

Monitor Konwergencji z Unią Gospodarczą i Walutową

Grudzień 2021

Monitor Konwergencji z Unią Gospodarczą i Walutową (UGW) jest coroczną publikacją Ministerstwa Finansów mającą na celu ocenę stopnia podobieństwa polskiej gospodarki do państw UGW. Materiał został przygotowany w Departamencie Polityki Makroekonomicznej Ministerstwa Finansów. Analiza przeprowadzona w niniejszej edycji Monitora opiera się na danych dostępnych do 3 grudnia 2021 r.

Spis treści

Podsumowanie	4
1. Wprowadzenie.....	5
2. Konwergencja realna	7
3. Podobieństwo struktur finansowych	11
4. Konkurencyjność i elastyczność gospodarki	14
5. Formalna ocena Polski w ramach MIP	17
6. Konwergencja nominalna.....	19
6.1. Kryterium stabilności cen.....	19
6.2. Kryterium stóp procentowych.....	20
6.3. Kryterium fiskalne	21
6.4. Kryterium stabilności kursu walutowego	21
Temat specjalny: Bułgaria i Chorwacja w mechanizmie ERM II	23
Konwergencja nominalna	23
Konwergencja realna.....	25
Równowaga makroekonomiczna	26
Dodatkowe czynniki	27
Aneks 1: Wykresy i informacje uzupełniające.....	30
Konwergencja realna.....	30
Podobieństwo struktur finansowych	33
Konwergencja nominalna	36
Aneks 2: metodyka prowadzonych badań.....	38
Miara podobieństwa struktur gospodarczych.....	38
Zbieżność cykli koniunkturalnych	38

Podsumowanie

- Obecny stan związany z pandemią COVID-19, wywołane przez nią skutki ekonomiczne, jak również niepewność dotycząca długoterminowego wpływu pandemii na gospodarkę, mogą utrudniać dokonanie dokładnej oceny zbieżności gospodarek Polski i państw strefy euro pod kątem procesu konwergencji oraz jego trwałości, na co wskazuje m.in. KE w najnowszym Raporcie o konwergencji (Convergence Report 2020).
- **Od momentu wstąpienia do UE wzrasta relatywny poziom dochodów mieszkańców krajów z derogacją** i stopniowo zbliża się on do średniego poziomu dochodów mieszkańców państw członkowskich strefy euro. Jednak, pomimo trwałego wzrostu, PKB per capita Polski wciąż pozostaje nieznacznie poniżej średniej dla krajów Europy Środkowo-Wschodniej.
- **W 2020 r. kontynuowana była obserwowana od 2004 r. tendencja w zakresie pogłębiania się różnic w strukturze PKB pomiędzy Polską a strefą euro.** W 2020 r. zróżnicowanie w strukturze dotyczyło zwłaszcza większego udziału w polskim PKB przemysłu oraz handlu a mniejszego udziału pośrednictwa nieruchomościowego oraz usług publicznych. 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 przeszkody dla wysokiego poziomu podobieństwa cykli koniunkturalnych.** Przeprowadzona analiza potwierdziła utrzymanie w latach 2019-2020 relatywnie wysokiego poziomu ich zbieżności.
- 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.
- **Dysproporcje występujące pomiędzy Polską a strefą euro w zakresie podobieństwa struktur finansowych są efektem m.in. niższego poziomu rozwoju sektora finansowego.** Niska relacja aktywów sektora finansowego do PKB wskazuje na przestrzeń do dalszego zrównoważonego rozwoju sektora usług finansowych w Polsce, który stopniowo postępuje. Rozwój ten jednak powinien zachować umiarkowane tempo i zachodzić jednocześnie z rozwojem rynków kapitałowych. Z uwagi na stabilność obecnego, tradycyjnego modelu systemu bankowego, konwergencję do stanu obserwowanego w rozwiniętych państwach UGW nie zawsze należy uznać za pożądaną.
- **Konkurencyjność polskiej gospodarki wymaga poprawy strukturalnej,** aby Polska stała się bardziej konkurencyjna na arenie międzynarodowej. Konieczne jest zwiększenie konkurencyjności strukturalnej w celu wykształcenia pozacenowych przewag konkurencyjnych przez tworzenie bodźców do wzrostu innowacyjności gospodarki.
- **Rozwój gospodarczy Polski odbywa się w warunkach braku nadmiernych nierównowag,** identyfikowanych przez Komisję Europejską w ramach tzw. *procedury nierównowag makroekonomicznych*. O trwałym zrównoważeniu polskiej gospodarki świadczy fakt, że od momentu ustanowienia procedury w 2011 r. Polska w żadnym roku nie została poddana tzw. pogłębionej analizie pod kątem potencjalnego występowania nadmiernych nierównowag.
- **Bieżące szacunki dotyczące wypełniania przez Polskę kryteriów konwergencji nominalnej wskazują na trwałe wypełnienie kryterium stóp procentowych.** Niewypełnione pozostają kryteria: stabilności cen oraz stabilności kursu walutowego (z uwagi na fakt, iż złoty nie został włączony do mechanizmu ERM II) oraz kryterium prawne.
- W zakresie kryterium fiskalnego należy mieć na uwadze ogólną klauzulę wyjścia stosowaną w UE, w związku z pandemią COVID-19 i towarzyszącym jej kryzysem gospodarczym. Prognozy KE wskazują jednak na szybką redukcję przez Polskę deficytu sektora poniżej wartości referencyjnej.

1. Wprowadzenie

Niniejszy numer *Monitora* w przypadku większości analiz dotyczy danych za 2020 r. W 2020 r. proces doganiania został zakłócony przez bezprecedensową sytuację, która ma miejsce zarówno w Polsce, jak i w całej UE i na świecie. Obecny stan związany z pandemią COVID-19, wywołane przez nią skutki ekonomiczne, jak również procesy gospodarcze które nastąpią po jej ustaniu, mogą utrudniać dokonanie dokładnej oceny zbieżności gospodarek Polski i państw strefy euro pod kątem procesu konwergencji oraz jego trwałości. Komisja Europejska (KE) w swoim *Raporcie o Konwergencji z czerwca 2020r.* podkreśliła, że pandemia COVID-19 stanowi poważny szok, który zaburza gospodarkę UE i jej państw członkowskich i w związku z tym może mieć znaczący wpływ na wskaźniki konwergencji gospodarczej, utrudniając ich ocenę.

Zasadniczym aspektem badania zgodności z kryteriami konwergencji jest ocena trwałości. Aby doświadczyć wszystkich korzyści związanych z konwergencją w regionie, musi być ona trwała, a nie doraźna, dlatego tym bardziej trzeba analizować wskaźniki konwergencji za ostatni rok z większą ostrożnością.

Pierwsza dekada istnienia Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) pokazała, że wypełnianie kryteriów konwergencji nominalnej nie chroni przed utratą konkurencyjności i nie gwarantuje skuteczności alternatywnych mechanizmów dostosowawczych, a skala korzyści z przyjęcia euro jest warunkowa względem prowadzonej polityki gospodarczej. Słabe fundamenty, nadmierne poluzowanie polityki gospodarczej na poziomie krajowym oraz zbyt optymistyczne oczekiwania co do konwergencji dochodów realnych rodzą ryzyko nie tylko dla pojedynczych krajów, lecz także dla niezakłóconego funkcjonowania całej strefy euro. Spełnienie na daną chwilę ilościowych kryteriów konwergencji nie jest samo w sobie gwarancją braku problemów po wejściu do strefy euro. Kraje przystępujące do tej strefy powinny zatem wykazać, że proces konwergencji ma charakter trwałości i że są zdolne sprostać stałym zobowiązaniom związanym z wprowadzeniem euro. Leży to w interesie

zarówno poszczególnych krajów, jak i strefy euro jako całości.

Osiągnięcie trwałej konwergencji w wielu spośród analizowanych krajów wymaga długofalowego dostosowania polityk. Warunkiem wstępnym jest stabilność makroekonomiczna, a w szczególności – zrównoważona polityka fiskalna. Zdolność do przewyższania szoków makroekonomicznych zależy od elastyczności rynków pracy i produktów. Żeby wzmocnić łączną produktywność czynników produkcji i długoterminowy wzrost gospodarczy, potrzebne są korzystne warunki sprzyjające innowacjom. Trwała konwergencja wymaga również stabilnych instytucji oraz sprzyjającego otoczenia biznesowego. Do synchronizacji cykli biznesowych konieczny jest wysoki stopień integracji gospodarczej ze strefą euro. Ponadto potrzeba właściwej polityki makroostrożnościowej, żeby zapobiec narastaniu nierównowagi makroekonomicznej w postaci np. nadmiernego wzrostu cen aktywów bądź cykli boomów i krachów kredytowych. Konieczne są także odpowiednie ramy nadzoru nad instytucjami finansowymi. Kraje objęte szczegółowym przeglądem przez Komisję Europejską powinny eliminować zakłócenia równowagi w swoich gospodarkach, szczególnie gdy są o znaczeniu transgranicznym, a więc mogą wpłynąć negatywnie na inne kraje regionu. Wreszcie – jednym z głównych czynników integracji i konwergencji gospodarczej jest siła otoczenia instytucjonalnego.

Mając na uwadze obecny stopień podobieństwa gospodarki Polski i strefy euro – w szczególności w zakresie poziomie rozwoju (mierzonego np. przez PKB per capita) – członkostwo Polski w strefie euro mogłoby stanowić źródło zaburzeń w gospodarce. Obserwowane dotychczas różnice w strukturze gospodarek oraz – w mniejszym stopniu – w przebiegu cykli koniunkturalnych pomiędzy krajami rozwiniętymi a Polską są istotne, lecz charakterystyczne dla procesu doganiania. W dłuższej perspektywie, dzięki wdrażaniu reform strukturalnych wzmacniających potencjał i wydajność polskiej gospodarki, powinno zaś dojść do zwiększania stopnia podobieństwa w stosunku do państw członkowskich strefy euro. Równocześnie, podobnie jak to miało miejsce dotychczas, Polska w dalszym ciągu aktywnie

uczestniczy w procesie pogłębiania Unii Gospodarczej i Walutowej, w szczególności w działaniach mających na celu zapewnienie stabilności w strefie euro. Skala i siła powiązań politycznych i gospodarczych między Polską a państwami obszaru wspólnej waluty sprawiają bowiem, że kondycja strefy euro istotnie wpływa na procesy zachodzące w Polsce.

Aktualne kierunki wyznaczane w UE oraz UGW koncentrują się przede wszystkim na wsparciu obywateli, firm i państw członkowskich w wychodzeniu z kryzysu gospodarczego spowodowanego pandemią. Również działania polskiego rządu w 2020 r. i obecnie ukierunkowane są na walkę z pandemią i łagodzeniem jej skutków w sferze realnej gospodarki, aby kryzys nie pozostawił trwałych zakłóceń w procesie doganiania. Ustanowione przez UE priorytety inwestycyjne (tj. związane z COVID-19 oraz inwestycje zielone i cyfrowe) wymagają znacznych wydatków na inwestycje, które w dużej mierze będą wspierane ze środków UE, w tym Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności (*Recovery and Resilience Facility*, RRF).

Podobieństwo struktur gospodarczych między dwoma obszarami gospodarczymi współgra z podobieństwem w zakresie obserwowanego w nich poziomu rozwoju i zamożności. Im bliższe siebie 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 gospodarek. Zbliżanie się poziomów życia powinno natomiast – w ramach współzależności – wpływać na upodabnianie się struktur (m.in. w zakresie konsumpcji prywatnej, inwestycji). 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 charakteryzować się zbliżoną amplitudą wahań (Rozdział 2).

Ocena konwergencji realnej zawiera również 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 w raportach o konkurencyjności za 2020 r. poświęcono przygotowaniu gospodarek na szeroko pojęte wyzwania przyszłości (m.in. zmiany klimatu, cyfrowa rewolucja technologiczna, starzenie się ludności), które są kluczowe z perspektywy odporności gospodarki na występowanie kolejnych szoków gospodarczych, jak również dostosowania do nowych trendów w skali globalnej. Przywróceniu równowagi mogą natomiast sprzyjać tzw. alternatywne mechanizmy dostosowawcze. Coraz częściej zwraca się również uwagę na rolę

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.

państwa (w przypadku UE również instytucje wspólnoty) w kształtowaniu wzrostu w kierunku bardziej zrównoważonym i inkluzywnym. Jednocześnie polityki te nie mogą ograniczać potencjału inwestycyjnego i przedsiębiorczości, które są warunkiem koniecznym do kontynuowania procesu realnej konwergencji (Rozdział 4).

O stabilności makroekonomicznej gospodarki i stabilnym przebiegu procesu konwergencji świadczy brak nadmiernych nierównowag makroekonomicznych. Polska gospodarka rozwija się w sposób zrównoważony, na co wskazują m.in. wyniki corocznej analizy dokonywanej przez Komisję Europejską w ramach tzw. procedury nierównowag makroekonomicznych (MIP; Rozdział 5).

Przy przystąpieniu do unii walutowej konieczne jest trwałe wypełnianie kryteriów konwergencji nominalnej, co jest oceniane co dwa lata przez Europejski Bank Centralny oraz Komisję Europejską dla krajów z derogacją (Rozdział 6).

W 2020 r. Chorwacja oraz Bułgaria podjęły decyzję o przystąpieniu do mechanizmu ERM II (Exchange Rate Mechanism), co zapoczątkowało formalny proces prowadzący do przyjęcia wspólnotowej waluty (Temat specjalny).

2. Konwergencja realna

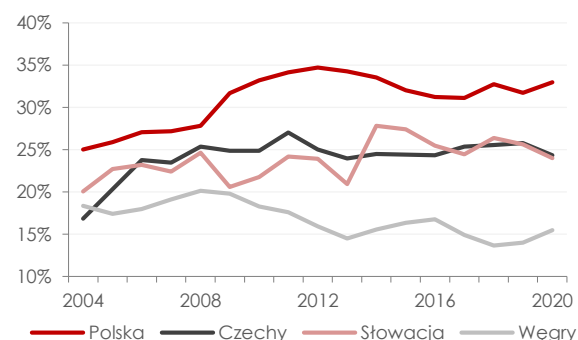
W niniejszym rozdziale dokonano analizy stopnia konwergencji realnej Polski ze strefą euro. W tym celu przeprowadzono ocenę podobieństwa struktur gospodarczych, synchronizacji cykli koniunkturalnych oraz zbieżności poziomu dochodów uzyskiwanych przez obywateli w obu obszarach.

Od wejścia do UE kraje, które obecnie objęte są derogacją, zmniejszyły poziom różnic w strukturze PKB względem strefy euro. Największym podobieństwem struktur PKB z krajów z derogacją charakteryzują się kolejno Szwecja, Chorwacja i Węgry. Wyjątkiem jednak są Polska i Czechy, których różnice w strukturze gospodarek od kilku lat się pogłębiały.

Polska jest najmniej podobna pod względem struktury PKB do strefy euro z krajów Grupy Wyszehradzkiej (por. wykres 2.1), szczególnie w porównaniu do Węgry, których podobieństwo

struktury PKB jest dużo bliższe dużym krajom strefy euro (Niemcy, Włochy, Francja). Również na tle wszystkich członków Unii Europejskiej, Polska charakteryzuje się jednymi z największych różnic w strukturze gospodarki względem strefy euro. W 2020 r. mniejsze podobieństwo struktury PKB odnotowały jedynie Litwa i Grecja.

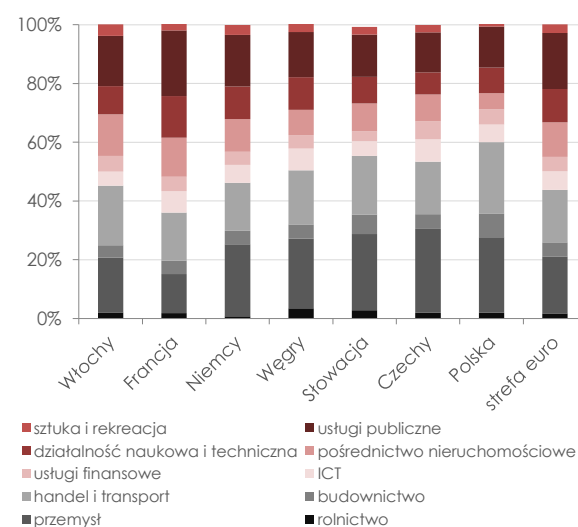
Wykres 2.1. Struktura PKB (wg NACE) gospodarek V4 względem strefy euro (indeks Krugmana*)



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

W przypadku Polski różnice te wynikają głównie z większego niż w krajach strefy euro udziału w strukturze produktu krajowego brutto przemysłu, budownictwa, rolnictwa i handlu – suma udziałów tych komponentów wynosi w Polsce 60% – oraz mniejszego udziału usług publicznych, działalności naukowej, pośrednictwa nieruchomościowego oraz sztuki i rekreacji.

Wykres 2.2. Struktura PKB (wg NACE) poszczególnych gospodarek względem strefy euro w 2020 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat

W porównaniu do 2019 r. analizowanego w poprzednim wydaniu Monitora różnice między strukturami PKB w Polsce i strefie euro nieznacznie się zwiększyły. Stało się to głównie za sprawą wzrostu udziału przemysłu w Polsce przy jego spadku w strefie euro, mniejszego spadku udziału handlu w porównaniu ze strefą euro oraz większego spadku udziału sztuki i rekreacji w Polsce niż w krajach strefy euro.

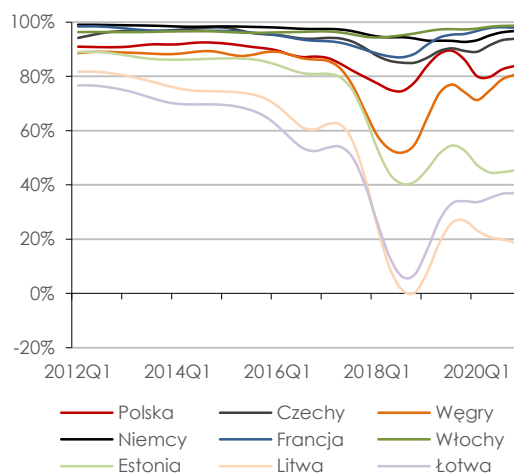
Z pogłębionej analizy wynika, że duże kraje strefy euro są podobne do siebie nie tylko pod względem struktury PKB, lecz także struktur inwestycji oraz konsumpcji prywatnej (por. wykresy A.13-A.16 w aneksie 1). Należy jednak podkreślić, że w przypadku wybranych wskaźników (przede wszystkim w zakresie podobieństwa struktur gospodarczych) proces doganiania może jednak prowadzić do czasowego osłabienia stopnia podobieństwa struktur gospodarczych.

