została potwierdzona obserwowana dotychczas tendencja w zakresie pogłębiania różnic w strukturze PKB pomiędzy państwami z derogacją a strefą euro. W przypadku Polski różnice te wynikają z większego niż w krajach strefy euro udziału w strukturze produktu krajowego brutto przemysłu, budownictwa, handlu i napraw oraz mniejszego udziału pośrednictwa finansowego i działalności naukowej. Podobne tendencje (osłabienie skali podobieństwa pomiędzy Polską a strefą euro) obserwowane są również w przypadku struktur inwestycji.
- Rozbieżności w zakresie struktur gospodarczych między Polską a strefą euro nie stanowiły jednak dotychczas przeszkody dla wysokiego poziomu podobieństwa cykli koniunkturalnych w obu obszarach. Przeprowadzona analiza potwierdziła wysoki poziom zbieżności szeregów czasowych w przypadku zarówno produktu krajowego brutto, jak i poszczególnych analizowanych podkategorii.
- Obserwowane dotychczas różnice w strukturze gospodarek oraz – w mniejszym stopniu – w przebiegu cykli koniunkturalnych pomiędzy krajami rozwijającymi się a rozwiniętymi są charakterystyczne dla procesu doganiania. W dłuższej perspektywie powinno zatem dojść do zwiększania stopnia podobieństwa w stosunku do państw członkowskich strefy euro.
- Na tle krajów regionu Polska odnotowuje umiarkowany udział firm zagranicznych. Wśród krajów naszego regionu Polska charakteryzuje się także najmniejszą dysproporcją pomiędzy produktywnością firm zagranicznych i krajowych. Wraz z postępującą konwergencją do dojrzałych gospodarek można się spodziewać, że znaczenie inwestycji zagranicznych będzie ulegać stopniowemu zmniejszeniu. Wśród dojrzałych gospodarek UE udział firm zagranicznych w tworzeniu PKB jest niższy, ale również w ich przypadku produktywność pracy w firmach zagranicznych jest wyższa niż w sektorze krajowym.
- Od momentu wstąpienia do Unii Europejskiej systematycznie wzrasta relatywny poziom dochodów mieszkańców krajów z derogacją – w tym m.in. w Polsce – i stopniowo zbliża się on do średniego poziomu dochodów mieszkańców państw członkowskich strefy euro. W okresie od rozpoczęcia kryzysu, spośród analizowanych krajów największy wzrost poziomu dochodów w odniesieniu do strefy euro odnotowano na Litwie i w Polsce. Od wejścia do UE relatywny poziom dochodów w Polsce wzrósł o 19 pp., aczkolwiek wciąż jest jednym z najniższych w UE.
- Dysproporcje występujące pomiędzy Polską a strefą euro w zakresie podobieństwa struktur finansowych są efektem m.in. niższego poziomu rozwoju sektora finansowego. Z uwagi na stabilność obecnego, konserwatywnego modelu, konwergencją do stanu obserwowanego w rozwiniętych państwach UGW nie zawsze należy uznać za pożądaną.
- Konkurencyjność polskiej gospodarki systematycznie wzrasta, co jest regularnie odnotowywane w raportach organizacji międzynarodowych. Poprawie uległa jakość infrastruktury oraz innowacyjność gospodarki. Działania powinny być natomiast skierowane na zwiększenie efektywności rynku pracy, m.in. w zakresie wykorzystania talentów oraz redukcji barier dla przedsiębiorczości i poprawy jakości instytucji.
- Dla uzyskania wysokiej i trwałej konkurencyjności polskiej gospodarki konieczne jest jednak zapewnienie wysokiej innowacyjności produktów czy usług. Podobnie jak większość państw Europy Środkowo-Wschodniej, Polska jest bowiem obecnie zaliczana do gospodarek o relatywnie niskim poziomie innowacyjności
- Rozwój gospodarczy Polski odbywa się obecnie w warunkach braku nadmiernych nierównowag, identyfikowanych przez Komisję Europejską w ramach tzw. *procedury nierównowag makroekonomicznych*.
- Bieżące szacunki dotyczące wypełniania przez Polskę kryteriów konwergencji nominalnej wskazują na wypełnienie trzech kryteriów (stabilności cen, stóp procentowych oraz kryterium fiskalnego). Niewypełnione pozostaje kryterium stabilności kursu walutowego (z uwagi na fakt, iż złoty nie został włączony do mechanizmu ERM II).

1. Wprowadzenie

Przy obecnym stopniu podobieństwa gospodarek Polski i strefy euro – w szczególności w zakresie poziomu rozwoju (mierzonego np. przez PKB per capita) – członkostwo Polski w strefie euro mogłoby stanowić źródło zaburzeń w gospodarce. Analiza sytuacji na poziomie europejskim wskazuje natomiast, iż trwałe ustabilizowanie sytuacji w strefie euro – stanowiące niezbędny warunek dla ewentualnej akcesji Polski do obszaru wspólnej waluty – stanowi odległą, wciąż niejasną perspektywę. Z tego względu priorytetem polskiej polityki gospodarczej jest obecnie zwiększenie potencjału i konkurencyjności gospodarki. Decyzja o niekontynuowaniu prac w zakresie przygotowań do wprowadzenia euro nie oznacza zaprzestania działań na rzecz wzmocnienia konkurencyjności i elastyczności polskiej gospodarki oraz zwiększenia stopnia podobieństwa gospodarczego do strefy euro. Naturalnym elementem wskazanego procesu jest natomiast regularne monitorowanie bieżącego położenia Polski na obranej ścieżce, co jest celem niniejszej publikacji.

Podobieństwo struktur gospodarczych współgra z poziomem rozwoju i zamożności życia w danym kraju. Im bliższe sobie są struktury gospodarcze w rozpatrywanych obszarach (m.in. struktura tworzenia PKB), tym bardziej zbliżony powinien być również poziom życia obywateli. Z tego względu poziom dochodu przypadającego na mieszkańca można traktować jako istotny wskaźnik podobieństwa. Zbliżanie się poziomów życia powinno natomiast – w ramach współzależności – wpływać na upodabnianie się struktur (m.in. w zakresie konsumpcji prywatnej). Na rzecz pogłębiania stopnia konwergencji realnej powinien działać wzrost intensywności wymiany handlowej.¹ Postępującemu procesowi konwergencji struktur gospodarczych powinien również towarzyszyć wzrost zbieżności cykli koniunkturalnych.² W podobnych do siebie gospodarkach fazy ożywienia, rozkwitu, kryzysu i depresji powinny następować w zbliżonych momentach czasowych i powinny

¹ por. McKinnon, R.I., 1963. Optimum currency areas. *American Economic Review* 53, 717–725.

² por. Fidrmuc, J. i Korhonen, I., 2006. Meta-analysis of the business cycle correlation between the euro area and the CEECs. *Journal of Comparative Economics* 34, issue 3, 518–537.

charakteryzować się zbliżoną amplitudą. (Rozdział 2).

Przedstawioną w Rozdziale 2 ocenę konwergencji realnej uzupełniono o porównanie struktur finansowych. Zestawienie kształtowania się tych struktur w Polsce i innych rozwijających się państwach naszego regionu z rozwiniętymi państwami unii walutowej może bowiem przyczynić się do identyfikacji tendencji, które będą zachodziły w polskim sektorze finansowym wraz z postępującym rozwojem gospodarczym. Wskazane obszary warto w tym kontekście porównać pod względem stopnia aktywności sektora bankowego (m.in. skłonności społeczeństwa do finansowania potrzeb środkami z kredytów konsumpcyjnych, popularności kredytów hipotecznych, płynności sektora bankowego, koncentracji działalności w sektorze bankowym) oraz relacji pomiędzy sektorem bankowym a rynkiem kapitałowym (m.in. rynek akcji, obligacji) jako źródłami finansowania potrzeb kapitałowych przedsiębiorstw (Rozdział 3).

Sprawnemu funkcjonowaniu gospodarki w warunkach międzynarodowej konkurencji sprzyja jej zdolność do szybkiego powrotu do równowagi po wystąpieniu wstrząsu. Do mechanizmów wpływających na szybkość i skuteczność reakcji można natomiast zaliczyć m.in. efektywnie funkcjonujący rynek pracy i rynek produktów, a innymi słowy stworzenie szeroko rozumianego otoczenia biznesowego, w którym podmioty będą mogły swobodnie prowadzić działalność gospodarczą i dostosowywać ją do bieżących warunków koniunkturalnych. Szczególną uwagę poświęcono elastyczności rynku produktów oraz rynku pracy, które są kluczowe z perspektywy szybkości dostosowań gospodarczych w efekcie wystąpienia szoku. Do przywrócenia równowagi mogą natomiast prowadzić zmiany cen produktów, poziomu produkcji, poziomu wynagrodzeń lub poziomu zatrudnienia w gospodarce/sektorze dotkniętym szokiem. Warunkiem skuteczności takiego rozwiązania jest jednak to, aby do reakcji poprzez wskazane kanały dochodziło możliwie szybko i aby zakres tej reakcji był dostosowany do skali szoku gospodarczego (Rozdział 4).

O stabilności makroekonomicznej gospodarki i stabilnym przebiegu procesu konwergencji świadczy brak nadmiernych nierównowag makroekonomicznych. Gwałtowny powrót do

stanu równowagi w przypadku ich wystąpienia mógłby bowiem skutkować destabilizacją gospodarki i osłabieniem zaufania pomiędzy podmiotami. Obecnie polska gospodarka rozwija się stabilnie, na co wskazują m.in. wyniki corocznej analizy dokonywanej przez Komisję Europejską w ramach tzw. procedury nierównowag makroekonomicznych (MIP, Rozdział 5).

Do oceny trwałości podobieństwa polskiej gospodarki do państw strefy euro można posłużyć się kryteriami konwergencji nominalnej. Stanowią one bowiem zestaw wskaźników powszechnie stosowany do dokonywania porównań międzynarodowych. Trwałe wypełnianie tych kryteriów świadczy o stabilności finansów publicznych oraz o zbliżonym do państw strefy euro kształtowaniu się inflacji i kursu walutowego – zarówno w ujęciu krótkoterminowym (kryterium stabilności cen), jak i średnio- i długoterminowym (kryterium długoterminowych stóp procentowych) (Rozdział 6).

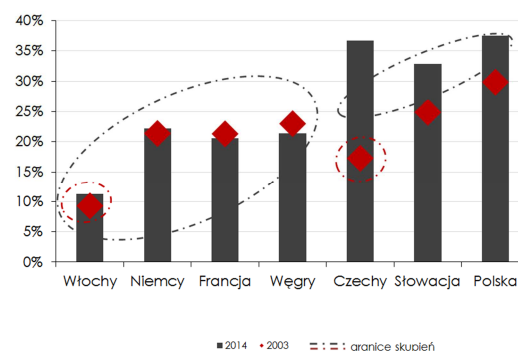
2. Konwergencja realna

W niniejszym rozdziale dokonano analizy stopnia konwergencji realnej Polski ze strefą euro. W tym celu przeprowadzono ocenę podobieństwa struktur gospodarczych, synchronizacji cykli koniunkturalnych oraz zbieżności poziomu dochodów uzyskiwanych przez obywateli w obu obszarach.

Od 2003 r. dochodzi do narastania różnic w strukturze PKB pomiędzy państwami z derogacją a strefą euro (por. Wykres 2.1). W przypadku Polski obserwowane różnice wynikają z większego niż w krajach strefy euro udziału w strukturze produktu krajowego brutto przemysłu, budownictwa, handlu i napraw oraz mniejszego udziału pośrednictwa finansowego i działalności naukowej. Nie inaczej było również w 2014 r., kiedy różnice między strukturami PKB w Polsce i strefie euro uległy dalszemu pogłębieniu, zwłaszcza w zakresie sektora budowlanego i przemysłu (por. Wykres 2.2). W porównaniu do 2013 r. w Polsce wzrósł udział przemysłu oraz budownictwa w PKB. Stopień podobieństwa struktury PKB pomiędzy analizowanymi krajami należącymi do strefy euro nie zmienił się zaś istotnie w okresie 2008-2014. Zjawisko to znajduje potwierdzenie w analizie

skupień (por. nota metodologiczna w aneksie 2), w ramach której pogrupowano kraje na dwa skupienia, w oparciu o strukturę PKB. W ramach analizowanego zestawu krajów, do pierwszej grupy – gospodarek o najwyższym poziomie podobieństwa struktury PKB do strefy euro – należą: Niemcy, Francja, Włochy i Węgry, do drugiej natomiast: Polska, Słowacja oraz Czechy. Interesującym przypadkiem są Włochy i Czechy, które zmieniały swoją przynależność do grup na przestrzeni czasu. W 2003 r. stanowiły one odrębną grupę państw, charakteryzujących się wysokim poziomem podobieństwa do strefy euro pod względem struktury PKB.