W przypadku krajów z derogacją mamy natomiast do czynienia z dużym zróżnicowaniem w poziomie podobieństwa w zakresie struktury inwestycji tychże krajów. Kraje takie jak Czechy oraz Szwecja mają poziom podobieństwa struktur inwestycji bliższy strefie euro niż nawet wybrane kraje strefy euro, podczas gdy wśród reszty krajów z derogacją (Polska, Rumunia, Węgry, Bułgaria) mamy do czynienia z bardzo niskim podobieństwem struktur gospodarek względem strefy euro w zakresie podziału inwestycji. W przypadku Polski, od 2004 r. obserwuje się osłabienie stopnia podobieństwa struktur inwestycji pomiędzy krajem a strefą euro. Różnice w strukturze inwestycji są spowodowane przede wszystkim większym udziałem inwestycji w sektorze budownictwa komercyjnego i infrastrukturalnego oraz znacząco mniejszym udziałem budownictwa mieszkaniowego oraz inwestycji we własność intelektualną w Polsce względem strefy euro.

W 2020 roku w Polsce odnotowano większy wzrost udziału inwestycji w budownictwie mieszkaniowym i w wartość intelektualną kosztem budownictwa infrastrukturalnego, co zmniejszyło różnicę w strukturze inwestycji względem strefy euro i ogólny poziom podobieństwa się nieznacznie poprawił. Jednak nadal jest to poziom daleki od dużych krajów strefy euro – inwestycje w budownictwo mieszkaniowe w Polsce odpowiada za 11,5% wszystkich inwestycji, a w strefie euro za 24,8%. Z

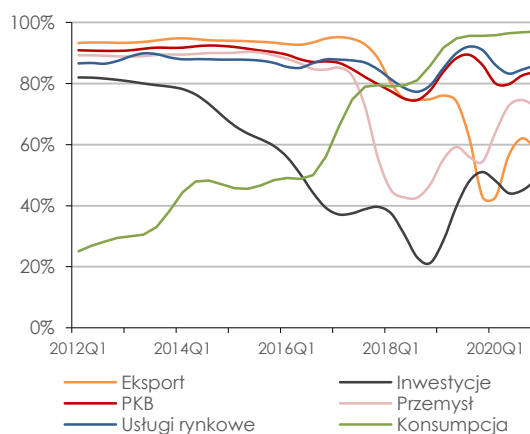
kolei własność intelektualna w Polsce to 8,7% inwestycji, a w krajach ze strefy euro – 23,9%.

Wykres 2.3. Współczynniki korelacji PKB wybranych gospodarek ze strefą euro



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat

Wykres 2.4. Współczynniki korelacji poszczególnych komponentów cyklicznych Polski ze strefą euro



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat

Analiza stopnia podobieństwa cykli koniunkturalnych Polski i strefy euro w okresie IV kw. 2019 – IV kw. 2020 r. (w przypadku każdej z obserwacji współczynniki korelacji zostały wyliczone dla okien czasowych o stałej długości 8 lat kończących się we wskazanym punkcie; por. nota metodologiczna w aneksie 2) wskazuje, że podobieństwo współczynników korelacji PKB utrzymuje się na względnie wysokim poziomie, szczególnie w porównaniu do krajów bałtyckich.

Wyniki szczegółowej analizy wskazują, iż w Polsce w IV kw. 2020 r. największą zbieżność cykli koniunkturalnych w stosunku do strefy euro odnotowano w przypadku konsumpcji

prywatnej, najniższą zaś w przypadku eksportu i inwestycji (por. Wykres 2.4.). W ostatnich czterech kwartałach doszło do spadku skorelowania komponentu cyklicznego w usługach rynkowych oraz wzrostu skorelowania w eksporcie i przemyśle. Spadek skorelowania cykli w usługach rynkowych wynika m.in. z mniejszego spadku aktywności gospodarczej w transporcie i handlu w Polsce niż w krajach strefy euro oraz większej aktywności na rynku nieruchomości w 2020 r. Wzrost skorelowania cykli w eksporcie wynika z utrzymującego się dodatniego bilansu handlowego Polski w roku 2020, co przybliżyła Polskę do trendu krajów strefy euro. Z kolei wzrost korelacji cykli w inwestycjach wynika z takiej samej kwartalnej dynamiki inwestycji w 2020 r. oraz ogólnego ich obniżenia w analizowanym roku wśród wszystkich krajów.

Co istotne, metodologia zastosowana do obliczenia komponentów cyklicznych uwzględnia dla każdego z nich cały szereg czasowy (czyli w tym wydaniu *Monitora* lata 2004-2020). Oznacza to, że dodanie kolejnego roku wpływa na komponenty cykliczne okresów poprzednich, co uniemożliwia porównywanie zbieżności cykli koniunkturalnych pomiędzy kolejnymi edycjami *Monitora* (por. wykres A.17. z Aneksu 2).

W przypadku struktur konsumpcji, podobieństwo między Polską a strefą euro wzrosło podczas pandemii (por. wykres A.15-16 z aneksu 1). W Polsce, jak i w krajach strefy euro, wzrósł udział wydatków na zdrowie, wyposażenie mieszkania, opłat za mieszkania oraz na żywność. Zmiany te są charakterystyczne dla okresu pandemii i związanych z nią obostrzeń, dlatego większe podobieństwo w tym aspekcie może okazać się tymczasowe.

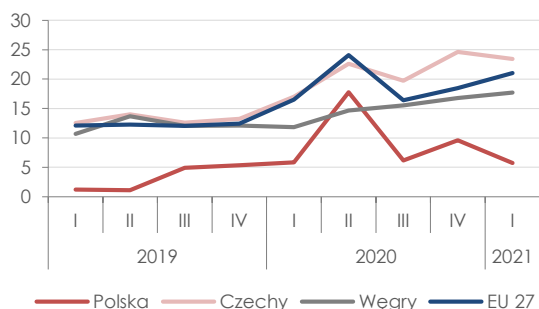
Ze względu na powyższe, rok 2020 był specyficzny pod względem procesów konwergencji. Z głębszej analizy wynika, że kraje bardziej zależne od sektorów, które były szczególnie dotknięte przez kolejne restrykcje (turystyka, sztuka i rozrywka, transport, usługi), doświadczyły większego spadku dochodu narodowego brutto na głowę mieszkańca. Pozwoliło to krajom Europy Środkowej, które są bardziej uprzemysłowione, relatywnie przybliżyć się poziomem dochodów na głowę mieszkańca do krajów bogatszych. W najbardziej niekorzystnej sytuacji znalazły się Grecja, Włochy i Hiszpania, co w istotny sposób może przyczynić

się do dywergencji między gospodarkami „starej Unii” (por. wykres 2.9.). Dodatkowo, recesja gospodarcza była płytsza w krajach Europy Środkowo-Wschodniej niż w Europie Zachodniej. Poziom PKB obniżył się w tej grupie państw średnio o 4,3%, w UE-15 zaś o 6,9%. Najmniejszy spadek PKB zanotowała gospodarka Litwy. Stosunkowo płytka recesja (spadek PKB poniżej 3%) wystąpiła także w Polsce i Estonii. Takie tendencje w zakresie zmian oznaczają, że mimo załamania, ubiegły rok przyniósł w większości krajów EŚW kontynuację procesu realnej konwergencji dochodowej do średniego poziomu PKB per capita w Europie Zachodniej. Również z prognoz PKB na rok 2021 wynika, że kraje EŚW, w tym Polska, szybciej odbudują swój potencjalny produkt oraz wrócą na ścieżkę przedpandemicznego wzrostu.

Spadkowi PKB w krajach EŚW towarzyszyło jednak równoczesne pojawienie się w niektórych obszarach nierównowag makroekonomicznych. Przejawiała się ona przede wszystkim znacznym zwiększeniem nierównowagi finansów publicznych, przyspieszeniem inflacji czy też wzrostem stopy bezrobocia.

Ze względu na restrykcje pandemiczne poziom wydatków konsumpcyjnych zmalał oraz ich struktura uległa zmianie. Restrykcje pandemiczne poskutkowały obniżeniem się wydatków na usługi, co zostało częściowo zrekompensowane przez wzrost wydatków na towary. Powrót ogólnego poziomu wydatków konsumpcyjnych był szybszy w Polsce niż w innych krajach Unii, co mogło być czynnikiem przyczyniającym się do względnie szybszego odbicia się aktywności gospodarczej po pandemii. Związane jest to również z szybszym powrotem stopy oszczędności do poziomów notowanych w 2019 r. (por. wyk. 2.5.). Stopa oszczędności w Polsce podczas pierwszej fali pandemii wzrosła relatywnie bardziej niż średnia Unii Europejskiej. Jednak biorąc pod uwagę niski poziom oszczędności gospodarstw domowych w Polsce rejestrowany przed pandemią, poziom oszczędności w II kwartale 2020 r. był i tak niższy o ponad 6 p. proc. od średniej UE w tym samym okresie.

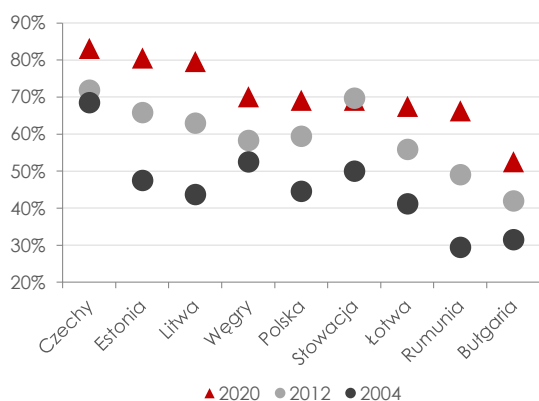
Wykres 2.5. Stopa oszczędności gospodarstw domowych (proc.)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat

W Polsce stopa oszczędności wzrosła do 17,75 proc. w II kw. 2020 r., podczas gdy średnia w UE wzrosła do 24 proc. Według najnowszych danych, stopa oszczędności w II kw. 2021 r. spadła poniżej 5 proc. Polska jest jedynym krajem UE, w którym stopa oszczędności powróciła do poziomów sprzed pandemii od razu po 1. fali zachorowań i utrzymała się w trendzie malejącym. Według najnowszej prognoz KE (*Autumn 2021 Forecast*), stopa oszczędności gospodarstw domowych w Polsce ma w 2021 wynieść 5,7%, a następnie spaść do 3,9% w 2023.

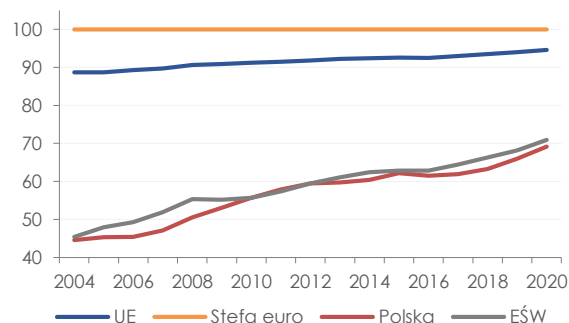
Wykres 2.6. Wielkość dochodu narodowego brutto na mieszkańca wyrażony w standardzie siły nabywczej względem strefy euro dla krajów EŚW



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ameco

Od wejścia do UE relatywny poziom dochodów w Polsce wzrósł o 24,5 p. proc. względem krajów obecnej strefy euro. Jednak, pomimo trwałego wzrostu, wciąż pozostaje nieznacznie poniżej średniej krajów Europy Środkowo-Wschodniej – poziom DNB per capita (w PSN) Polski pozostaje za Czechami, Estonią, Litwą oraz nieznacznie za Węgrami (por. wykres. 2.6.).

Wykres 2.7. Wielkość dochodu narodowego brutto na mieszkańca wyrażony w standardzie siły nabywczej względem strefy euro



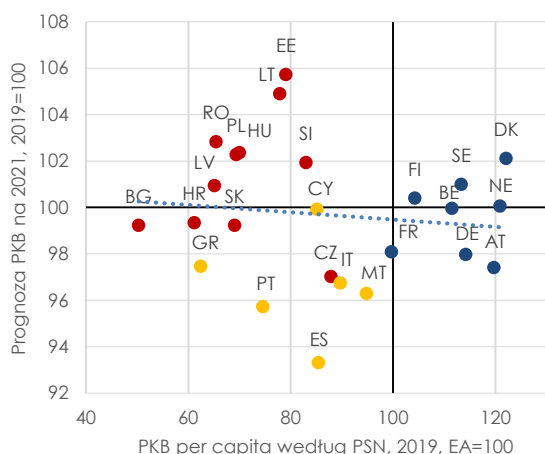
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ameco

Patrząc historycznie, od momentu rozszerzenia Unii Europejskiej w 2004 r. niezmiennie wzrasta relatywny poziom dochodów mieszkańców krajów Europy Środkowo-Wschodniej (wyrażony w standardzie siły nabywczej na mieszkańca) do średniego poziomu dochodów mieszkańców państw członkowskich strefy euro (por. Wykres 2.7). W odniesieniu do Grecji Polska przewyższyła ją pod względem wysokości PKB per capita w 2017 r. Z najnowszej prognozy Komisji Europejskiej (*Autumn 2021 Forecast*) wynika, że w 2023 r. ten sam scenariusz powtórzy się również w stosunku do Portugalii, tym samym Polska pod względem poziomu PKB per capita według parytetu siły nabywczej zrówna się z kolejnym krajem „starej Unii”.

Jak wynika z wykresów 2.8 i 2.9, kryzys pandemiczny nie powinien zaburzyć procesu konwergencji w całej Unii Europejskiej, jednak nie można wykluczyć dywergencji pośród krajów „starej Unii” ze względu na sytuację gospodarczą krajów Europy Południowej.

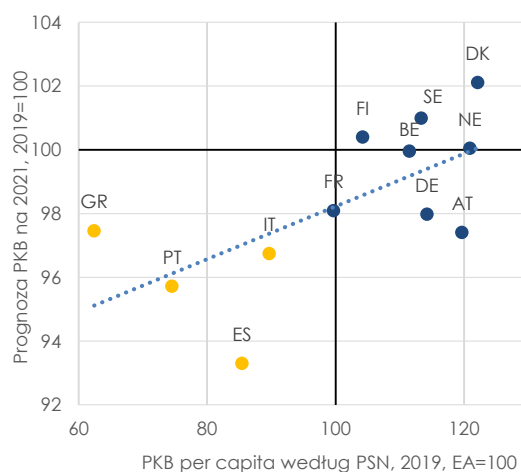
Podsumowując, realna konwergencja Polski nie została zaburzona przez pandemię. Stało się to głównie za sprawą mniejszego spadku PKB niż w krajach bogatszych od Polski, co wynika ze struktur naszej gospodarki. Jednak, jeśli Polska ma nadal kontynuować proces konwergencji w obecnym lub szybszym tempie, powinna w większym stopniu upodabniać strukturę inwestycji do dużych krajów strefy euro, przede wszystkim w wydatkach na własność intelektualną.

Wykres 2.8. Porównanie PKB per capita z 2019 r. z prognozą PKB na 2021 r. w krajach UE



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ameco i prognozy Autumn 2021 Forecast KE

Wykres 2.9. Porównanie PKB per capita 2019 z prognozą PKB na 2021 r. w krajach „starej Unii” bez Irlandii, Luksemburga i Wlk. Brytanii



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ameco i prognozy Autumn 2021 Forecast KE

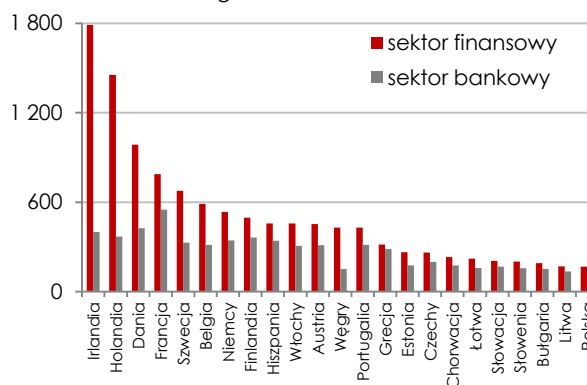
3. Podobieństwo struktur finansowych

W niniejszym rozdziale ocena podobieństwa gospodarczego Polski do państw UGW została uzupełniona o porównanie struktur finansowych obu obszarów. Podstawowym 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). Ze względu na

specyfikę roku 2020, zdecydowano się rozszerzyć analizę struktur finansowych o sytuację na rynku kredytowym. W literaturze brak jest jednoznacznych miar wielkości i struktury sektora odpowiednich 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 ważne w okresach napięć na rynkach finansowych, co zostało zaobserwowane w czasie światowego kryzysu finansowego.

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.

Wykres 3.1. Relacja aktywów sektora finansowego i sektora bankowego do PKB w %, dane za 2020 r.



Luksemburg: sektor fin.: 23 755,1%, banki: 2 399,0% ; Malta sektor fin.: 2 460,3%, banki: 395,8%; Cypr sektor fin.: 2580,4%, banki: 378,6%

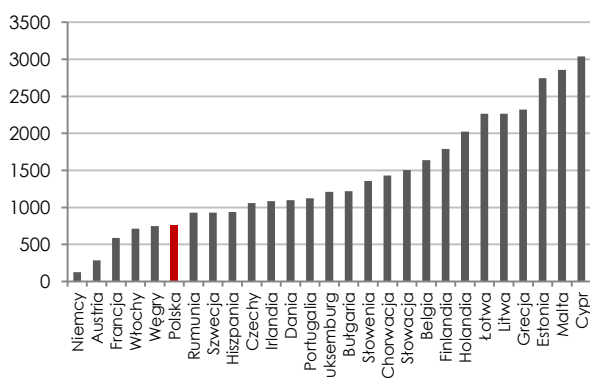
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

W dużych gospodarkach strefy euro (Francia, Niemcy, Włochy) relacja aktywów sektora finansowego do PKB kształtuje się na poziomie przewyższającym wartość PKB od 4 do 8 razy. Wartości te wzrosły w stosunku do 2019, co można wytłumaczyć m.in. pandemicznymi spadkami PKB. Podobnie było w Polsce — relacja aktywów sektora finansowego do PKB kształtuje się na poziomie 168% PKB (o 18 p. proc. więcej niż w roku poprzednim). W 2020 r. był to najniższy poziom w UE. Niska relacja aktywów sektora finansowego do PKB wskazuje na przestrzeń do dalszego rozwoju sektora usług finansowych w Polsce, który stopniowo postępuje. Rozwój ten jednak powinien zachować umiarkowane tempo i zachodzić

jednocześnie z rozwojem rynków kapitałowych, które dają przedsiębiorstwom możliwość dywersyfikowania źródeł finansowania. Rozwój sektora finansowego powinien także odbywać się w sposób nierodzący ryzyka poziomu i tempa zadłużenia sektora prywatnego, w szczególności gospodarstw domowych.

Poziom konkurencyjności sektora bankowego w poszczególnych państwach europejskich jest dość zróżnicowany. Według indeksu Herfindahla-Hirschmana (HHI³), 9 gospodarek unijnych wykazuje niski poziom koncentracji, 11 – umiarkowany, a pozostałe wysoki (por. wykres 3.2). W Polsce wartość indeksu kształtuje się na poziomie 767, czyli podobnie jak we Włoszech i na Węgrzech (odpowiednio 715 i 749) oraz mniej niż w Rumunii (928). W porównaniu z rokiem poprzednim, indeks HHI w Polsce wzrósł z 743. Obecny poziom miary koncentracji wskazuje, że rynek banków w Polsce jest konkurencyjny. Obserwowana jednak w Polsce stopniowa konsolidacja sektora bankowego, pozwala z jednej strony na obniżenie kosztów prowadzenia działalności poprzez efekty skali, z drugiej zaś ułatwi polskim instytucjom finansowym w przyszłości konkurowanie na rynku europejskim.

Wykres 3.2. Koncentracja w ramach sektora instytucji kredytowych w państwach UE w 2020 r. (współczynnik Herfindahla-Hirschmana)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC.
*im wyższy współczynnik, tym większa koncentracja

Istotne jest również zróżnicowanie całego sektora finansowego. Z perspektywy przedsiębiorstw pozwala ono na

zdywersyfikowanie finansowania i zwiększenie odporności na ewentualne negatywne skutki procykliczności polityki kredytowej banków (które są wynikiem naturalnych cykli finansowych).

Ciekawe z punktu widzenia analizy struktur finansowych są zmiany na rynku kredytowym wywołane przez pandemię COVID-19 (por. Wykres 3.3). Zmianę nowych kredytów można wyrazić wzrostem (lub spadkiem) nowych kredytów netto⁴ w relacji do wielkości gospodarki wyrażonej PKB, co może nam przybliżyć sytuację na rynku kredytowym w czasie pandemii. Dla Polski wartość nowych kredytów sektora prywatnego⁵ w relacji do PKB w 2020 r. była relatywnie niska i wyniosła 1,5% PKB, co jest wartością niższą zarówno w porównaniu do strefy euro (5,4% PKB) oraz krajów regionu (najniższą wartość z tej grupy w 2020 r. odnotowały Czechy — 2,4%). Jest to także niższa wartość w porównaniu do większości gospodarek rozwiniętych. Spośród badanych gospodarek jest to największy spadek wartości w ujęciu rocznym (o 2,1 p. proc.). Tak wyraźny spadek akcji kredytowej nie miał miejsca w żadnym z krajów, a dla strefy euro miał miejsce wzrost o ok. 1,7 p.p w ujęciu rocznym. Należy jednak również wziąć pod uwagę, że spadek tej relacji wynika też z mniejszego spadku PKB w Polsce niż w większości krajów wspólnoty.

W 2020 r. dla większości badanych gospodarek przyrost wartości depozytów gospodarstw domowych w relacji do PKB przewyższył wartość nowych kredytów. Największy ich przyrost miał miejsce w Polsce. Podobne wartości odnotowały Czechy. Sytuacja ta może być bezpośrednio związana ze skalą programów pomocowych — w krajach, gdzie pomoc była znaczna, doszło do odkładania nadwyżek finansowych na depozytach bieżących. Zjawisko to zostało spotęgowane odroczeniem konsumpcji oraz wysokim przywiązaniem gospodarstw domowych do lokat bankowych jako głównej metody alokacji kapitału. Znaczny przyływ dodatkowych środków z programów pomocowych mógł mieć

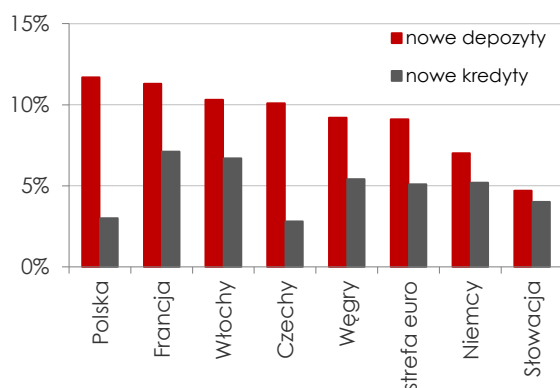
³ Wartość HHI może wahać się w przedziale od 0 do 10000. Przyjmuje się przy tym, że wartość z przedziału od ok.1000 do ok. 2000 wskazuje na umiarkowanie wysoką koncentrację, a wartość poniżej 1000 na niski poziom koncentracji (wysoki poziom konkurencji).

⁴ Suma aktywów i pasywów długoterminowych pożyczek dla danego kraju w danym roku.

⁵ Tj. gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw niefinansowych.

wpływ na spadek akcji kredytowej w roku pandemicznym.

Wykres 3.3. Wartość nowych depozytów i kredytów sektora prywatnego w relacji do PKB w 2020 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat i EBC

Istotne zarówno z perspektywy stabilności sektora finansowego, jak i potencjału do szybszego wzrostu gospodarczego jest również struktura zadłużenia sektora prywatnego. Aktywa finansowe sektorów gospodarstw domowych (zgodnie z ESA2010 sektor S.14) w Polsce stanowią 109% PKB (2020 r.). Kształtują się na nieco niższym poziomie niż na Węgrzech (144%) i w Czechach (148%) i zdecydowanie niższym niż w strefie euro (244%). Ponadto polskie gospodarstwa domowe charakteryzuje silne przywiązanie do gotówki (w 2020 r. najbardziej spośród badanych krajów) i bezpiecznych instrumentów finansowych jakimi są depozyty bankowe. Wraz z rozwojem rynku finansowego gospodarstwa domowe będą prawdopodobnie bardziej skłonne poszukiwać alternatywnych form lokowania kapitału (np. w różnego rodzaju instrumenty finansowe i inwestycyjne). W 2020 r. procesowi temu sprzyjały niskie stopy procentowe, które przyspieszyły zmiany struktury aktywów gospodarstw domowych w kierunku ich lokowania w bardziej dochodowe instrumenty. W średnim i długim okresie proces ten powinien jednak następować w sposób naturalny, wraz ze zwiększaniem się świadomości finansowej klientów banków.

Gospodarstwa domowe finansują się przede wszystkim kredytami bankowymi. Zadłużenie sektora gospodarstw w Polsce w 2020 r. wyniosło

35,6% PKB. Jest to poziom niższy niż w krajach zachodniej Europy.

Aktywa przedsiębiorstw niefinansowych w relacji do PKB w 2020 r. wyniosły 47,9%. W 2020 r. miał miejsce charakterystyczny wzrost depozytów bieżących dla wszystkich badanych gospodarek, co było związane z pandemią COVID-19. Wzrost ten dla firm był w Polsce mniejszy niż dla strefy euro. Równocześnie mieliśmy do czynienia ze spadkiem stóp inwestycji w większości gospodarek UE, w tym w Polsce. W dalszych okresach można oczekiwać zwiększenia wydatków przedsiębiorstw związanych z nowymi inwestycjami oraz dopasowaniem działalności do zmian jakie wywarła pandemia.

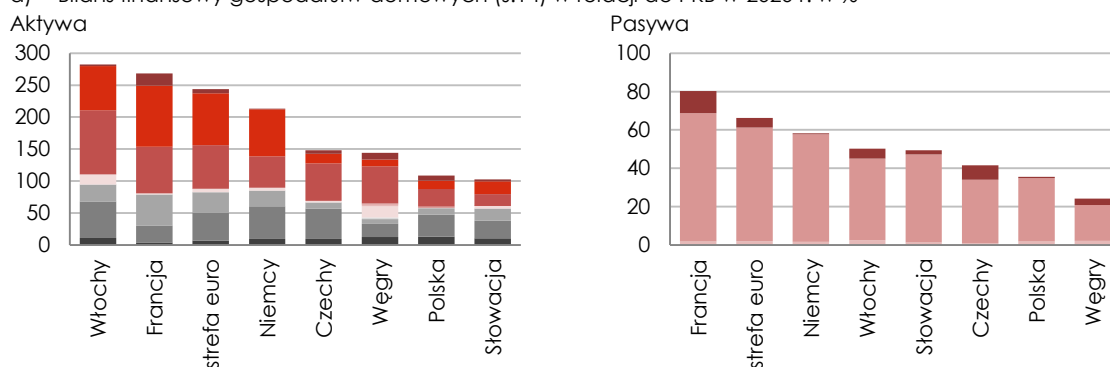
Pasywa finansowe przedsiębiorstw niefinansowych w relacji do PKB wyniosły w 2020 r. 121,8% PKB i kształtują się na stosunkowo niskim poziomie w porównaniu ze strefą euro. Relatywnie niski poziom zadłużenia wraz z niskim poziomem aktywów finansowych wskazuje, że przedsiębiorstwa finansują działalność 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. W okresie pandemii istotnym elementem finansowania dla przedsiębiorstw z branż wrażliwych na wpływ COVID-19 były wszelkiego rodzaju rządowe programy pomocowe (np. Tarcza Antykryzysowa).

Dywersyfikacja finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw pozwala na mniejszą zbieżność cykli inwestycyjnych i kredytowych⁶, 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 zależy od stopnia rozwoju rynków finansowych i oczekuje się, że w przyszłości będzie wzrastał.

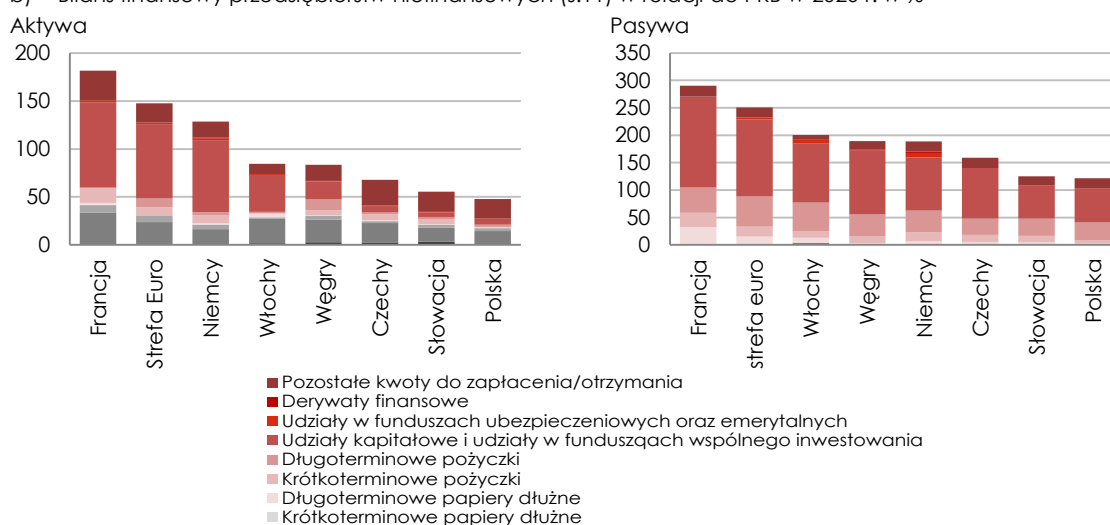
⁶ por. Cecchetti, S., 1999, Legal structure, financial structure, and the monetary policy transmission mechanism. Economic Policy Review, issue Jul, 9-28.

Wykres 3.4. Bilans finansowy sektora prywatnego

a) Bilans finansowy gospodarstw domowych (s.14) w relacji do PKB w 2020 r. w %



b) Bilans finansowy przedsiębiorstw niefinansowych (s.11) w relacji do PKB w 2020 r. w %



- Pozostałe kwoty do zapłacenia/otrzymania
- Derywaty finansowe
- Udziały w funduszach ubezpieczeniowych oraz emerytalnych
- Udziały kapitałowe i udziały w funduszach wspólnego inwestowania
- Długoterminowe pożyczki
- Krótkoterminowe pożyczki
- Długoterminowe papiery dłużne
- Krótkoterminowe papiery dłużne

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

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. Elastyczność gospodarki ma szczególne znaczenie w warunkach perturbacji na rynkach czy w czasie kryzysu, kiedy kluczową rolę odrywa efektywność tzw. alternatywnych mechanizmów dostosowawczych. Do tych mechanizmów można zaliczyć m.in. efektywnie funkcjonujący rynek pracy, antycykliczną politykę fiskalną, a także elastyczność płac i cen oraz mobilność czynników produkcji. Są to mechanizmy, dzięki którym podmioty mogą swobodnie prowadzić działalność gospodarczą w czasach szoków podaży-popytowych i dostosowywać ją do bieżących warunków koniunkturalnych.

Rokrocznie publikowany ranking konkurencyjności Światowego Forum Gospodarczego został zawieszony w 2020 r. Specjalna edycja raportu za 2020 r. została natomiast zadedykowana kierunkom odbudowy gospodarek po kryzysie COVID w perspektywie krótko- i średnioterminowej. Autorzy w ocenie gospodarek i w rekomendacjach dla decydentów zwracają uwagę na potrzebę zaadresowania pokryzysowej odbudowy gospodarki w taki sposób, aby stała się ona bardziej odporna na zewnętrzne szoki w przyszłości, a wzrost gospodarczy był bardziej inkluzyjny i zrównoważony w kontekście ogólnego dobrobytu całego społeczeństwa, jak i klimatu i środowiska. Autorzy wyróżnili 11 wskaźników, na podstawie których ocenili instytucjonalną gotowość krajów do takiej transformacji. Wzięto pod uwagę m.in. progresywność systemu podatkowego, transformację energetyczną i informatyczną, edukację dostosowaną do wyzwań rynku pracy przyszłości, przygotowanie ochrony zdrowia na starzejące się

społeczeństwo, inwestycje w badanie i rozwój (por. Wykres 4.1).

W przypadku polskiej gospodarki wskazano na kontynuację długoterminowego trendu, w którym stale zmniejsza się w Polsce luka infrastrukturalna względem krajów najbogatszych, a poprawie ulega również adaptacja biznesu do nowych technologii, co przyspieszyła pandemia. Zwrócono uwagę na dobre wyniki w obszarze infrastruktury informatycznej (ICT – *informations and communication technology*) szeroko wykorzystywanej w sektorze publicznym i finansowym czy regulacji antymonopolowych sprzyjających konkurencyjności. Dobry wynik Polska osiągnęła również w kategorii standardów ESG (*environmental, social, governance*) wśród firm oraz w kwestii dostępności do internetowych usług finansowych dla mniej zamożnej części społeczeństwa.

Z drugiej strony zwrócono uwagę na relatywnie wysoki udział w strukturze zatrudnienia zawodów zagrożonych automatyzacją (co można zaobserwować obecnie w sektorze bankowości) oraz niewielki postęp w ulepszaniu kompetencji cyfrowych ludności, jaki miał miejsce w ostatnich latach. Poprawy wymaga również współpraca instytucji publicznych z sektorem biznesu – m. in. poprzez rozwój partnerstwa publiczno-prywatnego, zmniejszanie barier prawnych w kwestii rozwoju nowych technologii, jak również w kontekście ściślejszej współpracy biznesu z sektorem szkolnictwa, aby móc lepiej zaspokajać zapotrzebowanie na konkretne kompetencje na rynku pracy.

W zagregowanym wskaźniku oceniającym gotowość transformacyjną danej gospodarki na szeroko rozumiane wyzwania przyszłości, Polska zdobyła 48,8 pkt w skali od 0 do 100, co przekłada się na 2 decyl rozkładu wyników spośród 37 wybranych gospodarek świata. Polska ma najwięcej do poprawy względem pozostałych krajów w kwestii progresywności systemu podatkowego, zdrowia publicznego (dostosowania do starzejącego się społeczeństwa i dostępności innowacyjnych technologii medycznych), jak również w kwestii zintensyfikowania inwestycji długoterminowych w badania i rozwój.

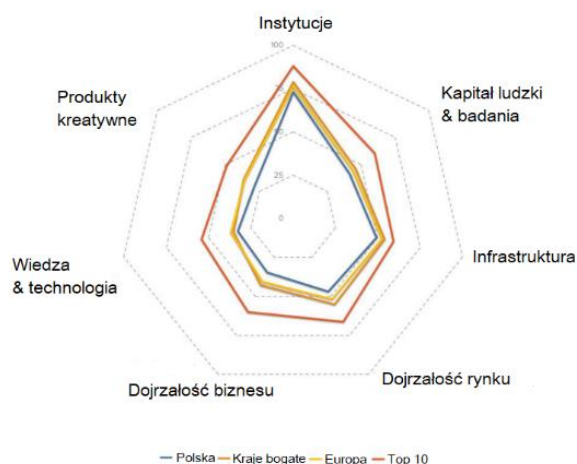
Wykres 4.1. Ocena przygotowania instytucjonalnego Polski w 2020 r. na transformację ekonomiczną wg Światowego Forum Gospodarczego (WEF) w skali od 0 do 100



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu „Global Competitiveness Report Special Edition 2020: How Countries are Performing on the Road to Recovery” WEF

Kluczowym aspektem dla polepszania pozycji konkurencyjnej kraju w perspektywie długoterminowej oraz dostosowania gospodarki do dynamicznie zmieniającego się otoczenia biznesowego, są jego zdolności innowacyjne. Polska gospodarka utrzymuje stabilną pozycję w *Global Innovation Index* (40. miejsce na 132 kraje uwzględnione w rankingu), ale jest to jednocześnie wynik poniżej średniej europejskiej (27. miejsce w Europie; por. Wykres 4.2). W analizie SWOT, po stronie pozytywnych aspektów autorzy wskazują m.in. na relatywnie dobre wyniki młodzieży w testach PISA, czy wysoki poziom cyfryzacji administracji publicznej. Do słabych stron zaliczają natomiast niską swobodę zakładania nowych firm i zbyt rzadką współpracę pomiędzy światem nauki i biznesu. Również indeks regulacji rynku produktów (*Product Market Regulations*), wskazuje, że środowisko biznesowe jest mniej przyjazne przedsiębiorcom pod względem barier administracyjnych przy otwieraniu firmy w porównaniu do zdecydowanej większości gospodarek UGW.