Wykres 2.1. Struktura PKB (wg NACE) wybranych gospodarek względem strefy euro (indeks Krugmana*)

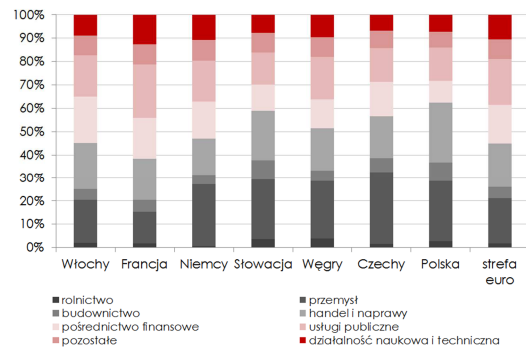


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.
* im bliżej zera, tym większy poziom konwergencji

Z pogłębionej analizy wynika, że duże kraje strefy euro są podobne do siebie nie tylko pod względem struktury PKB, lecz także inwestycji oraz konsumpcji prywatnej (por. wykresy A.13-A.16 w aneksie 1). W przypadku krajów z derogacją mamy natomiast do czynienia z postępującym wzrostem zróżnicowania gospodarek względem strefy euro.

Od 2003 r. obserwuje się osłabienie stopnia podobieństwa struktur inwestycji pomiędzy Polską a strefą euro. Narastająca skala różnic w strukturze inwestycji w Polsce jest spowodowana wzrostem udziału inwestycji w budownictwo mieszkaniowe oraz relatywnie mniejszymi nakładami inwestycyjnymi w sektorze budownictwa innego niż mieszkalne i infrastruktury.

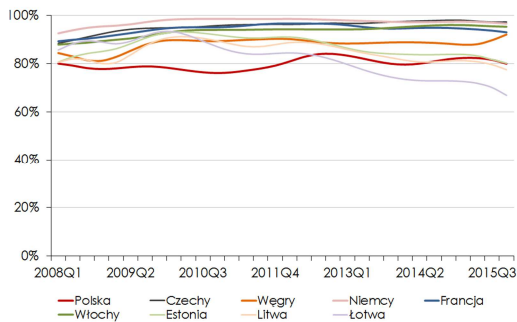
Wykres 2.2. Struktura PKB (wg NACE) poszczególnych gospodarek względem strefy euro w 2014 roku.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Analiza stopnia podobieństwa cykli koniunkturalnych Polski i strefy euro w okresie IV kw. 2014 – IV kw. 2015 r. (w przypadku każdej z obserwacji współczynniki korelacji zostały wyliczone dla okien czasowych o stałej długości 9 lat kończących się we wskazanym punkcie, por. nota metodologiczna w aneksie 2) wskazuje natomiast na jego ustabilizowanie się. Podobny wniosek można sformułować również dla pozostałych gospodarek naszego regionu, w których w analizowanym okresie współczynniki korelacji utrzymywały się na wysokim poziomie (por. Wykres 2.3).

Wykres 2.3. Skorelowanie komponentów cyklicznych PKB wybranych gospodarek i strefy euro

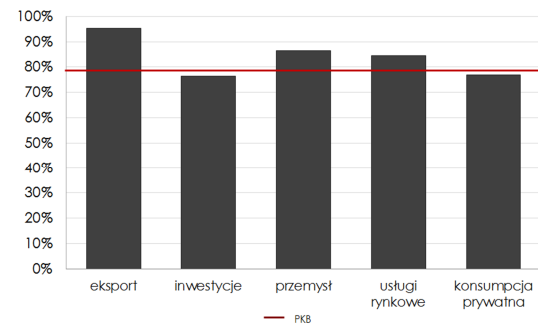


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wyniki szczegółowej analizy wskazują, iż w Polsce w IV kw. 2015 r. największą zbieżność w stosunku do strefy euro odnotowano w przypadku eksportu, najniższą zaś w przypadku inwestycji oraz konsumpcji prywatnej (por. Wykres 2.4). Pomimo skrajnie różnego zachowania obu obszarów w wartościach bezwzględnych (zwłaszcza w okresie kryzysu, kiedy Polska była

jedynym państwem w UE o utrzymującym się dodatnim tempie wzrostu gospodarczego), można zaobserwować dużą zbieżność w zakresie odchyleń od wartości potencjalnych.

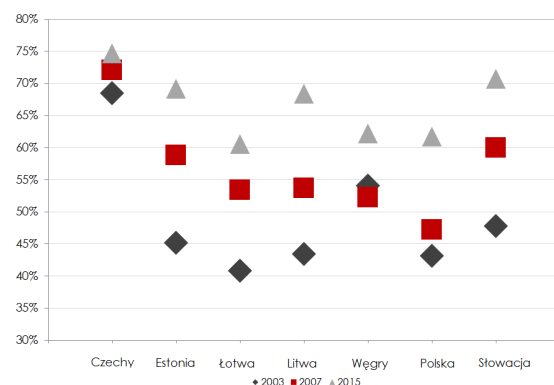
Wykres 2.4. Współczynniki korelacji poszczególnych komponentów cyklicznych dla Polski w IV kw. 2015r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Równocześnie, od momentu wstąpienia do Unii Europejskiej wzrasta relatywny poziom dochodów mieszkańców krajów z derogacją (wyrażony w standardzie siły nabywczej na mieszkańca) i stopniowo zbliża się on do średniego poziomu dochodów mieszkańców państw członkowskich strefy euro (por. Wykres 2.5). W okresie od rozpoczęcia kryzysu, spośród analizowanych krajów, największy wzrost poziomu dochodów w odniesieniu do strefy euro odnotowano na Litwie i w Polsce. Od wejścia do UE relatywny poziom dochodów w Polsce wzrósł o 19 pp. Jednak wciąż jest jednym z najniższych w UE.

Wykres 2.5. Wielkość dochodu narodowego brutto na mieszkańca wyrażonego w standardzie siły nabywczej.

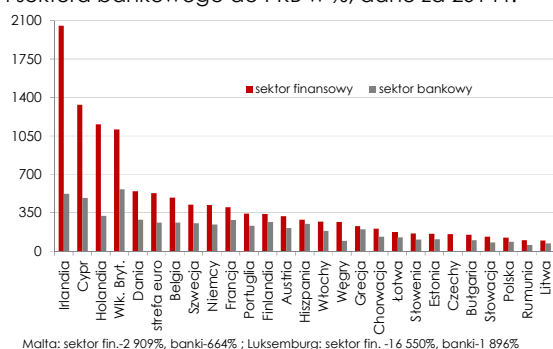


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ameco.

3. Podobieństwo struktur finansowych

W niniejszym rozdziale ocena podobieństwa gospodarczego Polski do państw UGW została uzupełniona o porównanie struktur finansowych obu obszarów. Podstawnym wskaźnikiem wykorzystywanym w procesie analizy porównawczej poziomu rozwoju i aktywności sektora finansowego pomiędzy krajami jest relacja aktywów sektora finansowego do PKB. Dokonano również porównania wielkości sektora bankowego oraz jego charakterystyk (m.in. stopnia koncentracji) oraz wielkości rynku kapitałowego. W literaturze nie wskazuje się jaka wielkość sektora i struktura jest odpowiednia dla zachowania stabilności finansowej. Niemniej jednak istotny jest zrównoważony rozwój sektora, który pozwala na substytucję kredytu i dywersyfikację oszczędności na rynku kapitałowym. Jest to szczególnie istotne w okresach napięć na rynkach finansowych, co zostało zaobserwowane w czasie światowego kryzysu finansowego.

Wykres 3.1. Relacja aktywów sektora finansowego i sektora bankowego do PKB w %, dane za 2014 r.



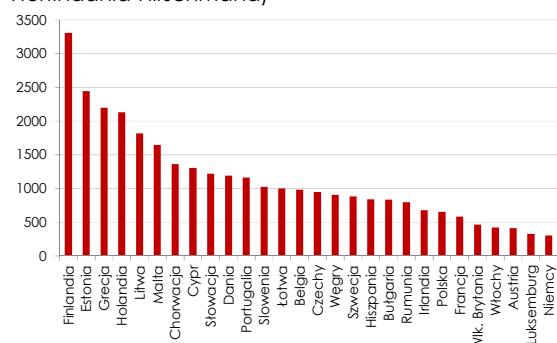
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, Czechy – brak danych.

Wielkość sektora finansowego jest zróżnicowana w państwach UE. Państwa-centra finansowe (takie jak Luksemburg, Malta lub Cypr) posiadają rozbudowany sektor finansowy, który przewyższa PKB nawet kilkunastokrotnie. Doświadczenia tych państw wskazują, że perturbacje w tak rozbudowanym sektorze finansowym wpływają destabilizująco na gospodarkę. We Francji, Niemczech i Włoszech relacja ta kształtuje się na poziomie odpowiednio 400,5%, 420,7% oraz 269,6%. Natomiast w Polsce relacja aktywów sektora finansowego do PKB kształtuje się na poziomie 123,3% PKB. Poziom ten – zbliżony do

wartości obserwowanych na Słowacji – jest jednym z najniższych w UE. Niska relacja aktywów sektora finansowego w PKB wskazuje na przestrzeń do dalszego zrównoważonego rozwoju sektora usług finansowych w Polsce. Rozwój ten jednak powinien zachodzić wraz z rozwojem rynków kapitałowych, które dają przedsiębiorstwom możliwość dywersyfikowania źródeł finansowania oraz przy uwzględnieniu optymalnego (nie rodzącego ryzyka) poziomu zadłużenia sektora prywatnego, a szczególnie gospodarstw domowych.

Sektor bankowy w poszczególnych państwach europejskich jest dość konkurencyjny – co potwierdza niska wartość indeksu Herfindahla-Hirschmana (HHI)³, która w większości państw UE nie przekracza 2000. W Polsce wartość indeksu kształtuje się na poziomie 656, czyli podobnie jak we Francji (584), czy w Wielkiej Brytanii (462). Dodatkowo, pięć największych banków w Polsce posiada udział w aktywach sektora bankowego na poziomie 48,31%. Poziom miar koncentracji wskazuje, że rynek banków w Polsce jest konkurencyjny, co więcej wskazuje także na możliwą dalszą konsolidację sektora, bez zagrożenia monopolizacją rynku.

Wykres 3.2. Koncentracja w ramach sektora instytucji kredytowych w państwach UE w 2014 r. (współczynnik Herfindahla-Hirschmana)

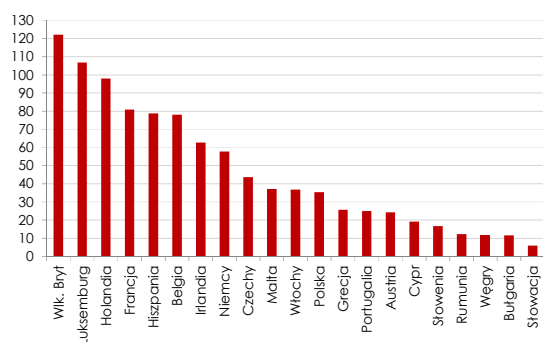


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC.

Istotne jest również zróżnicowanie całego sektora finansowego. Z perspektywy przedsiębiorstw pozwala ono na zdywersyfikowanie finansowania i zwiększa odporność na ewentualne negatywne skutki procykliczności polityki kredytowej banków (które są wynikiem naturalnych cykli finansowych).

³ Wartość HHI może wahać się w przedziale od 0 do 10 000. Przyjmuje się przy tym, że wartość z przedziału ok. od 1000 do 2000 wskazuje na umiarkowaną wysoką koncentrację, a wartość poniżej 1000 na niski poziom koncentracji (wysoki poziom konkurencji).

Wykres 3.3. Kapitalizacja giełd w wybranych państwach UE w relacji do PKB w 2014 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat i EBC.

Jednocześnie rozwinięty rynek kapitałowy pozwala gospodarstwu domowemu na większą dywersyfikację portfela oszczędności pod względem ryzyka i stopy zwrotu.

Poziom kapitalizacji GPW w relacji do PKB w 2014 r. wyniósł 35,4% PKB. Jest to poziom zdecydowanie mniejszy niż obserwowany w przypadku giełd we Francji 80,8% i Niemczech – 57,7%, ale porównywalny z poziomem kapitalizacji

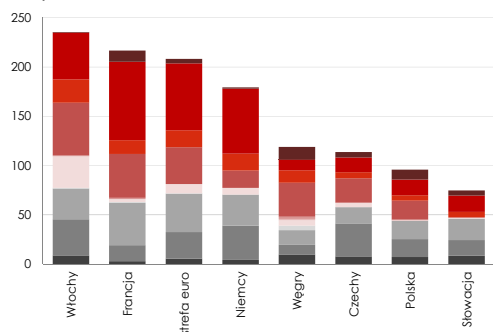
we Włoszech – 36,8% i dużo wyższy niż na Słowacji 5,9%. Poziom tego wskaźnika wskazuje z jednej strony na dalszą przestrzeń do rozwoju rynku giełdowego z drugiej zaś na mocną pozycję polskiej giełdy w regionie.