Wykres 4.2. Ocena innowacyjności Polski na tle krajów najbogatszych wg Global Innovation Index (2021)



Źródło: opracowanie własne na podstawie Global Innovation Index 2021

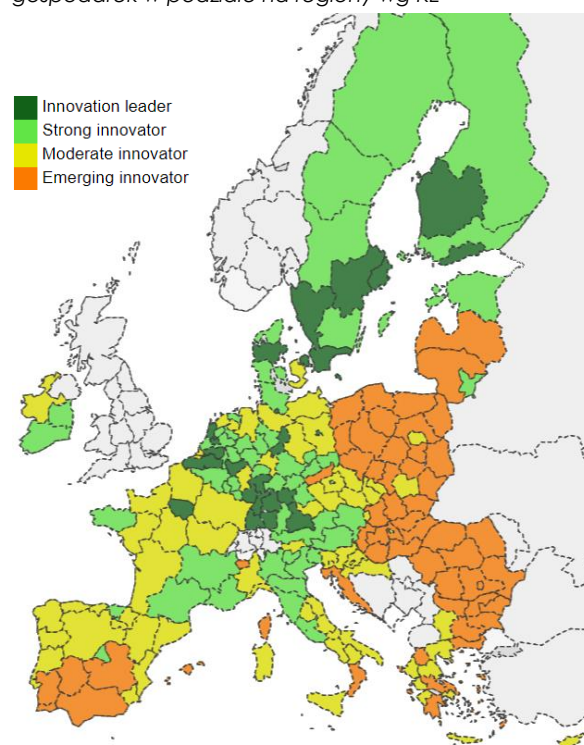
Badania porównawcze nt. innowacyjności prowadzi też Komisja Europejska (*European Innovation Scoreboard*). Najnowsze opracowanie wskazuje, że Polska zdołała podtrzymać trend zmniejszania w tym aspekcie dystansu do unijnej średniej, ale wciąż ma status "innowatora wschodzącego" (*emerging innovator*, por. rysunek 4.1). Najnowsze badanie oceniło innowacyjność Polski na poziomie 59% średniej Unii Europejskiej. Jest to wzrost o 8 p. proc. względem 2014 r. W regionie Europy Środkowo-Wschodniej wyższe wyniki niż Polska osiągają Estonia, Litwa i Czechy. Raport podkreśla, że wynik ten jest efektem dużej poprawy innowacyjności na rynku produktów, upowszechniania się szerokopasmowego internetu, wzrostu zatrudnienia w innowacyjnych przedsiębiorstwach, jak również dzięki wzrostowi wydatków publicznych na badania i rozwój. Mocne strony Polski to digitalizacja i wykorzystanie technologii informatycznych oraz wysoki odsetek ludności z wyższym wykształceniem. Z drugiej strony, autorzy zwrócili uwagę, że Polska ma ponadprzeciętny (na tle UE) udział firm 'nie-innowatorów' (*non-innovators*), co znajduje potwierdzenie m.in. w raporcie Polskiego Instytutu Ekonomicznego o wysokim odsetku mikrofirm, które charakteryzują się niską produktywnością⁷. Poza tym, Polska osiąga wynik poniżej przeciętnej, jeśli chodzi o wskaźniki związane z przygotowaniem na zmiany

⁷ Błoński, Ł. (2021), Pułapka małej skali. O produktywności polskich firm, Polski Instytut Ekonomiczny, Warszawa

klimatu. Zapóźnienie związane z transformacją energetyczną może być czynnikiem wpływającym negatywnie na konkurencyjność gospodarki w przyszłości, m.in. ze względu na wzrastające ceny energii, które będą obniżać konkurencyjność polskiego przemysłu, jeśli nie dojdzie do koniecznej modernizacji.

W całej UE nastąpiła konwergencja w zakresie innowacyjności względem roku 2014 pomiędzy krajami, przy jednoczesnym zmniejszaniu się różnic między regionami krajów. W Polsce najbardziej innowacyjnymi regionami są region Warszawski stołeczny i Małopolska (określane jako *Moderate Innovator*).

Rysunek 4.1. Poziom innowacyjności europejskich gospodarek w podziale na regiony wg KE



Źródło: *European Innovation Scoreboard*, 2021

Z omówionych powyżej badań wyłania się obraz, w którym pandemiczny szok nie zakłócił ogólnego trendu zrównywania się poziomu konkurencyjności Polski do „starej Unii”. Większość opracowań zgodnie wskazuje na potrzebę poprawy współpracy instytucji publicznych, nauki oraz biznesu tak, aby cała architektura instytucjonalna bardziej sprzyjała

wdrażaniu innowacyjnych rozwiązań i odpowiadała na wyzwania przyszłości. Sprzyjać temu mogłaby również większa przewidywalność i dłuższe okresy planowania strategicznych polityk gospodarczych, co również mogłoby zwiększyć zaufanie do instytucji publicznych. Z kolei zwiększenie elastyczności gospodarki wymaga przede wszystkim regulacji bardziej przyjaznych innowacjom czy zwiększenia efektywności aktywnych polityk rynku pracy. Ponadto, aby polska gospodarka stała się bardziej konkurencyjna na arenie międzynarodowej, konieczne jest zwiększenie konkurencyjności strukturalnej w celu wykształcenia pozacenowych przewag konkurencyjnych przez tworzenie bodźców do wzrostu innowacyjności gospodarki.

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.

W najnowszym raporcie dotyczącym procedury nadmiernych nierównowag (*Alert Mechanism Report 2022*) Komisja oceniła, że ryzyka związane ze wskaźnikami nierównowag makroekonomicznych są w Polsce ograniczone i na tym etapie nie jest konieczne przeprowadzanie dalszej pogłębionej analizy (*In Depth Review, IDR*) w kontekście procedury nierównowag makroekonomicznych (*Macroeconomic Imbalance Procedure, MIP*). Do analizy zostało wybranych 12 innych krajów, które były poddane tej procedurze również rok temu.

W zaktualizowanej tabelicy wskaźników za 2020 r., trzy wskaźniki przekroczyły swoje wartości progowe, w tym dwa te same, co rok temu - międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto i wskaźnik wzrostu cen mieszkań. W 2020 r. dodatkowo również nieznacznie za wysoki okazał się wskaźnik wzrostu jednostkowych

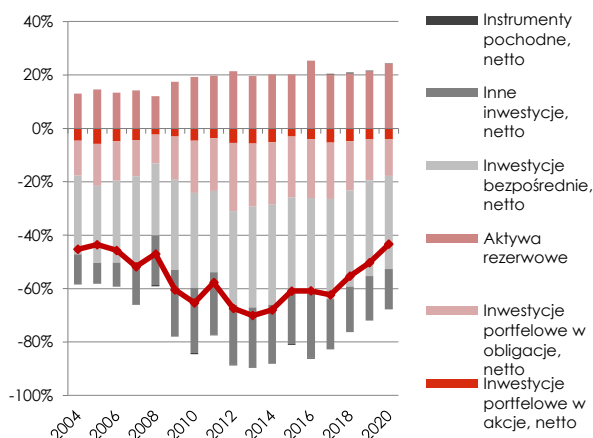
kosztów pracy (ULC), co dotyczyło większości krajów UE.

Komisja Europejska w komunikacie „The EU economy after COVID-19: implications for economic governance” wskazuje, że kryzys pandemiczny pogłębił nierównowagi, które zaistniały w krajach przed pandemią. Wzrosła nierównowaga wewnętrzna związana z wysokim zadłużeniem publicznym i prywatnym, napędzana spadkiem PKB w 2020 r. i działaniami podjętymi w celu zaradzenia kryzysowi COVID-19. Utrzymały się dynamiczne trendy cen domów sprzed pandemii, a w niektórych krajach zadłużenie hipoteczne nadal znacząco rośnie. Deficyty na rachunku obrotów bieżących zwiększyły się w krajach zależnych od dochodów z turystyki. W przyszłości nowe nierównowagi mogą pojawić się w wyniku przekształceń strukturalnych przyspieszonych przez kryzys COVID-19. Niedobory siły roboczej, wąskie gardła w globalnym łańcuchu dostaw i strategiczne zależności mogą mieć wpływ na ceny względne i konkurencyjność. Przyspieszona transformacja cyfrowa i zmiany we wzorcach konsumpcji mogą prowadzić do niedopasowania umiejętności i bezrobocia frykcyjnego współistniejącego z niedoborem siły roboczej.

NIIP według progów wskaźników MIP powinna być nie niższa niż -35% PKB. W Polsce osiągnięta w 2020 roku wartość -44,5% PKB (por. Wykres 5.1). Jednak, mimo że wskaźnik ten pozostaje ujemny, to jest on od 2013 r. niezmiennie w tendencji wzrostowej. KE przewiduje, że nastąpi jego dalsza poprawa także w 2021-2022 r. Przekraczanie wskazanej wartości progowej nie świadczy o występowaniu niepokojących nierównowag makroekonomicznych. KE bierze pod uwagę duży udział bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ), które stanowią ważny mechanizm przyspieszający realną konwergencję.

Dzięki poprawiającej się międzynarodowej pozycji netto oraz w związku ze znaczną poprawą rachunku bieżącego podczas pandemii (2,9% PKB w 2020 r.) pozycja zewnętrzna Polski pozostaje stabilna.

Wykres 5.1 Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (NIIP) w Polsce w latach 2004-2020



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat

Z kolei wzrost cen mieszkań nieznacznie przyspieszył i osiągnął 7,1% w 2020 r. Był to 6. najwyższy wynik w UE. Polska była jednym z 10 krajów, które przekroczyły wartość progową równą 6% r/r. Niskie stopy procentowe i zwiększone oszczędności wynikające z pandemii doprowadziły do gwałtownego wzrostu popytu na mieszkania. Niemniej jednak wzrost kredytów hipotecznych pozostaje w Polsce jak dotąd w normie, a gospodarstwa domowe w Polsce nadal należą do najmniej zadłużonych w UE. Ze względu na wysoki poziom nowych inwestycji w sektorze budowlanym, a w związku z tym oczekiwaną zwiększoną podażą mieszkań, KE przewiduje, że wzrost cen po 2021 r. ustabilizuje się. Tym samym Komisja stwierdza, że ryzyko związane ze wskaźnikiem pozostaje ograniczone.

Ceny mieszkań według szacunków KE są zawyżone w większości krajów UE. Porównanie indeksów cen domów do fundamentalnych czynników wpływających na ceny, takich jak dochód i dane demograficzne, pokazuje znaczne przeszacowania w wielu krajach, co w 2020 r. nadal nie dotyczyło Polski. Miary przystępności cenowej – oparte na liczbie lat średniego dochodu potrzebnego do zakupu domu o powierzchni 100 m² – wykazują silne przeszacowanie na Malcie, w Irlandii i Luksemburgu. Do zakupu domu o powierzchni 100 m² potrzeba ponad dziesięciu lat dochodu w jedenastu innych państwach członkowskich, w tym w Polsce. W szacunkach obciążenia kosztami mieszkania (udział populacji, których wydatki na mieszkanie przekraczają 40% ich

dochodu rozporządzalnego) Polska znajduje się po środku stawki krajów UE.

Ponadto, w raporcie stwierdzono, że sektor bankowy pozostał dobrze dokapitalizowany i w dobrej kondycji, pomimo pandemii. Wskaźnik kredytów zagrożonych spadł w 2020 r., ale jest stosunkowo wysoki i może w przyszłości wzrosnąć w przypadku utrzymania się pandemii.

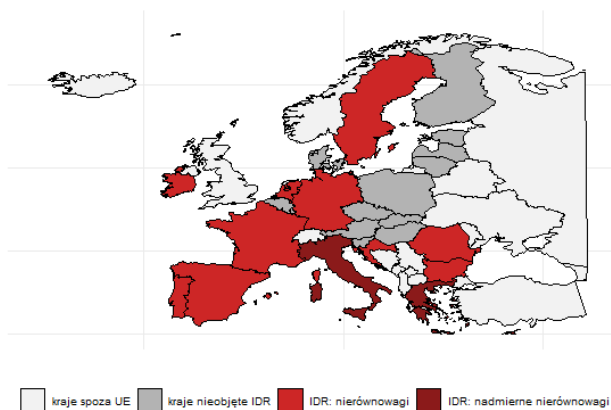
Według Komisji, pomimo kryzysu COVID-19, warunki na rynku pracy nadal się poprawiały. Stopa bezrobocia spadła w 2020 r. do rekordowo niskich 3,2% wg metodologii KE. W 2021 ma nieznacznie wzrosnąć do 3,3% w 2021 r. Pojawiające się niedobory siły roboczej wywierają presję na wzrost jednostkowych kosztów pracy, które w 2020 r. wzrosły o 12,3% (co oznacza przekroczenie wartości progowej wskaźnika o 0,3 pkt. proc.). Rosnące jednostkowe koszty pracy dotyczyły większości krajów UE. Sytuacja ta jest związana również z chomikowaniem pracy przy spadku produkcji w pandemii. KE przewiduje, że wzrost wynagrodzeń w Polsce się utrzyma przy jednoczesnym wyraźnym wzroście produktywności, co ma złagodzić wzrost jednostkowych kosztów pracy.

Warto zauważyć, że Polska również wypadła względnie dobrze we wskaźnikach opisujących społeczny wymiar procedury nierównowag makroekonomicznych. Polska szczególnie wyróżnia się niskim bezrobociem wśród ludzi młodych (udział bezrobotnych w populacji aktywnej zawodowo w wieku 15-24 lata wyniósł 10,8%) oraz względnie niskim udziałem tzw. NEET-sów (osoby niepracujące, nieuczące się i niepobierające szkoleń jako procent całej populacji w wieku 15-24 lat), który w 2020 r. wyniósł 8,6%. Z kolei odsetek osób zagrożonych ubóstwem bądź wykluczeniem społecznym spadł w Polsce do 17,3% (7. najniższy wynik w UE).

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 procedurze pogłębionej analizy, co na tle innych krajów stanowi pozytywny wyjątek, gdyż zdecydowana większość państw członkowskich Unii Europejskiej przynajmniej raz była poddana poszerzonej analizie ze względu na zaistniałe nierównowagi makroekonomiczne.

Rysunek 5.1. Podział krajów ze względu na występowanie nierównowag makroekonomicznych (2020 r.)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KE

6. Konwergencja nominalna

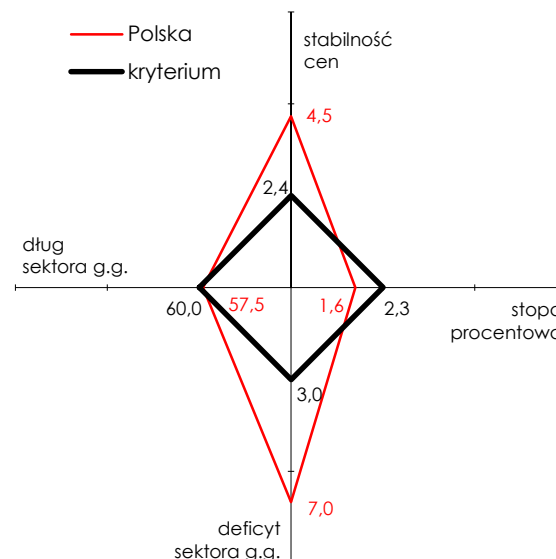
Zgodnie z Traktatem o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej, Komisja Europejska i Europejski Bank Centralny przygotowują *Raporty o konwergencji* (Raporty), w których dokonują oceny stopnia przygotowania państw UE z derogacją do wprowadzenia euro. Ocena jest dokonywana co dwa lata lub na wniosek państwa członkowskiego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

Ostatnia publikacja ww. Raportów odbyła się 20 czerwca 2020 r. W *Raporcie o konwergencji* KE, podkreśla, że pandemia wywołana epidemią COVID-19 poważnie zakłóca rozwój gospodarek UE i może mieć znaczący wpływ na wskaźniki konwergencji oraz powodować trudności w ocenie jej trwałości. Kolejna publikacja ww. raportów planowana jest w 2022 r.

Poniżej przedstawiono aktualne informacje na temat stopnia wypełniania przez Polskę poszczególnych kryteriów konwergencji nominalnej. W niniejszym opracowaniu zaprezentowano szacunki MF z danymi do

października 2021 r. włącznie uzupełnione o najnowszą prognozę Komisji Europejskiej (*Autumn 2021 Forecast*).

Wykres 6.1. Wypełnianie przez Polskę kryteriów konwergencji nominalnej, do października 2021 r.



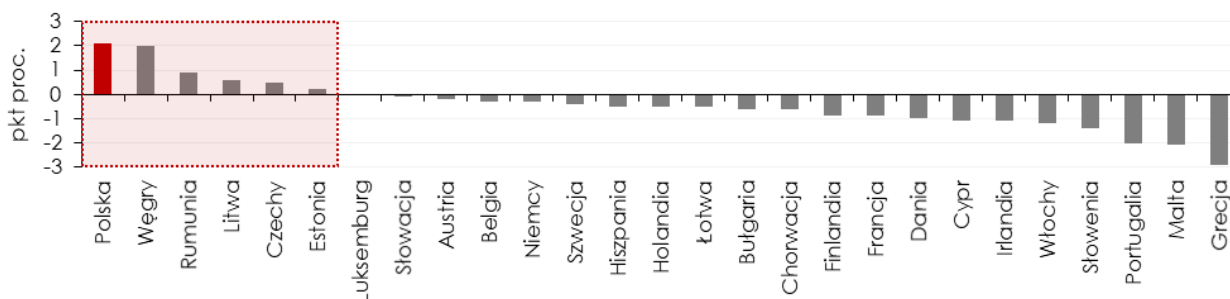
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat

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 stosunku do bezpośrednio poprzedzającego okresu 12 miesięcy.

Według szacunków MF, od początku 2020 r. do października 2021 r. poziom HICP Polski systematycznie przewyższał wartość referencyjną. W październiku 2021 średnie 12-miesięczne tempo wzrostu indeksu HICP w Polsce wyniosło 4,5% i według szacunków Ministerstwa Finansów, było wyższe o 2,2 pkt. proc. od wartości referencyjnej (por. wykres 6.2.). Wartość referencyjna została obliczona na podstawie danych z 3 państw UE o najbardziej stabilnych cenach, wśród których znalazły się Portugalia, Słowenia i Włochy.

Wykres 6.2. Różnica 12 miesięcznej średniej wartości indeksu HICP i wartości referencyjnej (dane do października 2021 r.)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat

Jak wskazuje najnowsza prognoza KE, podwyższona inflacja w całej UE ma się utrzymać jeszcze w 2022 r. i spaść w 2023 r., kiedy to ceny energii mają się stopniowo ustabilizować, a efekty podażowe związane z wyższym niż spodziewanym odbiciem po pandemii ustać. Według KE, wskaźnik HICP w Polsce ma wynieść 5,2 proc. i 2,6 proc. odpowiednio w 2022 i 2023 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 tego samego okresu 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 stabilności makroekonomicznej danego kraju (zawartych w wycenie obligacji skarbowych dokonywanej przez uczestników rynków finansowych).

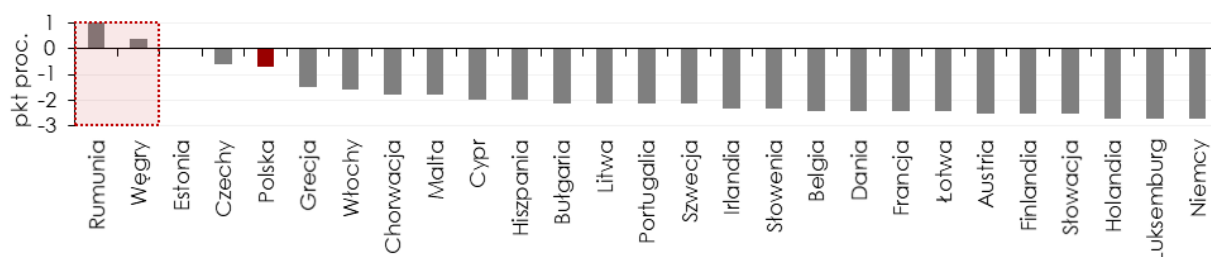
W 2020 r. długoterminowa stopa procentowa w Polsce pozostała w trendzie spadkowym. Według najnowszych szacunków Ministerstwa Finansów w październiku br. średnia długoterminowa stopa procentowa dla Polski za

ostatnie 12 miesięcy wyniosła 1,6%, tym samym ukształtowała się o 0,7 pkt. proc. poniżej wartości referencyjnej kryterium, które wyniosło 2,3% (por. wykres 6.3.). Od 2010 roku stopa ta znacznie się obniżyła: jej średnia 12-miesięczna spadła z ok. 6% do ok. 2%.

Również w pozostałych krajach rentowności obligacji skarbowych pozostały stabilne lub nawet miały lekko spadkowy trend w 2020 r., zaraz po umiarkowanym wzroście w momencie wybuchu pandemii. Spadek długoterminowych stóp procentowy można było odnotować w wielu państwach UE ze względu na rekordowo niskie stopy procentowe ustanowione przez Europejski Bank Centralny oraz banki centralnych państw członkowskich, w celu wsparcia działań mających chronić gospodarki krajów w obliczu pandemii i towarzyszącemu jej kryzysowi gospodarczemu.

W 2021 r. doszło do większego zróżnicowania pomiędzy krajami strefy euro a pozostałymi państwami członkowskimi UE. Rentowności obligacji skarbowych w Polsce, Czechach i na Węgrzech nieco wzrosły, podczas gdy w przypadku Rumunii wzrosty były bardziej wyraźne.

Wykres 6.3. Różnica 12-miesięcznej średniej długookresowej stopy procentowej i wartości referencyjnej (dane do października 2021 r.).



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

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.

Ze względu na środki zaradcze przedsięwzięte w następstwie pandemii w celu niwelowania negatywnych skutków w sferze realnej gospodarki i wsparcia ochrony zdrowia, w roku 2020 dług Polski znacznie przybliżył się do limitu zadłużenia *general government* i wyniósł on 57,5% PKB, czyli zwiększył się o 11,8 p. proc. względem roku poprzedniego. Z kolei deficyt finansów publicznych wyniósł -7% PKB.

Według szacunków MF oraz najnowszej prognozy KE, zarówno deficyt, jak i dług finansów publicznych zmniejszą się w 2021 r. Według Komisji, dług g.g. Polski powróci na ścieżkę spadkową i wyniesie 49,5% PKB w 2023 r., a deficyt w latach 2022-2023 będzie utrzymywał się w granicy wyznaczonej przez wartość referencyjną dla deficytu nominalnego sektora instytucji rządowych i samorządowych (3% PKB).

W związku z poważnym spowolnieniem gospodarczym wywołanym pandemią, w marcu 2020 r. została zaproponowana przez Komisję Europejską i zaakceptowana przez Radę Ecofin ogólna klauzula wyjścia (*general*

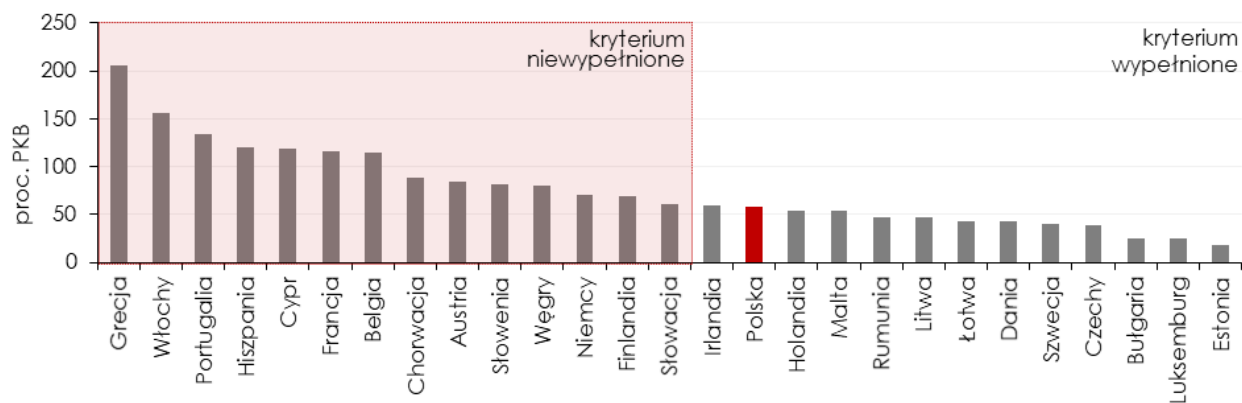
escape clause – GEC), która pozwoliła państwom na tymczasowe odejście od zaleceń Rady UE dotyczących polityki budżetowej. Umożliwiła ona państwom członkowskim UE nadzwyczajne wsparcie gospodarek w odpowiedzi na pandemię COVID-19. Analogiczne podejście zaprezentowano w znowelizowanej w maju 2020 r. ustawie o finansach publicznych (ufp). Zmodyfikowany w rezultacie tej nowelizacji art. 112d umożliwił czasowe zawieszenie stabilizującej reguły wydatkowej (SRW) i zastosowanie klauzuli wyjścia, jeśli rząd ogłosi stan epidemii na terenie całego kraju, a jednocześnie sytuacja gospodarcza ulegnie znacznemu pogorszeniu. Następnie, w roku budżetowym, w którym powyższe kryteria przestaną być spełniane, zostaje uruchomiona tzw. klauzula powrotu, która umożliwi automatyczny, stopniowy powrót do kwoty wydatków wynikającej z pierwotnej formuły SRW w horyzoncie od 2 do 4 lat w zależności od sytuacji makroekonomicznej. Zgodnie z aktualnymi zapisami ufp i prognozami makroekonomicznymi, powrót do stosowania SRW zgodnie z pierwotną formułą z art.112aa ufp ma mieć miejsce w 2023 r.

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.

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

Wykres 6.4. Dług general government jako % PKB, 2020 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Temat specjalny: Bułgaria i Chorwacja w mechanizmie ERM II

Bułgaria oraz Chorwacja podjęły w 2020 r. decyzję o przystąpieniu do mechanizmu ERM II (Exchange Rate Mechanism), co zapoczątkowało formalny proces prowadzący do przyjęcia wspólnotowej waluty – euro. W ramach tego mechanizmu, przez najbliższe dwa lata kurs wymiany chorwackiej kuny i bułgarskiego lewa będzie mógł poruszać się w wąskim pasmie wahań w stosunku do euro i nie może podlegać silnym napięciom, szczególnie dewaluacji wobec euro. Po upływie dwóch lat oba kraje będą miały rok na finalne przyjęcie wspólnej waluty. Według zapowiedzi Chorwacji i Bułgarii, euro może stać się obowiązującą walutą w tych krajach odpowiednio w 2023 i 2024 r.

Poza utrzymywaniem waluty w wąskim paśmie wahań wynoszącym +/-15% wobec ustalonego parytetu centralnego, kraje planujące przystąpić do strefy euro powinny również wypełniać pozostałe kryteria konwergencji nominalnej – kryterium inflacji, stóp procentowych oraz kryterium fiskalne. Ważny jest również brak nadmiernych nierównowag makroekonomicznych oraz podobieństwo struktur gospodarek, jak i zbieżność cykli koniunkturalnych. Ponadto, analizie zostały poddane stopień konwergencji realnej obu krajów, ich równowagi makroekonomiczne oraz inne dodatkowe czynniki, istotne z perspektywy potencjalnych zakłóceń podczas konwersji waluty.

Konwergencja nominalna

Chorwacja

Kuna chorwacka dołączyła do ERM II 10. lipca 2021 r. z kursem na poziomie 7,5345 kuny za euro. Uprzednio Chorwacja była notowana w systemie ściśle kierowanego kursu płynnego. Kurs kuny do euro wykazywał w tym okresie przeciętnie bardzo niską zmienność.

Przez ostatnich dziesięć lat łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego Chorwacji znacznie się poprawiło (z dwucyfrowych deficytów na nadwyżki, wyłączając rok 2020), a zobowiązania zagraniczne netto zmalały, chociaż wciąż są dość wysokie.

Od 2014 roku Chorwacja podlegała przepisom części korygującej Paktu Stabilności i Wzrostu; procedura nadmiernego deficytu zakończyła się w czerwcu 2017 roku. Tym samym, od 2016 do 2019 roku Chorwacja spełniała kryterium deficytu, a wskaźnik długu się obniżał. Dopiero w 2020, w wyniku wyraźnego osłabienia aktywności gospodarczej w połączeniu ze środkami fiskalnymi wprowadzonymi dla złagodzenia kryzysu, deficyt wzrósł znacznie i ukształtował się na poziomie -7,4%.

Relacja długu publicznego do PKB od roku 2011 pozostawała powyżej wartości referencyjnej z kryterium z Maastricht, jednak do 2019 r. było niezmiennie w trendzie spadkowym. Podczas pandemii COVID, zadłużenie wzrosło do najwyższego w historii poziomu (88,7% PKB), jednak według planu *Changeover*⁸ Chorwacji, kraj ten już od 2021 planuje konsolidację fiskalną. Przewiduje on, że wskaźnik długu zacznie spadać już w 2021 r. i zbliży się do nieco poniżej 83% PKB w 2022 r.

Według sprawozdania Komisji na temat zrównoważenia długu (*Debt Sustainability Monitor*, 2020), ryzyko dla zdolności do obsługi zadłużenia w średnim i długim okresie było w Chorwacji niskie, jednak w krótkim - wysokie. W długim okresie sygnalizowano obawy co do zrównoważenia systemu emerytalnego w związku z prognozowanym wyraźnym obniżeniem stopy zastąpienia. Europejski Bank Centralny w swoim Raporcie o Konwergencji (ECB, *Convergence Report*, 2020) przewiduje jednak, że polityka fiskalna poprawi efektywność po stronie zarówno dochodów, jak i wydatków, i trwale sprowadzi wskaźnik długu na ścieżkę spadkową zmniejszając ryzyka dla zdolności od obsługi zadłużenia. Ze względu na fakt, że 71% długu sektora

⁸ *The National Euro Changeover Plan*, Government of the Republic of Croatia, Croatian National Bank, 2020

general government jest denominowane w walutach zagranicznych, Chorwacja jest szczególnie narażona na ryzyko kursowe. Obecnie system kursu kierowanego wobec euro mityguje to ryzyko, a po 2023 r. będzie ono w znacznym stopniu zniwelowane, jeśli Chorwacja przystąpi zgodnie z planem do strefy euro.

W całym 2020 r. Chorwacja wypełniła kryterium stabilności cen. 12-miesięczna średnia ruchoma w całym 2020 r. kształtowała się poniżej wartości referencyjnej. W październiku 2021 r. wyniosła ona 1,83%, względem wartości referencyjnej wynoszącej 2,4%. Również w poprzednich latach Chorwacja nie miała problemu z nadmierną inflacją. Obecnie jednak od początku 2021 inflacja jest w ciągłym trendzie wzrostowym, ale jednocześnie jest to trend obserwowany w całej Unii m.in. ze względu na ożywienie po pierwszej fali pandemii i wzrost cen energii, w związku z czym Chorwacja nadal znajduje się poniżej wartości referencyjnych.

Długoterminowa stopa procentowa w Chorwacji w październiku 2021 wyniosła 0,5 % (średnia 12-mies.), czyli była wyraźnie niższa od wartości referencyjnej dla kryterium konwergencji stóp procentowych, równej 2,3%. Od 2012 roku stopa obniżyła się: jej średnia 12-miesięczna spadła z prawie 7% do poniżej 1%.

Bułgaria

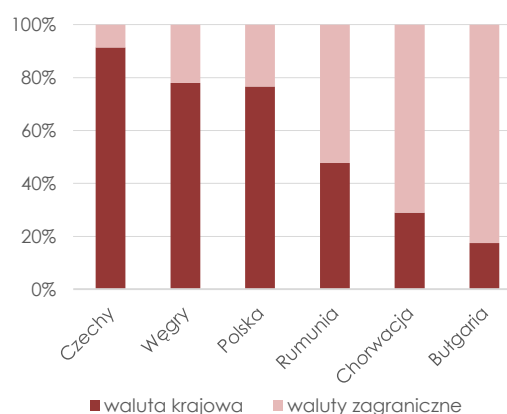
Lew bułgarski zanim dołączył do ERM II 10. lipca 2021 r., był objęty systemem izby walutowej z kursem do euro na poziomie 1,95583. Ten sam kurs wymiany został również ustalony w mechanizmie ERM II. Przez ostatnich dziesięć lat łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego Bułgarii się poprawiło, a zobowiązania zagraniczne netto wyraźnie zmalały.

Bułgaria w latach 2012–2019 swobodnie spełniała kryteria deficytu (oprócz roku 2014). Jak w większości krajów Unii Europejskiej, w latach 2020–2021 doszło do znacznego pogorszenia stanu finansów publicznych. Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2020 r. przekroczyło kryterium z Maastricht. Deficyt wzrósł znacznie i ukształtował się na poziomie -4%, co jest jednak wartością poniżej średniej UE (-6,9%).

Wskaźnik długu publicznego Bułgarii niezmiennie pozostaje poniżej wartości referencyjnej z kryterium z Maastricht i należy do jednych z najniższych wartości długu jako procent PKB w całej Unii Europejskiej. W 2020 r. wyniósł on 24,7% i był trzecim najniższym wynikiem w UE.

Według sprawozdania Komisji na temat obstugiwalności długu (*Debt Sustainability Monitor*, 2020), ryzyka dla stabilności finansów publicznych w krótkiej i średniej perspektywie były dla Bułgarii niskie, a w długiej – średnie, co jest wiązane z przewidywanym wzrostem kosztów starzenia się ludności. Znaczna część długu Bułgarii (81%) jest denominowana w euro, jednak system sztywnego kursu walutowego znacznie zmniejsza ryzyko kursowe wynikające z takiej struktury długu.

Wykres 1. Struktura długu według waluty emisji



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat

W 2020 r. Bułgaria nie wypełniła kryterium stabilności cen. 12-miesięczna stopa inflacji HICP utrzymywała się przez cały rok 2020 powyżej wartości referencyjnej średnio o 0,5 p. proc. Dopiero od początku 2021 r., wskaźnik ten zaczął oscylować poniżej wartości referencyjnej. W październiku 2021 r. wyniósł on 1,8% względem wartości referencyjnej 2,4%. Według *Raportu o konwergencji Europejskiego Banku Centralnego*, proces nadrabiania dystansu rozwojowego prawdopodobnie spowoduje, że różnica w poziomie inflacji między tym krajem a strefą euro będzie dodatnia, jako że PKB per capita oraz poziom cen są w Bułgarii wciąż znacznie niższe niż w strefie euro (co dotyczy w mniejszym stopniu również Chorwacji). Żeby nie doszło do narastania nadmiernej presji cenowej i nierównowagi makroekonomicznej, proces

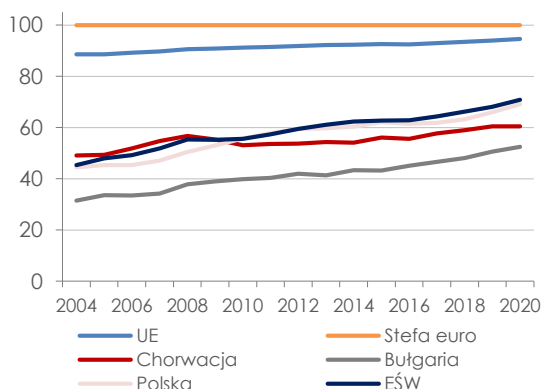
wyrównywania dystansu musi być wspierany odpowiednią polityką.