Istotny zarówno z perspektywy stabilności sektora finansowego, jak i potencjału do szybszego wzrostu gospodarczego jest poziom i struktura zadłużenia sektora prywatnego. Aktywa finansowe sektora gospodarstw domowych (zgodnie z ESA2010 sektor S.14+S.15) w Polsce stanowią 96% PKB (2014 r.). Kształtują się na nieco niższym poziomie niż na Węgrzech (119%) i w Czechach (114%) i zdecydowanie niższym niż w strefie euro (209%). Ponadto polskie gospodarstwa domowe charakteryzuje silne przywiązanie do gotówki i bezpiecznych instrumentów finansowych jakimi są depozyty bankowe. Wraz z rozwojem rynku finansowego gospodarstwa domowe będą prawdopodobnie bardziej skłonne poszukiwać alternatywnych form lokowania kapitału. Tym samym może to oznaczać ograniczenie wzrostu depozytów głównie depozytami klientowskimi bankowych

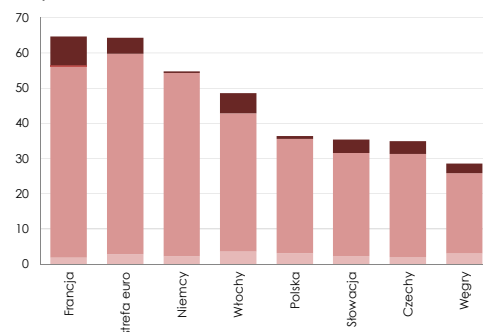
Wykres 3.4. Bilans finansowy sektora prywatnego

a) Bilans finansowy gospodarstw domowych (s.14+s.15) w relacji do PKB w 2014 r. w %

Aktywa

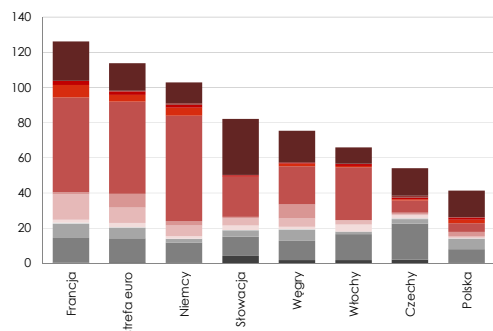


Pasywa

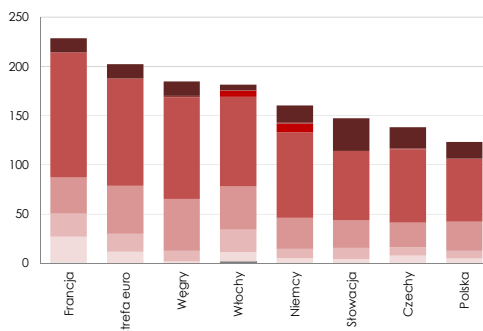


b) Bilans finansowy przedsiębiorstw niefinansowych (s.11) w relacji do PKB w 2014 r. w %

Aktywa



Pasywa



- Pozostałe kwoty do zapłacenia/otrzymania
- Derywaty finansowe
- Gwarancje emerytalno-ubezpieczeniowe
- Udziały w funduszach wspólnego inwestowania
- Udziały kapitałowe
- Długoterminowe pożyczki
- Krótkoterminowe pożyczki
- Długoterminowe papiery dłużne
- Krótkoterminowe papiery dłużne
- Inne depozyty
- Depozyty awista
- Gotówka

Źródło: Eurostat.

w przyszłości, co może być wyzwaniem dla banków finansujących się. Jest to jednak naturalny proces rozwoju rynku finansowego oraz zwiększania się świadomości finansowej klientów banków.

Gospodarstwa domowe finansują się przede wszystkim kredytami bankowymi. Zadłużenie sektora gospodarstw w Polsce w 2014 r. wyniosło 36,4% PKB i kształtuje się na bezpiecznym poziomie wskazując także na przestrzeń do dalszego rozwoju akcji kredytowej w tym obszarze, szczególnie w obszarze kredytów mieszkaniowych, których relacja do PKB znajduje się na znacznie niższym poziomie niż w państwach takich jak Francja czy Niemcy. Potencjał do dalszego zadłużania się gospodarstw domowych wskazuje na ryzyko powstania boomów kredytowych w przypadku gdy poziom stóp procentowych banku centralnego byłby zbyt niski (doświadczenia Hiszpanii, Portugalii i Irlandii) i konieczność stosowania narzędzi polityki makroostrożnościowej w celu ograniczenia nadmiernego kredytowania (ograniczenie w zakresie LtV, Dtl, większe wymogi kapitałowe dla banków dla portfela kredytów hipotecznych).

Aktywa przedsiębiorstw niefinansowych w relacji do PKB w 2014 r. wyniosły 41,2%. Choć nominalnie ich wartość jest wysoka (248 mld PLN w III kw. 2015 r.), to jednak w relacji do pozostałych państw UE jest to wciąż jedna z najniższych wartości. Relatywnie niski poziom oszczędności jest jednak charakterystyczny dla gospodarek dynamicznie rozwijających się. W średnim i długim okresie poprzez zwiększenie skali działania przedsiębiorstw oraz ich innowacyjności powinno dochodzić do akumulacji majątku finansowego. Pasywa finansowe tego sektora w relacji do PKB wyniosły w 2014 r. 123,3% PKB i kształtują się na niskim poziomie zarówno w porównaniu z Niemcami i Francją, jak również z Czechami i Słowacją. Relatywnie niski poziom zadłużenia wraz z niskim poziomem aktywów finansowych wskazuje, że przedsiębiorstwa finansują działalność w znaczącej części z własnych środków, a jeśli zdecydują się na finansowanie zewnętrzne to jest to kredyt bankowy. Taka sytuacja wskazuje także na możliwe utrudnienia w dostępie do finansowania zewnętrznego zarówno od sektora bankowego, jak i na rynku kapitałowym. Wsparciem dla tej tezy jest także rekordowa popularność programów rządowych, takich jak Program Gwarancji de Minimis, który wspiera

małe i średnie przedsiębiorstwa na rynku kredytowym.

Stopień zależności przedsiębiorstw od finansowania bankowego wpływa jednak na wrażliwość tego sektora na zmiany polityki pieniężnej⁴, dlatego ważny jest także równoczesny rozwój rynku kapitałowego. Finansowanie za pomocą dłużnych instrumentów finansowych w Polsce jest niskie na tle innych krajów starej UE, niemniej jednak porównywalne z grupą krajów sąsiedzkich. Ten rodzaj finansowania zależny jest od stopnia rozwoju rynków finansowych i można zakładać, że w przyszłości będzie wzrastał.

4. Konkurencyjność i elastyczność gospodarki

Konkurencyjna i efektywnie funkcjonująca gospodarka jest niezbędnym elementem umożliwiającym wzrost gospodarczy i konwergencję do poziomu obserwowanego w rozwiniętych państwach UGW. Szczególne znaczenie ma to w warunkach perturbacji na rynkach lub w czasie kryzysu, kiedy kluczową rolę odrywa efektywność tzw. alternatywnych mechanizmów dostosowawczych. Do tych mechanizmów można zaliczyć m.in. efektywnie funkcjonujący rynek pracy i rynek produktów, a innymi słowy stworzenie szeroko rozumianego otoczenia biznesowego, w którym podmioty będą mogły swobodnie prowadzić działalność gospodarczą i dostosowywać ją do bieżących warunków koniunkturalnych.

W ramach *Globalnego Raportu Konkurencyjności 2015-16*, publikowanego przez Światowe Forum Gospodarcze (WEF), Polska znalazła się na 41. miejscu spośród 140 krajów, o 2 miejsca wyżej w rankingu niż w ubiegłym roku (wynik uzyskany w oparciu o wszystkie kryteria wzrósł o 0,1). Autorzy wskazują na poprawę jakości infrastruktury, nieznaczny wzrost innowacyjności (w przypadku której wciąż odnotowano jednak istotne pole do poprawy) oraz niską efektywność rynku pracy zwłaszcza w zakresie wykorzystania talentów (por. Wykres 4.1).

⁴ por. Cecchetti, S., 1999, Legal structure, financial structure, and the monetary policy transmission mechanism. *Economic Policy Review*, issue Jul, 9-28.

Wykres 4.1. Ocena Polski wg Światowego Forum Gospodarczego (WEF)



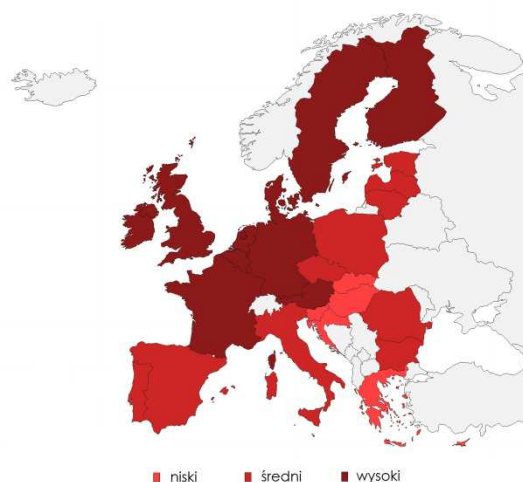
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych WEF.

Polska wykazuje się wysoką jakością kształcenia oraz dużym potencjałem rynkowym. Jednakże poprawy funkcjonowania wymagają wciąż instytucje, rynek pracy, procedury dla uruchomienia działalności gospodarczej, jak również zaawansowanie biznesu. Do głównych barier dla przedsiębiorczości autorzy raportu zaliczyli restrykcyjne – ich zdaniem – przepisy prawa pracy, nieefektywność administracji publicznej oraz skomplikowane przepisy prawa podatkowego. Na dalszych miejscach autorzy wymienili nadmierny – ich zdaniem – fiskalizm, utrudniony dostęp do finansowania, złą infrastrukturę czy niską innowacyjność.

Wnioski te znajdują potwierdzenie we wskaźnikach publikowanych przez OECD i Bank Światowy. Pod względem regulacji rynku produktów (*Product Market Regulations*), Polska plasuje się w okolicach średniej dla krajów OECD, ale środowisko biznesowe jest mniej przyjazne przedsiębiorcom pod względem występowania barier administracyjnych przy otwieraniu firmy oraz stosunkowo dużego udziału własności państwowej. W raporcie *Doing Business* odnotowano wzrost pozycji Polski w rankingu o 3 miejsca w porównaniu do raportu z 2015 r. Doszło do tego dzięki m.in. efektywnemu stosowaniu wprowadzonego wcześniej elektronicznego systemu rozliczania podatków oraz usprawnieniu procedur podłączania źródeł prądu u nowych odbiorców. Regulacje rynku pracy dotyczące ochrony miejsc pracy (*Employment Protection Legislation*) są w przypadku Polski oceniane jako dość restrykcyjne, co prowadzi do występowania tzw. dualizmu rynku pracy. Zjawisko to polega na jednoczesnym występowaniu wysokiego odsetka osób zatrudnionych na czas nieokreślony i chronionych przed utratą pracy oraz licznych

przypadkach zatrudnienia w oparciu o umowy tymczasowe, charakteryzujące się niską stabilnością.

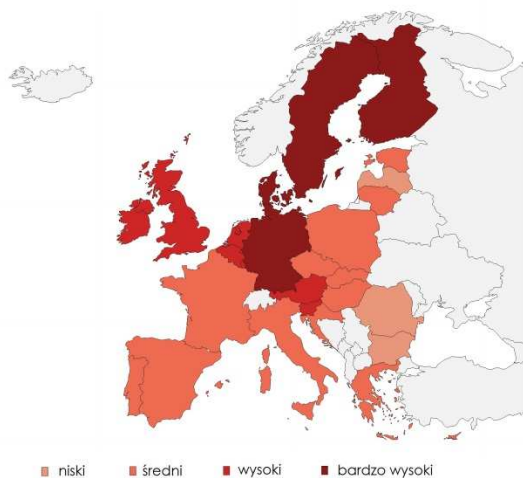
Wykres 4.2. Poziom konkurencyjności europejskich gospodarek wg Światowego Forum Gospodarczego



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych WEF.

W Polsce ma miejsce systematyczna poprawa konkurencyjności, jednak wciąż dzieli nas znaczny dystans do bardziej rozwiniętych krajów. Można zauważyć podział regionalny w Europie na bardziej konkurencyjne gospodarki, tj. kraje Europy Zachodniej i Północnej oraz doganiającą Europę Południową oraz Środkowo-Wschodnią (por. Wykres 4.2). W naszym regionie liderami są Estonia (30.) oraz Czechy (31.). Wszystkie kraje tego regionu, w tym Polska, charakteryzują się jednak wysokim tempem doganiania, co może przyczynić się do znacznej poprawy konkurencyjności. Dla uzyskania wysokiej konkurencyjności polskiej gospodarki konieczne jest jednak zapewnienie wysokiej innowacyjności produktów czy usług. Podobnie jak większość państw Europy Środkowo-Wschodniej, Polska jest bowiem obecnie zaliczana do gospodarek o relatywnie niskim poziomie innowacyjności (por. wykres 4.3).

Wykres 4.3. Poziom innowacyjności europejskich gospodarek wg KE (*Innovation Union Scoreboard, 2015*)



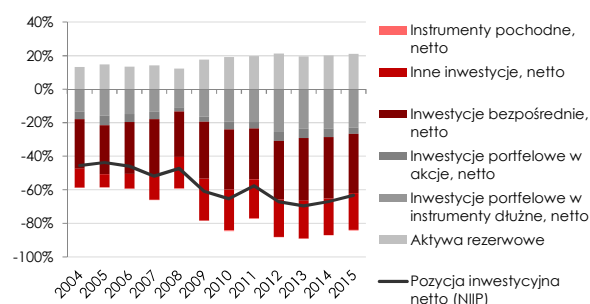
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KE.