Długoterminowa stopa procentowa w Bułgarii wyniosła w październiku 2021 r. 0,16% (średnia 12-mies.), co oznacza, że była wyraźnie niższa od wartości referencyjnej dla kryterium konwergencji stóp procentowych, równej 2,3%. Od 2010 roku stopa ta obniżyła się: jej średnia 12-miesięczna spadła z ponad 6% do poziomów bliskich 0% obecnie.

Konwergencja realna

Poziom dochodu narodowego brutto na mieszkańca względem strefy euro jest obecnie w Chorwacji na poziomie ok. 60%, a Bułgarii na poziomie 53%. Są to wyniki poniżej średniej krajów EŚW oraz dwa najniższe wyniki dla krajów z derogacją w 2020 r.

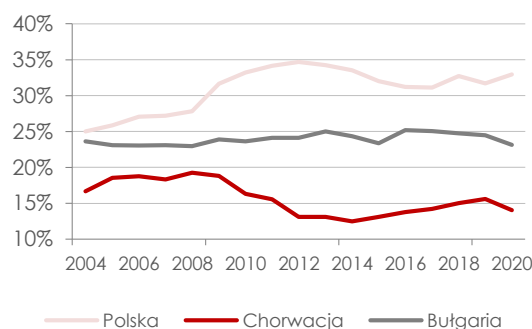
Wykres 2. Poziom dochodu narodowego brutto na mieszkańca w standardzie siły nabywczej



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat

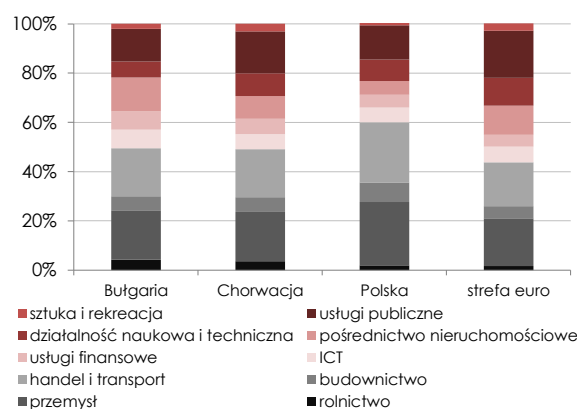
Podobieństwo gospodarki Chorwacji pod względem struktury PKB (wg NACE) jest drugie najwyższe spośród krajów z derogacją. Również podobieństwo Bułgarii jest pod tym względem wyższe niż Polski, Czech czy Rumunii. W porównaniu z Polską, wynika to z dużo mniejszego, a więc bliższego średniej strefy euro, udziału przemysłu, budownictwa oraz handlu i transportu w obydwu badanych krajach. PKB gospodarki Chorwacji w większej mierze jest kształtowany przez usługi publiczne oraz wydatki na naukę, z kolei Bułgaria czerpie więcej wartości dodanej z usług nieruchomościowych, finansowych oraz ICT niż Polska.

Wykres 3. Struktura PKB (wg NACE) względem strefy euro (indeks Krugmana*)



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

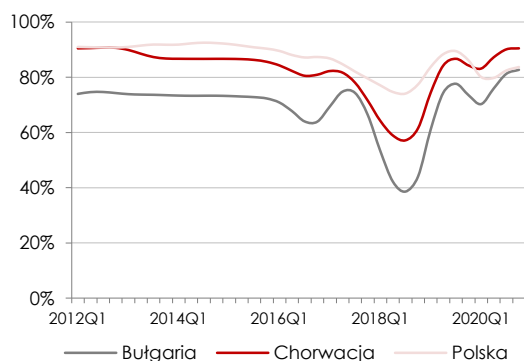
Wykres 4. Struktura PKB (wg NACE) poszczególnych gospodarek względem strefy euro w 2020 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat

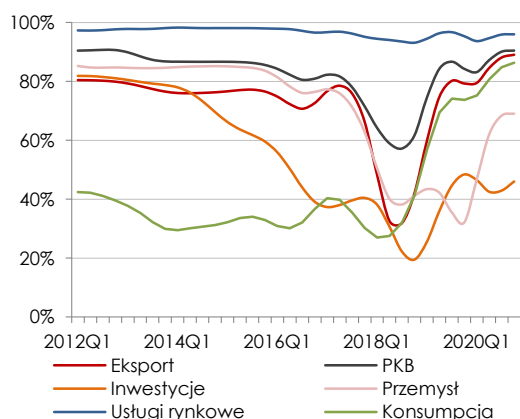
Podobieństwo współczynników korelacji PKB Chorwacji i Bułgarii ze strefą euro są podobne do krajów regionu Europy Środkowej (Polska, Węgry) i wyższe niż krajów nadbałtyckich (Estonia, Łotwa, Litwa). Szczególnie cykl koniunkturalny Chorwacji jest bliższy dużym krajom strefy euro niż reszcie krajów strefy euro. Również historycznie Chorwacja miała bardzo podobną ekspozycję na szoki i symetryczną reakcję gospodarki jak duże kraje strefy euro. W przypadku komponentów cyklicznych składowych PKB oraz wartości dodanej przemysłu i usług rynkowych występują większe różnice pomiędzy badanymi krajami a strefą euro. Największe różnice w przypadku Bułgarii dotyczą komponentu cyklicznego konsumpcji prywatnej, dla którego korelacja od 2013 r. wynosiła nie więcej niż 20%. W przypadku Chorwacji najniższym współczynnikiem korelacji komponentów cyklicznych ze strefą euro charakteryzują się inwestycje.

Wykres 5. Współczynniki korelacji PKB wybranych gospodarek ze strefą euro



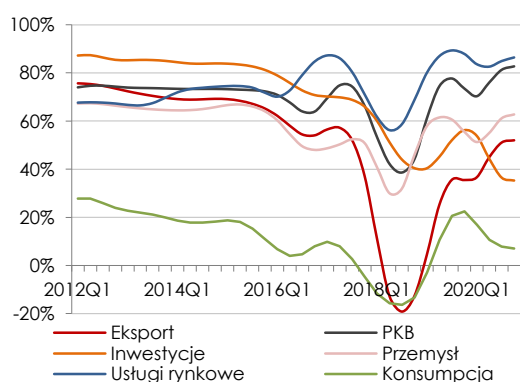
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat

Wykres 6. Współczynniki korelacji poszczególnych komponentów cyklicznych Chorwacji ze strefą euro



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat

Wykres 7. Współczynniki korelacji poszczególnych komponentów cyklicznych Bułgarii ze strefą euro



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat

Równowaga makroekonomiczna

Chorwacja

W najnowszym raporcie dotyczącym procedury nadmiernych nierównowag (*Alert Mechanism Report 2022*) Komisja zakwalifikowała do procedury pogłębionej analizy 12 krajów, w tym Chorwację. W czerwcu 2021 r. Komisja stwierdziła, że w Chorwacji występują zakłócenia równowagi makroekonomicznej związane z wysokim poziomem zadłużenia zagranicznego, prywatnego i rządowego oraz niskim potencjałem wzrostu. W zaktualizowanej tabelicy wyników zawierającej dane liczbowe do 2020 r. wskaźniki międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (NIIP), wzrost jednostkowych kosztów pracy (ULC), wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych oraz wskaźniki zadłużenia brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych przekraczają wartości progowe.

Pozycja zewnętrzna Chorwacji pogorszyła się w 2020 r. Na rachunku obrotów bieżących deficyt wyniósł 0,1% PKB w 2020 r., głównie z powodu wywołanego pandemią załamania w sektorze turystyki. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto nieznacznie się pogorszyła do -47,8% PKB w 2020 r., ale KE przewiduje, że od 2021 r. ponownie się poprawi. Nominalne jednostkowe koszty pracy wzrosły w 2020 r. o 13,7% względem 2017. Przewiduje się, że w 2021 r. spadną dzięki odbiciu wzrostu produkcji.

Wskaźnik cen mieszkań ponownie przekroczył wartość progową przy wzroście realnym 7,3% rok do roku, co dodatkowo pogłębiło problem dostępności cenowej mieszkań. KE ocenia jednak, że 2021 powinien przynieść spowolnienie dynamiki wzrostu cen.

Stosunek długu prywatnego do PKB wzrósł z około 88% PKB do 98% w 2020 r., ze względu na spadek PKB i dodatnie, choć stosunkowo niskie przepływy kredytowe. Wzrost wskaźników zadłużenia przedsiębiorstw i gospodarstw domowych prawdopodobnie ulegnie odwróceniu w 2021 r. ze względu na efekt mianownika (wzrost PKB). Choć sektor bankowy jest dobrze dokapitalizowany i jego rentowność jest wysoka, charakteryzuje się on również stosunkowo wysokim wskaźnikiem

kredytów zagrożonych, powyżej 5%. W przyszłości ważne będzie dla Chorwacji uważne monitorowanie skutków wygaszania środków pomocy publicznej, takich jak moratoria kredytowe i programy gwarancyjne.

Po spadku przez pięć kolejnych lat, stosunek długu publicznego do PKB wzrósł o 16 pkt. proc. w 2020 r. do 87,3% PKB, odzwierciedlając rządowe środki wsparcia w odpowiedzi na kryzys COVID-19 i głębokość recesji. W związku z oczekiwanym ożywieniem gospodarczym i wycofaniem wsparcia fiskalnego przewiduje się, że trend spadkowy długu publicznego zostanie wznowiony w 2021 r.

Chorwacja weszła w kryzys COVID-19 z podatnością na zagrożenia związane wysokim zadłużeniem sektora prywatnego i rządowego oraz m.in. wzrostem cen mieszkań. Wraz z kryzysem COVID-19 nierównowagi makroekonomiczne się pogłębiły, w związku z tym dalsza analiza sytuacji makroekonomicznej Chorwacji okazała się wskazana.

Bułgaria

W przypadku Bułgarii Komisja nie stwierdziła zaburzeń równowag makroekonomicznych. W zaktualizowanej tablicy wskaźników; jedynie wskaźnik jednostkowych kosztów pracy przekroczył wartość progową (wzrost o 20,4% względem wartości sprzed 3 lat; próg wynosi 12%). Był to drugi największy wzrost kosztów pracy (po Rumunii) oraz czwarty rok z wartością przewyższającą 15%. Nominalne jednostkowe koszty pracy wzrosły w 2020 r. w wyniku niższej produktywności w związku z zachowaniem przez firmy pracowników w czasie recesji. Oczekuje się, że w przyszłości jednostkowe koszty pracy będą nadal rosły, pomimo ożywienia wzrostu wydajności, jako że wynagrodzenia pracowników mają utrzymać tendencję wzrostową.

Recesja w 2020 r. nie wpłynęła szczególnie na sytuację na rynku pracy, głównie dzięki stosowaniu programów skróconego czasu pracy. Stopa bezrobocia wzrosła do 5,1% w 2020 r. z historycznie niskiego poziomu w 2019 r., ale przewiduje się, że od 2022 r. zacznie spadać.

Saldo obrotów bieżących odnotowało w 2020 r. niewielki deficyt 0,3% PKB, po raz pierwszy od 2012 r. Jego spadek wynikał głównie z ograniczenia usług turystycznych.

Realna stopa wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych wzrosła do 5,2% w 2020 r. W 2021 r. ma nieco spowolnić, ale jest wspierana przez dynamiczny wzrost kredytów hipotecznych.

Sektor finansowy utrzymywał wystarczającą płynność i adekwatność kapitałową podczas kryzysu COVID-19, wspierany przez środki wprowadzone przez Narodowy Bank Bułgarii w marcu 2020 r. oraz wejście Bułgarii do Unii Bankowej w lipcu 2020 r. Wskaźnik kredytów zagrożonych pozostaje wysoki, chociaż w 2020 r. spadł do 5,9%.

Dług publiczny ukształtował się na poziomie 24,7% PKB w 2020 r. i ma pozostać poniżej 27% PKB w 2021 r. pomimo planowanego wzrostu wydatków publicznych.

Dodatkowe czynniki

Chorwacja

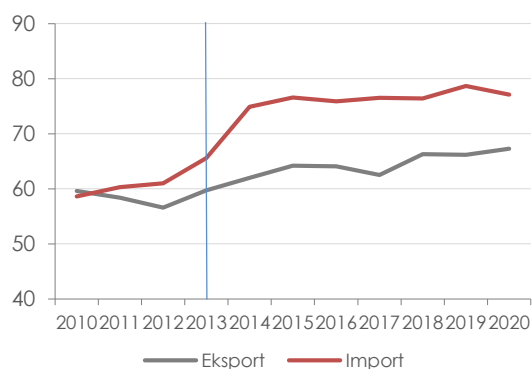
Chorwacja podjęła szereg zobowiązań politycznych mających na celu zapewnienie płynnego przejścia do ERM II i uczestnictwa w nim. Komisja monitorowała realizację zobowiązań Chorwacji w obszarach ram przeciwdziałania praniu pieniędzy, zbierania i udostępniania statystyk, zarządzania sektorem publicznym oraz obciążeń finansowych i administracyjnych przedsiębiorstw. EBC i Komisja Europejska – w granicach swoich kompetencji określonych w Traktatach i prawie wtórnym – monitorują skuteczność wykonywania tych zobowiązań.

Gospodarka Chorwacji jest dobrze zintegrowana ze strefą euro dzięki powiązaniom handlowym i inwestycyjnym. Jej stopień otwartości handlowej⁹ stopniowo rósł w ostatnich latach i wyniósł 56,1% PKB w 2019 r., ale nadal pozostawał stosunkowo niski, biorąc pod uwagę niewielki rozmiar chorwackiej gospodarki. Wymiana handlowa ze strefą euro wyniosła w 2019 r. 22,3% PKB, a handel z Niemcami, Włochami, Słowenią i Austrią jako

⁹ Trade Openness: (import + eksport)/(2 x PKB) * 100

największymi partnerami handlowymi Chorwacji stanowił ponad połowę jej całkowitej wymiany handlowej. Łączny handel z krajami strefy euro wynosił w ostatnich latach blisko 60%. Do tej pory BIZ kierowane były głównie do sektora bankowego, nieruchomości i handlu detalicznego, przy czym największe napływy pochodziły z Austrii, Holandii i Węgier. Z drugiej strony, Chorwacja nie przyciągnęła znaczących napływów BIZ do sektora dóbr szybko zbywalnych i dlatego jest słabo zintegrowana z globalnymi łańcuchami dostaw. Niesprzyjające otoczenie biznesowe wydaje się być główną przeszkodą w przyciąganiu większej ilości BIZ.

Wykres 8. Udział eksportu i importu do krajów UE odpowiednio w całości eksportu i importu Chorwacji (w proc.)



*niebieska linia – przystąpienie do UE

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat

Według kilku powszechnie stosowanych wskaźników dot. otoczenia biznesowego, Chorwacja wypada gorzej niż wiele państw członkowskich strefy euro. Dotyczy to szczególnie barier administracyjnych przy zakładaniu firmy, egzekwowania prawa, kontroli korupcji. Z drugiej strony, Chorwacja podjęła znaczne wysiłki na rzecz poprawy otoczenia biznesowego, w szczególności w celu zmniejszenia obciążenia administracyjnego.

Sektor finansowy w Chorwacji jest wysoce zintegrowany z sektorem finansowym UE, w szczególności dzięki zagranicznej własności sektora bankowego, ponieważ około 90% jego aktywów znajduje się w posiadaniu spółek zależnych banków zagranicznych, a 75% aktywów systemu bankowego jest objęta przez instytucje ze strefy euro. Koncentracja w sektorze bankowym jest wysoka - pięć największych instytucji bankowych odpowiada za 80,5%

łączych aktywów sektora, w porównaniu do 50% w strefie euro.

System finansowy w Chorwacji jest mniejszy w stosunku do PKB niż w strefie euro. W 2019 r. wartość kredytów bankowych dla chorwackich przedsiębiorstw niefinansowych i gospodarstw domowych wyniosły około 54% PKB w porównaniu z 87% w strefie euro. Większość kredytów bankowych jest denominowana w euro. Wycena akcji notowanych na giełdzie wyemitowanych przez krajowe przedsiębiorstwa wyniosła 37% PKB, podczas gdy w strefie euro było to blisko 60%. Rynek dłużnych papierów wartościowych był w dużej mierze zdominowany przez rządowe papiery wartościowe i odpowiadał za 60% PKB, pozostając tym samym znacznie mniej rozwinięty niż rynek strefy euro obejmujący papiery dłużne o wartości nominalnej 148% PKB. Skonsolidowane zadłużenie sektora prywatnego spadło do 94% w 2018 r., czyli znacznie poniżej średniej dla strefy euro wynoszącej 135%.

Ze względu na fakt, że gospodarka chorwacka już teraz jest silnie uzależniona od strefy euro (ok. 70% całkowitego długu Chorwacji jest denominowane w euro), kraj ten jest szczególnie narażony na ryzyko kursowe. Dodatkowo, biorąc pod uwagę wysoką integrację handlową i finansową ze strefą euro oraz sam fakt, że Chorwacja jest małą otwartą gospodarką, jej możliwości prowadzenia polityki monetarnej w sposób niezależny od innych państw są niewielkie. W związku z tym możliwość korzystania z kanału kursowego lub stóp procentowych jest w Chorwacji znacznie ograniczona.

Bułgaria

W celu dotarcia do mechanizmu ERM II, Bułgaria podjęła szereg zobowiązań w obszarach polityki, związanych m.in. z nadzorem nad pozabankowym sektorem finansowym, ramami upadłościowymi przedsiębiorstw, przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz jakości instytucji publicznych i sposobu nimi zarządzania.

Jak wynika z Raportu o Konwergencji KE, gospodarka Bułgarii jest dobrze zintegrowana ze strefą euro dzięki powiązaniom handlowym i inwestycyjnym. Chociaż wskaźnik otwartości handlu spadł do blisko 64% w 2019 r. z ponad

68% w 2017 r., Bułgaria pozostała gospodarką stosunkowo otwartą. Handel ze strefą euro stanowił około 29% całkowitego handlu w 2019 r. Poza UE głównymi partnerami handlowymi Bułgarii są Turcja i Rosja (zwłaszcza w przypadku importu). Wartość BIZ wyniosła około 78% PKB w 2018 r. i 76% w 2019 r., przy czym BIZ pochodziły głównie z Holandii, Austrii, Niemiec i Włoch.

Wykres 9. Udział eksportu i importu do krajów UE odpowiednio w całości eksportu i importu Bułgarii (w proc.)



*niebieska linia – przystąpienie do UE

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat

Sektor finansowy Bułgarii jest dobrze zintegrowany z sektorem finansowym UE, w szczególności poprzez wysoki poziom własności zagranicznej w jej systemie bankowym. Udział instytucji zagranicznych w aktywach ogółem banków wyniósł w 2018 r. 77%. Koncentracja banków, mierzona udziałem rynkowym pięciu największych instytucji kredytowych w aktywach ogółem, osiągnęła 67% w 2020 r., około 17 punktów procentowych powyżej średniej strefy euro.

W stosunku do PKB system finansowy jest w Bułgarii znacznie mniejszy niż w strefie euro. Krajowe kredyty bankowe kształtowały się w 2019 r. poniżej 50% PKB w porównaniu ze średnią 90% PKB w strefie euro. Kapitalizacja giełdy wzrosła do około 24% PKB w 2019 r., ale pozostała znacznie poniżej średniej strefy euro wynoszącej ponad 70%. Rynek papierów dłużnych pozostał niewielki w porównaniu ze średnią strefy euro (nieco ponad 19% wobec 148% PKB). Według dostępnych danych skonsolidowany stan zadłużenia sektora prywatnego wyniósł w 2018 r. 95% PKB i był poniżej średniej dla strefy euro wynoszącej 135%.

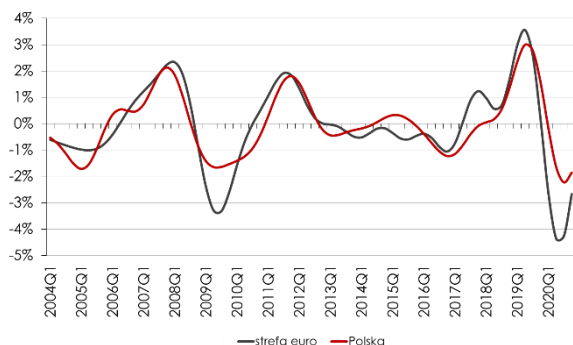
Jeśli chodzi o otoczenie biznesowe, Bułgaria wypada stosunkowo gorzej niż wiele państw członkowskich strefy euro w międzynarodowych rankingach. Główne wyzwania dotyczą ram instytucjonalnych, w tym walki z korupcją, poprawy funkcjonowania wymiaru sprawiedliwości, zmniejszenia obciążenia administracyjnego korporacji oraz poprawy jakości usług publicznych. Niedociągnięcia w funkcjonowaniu instytucji stanowią istotną przeszkodę w potencjale gospodarczym i społecznym kraju. Podejmowane są jednak działania mające na celu poprawę otoczenia biznesowego, w szczególności w odniesieniu do zarządzania przedsiębiorstwami państwowymi.

Biorąc pod uwagę długoterminową stabilność kursów walutowych Bułgarii i Chorwacji względem euro, implikującą brak kosztów związanych z rezygnacją z kanału kursowego oraz mając na uwadze względne podobieństwo struktur PKB Chorwacji i Bułgarii ze strefą euro przystąpienie do strefy euro przez te kraje po wypełnieniu koniecznych zobowiązań może się wiązać z pozytywnym bilansem kosztów i korzyści.

Aneks 1: Wykresy i informacje uzupełniające

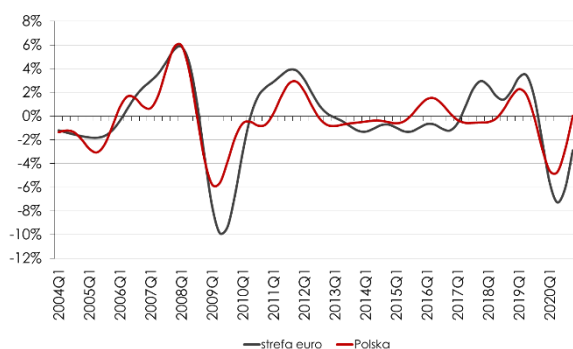
Konwergencja realna

Wykres A.1. Komponent cykliczny PKB



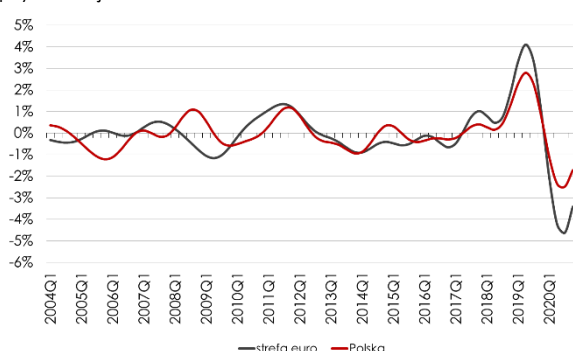
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wykres A.2. Komponent cykliczny wartości dodanej w przemyśle



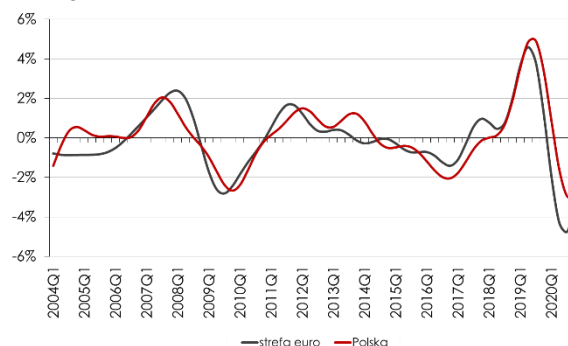
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wykres A.3. Komponent cykliczny konsumpcji prywatnej

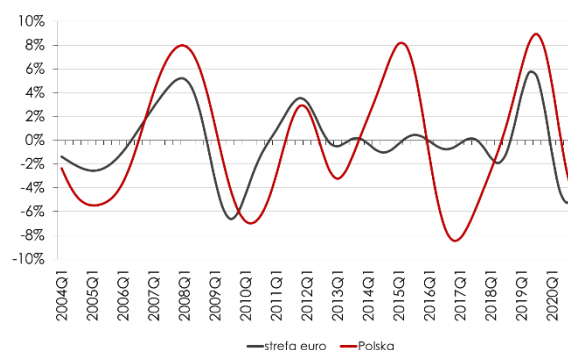


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat

Wykres A.4. Komponent cykliczny wartości dodanej w usługach



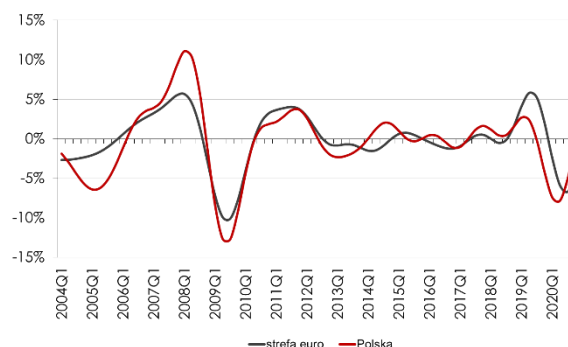
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.



Wykres A.5. Komponent cykliczny inwestycji

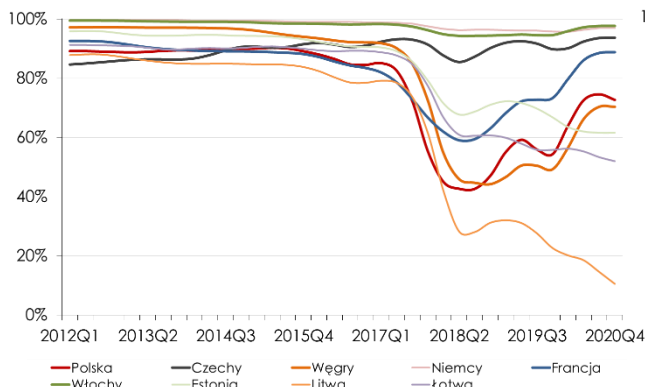
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wykres A.6. Komponent cykliczny eksportu



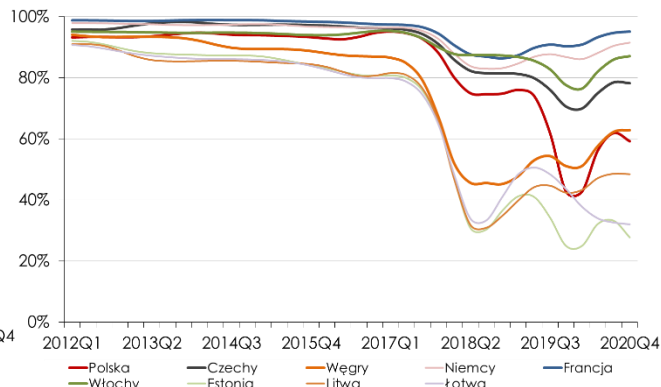
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

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



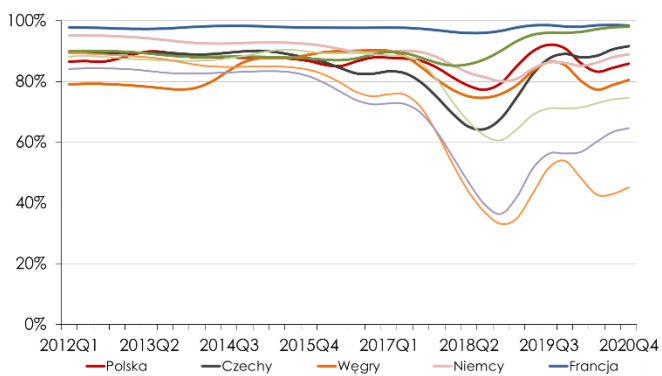
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

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



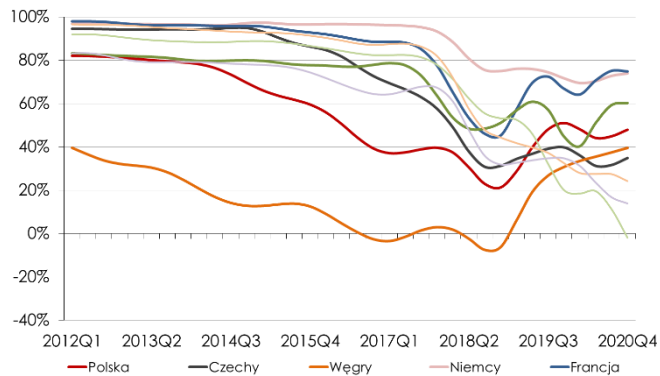
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

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



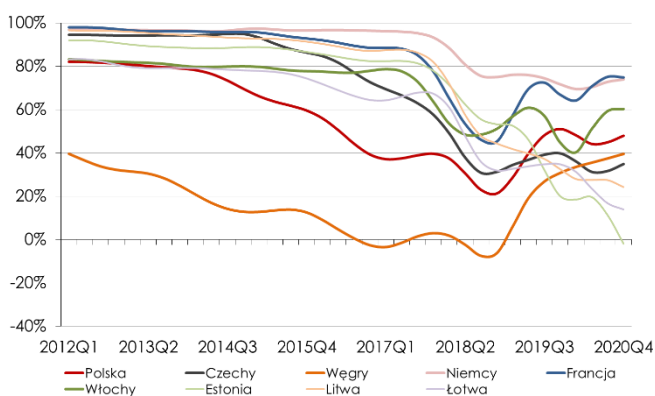
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

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



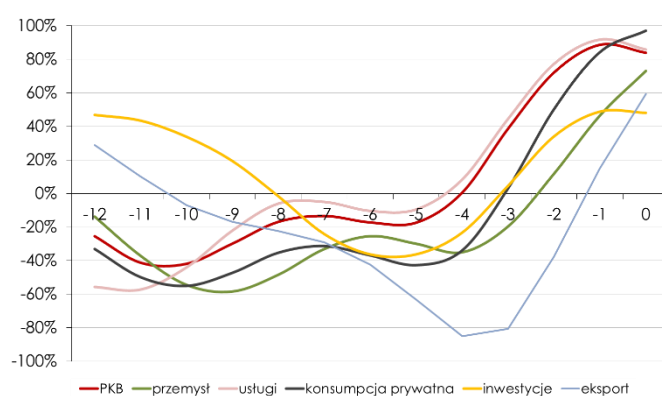
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

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



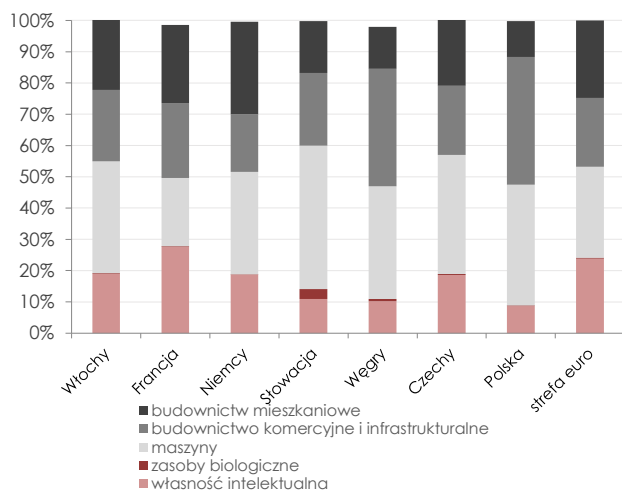
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wykres A.12. Współczynniki korelacji między bieżącym komponentem cyklicznym (2013Q1-2020Q4) Polski a opóźnionym o k okresów (kwartałów) cyklem strefy euro (k od 0 do 12)



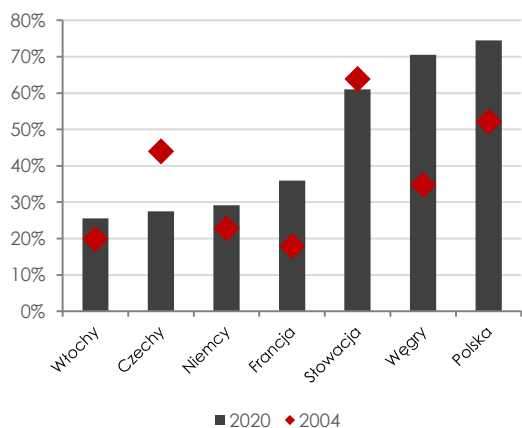
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wykres A.13. Struktura inwestycji (wg CPA) wybranych gospodarek w 2020 r.



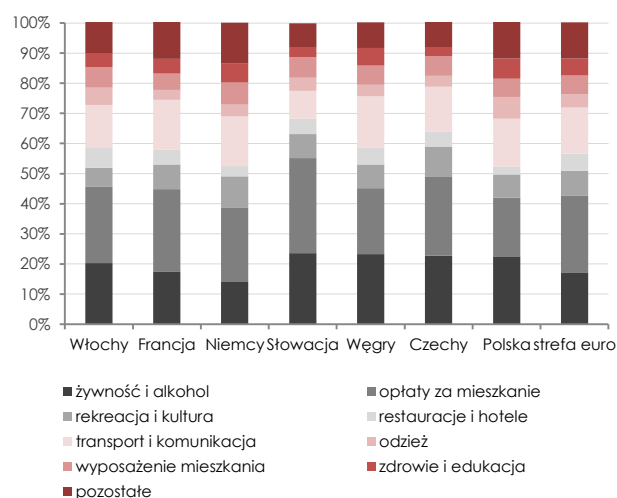
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wykres A.14. Struktura inwestycji (wg CPA) wybranych gospodarek względem strefy euro (Indeks Krugmana*)



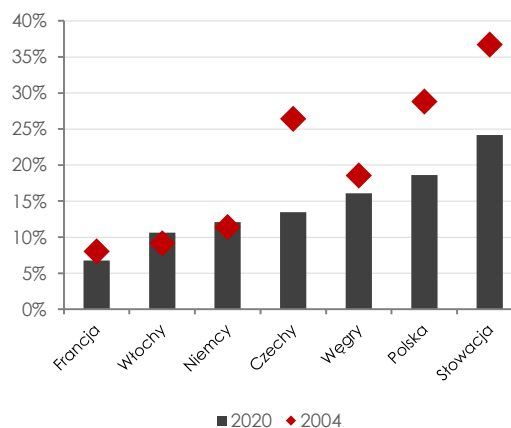
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.
* im bliżej zera, tym większy poziom podobieństwa

Wykres A.15. Struktura konsumpcji prywatnej (wg COICOP) wybranych gospodarek w 2020 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wykres A.16. 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 podobieństwa

Podobieństwo struktur finansowych

Tabela A.1. Wskaźniki dotyczące struktury sektora finansowego oraz bilansu finansowego sektora prywatnego w 2020 r.