5. Formalna ocena Polski w ramach MIP

O stabilności wzrostu gospodarczego i stabilnym przebiegu procesu konwergencji świadczy brak nadmiernych nierównowag makroekonomicznych. Gwałtowny powrót do stanu równowagi w przypadku ich wystąpienia mógłby bowiem skutkować destabilizacją gospodarki i osłabieniem zaufania pomiędzy podmiotami.

Zgodnie z opublikowanym przez Komisję Europejską (KE) raportem w ramach mechanizmu ostrzegania (ang. *Alert Mechanism Report*), Polska została oceniona pozytywnie i nie została zakwalifikowana do grupy krajów podlegających pogłębionej analizie (ang. *in-depth review, IDR*) w kontekście procedury nierównowag makroekonomicznych (ang. *Macroeconomic Imbalance Procedure, MIP*). Zaledwie jeden wskaźnik z tablicy przekroczył dopuszczalną wartość, tj. międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, która zgodnie z tablicą wskaźników MIP powinna być nie niższa niż -35% PKB (por. wykres 5.1).

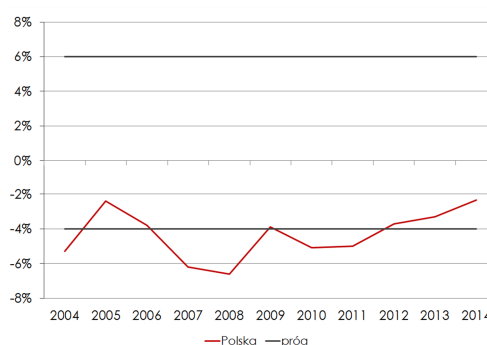
Wykres 5.1. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (NIIP) w Polsce w latach 2004-2014



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Nie świadczy to jednak, zdaniem KE, o występowaniu niepokojących nierównowag makroekonomicznych. KE bierze pod uwagę duży udział zagranicznych inwestycji bezpośrednich, które stanowią ważny mechanizm przyspieszający realną konwergencję (por. *Temat specjalny*). Komisja odnotowuje także, że poprawę w zakresie salda na rachunku obrotów bieżących, która obecnie plasuje się na stabilnym, umiarkowanym poziomie (por. wykres 5.2) . Było to możliwe dzięki osiągnięciu w 2014 roku nadwyżki handlowej oraz zmniejszeniu deficytu dochodów.

Wykres 5.2. Saldo na rachunku obrotów bieżących (CA) w Polsce w latach 2004-2014



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KE.

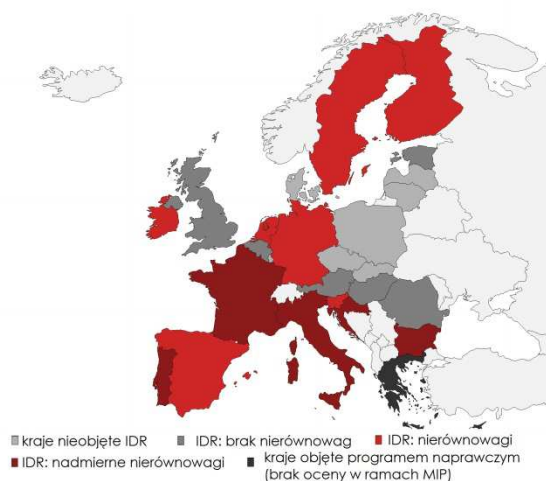
Komisja pozytywnie ocenia niski poziom zadłużenia podmiotów prywatnych oraz zadłużenie sektora finansów publicznych, które kształtuje się istotnie poniżej wartości odniesienia (60% PKB). Doceniona została również dobra sytuacja polskiego sektora bankowego w zakresie jego płynności i zyskowności pomimo znacznego udziału kredytów hipotecznych w walutach obcych. Komisja odnotowała także nieznaczne obniżenie wartości wskaźników konkurencyjności cenowej polskiej gospodarki w zakresie

jednostkowych kosztów pracy oraz obniżenie poziomu bezrobocia.

Warto zauważyć, że Polska nie przekracza również dopuszczalnych progów w przypadku nowododanych wskaźników opisujących społeczny wymiar procedury nierównowag makroekonomicznych. Wskaźniki te nie są jeszcze brane pod uwagę przy podejmowaniu decyzji dot. występowania nierównowag makroekonomicznych. Nadają jednak społeczny kontekst pozostałym miarom uwzględnionym w tablicy. Ma to szczególne znaczenie w kontekście społecznych konsekwencji rekomendowanych reform, które powinny zostać uwzględnione w ogólnej ocenie kondycji gospodarek.

Polska jeszcze nigdy nie została poddana pogłębionej analizie, co na tle innych krajów (por. Wykres 5.3) stanowi pozytywny wyjątek, gdyż większość państw członkowskich Unii Europejskiej wykazuje przesłanki mogące sugerować ryzyko występowania istotnych nierównowag makroekonomicznych.

Wykres 5.3. Podział krajów ze względu na występowanie nierównowag makroekonomicznych

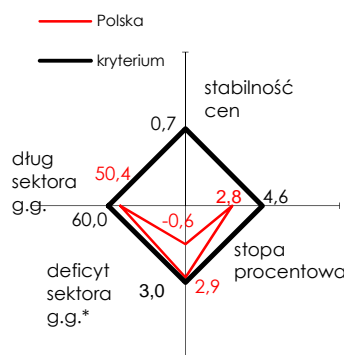


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KE.

6. Konwergencja nominalna

Zgodnie z Traktatem o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej Komisja Europejska (KE) i Europejski Bank Centralny (EBC) przygotowują *Raporty o konwergencji*, w których dokonują oceny stopnia przygotowania państw UE z derogacją do wprowadzenia euro. Ocena jest dokonywana co dwa lata lub na wniosek państwa członkowskiego z derogacją, w oparciu o kryteria: stabilności poziomu cen, stabilności kursu walutowego, poziomu długoterminowej stopy procentowej, dyscypliny budżetowej).

Wykres 6.1. Wypełnianie przez Polskę kryteriów konwergencji nominalnej, luty 2016 r.



*sektor instytucji rządowych i samorządowych (ang. *general government*)

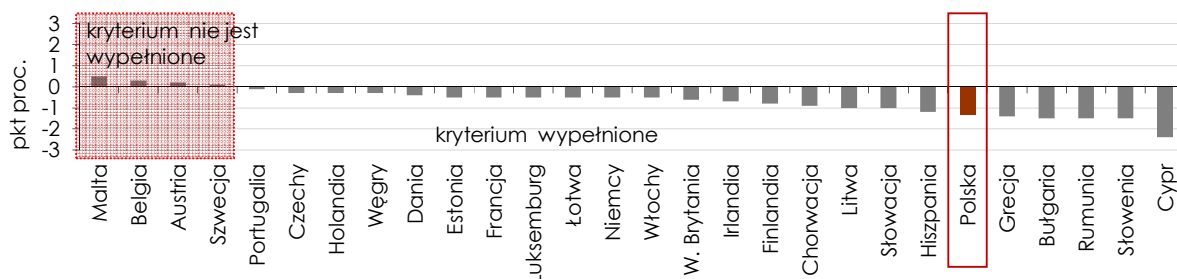
Źródło: opracowanie własne; dane: Eurostat.

Najbliższa publikacja ww. raportów planowana jest w czerwcu 2016 r. Poniżej przedstawiono aktualne informacje na temat stopnia wypełniania przez Polskę poszczególnych kryteriów konwergencji nominalnej, powszechnie wykorzystywanych w porównaniach międzynarodowych.

6.1. Kryterium stabilności cen

W ramach kryterium stabilności cen przewidziano, że średnia stopa inflacji w danym państwie odnotowana w ciągu jednego roku poprzedzającego badanie nie powinna przekraczać o więcej niż 1,5 punktu procentowego inflacji trzech państw członkowskich o najbardziej stabilnych cenach. Inflacja mierzona jest za pomocą 12-miesięcznej średniej wartości zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych (HICP) w stosunku do średniej wartości tego indeksu w bezpośrednio poprzedzającym okresie 12 miesięcy.

Wykres 6.2. Różnica 12-miesięcznej średniej wartości indeksu HICP i wartości referencyjnej (dane za luty 2016 r.)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Przez cały ubiegły rok Polska wypełniała kryterium stabilności cen, a w okresie od lutego do listopada 2015 r. znajdowała się grupie referencyjnej. W lutym 2016 r. średnie 12-miesięczne tempo wzrostu indeksu HICP wyniosło -0,6% i według szacunków Ministerstwa Finansów, było niższe o 1,3 pkt. proc. od wartości referencyjnej. Wartość referencyjna została obliczona na podstawie danych z 3 państw UE o najbardziej stabilnych cenach, wśród których znalazły się Bułgaria, Słowenia oraz Rumunia. Z grupy referencyjnej został wykluczony Cypr, w którym średnie 12-miesięczne tempo wzrostu cen było znacząco niższe od średniej w strefie euro (o 1,8 pkt. proc.).

Zimowe prognozy Komisji Europejskiej implikują wypełnianie przez Polskę kryterium stabilności cen z dużym marginesem bezpieczeństwa przez cały okres objęty prognozą, tj. do IV kw. 2017 r.

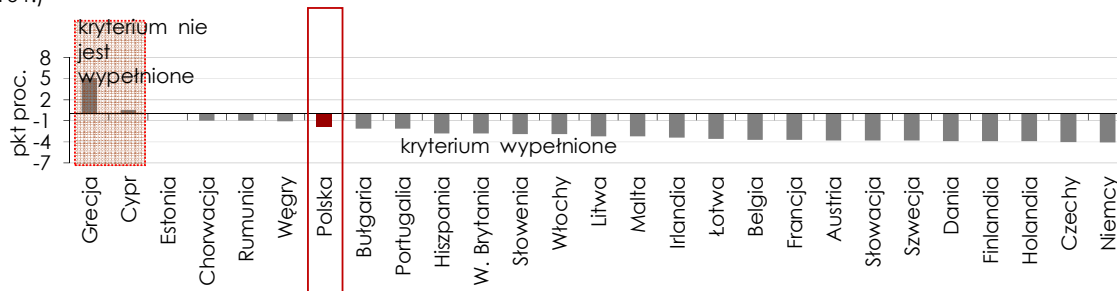
6.2. Kryterium stóp procentowych

Kryterium stóp procentowych stanowi, że w okresie jednego roku przed badaniem średnia

nominalna długoterminowa stopa procentowa nie może przekraczać o więcej niż 2 punkty procentowe średniej z analogicznych stóp procentowych w co najwyżej trzech państwach członkowskich o najbardziej stabilnych cenach. Stopy procentowe oblicza się na podstawie rentowności długoterminowych obligacji skarbowych lub porównywalnych papierów wartościowych, o zbliżonym do dziesięcioletniego terminie wykupu, dla których rynek jest wystarczająco płynny. Podczas gdy kryterium stabilności cen ma umożliwiać ocenę inflacji w danym kraju w krótkim okresie, kryterium stóp procentowych stanowi podstawę do oceny średnio- i długoterminowych perspektyw inflacji i stabilności makroekonomicznej danego kraju (zawartych w wycenie obligacji skarbowych dokonywanej przez uczestników rynków finansowych).

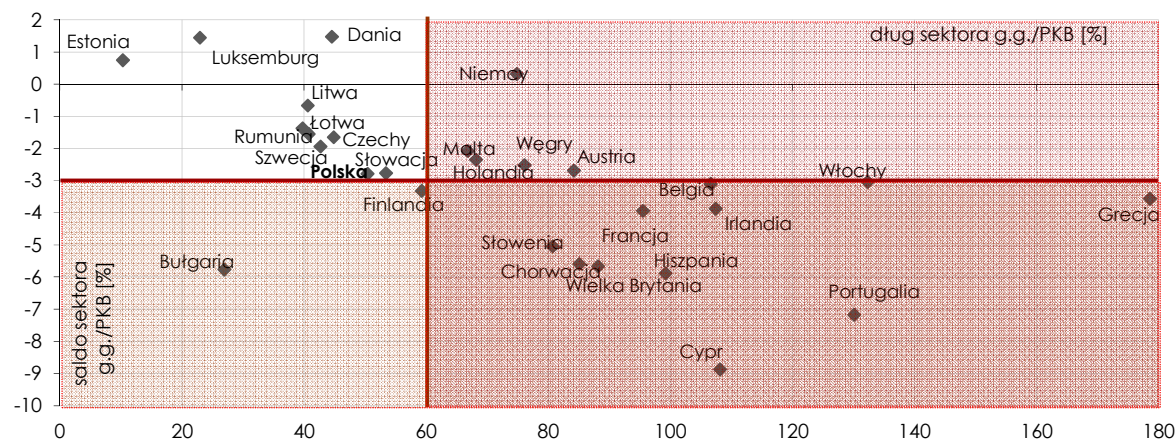
Kryterium stóp procentowych było wypełnione zarówno przez cały 2015 r., jak i w lutym 2016 r., kiedy to średnia długoterminowa stopa procentowa za ostatnie 12 miesięcy wyniosła 2,8%, a tym samym ukształtowała się o 1,8 pkt. proc. poniżej wartości referencyjnej, która wyniosła 4,6%.

Wykres 6.3. Różnica 12-miesięcznej średniej długookresowej stopy procentowej i wartości referencyjnej (dane za luty 2016 r.)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wykres 6.4. Wartość deficytu i długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (g.g.) w państwach UE w 2014 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat. Wartość deficytu sektora g.g. w Polsce (-2,9% PKB) uwzględnia korektę o koszt wdrożenia systemowej reformy emerytalnej z 1999 r. (0,4% PKB).

6.3. Kryterium fiskalne

Fiskalne kryterium konwergencji stanowi, że kraj członkowski w momencie dokonywania oceny nie może być objęty decyzją Rady Ecofin stwierdzającą istnienie nadmiernego deficytu w rozumieniu art. 126 Traktatu o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej. Procedurę nadmiernego deficytu stosuje się, gdy deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych danego państwa w relacji do PKB przekracza 3% lub gdy dług tego sektora przekracza 60% PKB. Wyjątek stanowi sytuacja, gdy relacja długu do PKB spada i zbliża się do wartości referencyjnej w zadowalającym tempie. Jednocześnie zgodnie z rozporządzeniem Rady (UE) nr 1177/2011 zmieniającym rozporządzenie (WE) nr 1467/97 w sprawie przyspieszenia i wyjaśnienia procedury nadmiernego deficytu, w przypadku państw członkowskich, w których przekroczenie deficytu ponad wartość odniesienia jest następstwem wdrażania reformy emerytalnej wprowadzającej wielofilarowy system, obejmujący obowiązkowy filar kapitałowy, Rada i Komisja uwzględniają również koszt takiej reformy podczas dokonywania oceny zmian wielkości deficytu w ramach procedury nadmiernego deficytu, o ile deficyt nie przekracza znacząco poziomu, który można uznać za bliski wartości odniesienia, a relacja długu do PKB nie przekracza wartości odniesienia, pod warunkiem zachowania stabilności finansów publicznych.

Rada Ecofin 19 czerwca 2015r. przyjęła decyzję, która zakończyła procedurę nadmiernego deficytu wobec Polski. Tym samym Polska zredukowała nadmierny deficyt o rok wcześniej

niż było to rekomendowane przez Radę. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w Polsce w 2014 r. wyniósł 3,3% PKB, a przekroczenie wartości referencyjnej wynoszącej 3% PKB wynikało wyłącznie z poniesionego w tym roku kosztu wdrożenia systemowej reformy emerytalnej z 1999 r. (0,4% PKB). Skorygowana wartość deficytu sektora g.g. w 2014r. wyniosła zatem 2,9%. Dług sektora osiągnął natomiast 50,1% PKB, znacznie poniżej wartości referencyjnej wynoszącej 60% PKB.

6.4. Kryterium stabilności kursu walutowego

Kryterium kursu walutowego wymaga uczestnictwa waluty danego kraju w Europejskim Mechanizmie Kursowym (ERM II, ang. Exchange Rate Mechanism) przez co najmniej dwa lata. W tym okresie kurs waluty krajowej musi się utrzymać w przedziale wahań wynoszącym +/- 15% wobec ustalonego parytetu centralnego i nie może podlegać silnym napięciom – w szczególności nie może być dewaluowany w stosunku do euro.

Ze względu na fakt, że złoty nie uczestniczy w ERM II, Polska nie wypełnia kryterium kursu walutowego.

Temat specjalny: struktura własnościowa gospodarki według sektorów

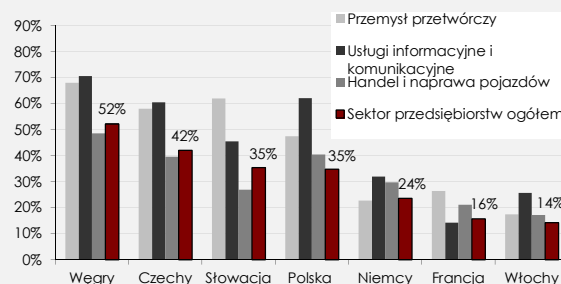
Międzynarodowe przepływy kapitału stanowią ważny mechanizm przyspieszający realną konwergencję słabiej rozwiniętych gospodarek. Po pierwsze pozwalają na zwiększenie zasobu dóbr kapitałowych w krajach o niskim uzbrojeniu technicznym pracy. Po drugie bezpośrednio inwestycje zagraniczne sprzyjają rozpowszechnieniu nowych technologii oraz lepszej organizacji procesu produkcyjnego w kraju docelowym. Po trzecie inwestycje zagraniczne w sektorach usług dla biznesu korzystnie wpływają na produktywność firm z innych sektorów. Ważny wpływ tego kanału dla polskiej gospodarki został potwierdzony w badaniu Banku Światowego, Narodowego Banku Polskiego i Ministerstwa Finansów z 2015 r.⁵

Celem niniejszej ramki jest porównanie znaczenia kapitału zagranicznego dla gospodarek krajów naszego regionu oraz dla rozwiniętych gospodarek UE. Analiza powstała w oparciu o dane Eurostatu zbierane na podstawie rozporządzenia nr 716/2007 Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie statystyki wspólnotowej dotyczącej struktury i działalności zagranicznych podmiotów zależnych. W celach prezentacyjnych analiza jest przedstawiona dla całego sektora przedsiębiorstw oraz dla trzech wybranych sekcji gospodarki: przemysłu przetwórczego (sekcja C według PKD 2007), usług informacyjnych i komunikacyjnych (ICT, sekcja J) oraz dla handlu detalicznego i hurtowego oraz naprawy pojazdów (sekcja G).

Na wykresie 1 przedstawiono wkład firm kontrolowanych przez podmioty zagraniczne (dalej określanych jako firmy zagraniczne) w generowaniu wartości dodanej. Na tle krajów regionu Polska charakteryzuje się umiarkowanym udziałem firm zagranicznych – 35% dla całego sektora przedsiębiorstw. Wysoki udział firm zagranicznych jest jednak typowy dla sektorów zaawansowanych technologicznie – w polskim sektorze ICT firmy zagraniczne odpowiadały za 62% wartości dodanej. Natomiast dla sektora przemysłu ten współczynnik wynosił 48%, czyli znacząco mniej niż w krajach regionu. Dojrzałe gospodarki UE charakteryzują się niższym udziałem firm zagranicznych w tworzeniu PKB.

⁵ por. Albinowski M., Hagemeyer J., Lovo S., Varela G (2015), *Sustaining Micro Competitiveness to Ensure Convergence and Macro Resilience of the Polish Economy*, Ministry of Finance Working Paper No. 21-2015

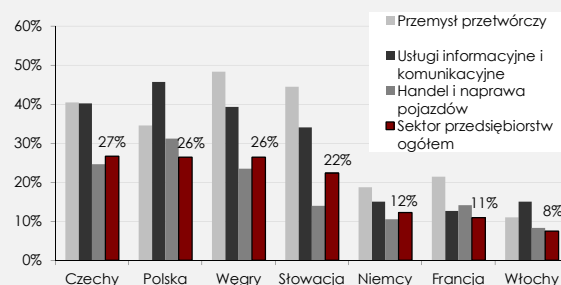
Wykres TS.1. Udział firm kontrolowanych przez podmioty zagraniczne w generowaniu wartości dodanej, 2013 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Firmy zagraniczne mają mniejszy udział w zatrudnieniu niż w generowaniu wartości dodanej. W Polsce odpowiadały one za 26% zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Średnia dla Unii Europejskiej wynosiła w 2012 r. 15%.

Wykres TS.2. Udział firm kontrolowanych przez podmioty zagraniczne w zatrudnieniu, 2013 r.



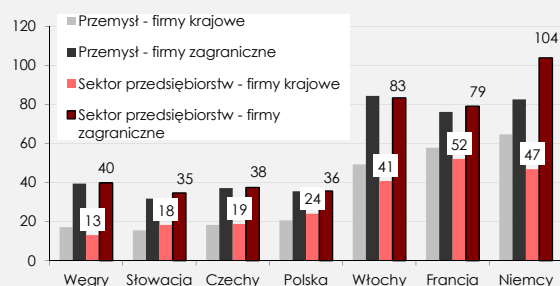
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Porównanie produktywności pracowników w firmach krajowych i zagranicznych może służyć do oceny korzyści związanych z napływem zagranicznych inwestycji. Korzyści mogą być tym większe im wyższa jest produktywność w firmach zagranicznych w stosunku do firm krajowych. Na wykresie 3 przedstawiono wartość dodaną przypadającą na pracownika, czyli uproszczoną miarę produktywności (nie jest to wskaźnik precyzyjny, gdyż nie uwzględnia innych czynników produkcji poza pracą). Wśród krajów naszego regionu Polska charakteryzuje się najmniejszą dysproporcją pomiędzy produktywnością firm zagranicznych i krajowych.

Samo występowanie dodatniej różnicy pomiędzy produktywnością firm zagranicznych a krajowych wydaje się zjawiskiem naturalnym, wynikającym potencjalnie z wyższej kapitałochłonności inwestycji zagranicznych oraz z tego, że na

ekspansję zagraniczną decydują się firmy o relatywnie wysokiej efektywności.

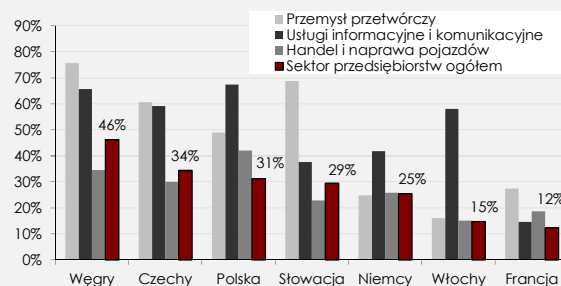
Wykres TS.3. Wartość dodana przypadająca na pracownika, tys. euro, 2013 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Firmy zagraniczne mają również duży udział w inwestycjach w kapitał trwały. W Polsce w trzech analizowanych sektorach wkład firm zagranicznych w inwestycje był porównywalny z ich wkładem w wartość dodaną. W krajach naszego regionu na poziomie całego sektora przedsiębiorstw inwestycje firm zagranicznych były niższe niż by to wynikało z ich udziału w tworzeniu PKB. Jednak ten efekt – szczególnie widoczny w sektorze transportu, może wynikać z dużego znaczenia funduszy strukturalnych UE, które są często wydawane za pośrednictwem firm publicznych.

Wykres TS.4. Udział firm kontrolowanych przez podmioty zagraniczne w inwestycjach, 2013 r.



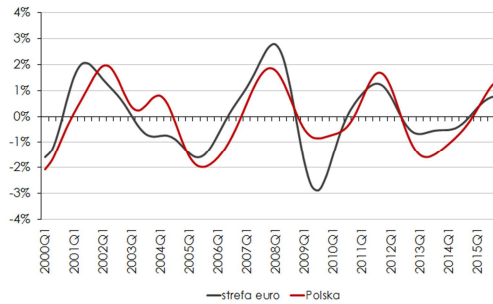
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Na podstawie powyższej analizy można sądzić, że kapitał zagraniczny odgrywa w Polsce rolę adekwatną do poziomu rozwoju gospodarczego naszego kraju. W „Planie na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju” Rząd RP wyraził stanowisko iż „nie budzi wątpliwości, że w przyszłości inwestycje zagraniczne wciąż będą istotnym czynnikiem pozytywnie wpływającym na dalszy wzrost gospodarczy Polski, a ich pozyskiwanie powinno pozostać ważnym elementem polityki gospodarczej państwa”. Wraz z postępującą konwergencją do dojrzałych gospodarek strefy euro można się natomiast spodziewać, że znaczenie inwestycji zagranicznych będzie ulegać stopniowemu zmniejszeniu.

Aneks 1: Wykresy i informacje uzupełniające

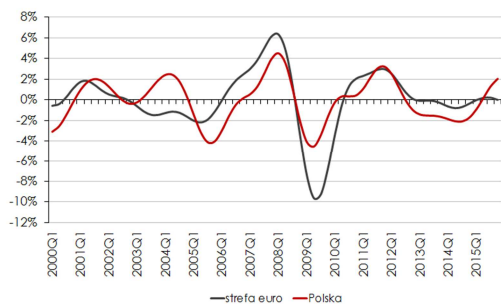
Konwergencja realna

Wykres A.1. Komponent cykliczny PKB



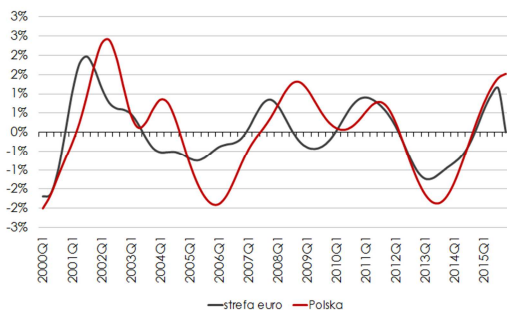
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wykres A.2. Komponent cykliczny wartości dodanej w przemyśle



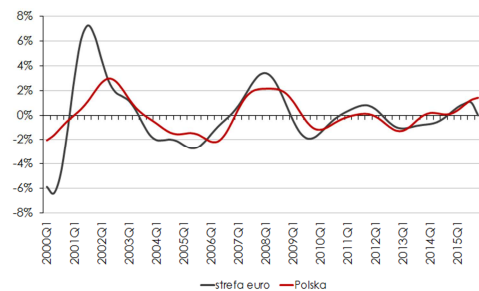
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wykres A.3. Komponent cykliczny konsumpcji prywatnej



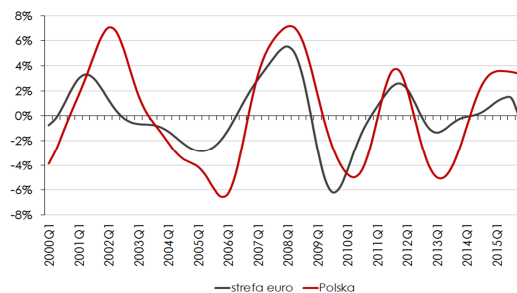
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat

Wykres A.4. Komponent cykliczny wartości dodanej w usługach



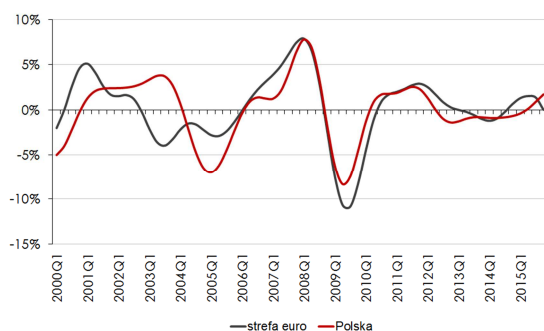
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wykres A.5. Komponent cykliczny inwestycji



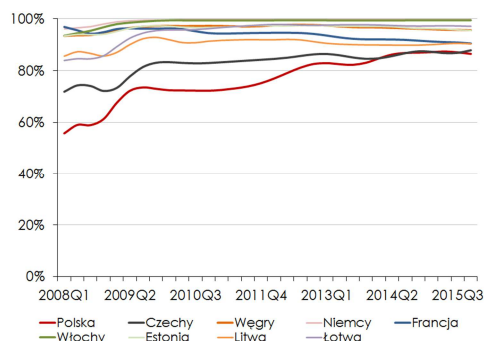
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wykres A.6. Komponent cykliczny eksportu



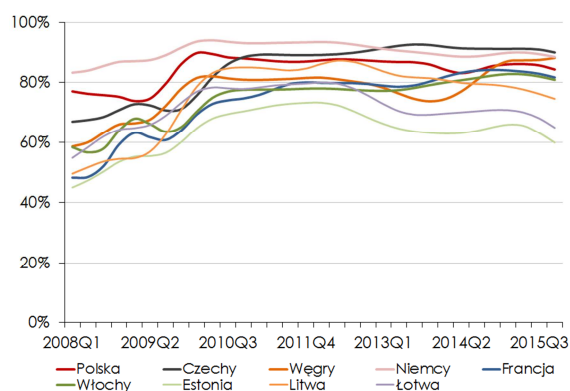
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wykres A.7. Skorelowanie komponentów cyklicznych wartości dodanej w przemyśle poszczególnych gospodarek i strefy euro



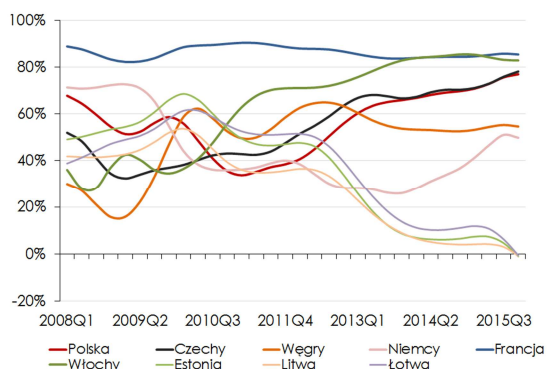
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wykres A.8. Skorelowanie komponentów cyklicznych wartości dodanej w usługach poszczególnych gospodarek i strefy euro



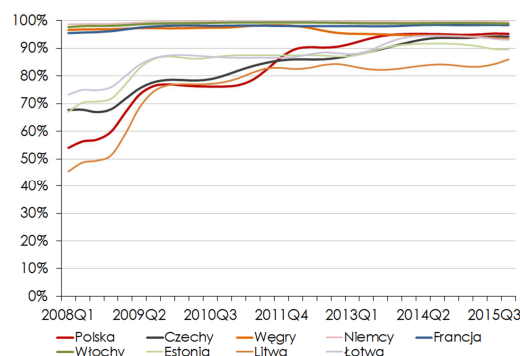
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wykres A.9. Skorelowanie komponentów cyklicznych konsumpcji prywatnej poszczególnych gospodarek i strefy euro



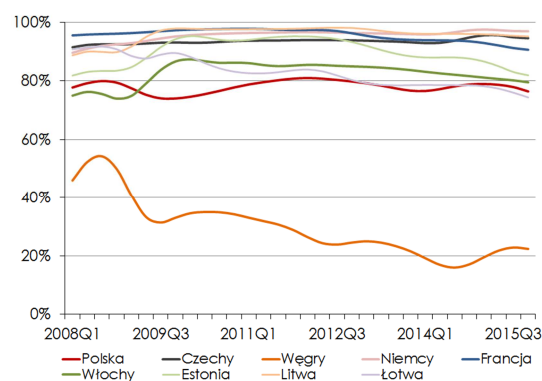
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wykres A.10. Skorelowanie komponentów cyklicznych eksportu poszczególnych gospodarek i strefy euro



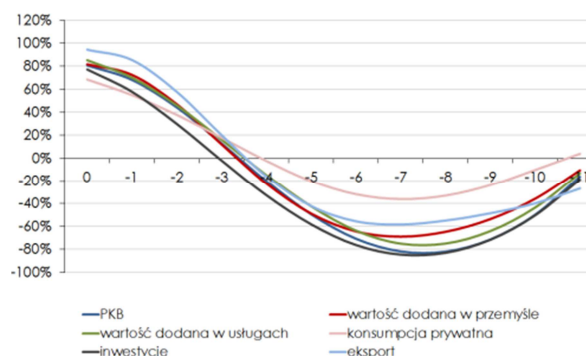
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wykres A.11. Skorelowanie komponentów cyklicznych inwestycji poszczególnych państw i strefy euro



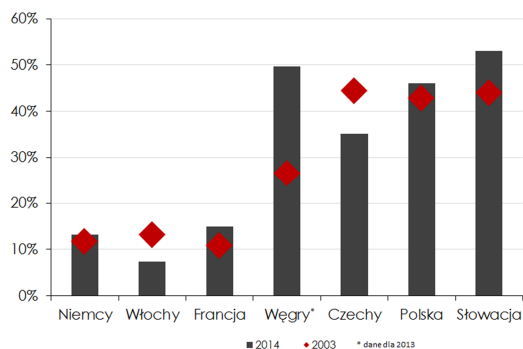
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wykres A.12. Współczynniki korelacji między bieżącym cyklicznym komponentem strefy euro a opóźnionym o k okresów cyklem gospodarki polskiej (k=0 do 11)



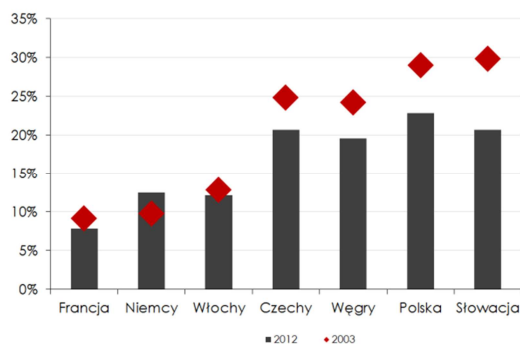
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wykres A.13. Struktura inwestycji (wg CPA) wybranych gospodarek względem strefy euro (Indeks Krugmana*)



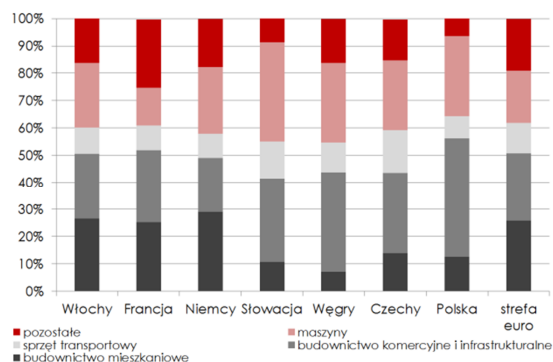
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.
* im bliżej zera, tym większy poziom konwergencji

Wykres A.14. Struktura konsumpcji prywatnej** wybranych gospodarek (wg COICOP) względem strefy euro (Indeks Krugmana*)



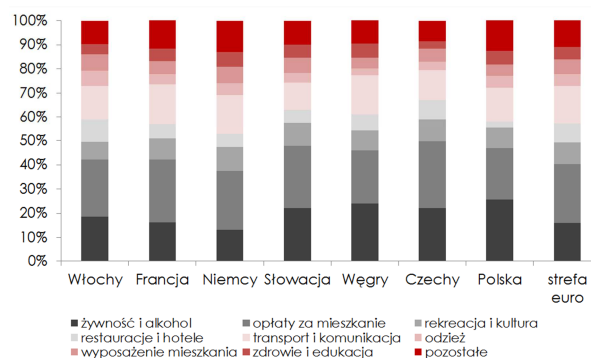
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.
* im bliżej zera, tym większy poziom konwergencji
** wykres przedstawia najnowsze dostępne dane

Wykres A.15. Struktura inwestycji (wg CPA) wybranych gospodarek w 2014 roku



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wykres A.16. Struktura konsumpcji prywatnej** (wg COICOP) wybranych gospodarek w 2012 roku



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.
** wykres przedstawia najnowsze dostępne dane (ESA 95)

Podobieństwo struktur finansowych

Tabela A.1. Wskaźniki dotyczące struktury sektora finansowego oraz bilansu finansowego sektora prywatnego

	Francja	Niemcy	Włochy	Polska	Czechy	Słowacja	Węgry	Wlk. Brytania
Miara koncentracji instytucji kredytowych (HHIndex)	584	301	424	656	949	1221	905	462
Udział 5 największych instytucji kredytowych w aktywach sektora bankowego	47,6	32,4	40,7	48,3	61,3	70,7	52,5	38,9
Stopa inwestycji brutto gospodarstw domowych	8,6	9,7	8,5	7,6	7,7	7,1	5,2	7,3
Stopa inwestycji brutto przedsiębiorstw niefinansowych	23,1	19,7	19,0	22,1	28,7	27,2	24,8	16,7
Wskaźnik zadłużenia do dochodów gospodarstw domowych	86,1	82,8	62,6	58,1	57,4	50,7	46,2	125,9
Płynne aktywa w relacji do krótkoterminowych zobowiązań (w%, 4Q2014)	17,8	145,5	bd	30,6	64,9	46,0	63,5	35,7
Płynne aktywa w relacji do aktywów ogółem (wskaźnik aktywów płynnych, liquid asset ratio; w %, 4Q2014)	bd	41,9	bd	20,6	30,5	34,1	38,0	21,3
Kapitalizacja giełdy w relacji do PKB	80,8	57,7	36,8	35,4	43,7	5,9	11,8	122,1
Aktywa sektora finansowego do PKB	400,5	420,7	269,9	123,3	156,3	134,2	268,4	1110,3
Aktywa sektora bankowego do PKB	285,2	242,7	186	86,1	bd	80,9	96	563
Gotówka	-	0,7	0,8	1,1	bd	1,1	0,7	0,3
Depozyty na żądanie	7,2	11,4	11,5	3,1	bd	2,3	2,1	89,2
Inne depozyty	41,6	23,1	3,5	1,4	bd	4,5	19,1	0
Krótkoterminowe papiery dłużne	11,4	0,6	1,6	5,1	bd	0,1	2,5	2,8
Długoterminowe papiery dłużne	37	47,1	34,9	12,8	bd	17,3	14,2	70
Krótkoterminowe kredyty	19	12,2	38,4	9,6	bd	9,6	9,8	114,8
Długoterminowe kredyty	103,2	96,6	78,8	49,2	bd	45,3	41,2	61,7
Udziały kapitałowe	20,4	9,3	8,7	0,7	bd	0,5	3,7	16,2
Udziały w funduszach inwestycyjnych	2,3	5,3	0,7	0,2	bd	0,1	0,2	0,1
Gwarancje ubezpieczeniowe i emerytalne	-	0	0,3	0	bd	0	0,1	0
derywaty finansowe oraz pracownicze instrumenty opcyjne	26	29,7	6,4	1,4	bd	-0,1	1,9	207,9
pozostałe kwoty do zapłacenia/otrzymania	16,5	6,7	0,5	1,5	bd	0,1	0,6	0
Pasywa sektora bankowego do PKB	290,9	225,2	175,4	87,7	bd	76,1	87,9	553,6
Gotówka	bd	0	0	0	bd	0	0	3,7
Depozyty na żądanie	bd	65,1	53,3	30,5	bd	32,7	24,8	277,6
Inne depozyty	115,7	73,4	74,4	31,3	bd	30	33,7	0
Krótkoterminowe papiery dłużne	bd	2,9	0	0	bd	0	0,1	10,5
Długoterminowe papiery dłużne	bd	40	28,3	1,4	bd	5,3	6	37
Krótkoterminowe kredyty	0	:	0	0	bd	0	0	0
Długoterminowe kredyty	5,3	:	1,8	5,8	bd	1,8	8,2	0,1
Udziały kapitałowe	bd	12,1	9,2	15,3	bd	5	8,3	12,9
Udziały w funduszach inwestycyjnych	0	0,1	0,4	0	bd	0,1	3,9	0
Gwarancje ubezpieczeniowe i emerytalne	bd	1	1	0	bd	0	0	2,7
derywaty finansowe oraz pracownicze instrumenty opcyjne	25,2	28,3	6,9	1,6	bd	0	2	207,7
pozostałe kwoty do zapłacenia/otrzymania	29,2	2,2	0	1,7	bd	1,2	1	1,4

	Francja	Niemcy	Włochy	Polska	Czechy	Słowacja	Węgry	Wlk. Brytania
Aktywa gospodarstw domowych (s.14+s.15) w relacji do PKB	216,9	179,4	235,7	96	bd	76,1	119,3	321,7
Gotówka	3,1	4,4	9	7,3	bd	0	9,7	3,2
Depozyty na żądanie	16	34,6	36,6	18,1	bd	32,7	9,8	68,3
Inne depozyty	43,2	31,5	31,1	18,5	bd	30	15,2	6,2
dłużne Krótkoterminowe papiery	0,9	0,1	0,6	0	bd	0	4,4	0,4
dłużne Długoterminowe papiery	2,8	6,7	32	0,3	bd	5,3	5,6	4,7
Krótkoterminowe kredyty	0	:	1	0,3	bd	0	1,2	0
Długoterminowe kredyty	1,4	:	0	0,6	bd	1,8	2,2	1
Udziały kapitałowe	44,4	17,8	53,5	19,3	bd	5	34,5	22,9
Udziały w funduszach inwestycyjnych	14	17,1	23,6	5,6	bd	0,1	12,8	11,7
Gwarancje ubezpieczeniowe i emerytalne	79,5	66	47,5	15,7	bd	0	10,7	192,9
derywaty finansowe oraz pracownicze instrumenty opcyjne	0	0	0	0	bd	0	0,2	0,4
pozostałe kwoty do zapłacenienia/otrzymania	11,6	1,2	0,7	10,3	bd	1,2	12,8	10
Pasywa gospodarstw domowych w relacji do PKB	64,7	54,9	48,7	36,4	34,9	36,2	28,7	92,9
Gotówka	:	:	0	0	:	0	:	0
Depozyty na żądanie	:	:	0	0	:	0	:	0
Inne depozyty	:	:	0	0	:	0	:	0
dłużne Krótkoterminowe papiery	:	:	0	0	0	0	:	0,1
dłużne Długoterminowe papiery	:	:	0	0	0	0,8	:	0,1
Krótkoterminowe kredyty	1,8	2,2	3,6	3,1	2	2,3	3	9,9
Długoterminowe kredyty	54,3	52,1	39,3	32,5	29,3	29,3	22,8	76,1
Udziały kapitałowe	0,4	:	0	0	0	0	:	0
Udziały w funduszach inwestycyjnych	:	:	0	0	:	0	:	0
Gwarancje ubezpieczeniowe i emerytalne	:	:	0	0	:	0	:	3,2
derywaty finansowe oraz pracownicze instrumenty opcyjne	0	0	0	0	0	0	0	0,2
pozostałe kwoty do zapłacenienia/otrzymania	8,2	0,5	5,7	0,8	3,6	3,8	2,8	3,4
Aktywa finansowe przedsiębiorstw (s.11) w relacji do PKB	126,2	103	65,8	41,2	54,1	81,9	75,2	93,1
Gotówka	0,5	0,2	1,8	0,3	2,1	4,2	1,9	0,4
Depozyty na żądanie	13,9	11,6	14,9	7,8	20,5	10,9	10,9	29,3
Inne depozyty	8	2,1	1,4	6	2,6	3,7	6,3	0,4
dłużne Krótkoterminowe papiery	0,7	0,2	0	0,1	0,6	0,2	0,4	1,1
dłużne Długoterminowe papiery	1,7	1,4	4	0,5	1,5	2,6	1,3	3,9
Krótkoterminowe kredyty	14,4	6,1	2,5	0,8	0,7	4	4,7	0
Długoterminowe kredyty	1,3	2,5	0	2,4	0,8	0,9	8,1	14,7
Udziały kapitałowe	53,8	59,8	30,1	4,9	6,9	22,8	21,5	38,8
Udziały w funduszach inwestycyjnych	7,1	4,6	0,6	2	0,8	0,1	1,5	0
Gwarancje ubezpieczeniowe i emerytalne	2,3	1,7	1,1	1,3	0,8	0,7	0,4	0,2
derywaty finansowe oraz pracownicze instrumenty opcyjne	0	0,8	0,3	0,2	1,1	0,2	0,5	1,6
pozostałe kwoty do zapłacenienia/otrzymania	22,4	11,9	9,3	15	15,8	31,8	17,8	2,7

	Francja	Niemcy	Włochy	Polska	Czechy	Słowacja	Węgry	Wlk. Brytania
Pasywa finansowe przedsiębiorstw (s.11) w relacji do PKB	228,6	160,1	181,3	123,3	138,2	147,2	184,7	260,2
Gotówka	:	:	0	0	:	0	:	0
Depozyty na żądanie	0	:	1,9	0	:	0	:	0
Inne depozyty	0	:	0	0	:	0	:	0
Krótkoterminowe papiery dłużne	1,2	0,1	0,3	0,5	0,4	0,1	0	1,7
Długoterminowe papiery dłużne	26	5,1	9,2	4,5	7,4	4,2	2,1	18,1
Krótkoterminowe kredyty	23,3	9,4	22,9	7,7	8,4	11,5	10,6	24,9
Długoterminowe kredyty	36,6	31,5	43,9	29,6	25,3	28	52,7	26,7
Udziały kapitałowe	127	86,9	91	63,7	74,2	70,3	102,9	131,3
Udziały w funduszach inwestycyjnych	:	:	0	0	:	0	:	0
Gwarancje ubezpieczeniowe i emerytalne	:	8,6	6,1	0	:	0	:	48,6
derywaty finansowe oraz pracownicze instrumenty opcyjne	0	1,9	0,5	0,4	1	0	1,6	2,8
pozostałe kwoty do zapłacenia/otrzymania	14,4	16,7	5,5	16,9	21,6	33,1	14,8	6,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dane Eurostat, EBC i MFW.

Konwergencja nominalna

Tabela A.2. Kryteria stabilności cen i stóp procentowych w państwach UE-28 (dane za luty 2016 r.)

państwo	grupa*		wartość bieżąca	12M średnia krocząca	różnica względem kryterium**	różnica przed miesiącem	różnica przed 12 miesiącami
Austria	EA	HICP, przyrost r/r	1,0	0,9	0,2	0,3	0,1
Belgia	EA		1,1	1,0	0,3	0,2	-1,0
Bułgaria	D		-1,0	-0,8	-1,5	-1,5	-2,9
Chorwacja	D		-0,6	-0,2	-0,9	-0,8	-1,1
Cypr	EA		-2,2	-1,7	-2,4	-2,2	-1,3
Czechy	D		0,5	0,4	-0,3	-0,3	-0,8
Dania	ERM2/O		0,1	0,3	-0,4	-0,3	-1,0
Estonia	ERM2/D		0,4	0,2	-0,5	-0,5	-1,0
Finlandia	EA		-0,1	-0,1	-0,8	-0,7	-0,3
Francja	EA		-0,1	0,2	-0,5	-0,5	-0,8
Grecja	EA		0,1	-0,7	-1,4	-1,5	-2,8
Hiszpania	ERM2/D		-1,0	-0,5	-1,2	-1,1	-1,6
Holandia	EA		0,3	0,4	-0,3	-0,3	-1,1
Irlandia	EA		-0,2	0,0	-0,7	-0,6	-1,0
Litwa	ERM2/D		0,5	-0,3	-1,0	-1,1	-1,2
Luksemburg	EA		-0,3	0,2	-0,5	-0,4	-0,8
Łotwa	ERM2/D		-0,6	0,2	-0,5	-0,4	-0,6
Malta	EA		1,0	1,2	0,5	0,6	-0,5
Niemcy	EA		-0,2	0,2	-0,5	-0,4	-0,6
Polska	D		-0,2	-0,6	-1,3	-1,2	-1,4
Portugalia	EA		0,2	0,6	-0,1	0,0	-1,4
Rumunia	D		-2,1	-0,8	-1,5	-1,2	0,0
Słowacja	EA		-0,3	-0,3	-1,0	-1,0	-1,4
Słowenia	EA		-0,9	-0,8	-1,5	-1,4	-1,0
Szwecja	D		0,8	0,8	0,1	0,2	-0,9
Węgry	D		0,3	0,4	-0,3	-0,3	-1,5
Wielka Brytania	O		-100,0	0,1	-0,6	-0,6	0,0
Włochy	EA		-0,2	0,2	-0,5	-0,4	-1,1
strefa euro	-	-0,2	0,1	-0,6	-0,5	-1,0	
UE-28	-	-0,2	0,1	-0,6	-0,6	-0,8	

Państwo	Strefa	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
Austria	EA	0,5	0,8	-3,8	-3,3	-4,1			
Belgia	EA	0,7	0,9	-3,7	-3,2	-3,9			
Bułgaria	D	2,7	2,5	-2,1	-1,7	-2,1			
Chorwacja	D	3,7	3,6	-1,0	-0,5	-1,5			
Cypr	EA	4,0	5,1	0,5	1,2	0,7			
Czechy	D	0,5	0,6	-4,0	-3,5	-4,1			
Dania	ERM2/O	0,6	0,7	-3,9	-3,4	-4,2			
Estonia	ERM2/D	0,0	0,0	0,0	-4,1	-5,3			
Finlandia	EA	0,5	0,7	-3,9	-3,4	-4,1			
Francja	EA	0,6	0,9	-3,7	-3,2	-3,9			
Grecja	EA	10,4	9,7	5,1	5,5	1,9			
Hiszpania	ERM2/D	1,7	1,8	-2,8	-2,3	-2,9			
Holandia	EA	0,4	0,7	-3,9	-3,4	-4,1			
Irlandia	EA	1,0	1,2	-3,4	-2,9	-3,3			
Litwa	ERM2/D	1,4	1,4	-3,2	-2,7	-2,8			
Luksemburg	EA	0,4	0,4	-4,2	-3,7	-4,2			
Łotwa	ERM2/D	0,9	1,0	-3,6	-3,1	-3,2			
Malta	EA	1,2	1,4	-3,2	-2,6	-2,9			
Niemcy	EA	0,2	0,5	-4,1	-3,6	-4,4			
Polska	D	3,0	2,8	-1,8	-1,3	-2,2			
Portugalia	EA	3,2	2,5	-2,1	-1,7	-2,0			
Rumunia	D	3,3	3,6	-1,0	-0,6	-1,2			
Słowacja	EA	0,6	0,8	-3,8	-3,2	-3,5			
Słowenia	EA	1,6	1,7	-2,9	-2,4	-2,5			
Szwecja	D	0,8	0,8	-3,8	-3,4	-3,9			
Węgry	D	3,4	3,5	-1,1	-0,7	-0,9			
Wielka Brytania	O	1,4	1,8	-2,8	-2,3	-3,3			
Włochy	EA	1,6	1,7	-2,9	-2,4	-2,8			

długoterminowa stopa procentowa

* EA – członek strefy euro, ERM2 – uczestnik ERM II, D – państwo z derogacją, O – państwo z klauzulą *opt-out*.
 ** Wartość referencyjna dla kryterium stabilności cen przyjęta we lutym 2016 r. 0,7 a dla kryterium stóp procentowych 4,6.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Tabela A.3. Kryterium stabilności cen w państwach UE-28 a prognozowana inflacja

	różnica względem wartości referencyjnej na podstawie prognoz Komisji Europejskiej (luty 2016)							
	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
Austria	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,6
Belgia	3,5	4,6	5,6	4,3	2,9	1,2	-0,7	-0,8
Bułgaria	-1,5	-1,4	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7	-1,6	-1,6
Chorwacja	-1,1	-1,0	-0,8	-1,0	-1,0	-0,9	-1,0	-0,9
Cypr	-2,3	-1,6	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,1
Czechy	-0,6	-0,7	-0,7	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Dania	-0,5	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7
Estonia	-0,5	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,1
Finlandia	-1,1	-1,0	-0,9	-1,2	-1,2	-1,2	-1,1	-1,0
Francja	-0,6	-0,5	-0,4	-0,7	-0,8	-1,0	-1,1	-1,2
Grecja	-1,2	-0,6	-0,3	-0,6	-0,9	-1,2	-1,4	-1,6
Hiszpania	-1,3	-1,2	-1,1	-1,2	-1,2	-1,1	-1,0	-0,9
Holandia	-0,3	-0,2	-0,2	-0,4	-0,6	-0,8	-0,9	-0,9
Irlandia	-0,8	-0,6	-0,6	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,1
Litwa	-1,3	-1,2	-1,1	-1,4	-1,3	-1,0	-0,8	-0,3
Luksemburg	-0,7	-0,6	-0,6	-0,9	-0,7	-0,5	-0,2	-0,1
Łotwa	-0,7	-0,8	-0,7	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5
Malta	0,5	0,7	0,8	0,4	0,2	-0,1	-0,2	-0,3
Niemcy	-0,7	-0,6	-0,5	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9
Polska	-1,3	-0,9	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8
Portugalia	-0,2	-0,1	-0,2	-0,7	-0,9	-1,1	-1,3	-1,3
Rumunia	-2,1	-2,4	-1,7	-1,5	-0,6	0,0	0,0	0,1
Słowacja	-1,2	-1,1	-0,9	-1,1	-1,0	-0,9	-0,8	-0,8
Słowenia	-1,6	-1,5	-1,4	-1,6	-1,6	-1,6	-1,5	-1,3
Szwecja	-0,1	0,1	0,1	-0,3	-0,5	-0,8	-0,9	-1,0
Węgry	-0,3	0,1	0,5	0,3	0,3	0,1	0,0	0,1
Wielka Brytania	-0,7	-0,5	-0,3	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8
Włochy	-0,7	-0,6	-0,7	-1,0	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7
KRYTERIUM	0,9	0,8	0,8	1,3	1,7	2,0	2,3	2,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych European Commission DG-ECFIN, European Economic Forecast – Winter 2016.

Tabela A.4. Kryterium fiskalne w UE-28

państwo		procedura nadmiernego deficytu		deficyt sektora g.g. jako % PKB					dług sektora g.g. jako % PKB				
		status	termin korekty#	2013	2014	2015**	2016**	2017**	2013	2014	2015**	2016**	2017**
grupa *													
Austria	EA			-1,3	-2,7	-1,6	-1,7	-1,7	80,8	84,2	85,9	85,1	84,0
Belgia	EA			-2,9	-3,1	-2,9	-2,8	-2,4	105,1	106,7	106,1	106,6	105,6
Bułgaria	D			-0,8	-5,8	-2,5	-2,3	-2,0	18,0	27,0	28,2	29,7	30,7
Chorwacja	D	EDP	2016	-5,4	-5,6	-4,2	-3,9	-3,2	80,8	85,1	86,0	87,0	87,4
Cypr	EA	EDP	2016	-4,9	-8,9	-1,0	0,1	0,4	102,5	108,2	108,4	99,9	95,0
Czechy	D			-1,3	-1,9	-1,6	-1,1	-1,0	45,2	42,7	40,9	40,7	40,1
Dania	ERM II/O			-1,1	1,5	-2,0	-2,7	-1,9	45,0	44,6	39,9	38,3	38,8
Estonia	EA			-0,1	0,7	0,3	0,2	0,1	9,9	10,4	10,1	9,8	9,4
Finlandia	EA	EDP		-2,5	-3,3	-3,2	-2,8	-2,5	55,6	59,3	62,7	65,0	66,2
Francja	EA	EDP	2017	-4,1	-3,9	-3,7	-3,4	-3,2	92,3	95,6	96,2	96,8	97,1
Grecja	EA	EDP	2016	-12,4	-3,6	-7,6	-3,4	-2,1	177,0	178,6	179,0	185,0	181,8
Hiszpania	EA	EDP	2016	-6,9	-5,9	-4,8	-3,6	-2,6	93,7	99,3	100,7	101,2	100,1
Holandia	EA			-2,4	-2,4	-2,2	-1,8	-1,5	67,9	68,2	66,8	66,2	65,1
Irlandia	EA	EDP	2015	-5,7	-3,9	-1,8	-1,3	-0,8	120,0	107,5	98,4	93,9	91,5
Litwa	EA			-2,6	-0,7	-0,9	-1,2	-0,4	38,8	40,7	42,7	40,6	42,3
Luksemburg	EA			0,7	1,4	0,2	0,5	0,5	23,4	23,0	21,3	22,7	22,0
Łotwa	EA			-0,9	-1,6	-1,3	-1,0	-1,0	39,1	40,8	36,7	39,9	37,7
Malta	EA			-2,6	-2,1	-1,6	-1,1	-1,0	69,6	66,9	64,0	61,2	58,7
Niemcy	EA			-0,1	0,3	0,5	0,1	0,0	77,4	74,9	71,6	69,2	66,8
Polska	D			-4,0	-2,9♦	-3,0	-2,8	-3,4	55,9	50,4	51,4	52,5	53,5
Portugalia	EA	EDP	2015	-4,8	-7,2	-4,2	-3,4	-3,5	129,0	130,2	129,1	128,5	127,2
Rumunia	D			-2,2	-1,4	-1,1	-3,0	-3,8	38,0	39,8	39,0	40,5	42,6
Słowacja	EA			-2,6	-2,8	-2,7	-2,1	-1,7	54,6	53,5	52,3	51,9	51,2
Słowenia	EA	EDP	2015	-15,0	-5,0	-2,9	-2,4	-1,9	70,8	80,8	83,5	79,8	79,5
Szwecja	D			-1,4	-1,7	-1,0	-1,1	-1,2	39,8	44,9	44,0	43,1	42,3
Węgry	D			-2,5	-2,5	-2,1	-2,0	-1,9	76,8	76,2	75,8	74,3	72,4
W. Brytania	O	EDP	2016/17	-5,7	-5,7	-4,4	-3,1	-2,1	86,2	88,2	88,6	89,1	88,2
Włochy	EA			-2,9	-3,0	-2,6	-2,5	-1,5	128,8	132,3	132,8	132,4	130,6

* EA – członek strefy euro, ERM II – uczestnik ERM II, D – państwo z derogacją, O – państwo z klauzulą opt-out

EDP – rekomendacja Rady Ecofin ws. terminu likwidacji nadmiernego deficytu

** na podstawie: European Commission, *European Economic Forecast – Autumn 2015*

♦ po korekcie o koszt wdrożenia systemowej reformy emerytalnej z 1999 r. (0,4% PKB)

Źródło: Ameco

Aneks 2: metodyka prowadzonych badań

Miara podobieństwa struktur gospodarczych

Do analizy podobieństwa struktur poszczególnych gospodarek względem gospodarki referencyjnej (*benchmarku*), tj. strefy euro, wykorzystany został indeks Krugmana:

$$SDI_{i,EA} = \sum_{k=1}^K |(S_{k,i} - S_{k,EA})|$$

gdzie $S_{k,i}$ oznacza udział i -ego sektora w strukturze gospodarczej kraju k ($S_{k,EA}$ odnosi się do analogicznej wielkości w strefie euro). Indeks przyjmuje wartości z przedziału (0;1), im wartość bliższa zera, tym występuje większe podobieństwo struktury gospodarki danego kraju do strefy euro.

Zbieżność cykli koniunkturalnych

Badania nad synchronizacją cykliczną są prowadzone w ramach dwóch definicji cykli koniunkturalnych – „klasycznej” oraz „odchyleniowej”. Zgodnie z pierwszą z nich, której podstawę stanowi koncepcja cyklu Burnsa i Mitchella (1946)¹, badana jest dynamika aktywności gospodarczej w ujęciu absolutnym, zaś druga – bardziej współczesna – koncentruje się na odchyleniach bieżącej aktywności gospodarczej od długookresowego trendu. Na potrzeby niniejszego opracowania zastosowana została „odchyleniowa” definicja cyklu.

Odchylenia bieżącej aktywności gospodarczej od potencjału zostały wyodrębnione z oryginalnych szeregów przy pomocy filtra pasmowo-przepustowego Christiano-Fitzgeralda², zaś zmiany stopnia zbieżności cyklicznej w czasie analizowane były przy pomocy rekursywnych współczynników korelacji³ wyodrębnionych składowych cyklicznych. W przybliżeniu monotoniczny wzrost wartości współczynnika korelacji w czasie oznaczałby konwergencję cyklu koniunkturalnego danego kraju względem strefy euro.

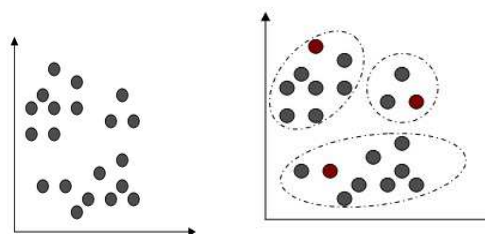
¹ Burns i Mitchell (1946), *Measuring Business Cycles*, NBER, New York.

² Szerzej: Skrzypczyński (2008), *Wahania aktywności gospodarczej w Polsce i strefie euro*, Materiały i Studia, 227.

³ Rekursywne współczynniki korelacji zostały wyliczone dla okien o stałej długości 9 lat (pierwsze okno obejmowało lata 1995-2003 włącznie), co pozwala na uwzględnienie w każdym oknie co najmniej jednego pełnego cyklu koniunkturalnego (zakładając zgodnie z definicją Burnsa i Mitchella, że na cykl składają się wahania o długości od 1,5 do 8 lat). Wartość współczynnika korelacji wyliczonego w danym okresie przypisana jest ostatniemu okresowi w próbie.

Analiza skupień

Grupowanie (ang. *clustering*) – oznacza podział obserwacji na grupy (klasy) podobnych obiektów. Jednym ze sposobów grupowania pod nadzorem (określamy liczbę skupień, jaką chcemy uzyskać) jest metoda k -średnich. Grupowanie tą metodą polega na początkowym ustaleniu obserwacji, które będą środkami poszczególnych grup. Następnie dla każdej obserwacji znajdujemy najbliższy środek grupy, wyznaczając w ten sposób podział obserwacji na pożądaną liczbę grup. W następnym kroku wyznaczamy środek (centroid) dla każdej grupy i aktualizujemy położenie środka każdego skupienia jako nowy centroid. Kroki te są powtarzane aż do momentu, kiedy położenie centroidów nie podlega dalszym zmianom.

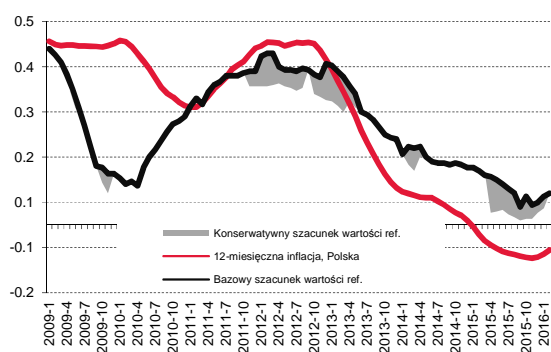


Źródło: opracowanie własne.

Wyznaczanie wartości referencyjnej kryteriów konwergencji nominalnej

W konsekwencji publikacji Raportów o konwergencji w czerwcu 2014 r. przez KE i EBC, jako metodę bazową dla wyznaczania wartości referencyjnej dla kryterium stabilności cen przyjęto, iż ze składu grupy referencyjnej wykluczane są kraje, których 12-miesięczna stopa inflacji jest niższa o co najmniej 1,4 p.p. od średniej w strefie euro. Mając jednak na uwadze, że dokonana na podstawie informacji zawartych w ww. Raportach interpretacja jest obciążona niepewnością (można wskazać przypadki krajów, które pomimo charakteryzowania się większą różnicą tempa wzrostu cen wobec strefy euro zostały uznane za państwa referencyjne, np. Finlandia w 2004 r.), analizie poddano również bardziej konserwatywną regułę. Zgodnie z tą regułą kraj jest wykluczany z grupy referencyjnej, jeśli odchylenie od średniej inflacji w strefie euro wynosi co najmniej 1,8 p.p. Różnicę pomiędzy nowym podejściem, traktowanym jako bazowe, a dotychczasową, bardziej konserwatywną metodologią można interpretować jako skalę niepewności związanej z decyzjami Komisji Europejskiej i Europejskiego Banku Centralnego.

Wykres A.17. Wypełnianie przez Polskę kryterium stabilności cen w ujęciu historycznym (2009-2016)

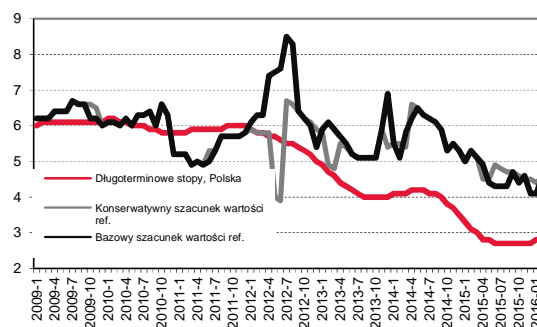


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, Prognozy Komisji Europejskiej.

Niepewność odnośnie do składu grupy referencyjnej przekłada się również na analizę wypełniania kryterium stóp procentowych. Wartość tego kryterium oblicza się bowiem na podstawie tej samej grupy krajów (ewentualnie skorygowanej o wykluczenie kraju, który nie

finansuje swojego zadłużenia na rynkach finansowych – wówczas wartość referencyjna dla kryterium stóp obliczona jest na podstawie danych z pozostałych krajów grupy referencyjnej*). Większe prawdopodobieństwo wykluczenia krajów z grupy referencyjnej ze względu na niską inflację nie ma jednoznacznego wpływu na restrykcyjność kryterium stóp procentowych.

Wykres A.18. Wypełnianie przez Polskę kryterium stóp procentowych w ujęciu historycznym (2009-2016)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.