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

	Francja	Niemcy	Włochy	Polska	Czechy	Słowacja	Węgry
Miara koncentracji instytucji kredytowych (HHIndex)	590	127	715	767	1061	1504	749
Udział 5 największych instytucji kredytowych w aktywach sektora bankowego	49,2	34,0	49,3	54,3	65,3	76,8	50,1
Stopa nakładów brutto na środki trwałe – sektor gospodarstw domowych	8,6	10,0	7,3	4,8	8,9	6,9	9,0
Stopa nakładów brutto na środki trwałe – sektor przedsiębiorstw niefinansowych	24,6	21,2	21,0	18,5	28,1	22,7	29,8
Wskaźnik DTI w sektorze gospodarstw domowych	102,2	87,2	64,4	55,9	58,9	72,2	35,7
Relacja płynnych aktywów do krótkoterminowych zobowiązań	26,0	169,6	97,7	37,3	40,9	37,7	36,9
Udział płynnych aktywów w aktywach ogółem (Liquid Asset Ratio)	18,0	25,6	21,3	21,3	28,2	27,5	23,1
Wartość nowych kredytów	7,1	5,2	6,7	3,0	2,8	4,0	5,4
Wartość nowych depozytów	11,3	7,0	10,3	11,7	10,1	4,7	9,2
Aktywa sektora finansowego do PKB	789,2	536,3	457,4	167,9	262,2	208,1	430,1
Aktywa sektora bankowego do PKB	374,8	275,6	244	115,2	148,7	166,6	117,5
Złoto monetarne	5,2	5	7,4	2,2	0,2	1,7	1,2
Gotówka	0	0	0,7	0,3	0,1	1	0,2
Depozyty awista	3,5	40,1	17,5	0,4	18,7	10	8,9
Inne depozyty	72	18,9	3,9	4	6,1	13	2,7
Krótkoterminowe papiery dłużne	15,5	1,9	2,1	5,5	2,7	1,4	7,6
Długoterminowe papiery dłużne	59,4	54,1	85,4	41	45,4	57,2	37,1
Krótkoterminowe pożyczki	26,3	11,5	21,6	8,1	6,4	10,2	10,2
Długoterminowe pożyczki	127,4	101,3	83,7	50,6	56,3	68,2	40,9
Udziały kapitałowe i udziały w funduszach wspólnego inwestowania	26,9	10,4	10	0,9	9,6	1,3	6,7
Udziały w funduszach ubezpieczeniowych oraz emerytalnych	0,1	0	1,5	0	0	0	0
Derywaty finansowe	15,5	24,6	9,2	0,9	2,1	0,6	1,6
Pozostałe kwoty do zapłacenja/otrzymania	22,4	7,5	0,7	1,3	0,7	1,5	0,4
Pasywa sektora bankowego do PKB	368,5	266	220,1	110,1	151	164	118,8
Złoto monetarne	0	:	0	:	:	:	:
Gotówka	11,4	9,2	13,9	13,2	11,8	14,9	14,5
Depozyty awista	75,7	119,6	120,7	58,8	79	80	57,7
Inne depozyty	128,9	56,4	53,2	18,2	33	44,3	21,3
Krótkoterminowe papiery dłużne	5,3	2,8	0	1,2	10,1	0	0
Długoterminowe papiery dłużne	39,9	33,3	12	3,6	1,4	7,4	2,1
Krótkoterminowe pożyczki	23,1	:	0	0	0	0,1	0
Długoterminowe pożyczki	6,3	:	0,4	1,7	0	4,5	3,1
Udziały kapitałowe i udziały w funduszach wspólnego inwestowania	35,8	16,6	7,8	9,1	10,6	9,9	16,9
Udziały w funduszach ubezpieczeniowych oraz emerytalnych	0	0,8	0,7	0,1	:	0	:
Derywaty finansowe	14,6	23,8	10,7	0,9	2,2	0,7	1,8
Pozostałe kwoty do zapłacenja/otrzymania	26,9	3	0,2	3	2,5	1,9	0,5

Aktywa gospodarstw domowych (s.14+s.15) w relacji do PKB	268,5	213,1	282,3	108,8	148,1	102,4	144,3
Gotówka	4,2	9,6	11,2	12,9	9,4	10,4	12,6
Depozyty awista	26,5	50,9	57	34,9	47,5	27,5	20,6
Inne depozyty	48,2	24,7	26,5	9,6	9,5	19,2	7,4
Krótkoterminowe papiery dłużne	0,1	0,1	0,1	0	0,2	0	2,7
Długoterminowe papiery dłużne	1,7	4,2	14,9	0,5	2,7	3,9	17,1
Krótkoterminowe pożyczki	0,1	:	0,7	0,2	0	0,1	2,7
Długoterminowe pożyczki	0,4	:	0	1,8	0	0,1	2
Udziały kapitałowe i udziały w funduszach wspólnego inwestowania	72,4	49	100,3	27,9	58,6	18,6	58,3
Udziały w funduszach ubezpieczeniowych oraz emerytalnych	95,9	73,7	69,3	12,9	14,7	19,9	10,3
Derywaty finansowe	0	0	:	:	:	:	0
Pozostałe kwoty do zapłacenia/otrzymania	19	0,8	2,3	8	5,5	2,8	10,6
Pasywa gospodarstw domowych w relacji do PKB	80,2	58,3	50,1	35,6	41,5	49,4	24,2
Gotówka	0	:	0	0	:	0	:
Depozyty awista	0	:	0	0	:	0	:
Inne depozyty	0	:	0	0	:	0	:
Krótkoterminowe papiery dłużne	0	:	0	0	0	0	:
Długoterminowe papiery dłużne	0	:	0	0	0	0	:
Krótkoterminowe pożyczki	1,8	1,6	2,5	1,9	1	1,4	2,2
Długoterminowe pożyczki	66,9	56,1	42,6	32,9	33,1	45,8	18,7
Udziały kapitałowe i udziały w funduszach wspólnego inwestowania	0	:	0	0	:	0	:
Udziały w funduszach ubezpieczeniowych oraz emerytalnych	0	:	0	0	:	0	:
Derywaty finansowe	0	0	:	:	:	:	0
Pozostałe kwoty do zapłacenia/otrzymania	11,5	0,6	5,1	0,8	7,5	2,2	3,3

Aktywa finansowe przedsiębiorstw (s.11) w relacji do PKB	181,5	128,6	85,4	47,9	69	55,7	83,3
Gotówka	0,8	0,2	1,9	0,2	2,2	3,4	2,7
Depozyty avista	33,1	16,4	25,1	14,2	20,7	14,4	23,8
Inne depozyty	7,7	4,7	1,7	3,2	1,8	2,9	3,6
Krótkoterminowe papiery dłużne	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0	0,1
Długoterminowe papiery dłużne	2	1,3	3,8	0,3	1,1	0,7	0,7
Krótkoterminowe pożyczki	15,3	8,5	0,7	0,9	6,3	5	5,4
Długoterminowe pożyczki	0,7	3,1	1,1	2,3	1,6	2,7	11,3
Udziały kapitałowe i udziały w funduszach wspólnego inwestowania	88,8	74,9	38,5	4,9	6,6	4,6	18,6
Udziały w funduszach ubezpieczeniowych oraz emerytalnych	1,9	1,8	0,9	1,3	0,7	0,7	0,5
Derywaty finansowe	0	0,9	:	:	:	:	0,3
Pozostałe kwoty do zapłacenja/otrzymania	30,8	16,8	10,7	20,3	26,9	21,2	16,5
Pasywa finansowe przedsiębiorstw (s.11) w relacji do PKB (2019)	290,4	188,3	201,3	121,8	160,3	125,5	189,4
Gotówka	0	:	0	0	:	0	:
Depozyty avista	0	:	3,5	0	:	0	:
Inne depozyty	0	:	0	0	:	0	:
Krótkoterminowe papiery dłużne	2,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0	0
Długoterminowe papiery dłużne	30,1	7,1	9	2,5	5,5	4,8	3,1
Krótkoterminowe pożyczki	25,9	15,3	12,5	6,4	12,6	11,9	12,2
Długoterminowe pożyczki	46,6	39,9	52,2	32	29,7	31,4	40,2
Udziały kapitałowe i udziały w funduszach wspólnego inwestowania	165,7	96,8	107,4	62,3	92,1	60,3	117,1
Udziały w funduszach ubezpieczeniowych oraz emerytalnych	0	8,4	6,7	0	:	0	:
Derywaty finansowe	0	2,4	:	:	:	:	0,7
Pozostałe kwoty do zapłacenja/otrzymania	19,7	18,3	8,9	18,1	18,9	16,7	16,1

Konwergencja nominalna

Tabela A.2. Kryteria stabilności cen i stóp procentowych w państwach UE-27 (dane do października 2021 r.)

PAŃSTWO	GRUPA*		WARTOŚĆ BIEŻĄCA	12M ŚREDNIA KROCZĄCA	RÓŻNICA WZGLĘDEM KRYTERIUM**	RÓŻNICA PRZED 1 MIESIĄCEM	RÓŻNICA PRZED 12 MIESIĄCAMI
AUSTRIA	EA	HICP, przyrost r/r	3,7	2,2	-0,2	0,0	0,4
BELGIA	EA		5,4	2,1	-0,3	-0,3	-0,6
BULGARIA	D		5,2	1,8	-0,6	-0,6	0,6
CHORWACJA	D		3,9	1,8	-0,6	-0,5	-0,9
CYPR	EA		4,4	1,3	-1,1	-1,2	-2,0
CZECHY	D		4,8	2,9	0,5	0,7	2,3
DANIA	ERM2/O		3,2	1,4	-1,0	-0,8	-0,7
ESTONIA	EA		6,8	2,6	0,2	-0,1	-1,3
FINLANDIA	EA		2,8	1,5	-0,9	-0,7	-0,6
FRANCJA	EA		3,2	1,5	-0,9	-0,7	-0,4
GRECJA	EA		2,8	-0,5	-2,9	-2,9	-1,9
HISZPANIA	EA		5,4	1,9	-0,5	-0,6	-1,2
HOLANDIA	EA		3,7	1,9	-0,5	-0,3	0,3
IRLANDIA	EA		5,1	1,3	-1,1	-1,2	-1,2
LITWA	EA		8,2	3,0	0,6	0,3	0,3
LUKSEMBURG	EA		5,3	2,4	0,0	-0,1	-0,8
ŁOTWA	EA		6,0	1,9	-0,5	-0,7	-0,6
MALTA	EA		1,4	0,3	-2,1	-1,7	-0,1
NIEMCY	EA		4,6	2,1	-0,3	-0,3	-0,5
POLSKA	D		6,4	4,5	2,1	2,3	2,4
PORTUGALIA	EA		1,8	0,4	-2,0	-1,8	-1,1
RUMUNIA	D		6,5	3,3	0,9	0,9	1,6
SŁOWACJA	EA		4,4	2,3	-0,1	0,0	1,2
SŁOWENIA	EA		3,5	1,0	-1,4	-1,3	-0,9
SZWECJA	D		3,3	2,0	-0,4	-0,2	-0,2
WĘGRY	D		6,6	4,4	2,0	2,1	2,4
WŁOCHY	EA		3,2	1,2	-1,2	-1,1	-1,1
STREFA EURO	-	4,0	1,7	-0,7	-0,6	-0,6	
UE-27	-	4,4	1,9	-0,5	-0,4	-0,5	
AUSTRIA	EA	długoterminowa stopa procentowa	0,1	-0,2	-2,5	-2,4	-2,9
BELGIA	EA		0,2	-0,1	-2,4	-2,3	-2,8
BULGARIA	ERM2		0,3	0,2	-2,1	-2,0	-2,4
CHORWACJA	ERM2		0,3	0,5	-1,8	-1,7	-1,9
CYPR	EA		0,4	0,3	-2,0	-1,9	-1,8
CZECHY	D		2,3	1,7	-0,6	-0,7	-1,5
DANIA	ERM2/O		0,1	-0,1	-2,4	-2,4	-3,0
ESTONIA	EA		0,2	0,0	0,0	-2,2	-
FINLANDIA	EA		0,1	-0,2	-2,5	-2,4	-2,9
FRANCJA	EA		0,2	-0,1	-2,4	-2,3	-2,8
GRECJA	EA		1,0	0,8	-1,5	-1,4	-1,3
HISZPANIA	EA		0,5	0,3	-2,0	-1,9	-2,3
HOLANDIA	EA		-0,2	-0,4	-2,7	-2,6	-3,0
IRLANDIA	EA		0,2	0,0	-2,3	-2,2	-2,7
LITWA	EA		0,2	0,2	-2,1	-2,0	-2,5
LUKSEMBURG	EA		-0,2	-0,4	-2,7	-2,6	-3,1
ŁOTWA	EA		0,2	-0,1	-2,4	-2,3	-2,7
MALTA	EA		0,7	0,5	-1,8	-1,8	-2,2
NIEMCY	EA		-0,2	-0,4	-2,7	-2,7	-3,2
POLSKA	D		2,6	1,6	-0,7	-0,7	-1,1
PORTUGALIA	EA		0,4	0,2	-2,1	-2,0	-2,2
RUMUNIA	D		4,8	3,3	1,0	0,9	1,4
SŁOWACJA	EA		0,1	-0,2	-2,5	-2,4	-2,6
SŁOWENIA	EA		0,2	0,0	-2,3	-2,2	-2,6
SZWECJA	D		0,4	0,2	-2,1	-2,0	-2,7
WĘGRY	D		3,7	2,7	0,4	0,4	-0,5
WŁOCHY	EA		1,0	0,7	-1,6	-1,5	-1,4

* EA – CZŁONEK STREFY EURO, ERM2 – UCZESTNIK ERM II, D – PAŃSTWO Z DEROGACJĄ, O – PAŃSTWO Z KLAUZULĄ OPT-OUT
** WARTOŚĆ REFERENCYJNA DLA KRYTERIUM STABILNOŚCI CEN PRZYJĘŁA W PAŹDZIERNIKU 2021 R. **2.4** (12-MIESIĘCZNA ŚR. RUCHOMA); DLA KRYTERIUM STÓP PROCENTOWYCH **2.3**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych European Commission DG-ECFIN.

Tabela A.3. Kryterium fiskalne w UE-27

państwo	grupa *	deficyt finansów publicznych jako % PKB					dług publiczny jako % PKB				
		2018	2019	2020	2021P	2022P	2018	2019	2020	2021P	2022P
Austria	EA	0,2	0,6	-8,9	-5,9	-2,3	74,0	70,5	83,9	82,9	79,4
Belgia	EA	-0,8	-1,9	-9,4	-7,8	-5,1	99,8	98,1	114,1	112,7	113,1
Bułgaria	ERM2	2,0	2,1	-3,4	-3,6	-2,8	22,3	20,2	25,0	26,7	26,7
Chorwacja	ERM2	0,2	0,3	-7,4	-4,1	-2,9	74,3	72,8	88,7	82,3	79,2
Cypr	EA	-3,5	1,5	-5,7	-4,9	-1,4	99,2	94,0	118,2	104,1	97,6
Czechy	D	0,9	0,3	-6,2	-7,0	-4,3	32,1	30,3	38,1	42,4	44,3
Dania	ERM2/O	0,7	3,8	-1,1	-0,9	1,3	34,0	33,3	42,2	41,0	38,8
Estonia	EA	-0,6	0,1	-4,9	-3,1	-2,5	8,2	8,4	18,2	18,4	20,4
Finlandia	EA	-0,9	-0,9	-5,4	-3,8	-2,4	59,7	59,5	69,2	71,2	71,2
Francja	EA	-2,3	-3,1	-9,2	-8,1	-5,3	98,0	97,6	115,7	114,6	113,7
Grecja	EA	0,9	1,1	-9,7	-9,9	-3,9	186,2	180,5	205,6	202,9	196,9
Hiszpania	EA	-2,5	-2,9	-11,0	-8,1	-5,2	97,4	95,5	120,0	120,6	118,2
Holandia	EA	1,4	1,8	-4,3	-5,3	-2,1	52,4	48,7	54,5	57,5	56,8
Irlandia	EA	0,1	0,5	-5,0	-3,2	-1,7	63,0	57,4	59,5	55,6	52,3
Litwa	EA	0,6	0,5	-7,4	-4,1	-3,1	33,7	35,9	47,3	45,3	44,1
Luksemburg	EA	3,0	2,4	-4,1	-0,2	0,2	21,0	22,0	24,9	25,9	25,6
Łotwa	EA	-0,8	-0,6	-4,5	-9,5	-4,2	37,1	37,0	43,5	48,2	50,7
Malta	EA	1,9	0,4	-10,1	-11,1	-5,8	44,8	42,0	54,3	61,4	62,4
Niemcy	EA	1,8	1,5	-4,2	-6,5	-2,5	61,8	59,7	69,8	71,4	69,2
Polska	D	-0,2	-0,7	-7,0	-3,3	-1,8	48,8	45,6	57,5	54,7	51,0
Portugalia	EA	-0,3	0,1	-5,7	-4,5	-3,4	121,5	116,8	133,6	128,1	123,9
Rumunia	D	-2,9	-4,4	-9,2	-8,0	-6,9	34,7	35,3	47,3	49,3	51,8
Słowacja	EA	-1,0	-1,3	-6,2	-7,3	-4,2	49,6	48,2	60,6	61,8	60,0
Słowenia	EA	0,7	0,4	-8,4	-7,2	-5,2	70,3	65,6	80,8	77,7	76,4
Szwecja	D	0,8	0,6	-3,1	-0,9	0,3	38,9	35,0	39,9	37,3	34,2
Węgry	D	-2,1	-2,1	-8,1	-7,5	-5,7	69,1	65,5	80,4	79,2	77,2
Włochy	EA	-2,2	-1,6	-9,5	-9,4	-5,8	134,4	134,6	155,8	154,4	151,4
strefa euro	-	-0,5	-0,6	-7,2	-7,1	-3,9	87,7	85,8	100,0	100,0	97,9
UE-27	-	-0,4	-0,5	-6,9	-6,6	-3,6	81,2	79,2	92,4	92,1	90,0

* EA – członek strefy euro, ERM II – uczestnik ERM II, D – państwo z derogacją, O – państwo z klauzulą opt-out
P – prognoza Komisji Europejskiej (Autumn 2021 Forecast)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat i European Commission DG-ECFIN, European Economic Forecast – Autumn 2021

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:

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

gdzie $S_{k,i}$ oznacza udział i -ego sektora w strukturze gospodarczej kraju k ($S_{EA,i}$ 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 „odchyleńowej”. 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 „odchyleńowa” definicja cyklu.

Odchylenia bieżącej aktywności gospodarczej od potencjału zostały wyodrębnione z oryginalnych szeregów przy pomocy filtru 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

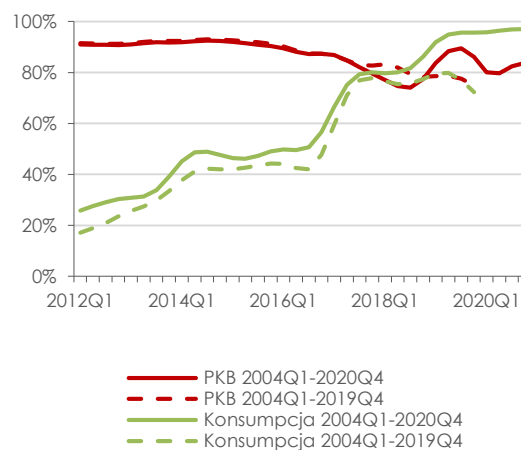
oznaczałby konwergencję cyklu koniunkturalnego danego kraju względem strefy euro.

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 8 lat (pierwsze okno w tej edycji Monitora obejmuje lata 2003-2010 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 podpróbie. Przesuwanie ośmioletniego okna czasowego uwzględnia wychodzenie gospodarek z kryzysu, co wpływa na występujące różnice w wynikach pomiędzy poszczególnymi edycjami Monitora i uniemożliwia porównywanie (por. Wykres A.17).

Wykres A.17. Porównanie współczynników korelacji dla okien czasowych kończących się w 2019 oraz 2020 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat