

Monitor Konwergencji z Unią Gospodarczą i Walutową

Lipiec 2019

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 27 czerwca 2019 r.

Spis treści

Podsumowanie	4
1. Wprowadzenie.....	5
2. Konwergencja realna	6
3. Podobieństwo struktur finansowych	8
4. Konkurencyjność i elastyczność gospodarki.....	11
5. Formalna ocena Polski w ramach MIP.....	13
6. Konwergencja nominalna.....	14
6.1. Kryterium stabilności cen	14
6.2. Kryterium stóp procentowych	15
6.3. Kryterium fiskalne.....	15
6.4. Kryterium stabilności kursu walutowego.....	16
Aneks 1: Wykresy i informacje uzupełniające.....	17
Konwergencja realna	17
Podobieństwo struktur finansowych	20
Konwergencja nominalna.....	23
Aneks 2: metodyka prowadzonych badań.....	26
Miara podobieństwa struktur gospodarczych.....	26
Zbieżność cykli koniunkturalnych.....	26
Analiza skupień	26
Wyznaczanie wartości referencyjnej kryteriów konwergencji nominalnej.....	27

Podsumowanie

- **Od momentu wstąpienia do UE wzrasta relatywny poziom dochodów mieszkańców krajów z derogacją – w tym m.in. w Polsce** – i stopniowo zbliża się on do średniego poziomu dochodów mieszkańców państw członkowskich strefy euro. Od wejścia do UE relatywny poziom dochodów w Polsce wzrósł o 22 pp. Jednak, pomimo trwałego wzrostu, wciąż pozostaje jednym z najniższych w UE.
- **W latach 2017-18 kontynuowana była obserwowana od 2003 r. tendencja w zakresie pogłębiania się różnic w strukturze PKB pomiędzy Polską a strefą euro.** We wskazanym okresie wzrost różnicowania dotyczył zwłaszcza sektora budowlanego i przemysłu. Podobne tendencje (osłabienie skali podobieństwa pomiędzy Polską a strefą euro) obserwowane są również w przypadku struktur inwestycji.
- **Rozbieżności w zakresie struktur gospodarczych między Polską a strefą euro nie stanowiły przeszkody dla wysokiego poziomu podobieństwa cykli koniunkturalnych** w obu obszarach. Przeprowadzona analiza potwierdziła utrzymanie w latach 2017-2018 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 następuje. 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 systematycznie wzrasta**, co jest regularnie odnotowywane w raportach organizacji międzynarodowych. Instytucje te wskazują m.in. na poprawę w zakresie regulacji dotyczących procedury zakładania działalności gospodarczej oraz wydawania pozwoleń na budowę.
- Dla uzyskania wysokiej i trwałej konkurencyjności polskiej gospodarki **konieczne jest zapewnienie wysokiej innowacyjności produktów i usług.** Podobnie jak większość państw Europy Środkowo-Wschodniej, Polska jest bowiem obecnie zaliczana do gospodarek o relatywnie niskim poziomie innowacyjności.
- **Rozwój gospodarczy Polski odbywa się 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 (ang. *in-depth review*) pod kątem potencjalnego występowania nadmiernych nierównowag.
- Bieżące szacunki dotyczące wypełniania przez Polskę **kryteriów konwergencji nominalnej** wskazują na **wypełnienie trzech kryteriów** (stabilności cen, stóp procentowych oraz kryterium fiskalnego). W kontekście ostatniego ze wskazanych kryteriów, w latach 2017-2018 doszło do znaczącej poprawy pozycji fiskalnej. Niewypełnione pozostaje kryterium stabilności kursu walutowego (z uwagi na fakt, iż złoty nie został włączony do mechanizmu ERM II).

1. Wprowadzenie

Przy aktualnym stopniu podobieństwa gospodarki Polski i strefy euro – w szczególności w poziomie rozwoju, mierzonego np. przez PKB per capita – członkostwo Polski w strefie euro mogłoby stanowić źródło zaburzeń w gospodarce. Wdrażanie reform strukturalnych wzmacniających potencjał i wydajność polskiej gospodarki będzie przyczyniało się do zwiększenia stopnia konwergencji gospodarczej ze strefą euro. Polska będzie ponadto w dalszym ciągu uczestniczyła w procesie pogłębiania Unii Gospodarczej i Walutowej, w szczególności w procesie reformy instytucjonalnej w celu zapewnienia 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.

Podobieństwo struktur gospodarczych między dwoma obszarami gospodarczymi współgra z podobieństwem w zakresie obserwowanego w nich poziomu rozwoju i zamożności życia. 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 (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 poświęcono elastyczności rynku produktów oraz rynku pracy, które są kluczowe z perspektywy szybkości dostosowań gospodarczych w efekcie wystąpienia szoku. Do przywrócenia równowagi mogą natomiast prowadzić zmiany cen produktów, poziomu produkcji, poziomu wynagrodzeń lub poziomu zatrudnienia w gospodarce/sektorze dotkniętym szokiem. Warunkiem skuteczności takiego rozwiązania jest jednak to, aby do reakcji poprzez wskazane kanały dochodziło możliwie szybko i aby zakres tej reakcji był dostosowany do skali szoku gospodarczego (Rozdział 4).

O stabilności makroekonomicznej gospodarki i stabilnym przebiegu procesu konwergencji świadczy brak nadmiernych nierównowag makroekonomicznych. Gwałtowny powrót do stanu równowagi w przypadku ich wystąpienia mógłby bowiem skutkować destabilizacją

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

² por. Fidmuc, 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.

gospodarki i osłabieniem zaufania pomiędzy podmiotami. 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).

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

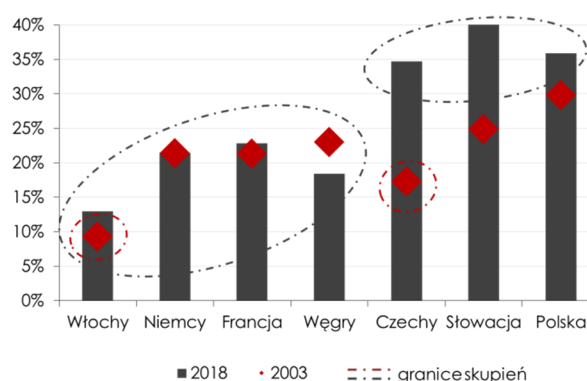
2. Konwergencja realna

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

Od 2003 r. dochodzi do narastania różnic w strukturze PKB pomiędzy państwami z derogacją a strefą euro (por. Wykres 2.1). Wyjątek stanowią Węgry, w których można zaobserwować poprawę stopnia podobieństwa struktury gospodarki ze strefą euro. W przypadku Polski obserwowane różnice wynikają z większego niż w krajach strefy euro udziału w strukturze produktu krajowego brutto rolnictwa, przemysłu, budownictwa, handlu i napraw oraz mniejszego udziału pośrednictwa finansowego i działalności naukowej. Nie inaczej było również w latach 2017-2018, kiedy różnice między strukturami PKB w Polsce i strefie euro uległy dalszemu pogłębieniu, zwłaszcza w zakresie sektora budowlanego i przemysłu (por. Wykres 2.2). W porównaniu do 2017 r. (analizowanego w poprzednim wydaniu *Monitora*) w Polsce wzrósł udział przemysłu oraz handlu i napraw. Zjawisko to

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

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

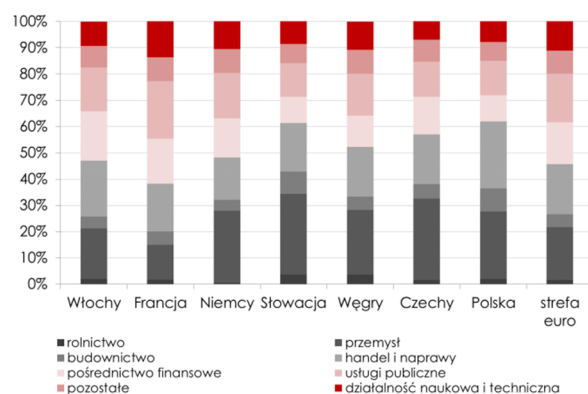


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.
* im bliżej zera, tym większy poziom konwergencji

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

Od 2003 r. obserwuje się osłabienie stopnia podobieństwa struktur inwestycji pomiędzy Polską a strefą euro. Różnice w strukturze inwestycji w przypadku Polski są spowodowane relatywnie większym udziałem inwestycji w sektorze budownictwa innego niż mieszkalne i infrastrukturalne. W porównaniu do 2017 r. w Polsce odnotowano co prawda wzrost inwestycji w budownictwie mieszkaniowym, jednak tempo tych zmian nie przyczyniło się do wzrostu stopnia podobieństwa struktury gospodarki do strefy euro. W przypadku konsumpcji, w perspektywie ostatnich kilku lat, nastąpił spadek udziału wydatków na żywność, alkohol oraz opłaty za mieszkanie, przy jednoczesnym wzroście wydatków na rekreację i kulturę, restauracje i hotele oraz zdrowie i edukację co może świadczyć o bogaceniu się społeczeństwa.

Wykres 2.2. Struktura PKB (wg NACE) poszczególnych gospodarek względem strefy euro w 2018 r.

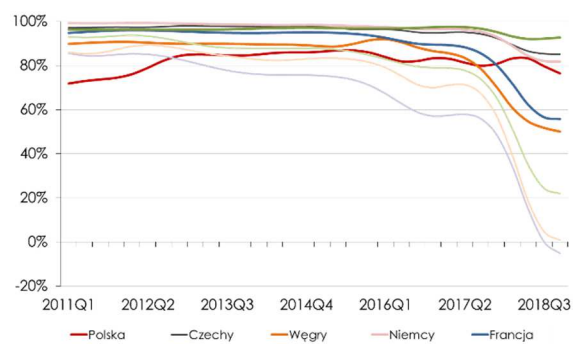


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Analiza stopnia podobieństwa cykli koniunkturalnych Polski i strefy euro w okresie IV kw. 2017 – IV kw. 2018 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 natomiast na jego ustabilizowanie się. Przeciwny wniosek można sformułować dla pozostałych gospodarek naszego regionu, w których w analizowanym okresie współczynniki korelacji obniżyły swoje wartości, utrzymując się jednak na względnie wysokim poziomie³ (por. Wykres 2.3). Wyjątek stanowią kraje bałtyckie, w przypadku których

poziom skorelowania maleje na przestrzeni ostatnich lat. Do największego spadku w poziomie zbieżności doszło w zakresie komponentu cyklicznego PKB, usług oraz konsumpcji prywatnej (por. Wykres A.8-A.9). Znaczny spadek poziomu konwergencji cyklicznej w przypadku krajów bałtyckich może wynikać z przeprowadzonej dewaluacji wewnętrznej oraz znacznie niższego wzrostu gospodarczego po kryzysie, który do tej pory nie powrócił na trajektorię z początku lat 2000. Może to także sugerować, że wysoki wzrost gospodarczy obserwowany przed kryzysem nie był zrównoważony, co dodatkowo utrudnia powrót na ścieżkę większego wzrostu. Ze względu na przyjęte w Monitorze 9-letnie okna czasowe efekt dywergencji uwidocznił się dopiero w ostatnich kwartałach.

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



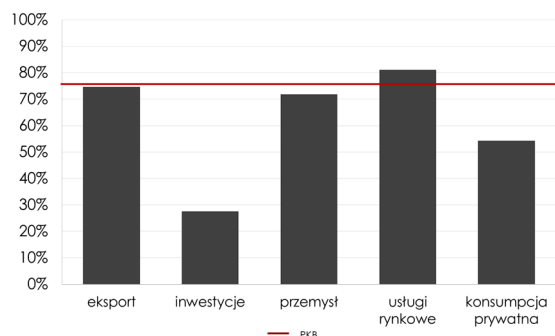
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wyniki szczegółowej analizy wskazują, iż w Polsce w IV kw. 2018 r. największą zbieżność cykli koniunkturalnych w stosunku do strefy euro odnotowano w przypadku usług rynkowych, najniższą zaś w przypadku inwestycji (por. Wykres 2.4). W ostatnich czterech kwartałach doszło do wzrostu korelacji komponentu cyklicznego usług rynkowych i przemysłu oraz spadku w pozostałych kategoriach, tj. w przypadku eksportu, inwestycji oraz konsumpcji prywatnej (por. Wykres 2.5). Obniżenie korelacji komponentu cyklicznego inwestycji jest wynikiem opóźnień w wydatkach środków unijnych w związku z przejściem do nowej perspektywy finansowej UE 2014-2020. Zmiany w zakresie konsumpcji prywatnej są, w dużym

³ Zastosowanie 8-letniego okna czasowego uwzględnia wychodzenie krajów z kryzysu, co wpływa na różnice w wynikach w poszczególnych edycjach Monitora.

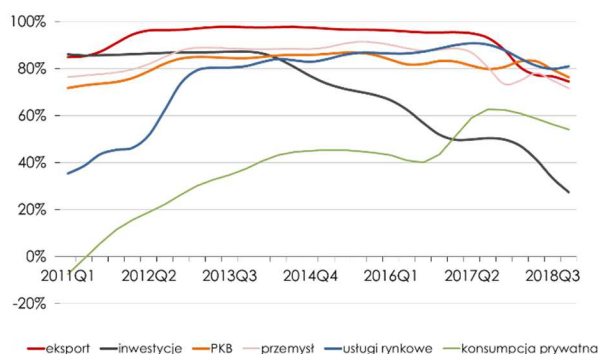
stopniu, wynikiem przeprowadzonego pakietu reform społeczno-demograficznych.

Wykres 2.4. Współczynniki korelacji poszczególnych komponentów cyklicznych dla Polski w IV kw. 2018 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

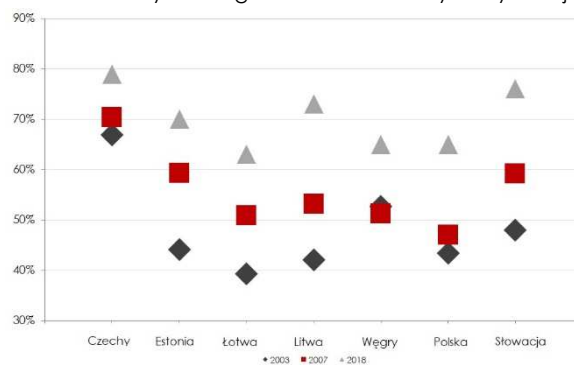
Wykres 2.5. Skorelowanie komponentów cyklicznych poszczególnych kategorii dla Polski i strefy euro.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Równocześnie, od momentu rozszerzenia Unii Europejskiej w 2004 r. wzrasta relatywny poziom dochodów mieszkańców krajów Europy Środkowo-Wschodniej (wyrażony w standardzie siły nabywczej na mieszkańca) i stopniowo zbliża się on do średniego poziomu dochodów mieszkańców państw członkowskich strefy euro (por. Wykres 2.6). W okresie od rozpoczęcia kryzysu, spośród analizowanych krajów, największy wzrost poziomu dochodów w odniesieniu do strefy euro odnotowano na Litwie, w Polsce i Słowacji, odpowiednio o 20 pp., 18 pp., 16 pp. Od wejścia do UE relatywny poziom dochodów w Polsce wzrósł o 22 pp. Jednak, pomimo trwałego wzrostu, wciąż pozostaje jednym z najniższych w UE.

Wykres 2.6. Wielkość dochodu narodowego brutto na mieszkańca wyrażonego w standardzie siły nabywczej.

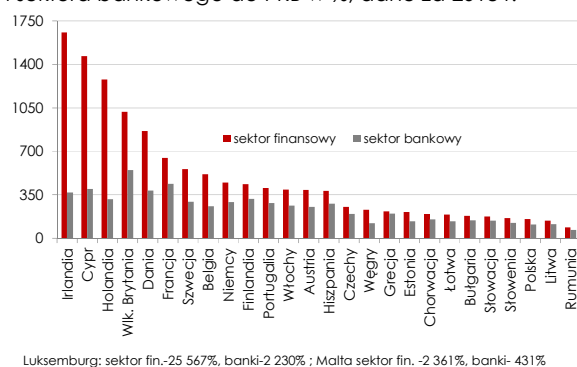


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ameco.

3. Podobieństwo struktur finansowych

W niniejszym rozdziale ocena podobieństwa gospodarczego Polski do państw UGW została uzupełniona o porównanie struktur finansowych obu obszarów. 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, jego charakterystyk (m.in. stopnia koncentracji) oraz wielkości rynku kapitałowego. W literaturze brak jest jednoznacznej miary wielkości i struktury sektora odpowiedniej 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.

Wykres 3.1. Relacja aktywów sektora finansowego i sektora bankowego do PKB w %, dane za 2018 r.



Luksemburg: sektor fin.-25 567%, banki-2 230% ; Malta sektor fin. -2 361%, banki- 431%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

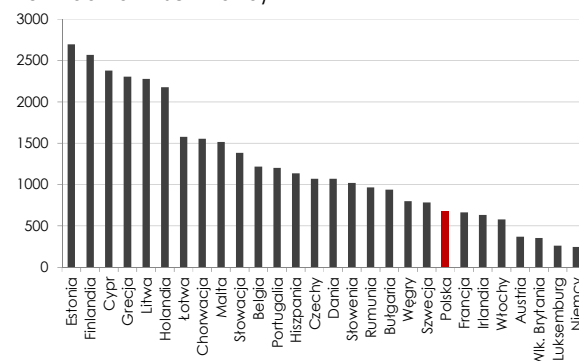
Wielkość sektora finansowego jest zróżnicowana w państwach UE. Państwa-centra finansowe (takie jak Luksemburg, Malta lub Cypr) posiadają rozbudowany sektor finansowy, który przewyższa PKB nawet kilkunastokrotnie. We Francji, Niemczech i Włoszech relacja aktywów sektora finansowego do PKB kształtuje się na poziomie odpowiednio 646,1%, 449,3% oraz 393,0%. W Polsce relacja aktywów sektora finansowego do PKB kształtuje się na poziomie 154,4% PKB. Poziom ten – zbliżony do wartości obserwowanych na Słowacji – jest jednym z najniższych w UE. Niska relacja aktywów sektora finansowego w PKB wskazuje na przestrzeń do dalszego zrównoważonego rozwoju sektora usług finansowych w Polsce, który stopniowo następuje. 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 nierozdający ryzyka poziomu i tempa zadłużenia sektora prywatnego, a szczególnie gospodarstw domowych.

Sektor bankowy w poszczególnych państwach europejskich jest dość konkurencyjny – co potwierdza niska wartość indeksu Herfindahla-Hirschmana (HHI)⁴. W Polsce wartość indeksu kształtuje się na poziomie 683, czyli podobnie jak we Francji (663). W ciągu roku indeks HHI w Polsce wzrósł z 645. Poziom miary koncentracji wskazuje, że rynek banków w Polsce jest konkurencyjny. Obserwowana w Polsce konsolidacja sektora bankowego, pozwala z jednej strony na obniżenie kosztów prowadzenia działalności poprzez efekty

⁴ Wartość HHI może wahać się w przedziale od 0 do 10000. Przyjmuje się przy tym, że wartość z przedziału od

skali, z drugiej zaś ułatwi polskim instytucjom finansowym w przyszłości konkurowanie na rynku europejskim.

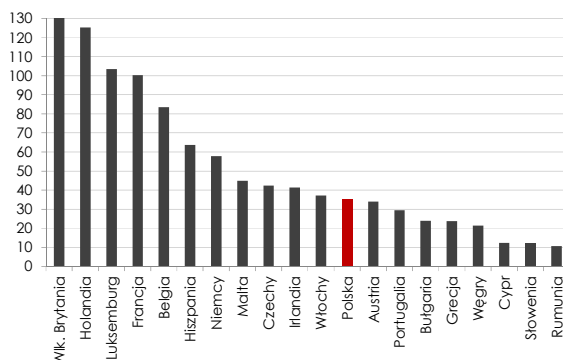
Wykres 3.2. Koncentracja w ramach sektora instytucji kredytowych w państwach UE w 2018 r. (współczynnik Herfindahla-Hirschmana)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC.

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

Wykres 3.3. Kapitalizacja giełd w wybranych państwach UE w relacji do PKB w 2017 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat i EBC.

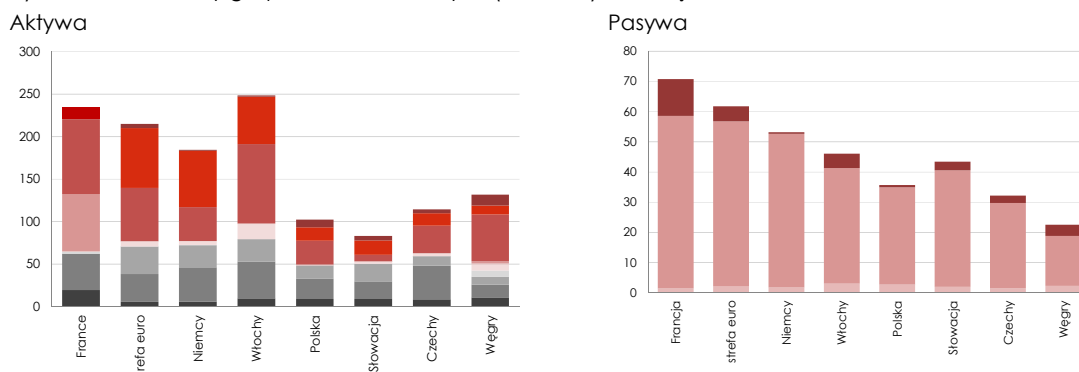
Jednocześnie rozwinięty rynek kapitałowy pozwala gospodarstwom domowym na większą dywersyfikację portfela oszczędności pod względem ryzyka i stopy zwrotu.

Poziom kapitalizacji GPW w relacji do PKB w 2017 r. wyniósł 35,4% PKB. Jest to poziom zdecydowanie mniejszy niż obserwowany w przypadku giełd we Francji (103,5%) i Niemczech (57,9%), ale zbliżony

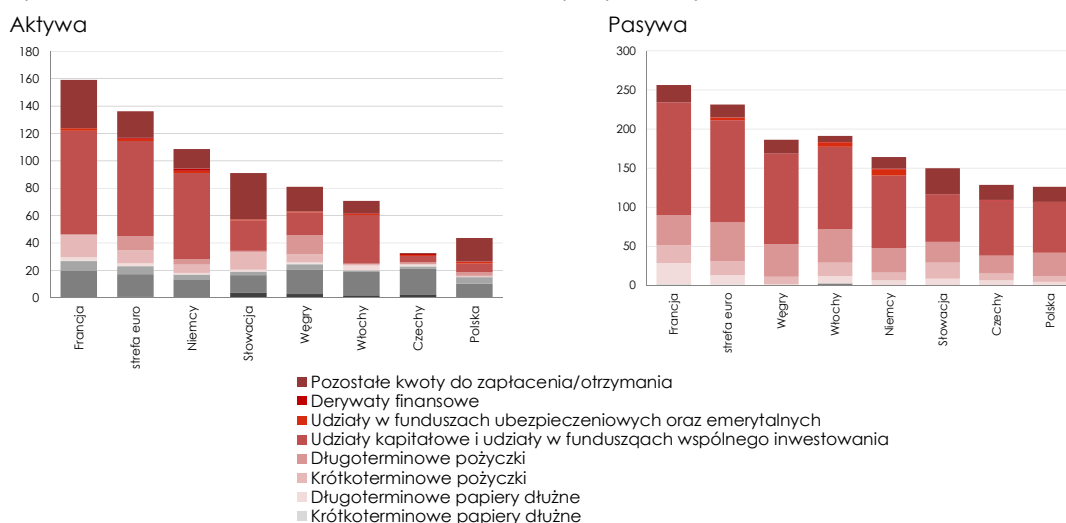
ok.1000 do ok. 2000 wskazuje na umiarkowanie wysoką koncentrację, a wartość poniżej 1000 na niski poziom koncentracji (wysoki poziom konkurencji).

Wykres 3.4. Bilans finansowy sektora prywatnego

a) Bilans finansowy gospodarstw domowych (s.14+s.15) w relacji do PKB w 2017 r. w %



b) Bilans finansowy przedsiębiorstw niefinansowych (s.11) w relacji do PKB w 2017 r. w %



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

do poziomu kapitalizacji we Włoszech (37,3%). Poziom tego wskaźnika wskazuje na dalszy możliwy rozwój rynku giełdowego w Polsce.

Istotne zarówno z perspektywy stabilności sektora finansowego, jak i potencjału do szybszego wzrostu gospodarczego są poziom i struktura zadłużenia sektora prywatnego. Aktywa finansowe sektora gospodarstw domowych (zgodnie z ESA2010 sektor S.14+S.15) w Polsce stanowią 102,4% PKB (2017 r.). Kształtują się na nieco niższym poziomie niż na Węgrzech (131,9%) i w Czechach (114,3%) i zdecydowanie niższym niż w strefie euro (215,0%). Poziom aktywów finansowych gospodarstw domowych w Polsce znajduje się w trendzie rosnącym, a umiarkowane tempo wzrostu zapewnia stabilność ekonomiczną tych podmiotów. Ponadto polskie gospodarstwa domowe charakteryzuje silne przywiązanie do gotówki i bezpiecznych instrumentów finansowych jakimi są depozyty bankowe. Wraz z rozwojem rynku finansowego gospodarstwa domowe będą prawdopodobnie bardziej skłonne poszukiwać alternatywnych form lokowania kapitału. Takim

procesowi sprzyjają obserwowane obecnie w Polsce niskie stopy procentowe, które przyspieszają zmiany struktury aktywów gospodarstw domowych w kierunku ich lokowania w bardziej dochodowe instrumenty. W średnim i długim okresie proces ten powinien 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 2017 r. wyniosło 34,9% PKB i kształtuje się na bezpiecznym poziomie wskazując także na przestrzeń do dalszego rozwoju akcji kredytowej w tym obszarze, szczególnie w obszarze kredytów mieszkaniowych, których relacja do PKB znajduje się na znacznie niższym poziomie niż w państwach takich jak Francja czy Niemcy. Potencjał do dalszego zadłużania się gospodarstw domowych wskazuje na ryzyko powstania boomów kredytowych, w przypadku gdy poziom stóp procentowych banku centralnego byłby zbyt niski (doświadczenia

Hiszpanii, Portugalii i Irlandii) i konieczność monitorowania i ewentualnego stosowania narzędzi polityki makroostrożnościowej w celu ograniczenia nadmiernego kredytowania (ograniczenia w zakresie LtV, Dtl, większe wymogi kapitałowe dla banków dla portfela kredytów hipotecznych).

Aktywa przedsiębiorstw niefinansowych w relacji do PKB w 2016 r. wyniosły 43,5%. Relatywnie niski poziom oszczędności jest charakterystyczny dla gospodarek dynamicznie rozwijających się, w których przedsiębiorstwa kładą nacisk przede wszystkim na rozwój i inwestycje. W średnim i długim okresie poprzez zwiększenie skali działania przedsiębiorstw oraz ich innowacyjności powinno dochodzić do akumulacji majątku finansowego. Pasywa finansowe tego sektora w relacji do PKB wyniosły w 2015 r. 125% PKB i kształtują się na niskim poziomie zarówno w porównaniu z Niemcami i Francją, jak również ze Słowacją. Relatywnie niski poziom zadłużenia wraz z niskim poziomem aktywów finansowych wskazuje, że przedsiębiorstwa finansują działalność w znaczącej części z własnych środków, a jeśli zdecydują się na finansowanie zewnętrzne to jest to kredyt bankowy. Taka sytuacja wskazuje także na możliwe utrudnienia w dostępie do finansowania zewnętrznego zarówno od sektora bankowego, jak i na rynku kapitałowym. Wsparciem dla tej tezy jest także rekordowa popularność programów rządowych, takich jak *Program Gwarancji de Minimis*, który wspiera małe i średnie przedsiębiorstwa na rynku kredytowym. Do zmian w strukturze finansowania przedsiębiorstw mógłby przyczynić się dalszy rozwój sektora finansowego, w wyniku którego zyskałyby one nowe możliwości finansowania działalności. Wsparciem dla dalszego rozwoju sektora finansowego będzie realizacja Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego.

Dywersyfikacja finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw pozwala na mniejszą zbieżność cykli inwestycyjnych i kredytowych⁵, 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 można zakładać, że w przyszłości będzie wzrastał.

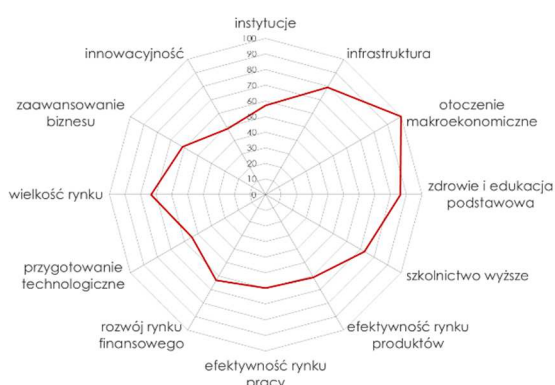
4. Konkurencyjność i elastyczność gospodarki

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

W ramach *Globalnego Raportu Konkurencyjności 2018*, publikowanego przez Światowe Forum Gospodarcze (WEF), Polska znalazła się na 37. miejscu spośród 140 krajów (wg nowej metodologii, której zmiana uniemożliwia porównanie z poprzednimi edycjami *Raportu*). Autorzy wskazują na poprawę w zakresie długości życia, wielkości rynku, przygotowania technologicznego oraz innowacyjności (por. Wykres 4.1).

⁵ por. Cecchetti, S., 1999, Legal structure, financial structure, and the monetary policy transmission mechanism. *Economic Policy Review*, issue Jul, 9-28.

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

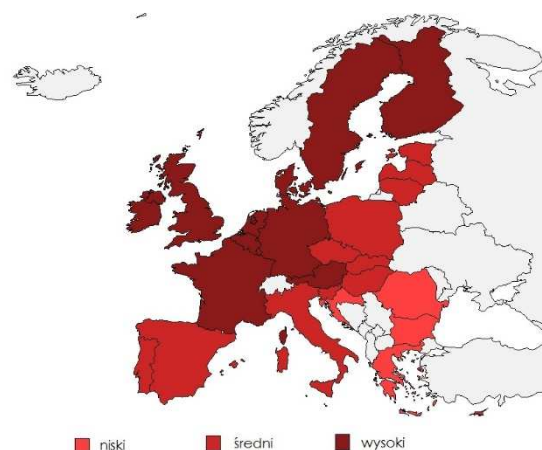


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych WEF.

Polska wykazuje się wysoką jakością kształcenia oraz dużym potencjałem rynkowym. Jednakże poprawy funkcjonowania wymagają wciąż instytucje, efektywność rynku pracy, jak również zaawansowanie biznesu.

Wnioski te znajdują potwierdzenie we wskaźnikach publikowanych przez OECD i Bank Światowy. Pod względem regulacji rynku produktów (*Product Market Regulations*), Polska plasuje się w okolicach średniej dla krajów OECD, ale środowisko biznesowe jest mniej przyjazne przedsiębiorcom pod względem występowania barier administracyjnych przy otwieraniu firmy oraz stosunkowo dużego udziału własności państwowej. W raporcie *Doing Business 2019* Polska zajęła 33. miejsce w rankingu (w 2018 r. 27. miejsce). Odnotowano poprawę w zakresie regulacji dotyczących procedury zakładania działalności gospodarczej oraz wydawania pozwoleń na budowę. Regulacje rynku pracy dotyczące ochrony miejsc pracy (*Employment Protection Legislation*) są w przypadku Polski oceniane jako dość restrykcyjne, co jest jedną z przyczyn występowania tzw. dualizmu rynku pracy. Zjawisko to polega na jednoczesnym występowaniu wysokiego odsetka osób zatrudnionych na czas nieokreślony i chronionych przed utratą pracy oraz licznych przypadkach zatrudnienia w oparciu o umowy tymczasowe, charakteryzujące się niską stabilnością.

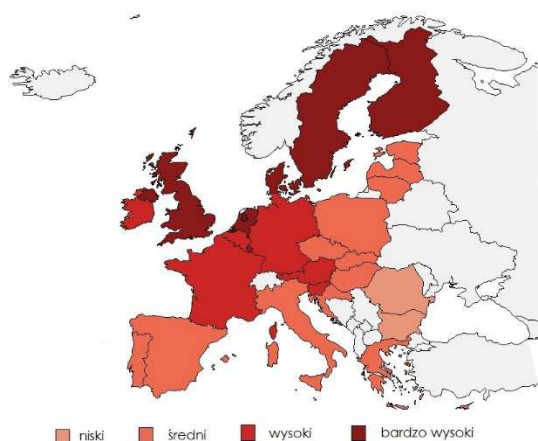
Wykres 4.2. Poziom konkurencyjności europejskich gospodarek wg Światowego Forum Gospodarczego



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych WEF.

W Polsce ma miejsce stopniowa poprawa konkurencyjności, jednak wciąż dzieli nas znaczny dystans do bardziej rozwiniętych krajów. Można zauważyć podział regionalny w Europie na bardziej konkurencyjne gospodarki, tj. kraje Europy Zachodniej i Północnej oraz doganiającą Europę Południową oraz Środkowo-Wschodnią (por. Wykres 4.2). W naszym regionie liderami konkurencyjności, w oparciu o wskaźnik *Global Competitiveness Index 4.0*, są Czechy (29.) oraz Estonia (32.). Polska uplasowała się na 37. miejscu. Wszystkie kraje regionu, w tym Polska, charakteryzują się wysokim tempem doganiania w ostatnich latach, co może przyczynić się do znacznej poprawy konkurencyjności. Dla uzyskania wysokiej konkurencyjności polskiej gospodarki konieczne jest jednak zapewnienie wysokiej innowacyjności produktów i usług. Podobnie jak większość państw Europy Środkowo-Wschodniej, Polska jest bowiem obecnie zaliczana do gospodarek o relatywnie niskim poziomie innowacyjności (por. wykres 4.3).

Wykres 4.3. Poziom innowacyjności europejskich gospodarek wg KE (*Innovation Union Scoreboard, 2018*)



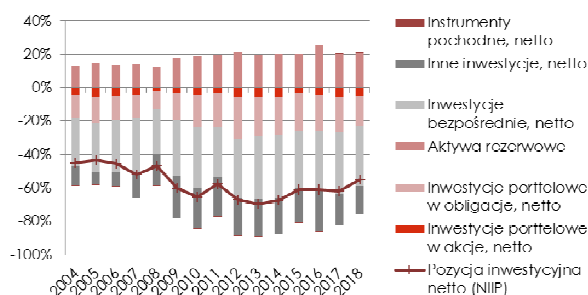
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KE.

5. Formalna ocena Polski w ramach MIP

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

Zgodnie z ostatnim opublikowanym przez Komisję Europejską (KE) raportem w ramach mechanizmu ostrzegania (ang. *Alert Mechanism Report*), Polska została oceniona pozytywnie i nie została zakwalifikowana do grupy krajów podlegających pogłębionej analizie (ang. *in-depth review, IDR*) w kontekście procedury nierównowag makroekonomicznych (ang. *Macroeconomic Imbalance Procedure, MIP*). Zaledwie jeden wskaźnik z tablicy przekroczył dopuszczalną wartość, tj. międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, która zgodnie z tablicą wskaźników MIP powinna być nie niższa niż -35% PKB (-55,6% dla PL), ale wskaźnik ten wykazuje się pozytywnym kierunkiem zmian (por. wykres 5.1).

Wykres 5.1. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (NIIP) w Polsce w latach 2004-2018



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

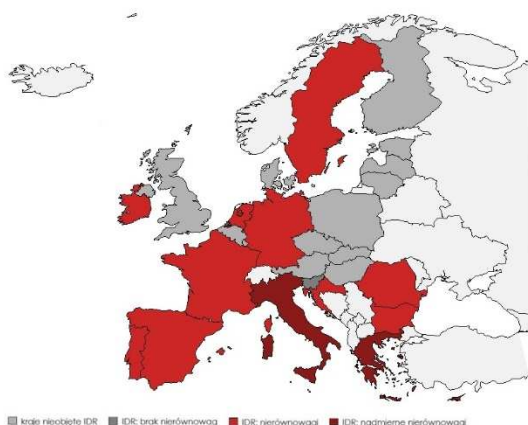
Przekraczanie wskazanej wartości progowej nie świadczy jednak, zdaniem KE, o występowaniu niepokojących nierównowag makroekonomicznych. KE bierze pod uwagę duży udział zagranicznych inwestycji bezpośrednich, które stanowią ważny mechanizm przyspieszający realną konwergencję.

Komisja pozytywnie ocenia niski poziom zadłużenia podmiotów prywatnych oraz zadłużenia sektora finansów publicznych, które kształtują się istotnie poniżej wartości odniesienia (60% PKB). Komisja odnotowała także stale obniżający się poziom bezrobocia.

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

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

Wykres 5.2. Podział krajów ze względu na występowanie nierównowag makroekonomicznych (dane za 2017 r.)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KE.

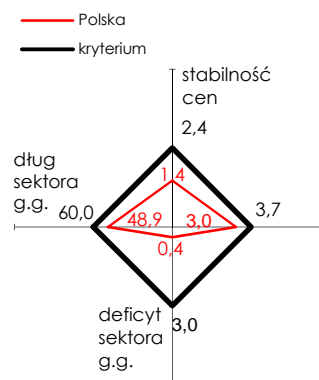
6. Konwergencja nominalna

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

Ostatnia publikacja ww. raportów odbyła się 23 maja 2018 r. W *Raporcie o konwergencji* KE, bazując na danych za marzec 2018 r. stwierdziła, że państwa członkowskie z derogacją ogólnie charakteryzują się znaczną nominalną konwergencją, ale obecnie żadne z nich nie spełnia wszystkich formalnych warunków wejścia do strefy euro.

Najbliższa publikacja ww. raportów planowana jest w 2020 r. Poniżej przedstawiono aktualne informacje na temat stopnia wypełniania przez Polskę poszczególnych kryteriów konwergencji nominalnej, powszechnie wykorzystywanych w porównaniach międzynarodowych. W niniejszym opracowaniu zaprezentowano szacunki za **maj 2019 r.**

Wykres 6.1. Wypełnienie przez Polskę kryteriów konwergencji nominalnej, maj 2019 r.



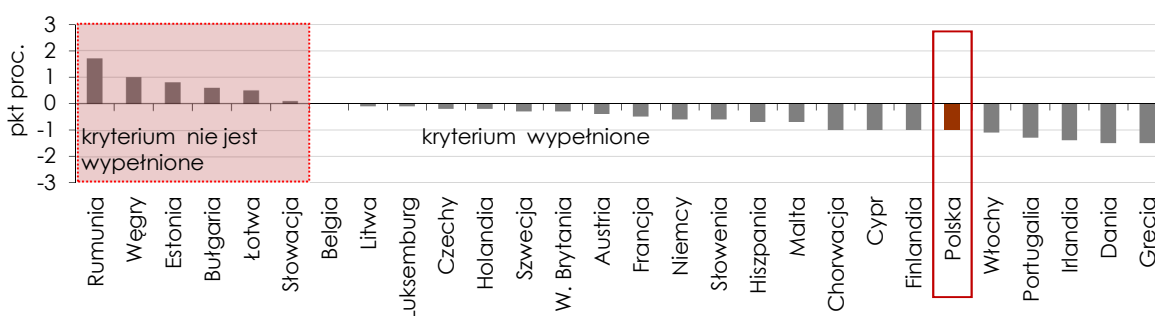
*sektor instytucji rządowych i samorządowych (ang. *general government*)

Źródło: opracowanie własne; dane: Eurostat.

6.1. Kryterium stabilności cen

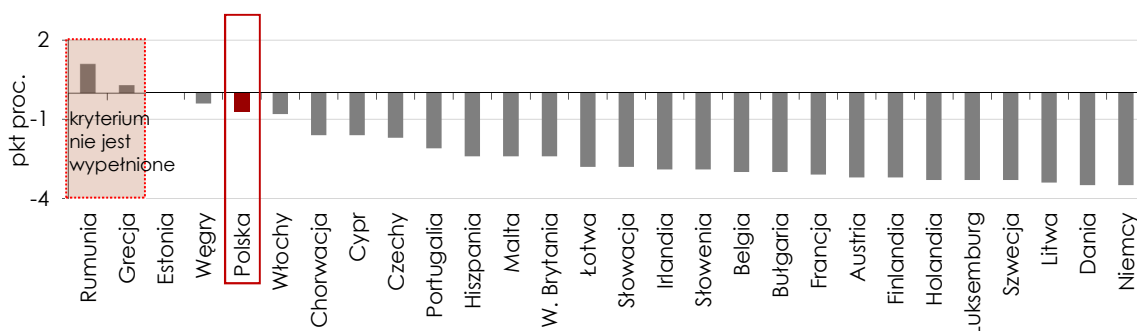
W ramach kryterium stabilności cen przewidziano, że średnia stopa inflacji w danym państwie odnotowana w ciągu jednego roku poprzedzającego badanie nie powinna przekraczać o więcej niż 1,5 punktu procentowego inflacji trzech państw członkowskich o najbardziej stabilnych cenach. Inflacja mierzona jest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

Wykres 6.2. Różnica 12 miesięcznej średniej wartości indeksu HICP i wartości referencyjnej (dane do maja 2019 r.)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wykres 6.3. Różnica 12-miesięcznej średniej długookresowej stopy procentowej i wartości referencyjnej (dane do maja 2019 r.).



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

indeksu w bezpośrednio poprzedzającym okresie 12 miesięcy.

Przez cały okres od ostatniej publikacji *Monitora* Polska wypełniała kryterium stabilności cen. W maju 2019 r. średnie 12-miesięczne tempo wzrostu indeksu HICP wyniosło 1,4% i według szacunków Ministerstwa Finansów, było niższe o 1,0 pkt. proc. od wartości referencyjnej. Wartość referencyjna została obliczona na podstawie danych z 3 państw UE o najbardziej stabilnych cenach, wśród których znalazły się Dania, Irlandia i Grecja.

Wiosenne prognozy Komisji Europejskiej implikują wypełnianie przez Polskę kryterium stabilności cen przez cały okres objęty prognozą, tj. do IV kw. 2020 r.

6.2. Kryterium stóp procentowych

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

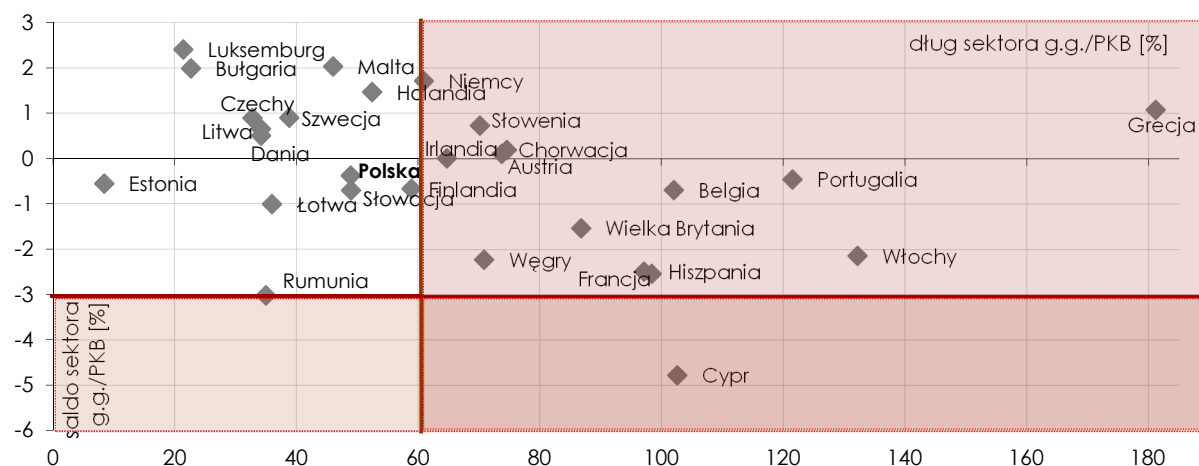
Polska ponownie wypełnia kryterium stóp procentowych od lipca 2018 r. Wpływ na to miał zarówno nieznaczny spadek krajowej długoterminowej stopy procentowej, jak również wzrost wartości kryterium w wyniku zmiany grupy krajów referencyjnych. W maju br. średnia długoterminowa stopa procentowa dla Polski za ostatnie 12 miesięcy wyniosła 3,0%, tym samym ukształtowała się o 0,7 pkt. proc. poniżej wartości kryterium, które wyniosło 3,8%.

6.3. Kryterium fiskalne

Fiskalne kryterium konwergencji stanowi, że kraj członkowski w momencie dokonywania oceny nie może być objęty decyzją Rady Ecofin stwierdzającą istnienie nadmiernego deficytu w rozumieniu art. 126 Traktatu o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej. Procedurę nadmiernego deficytu stosuje się, gdy deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych danego państwa w relacji do PKB przekracza 3% lub gdy dług tego sektora przekracza 60% PKB. Wyjątek stanowi sytuacja, gdy relacja długu do PKB spada i zbliża się do wartości referencyjnej w zadowalającym tempie. Jednocześnie zgodnie z rozporządzeniem Rady (UE) nr 1177/2011 zmieniającym rozporządzenie (WE) nr 1467/97 w sprawie przyspieszenia i wyjaśnienia procedury nadmiernego deficytu.

W całym okresie od ostatniej publikacji *Monitora*, Polska nie była objęta procedurą nadmiernego deficytu, co jest równoznaczne z wypełnianiem kryterium fiskalnego. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w Polsce w 2018 r. wyniósł 0,4% PKB i był niższy o 1,1% pkt. proc. PKB niż w 2017 r. Z kolei dług sektora g.g. w 2018 r. wyniósł 48,9% PKB. Obie wartości były istotnie

Wykres 6.4. Wartość deficytu i długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (a.a.) w państwach UE w 2018 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

poniżej wartości referencyjnych wynoszących odpowiednio 3% PKB i 60% PKB.

6.4. Kryterium stabilności kursu walutowego

Kryterium kursu walutowego wymaga uczestnictwa waluty danego kraju w Europejskim Mechanizmie Kursowym (ERM II, ang. Exchange Rate Mechanism) przez co najmniej dwa lata.

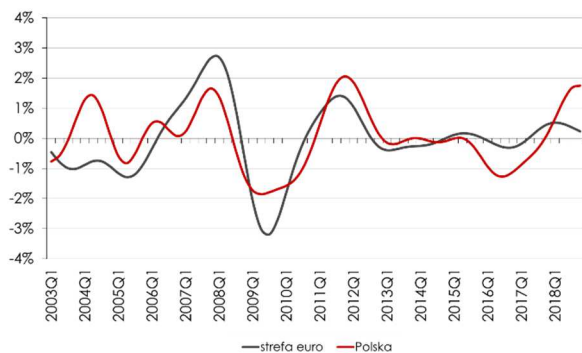
W tym okresie kurs waluty krajowej musi się utrzymać w przedziale wahań wynoszącym +/-15% wobec ustalonego parytetu centralnego i nie może podlegać silnym napięciom – w szczególności nie może być dewaluowany w stosunku do euro.

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

Aneks 1: Wykresy i informacje uzupełniające

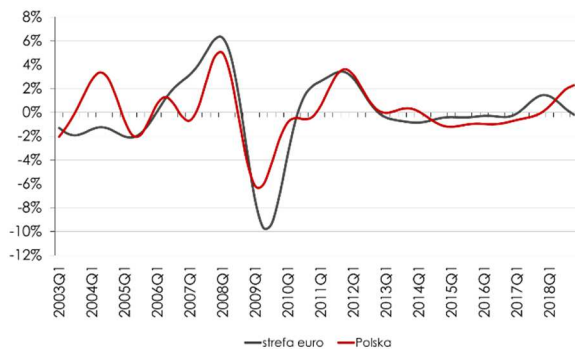
Konwergencja realna

Wykres A.1. Komponent cykliczny PKB



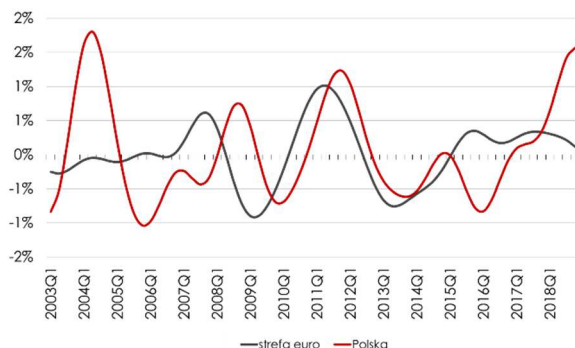
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wykres A.2. Komponent cykliczny wartości dodanej w przemyśle



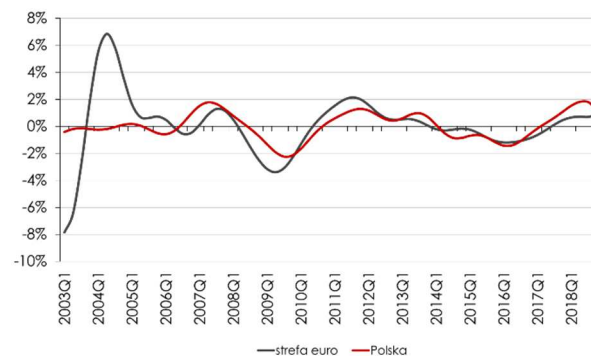
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wykres A.3. Komponent cykliczny konsumpcji prywatnej



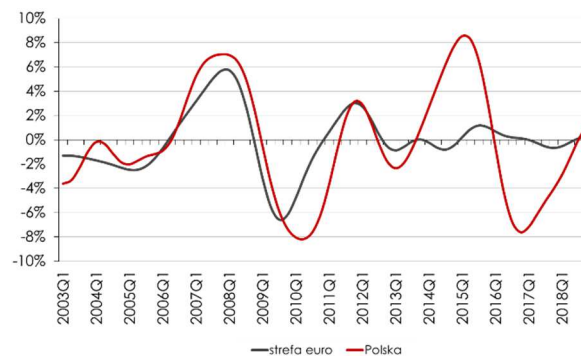
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat

Wykres A.4. Komponent cykliczny wartości dodanej w usługach



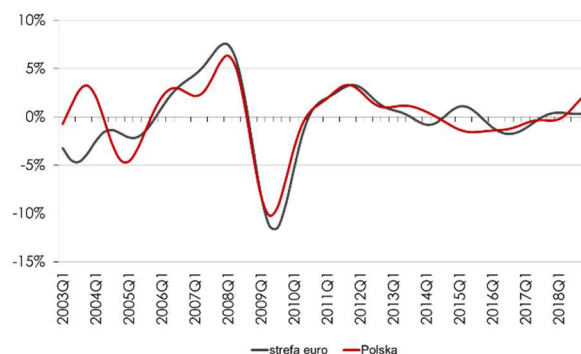
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wykres A.5. Komponent cykliczny inwestycji



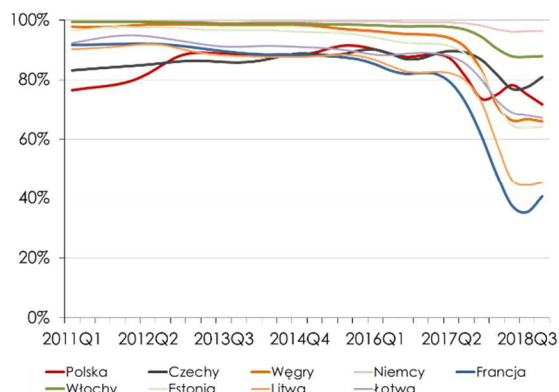
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wykres A.6. Komponent cykliczny eksportu



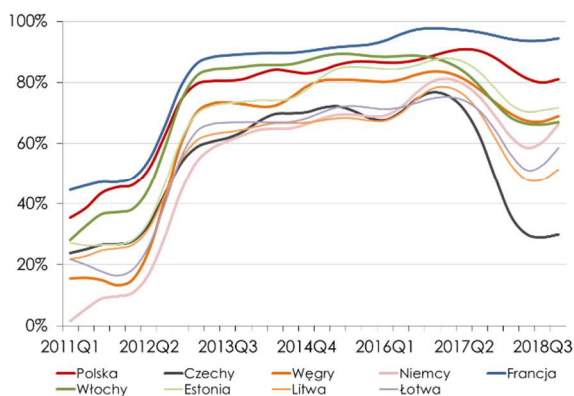
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

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



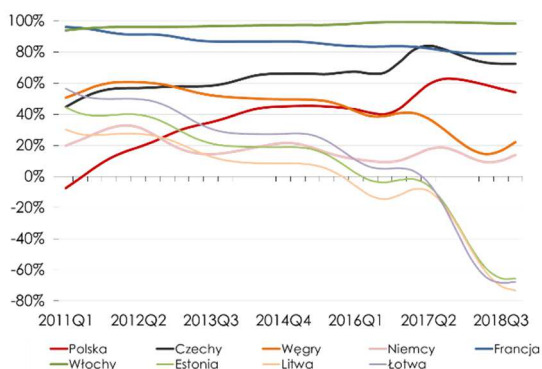
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

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



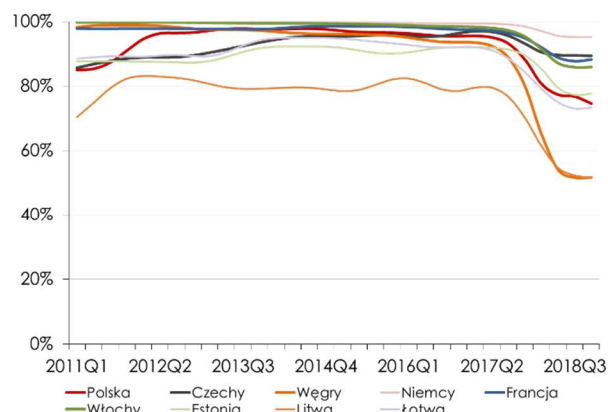
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

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



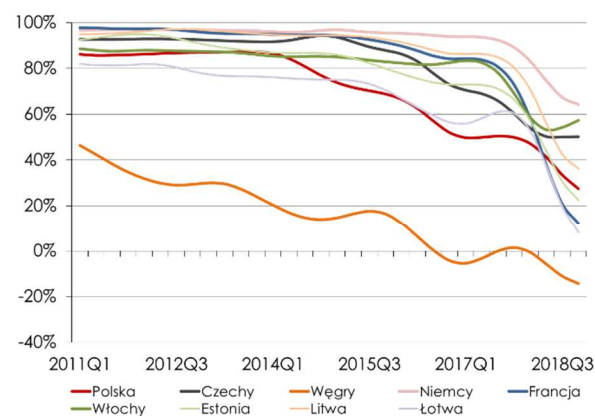
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

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



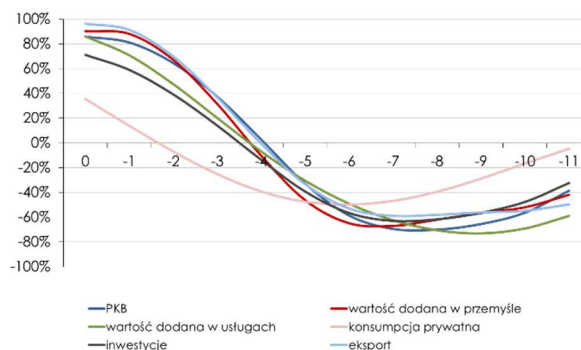
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

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



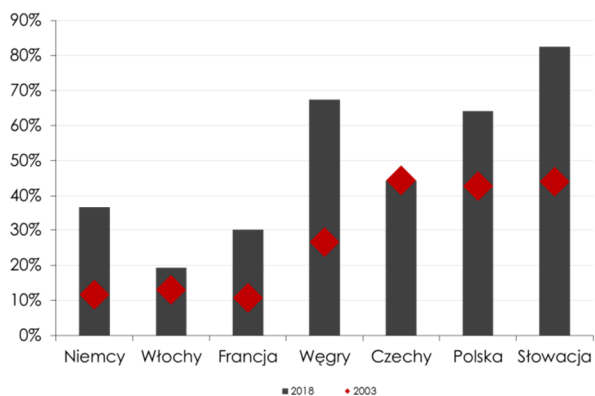
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

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



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

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

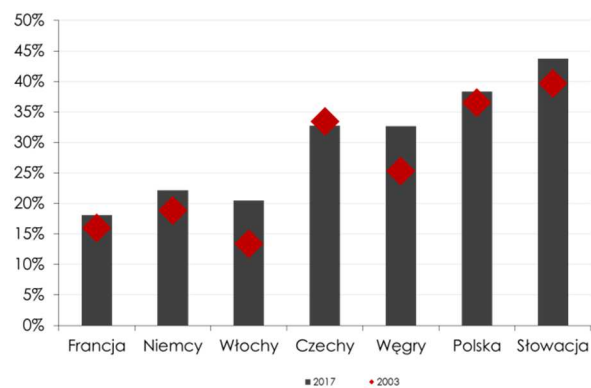


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

* im bliżej zera, tym większy poziom konwergencji

Dane dla Węgier z 2016 r.

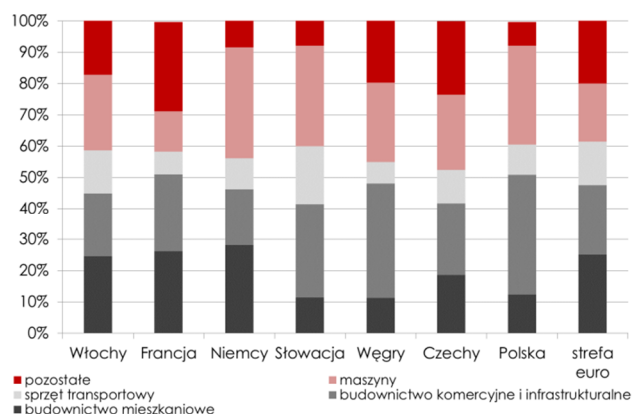
Wykres A.14. Struktura konsumpcji prywatnej wybranych gospodarek (wg COICOP) względem strefy euro (Indeks Krugmana*)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

* im bliżej zera, tym większy poziom konwergencji

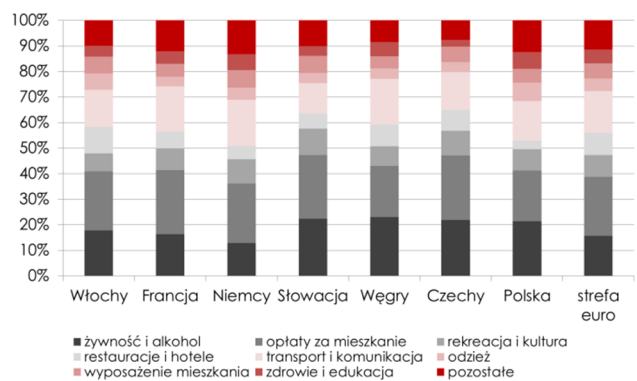
Wykres A.15. Struktura inwestycji (wg CPA) wybranych gospodarek w 2018 r.*



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

*dane dla Czech w kategorii maszyny niedostępne, a dla Francji z 2017 r., dane w kategorii transport dla Niemiec z 2017 r., dane dla Węgier z 2016 r.

Wykres A.16. Struktura konsumpcji prywatnej (wg COICOP) wybranych gospodarek w 2017 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Podobieństwo struktur finansowych

Tabela A.1. Wskaźniki dotyczące struktury sektora finansowego oraz bilansu finansowego sektora prywatnego.)
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dane Eurostat, EBC i MFW.

	Francja	Niemcy	Włochy	Polska	Czechy	Słowacja	Węgry	Wlk. Brytania
Miara koncentracji instytucji kredytowych (HHIndex, 2018)	664	245	579	684	1069	1383	801	353
Udział 5 największych instytucji kredytowych w aktywach sektora bankowego (2018)	47,8	29,1	45,6	49,5	64,5	75,6	50,0	31,8
Stoпа nakładów brutto na środki trwałe – sektor gospodarstw domowych (2018)	9,4	9,7	8,3	7,25*	9,0	7,7	6,8	6,3
Stoпа nakładów brutto na środki trwałe - sektor przedsiębiorstw niefinansowych	23,5	19,9	21,3	21,59*	28,1	27,7	26,1	17,9
Wskaźnik DTI w sektorze gospodarstw domowych (2018)	93,3	82,5	61,1	59,96*	56,6	67,9	33,4	125,1
Relacja płynnych aktywów do krótkoterminowych zobowiązań (2018)	19,4**	151,7	76,1	27,4**	30,0	35,4	41,9	41,1***
Udział płynnych aktywów w aktywach ogółem (Liquid Asset Ratio) (2018) *dane za 2017; **dane za 3Q2018;***dane za @Q2018	13,7**	12,7	16,1	15,8**	15,2	27,0	27,1	24,0***
Kapitalizacja giełdy w relacji do PKB (2017)	100,3	57,9	37,3	35,4	42,4	6,6	31,4	134,1
Aktywa sektora finansowego do PKB (2017)	646,1	449,3	393,0	154,4	252,5	176,4	229,1	1018,6
Aktywa sektora bankowego do PKB (2017)	304,1	244,6	209,4	98,1	bd	129,3	98,5	486,1
Złoto monetarne	0,5	4	5,3	0,8	bd	:	0,1	0
Gotówka	0	0	0,7	0,2	bd	1,2	0,1	0,3
Depozyty awista	7,5	34,4	15,4	0,5	bd	3,4	7,2	97,9
Inne depozyty	43,4	18	3,1	3,3	bd	15,3	4	0
Krótkoterminowe papiery dłużne	12	0,2	1,6	1,1	bd	0,1	7	2,2
Długoterminowe papiery dłużne	44,3	50,6	59,5	30,1	bd	39,7	30,4	62
Krótkoterminowe pożyczki	16,6	10,7	27,2	9,7	bd	10,1	8,5	121
Długoterminowe pożyczki	108,4	92,6	77,7	50	bd	56	35,2	61
Udziały kapitałowe i udziały w funduszach wspólnego inwestowania	22,5	13	9,2	0,7	bd	1	4,3	19,4
Udziały w funduszach ubezpieczeniowych oraz emerytalnych	0,2	0	0,5	0	bd	0	0,1	0
Derywaty finansowe	13,5	15	8,4	0,6	bd	-0,1	1,3	122,3
Pozostałe kwoty do zapłacenia/otrzymania	35,2	6	0,8	1,1	bd	0,9	0,3	0
Pasywa sektora bankowego do PKB (2017)	299,1	226,8	193,6	98,3	bd	133,3	99,3	468
Złoto monetarne	0,5	0,4	0,5	0,3		:	1	0
Gotówka	9,2	7,4	11,2	9,3	bd	14,1	12,7	3,9
Depozyty awista	50,8	95,2	92,1	39,8	bd	63,3	42,5	282
Inne depozyty	112,6	60,2	52,8	27	bd	35,3	20	0
Krótkoterminowe papiery dłużne	4,3	3,3	0	0,4	bd	0,2	0	13
Długoterminowe papiery dłużne	35,3	31,2	15,5	2,5	bd	6,4	2,6	35
Krótkoterminowe pożyczki	0,5	:	0	0	bd	0	0	0
Długoterminowe pożyczki	4,9	:	0,5	2,9	bd	1,6	3,4	0,1
Udziały kapitałowe i udziały w funduszach wspólnego inwestowania	33	11	11	12,9	bd	9,7	15,4	12,2
Udziały w funduszach ubezpieczeniowych oraz emerytalnych	0	1	0,8	0,1	bd	0	:	1,8
Derywaty finansowe	13,2	14	9,1	0,6	bd	0	1,1	119,9
Pozostałe kwoty do zapłacenia/otrzymania	34,6	3,1	0,1	2,5	bd	2,7	0,6	0,2

Aktywa gospodarstw domowych (s.14+s.15) w relacji do PKB (2017)	237,2	184,5	248,7	102,4	114,3	83,2	131,9	328,6
Gotówka	3	5,8	9,5	9	8,6	8,8	10,9	3,4
Depozyty avista	19,5	40,4	43,6	23,6	39,6	20,7	15	67,7
Inne depozyty	42,5	26,1	26,2	15,7	11,2	20,7	8,8	7,5
Krótkoterminowe papiery dłużne	0,4	0,2	0	0	0,2	0	7,9	0,5
Długoterminowe papiery dłużne	2,1	4,6	17,7	0,5	3,1	2,9	7	0,8
Krótkoterminowe pożyczki	0,1	:	0,9	0,1	0	0,2	1,5	0
Długoterminowe pożyczki	0,4	:	0	0,8	0	0,2	2,3	0,9
Udziały kapitałowe i udziały w funduszach wspólnego inwestowania	67,4	39,9	93,2	27,6	32,5	7,5	55	52,3
Udziały w funduszach ubezpieczeniowych oraz emerytalnych	88,4	66,4	55,8	16	14,6	16,8	10,7	184,5
Derywaty finansowe	0	0	0	0	0	0	0	0,3
Pozostałe kwoty do zapłacenja/otrzymania	13,3	1	1,8	9,1	4,5	5,3	12,8	10,7
Pasywa gospodarstw domowych w relacji do PKB (2017)	70,7	53,2	46,1	35,7	32,1	43,4	22,5	93,3
Gotówka	0	:	0	0	:	0	:	0
Depozyty avista	0	:	0	0	:	0	:	0
Inne depozyty	0	:	0	0	:	0	:	0
Krótkoterminowe papiery dłużne	0	:	0	0	0	0	:	0,1
Długoterminowe papiery dłużne	0	:	0	0	0	0	:	0,1
Krótkoterminowe pożyczki	1,4	1,7	3	2,7	1,5	2	2,3	10,2
Długoterminowe pożyczki	57,2	51	38,3	32,2	28,2	38,6	16,5	75,8
Udziały kapitałowe i udziały w funduszach wspólnego inwestowania	0	:	0	0	:	0	:	0
Udziały w funduszach ubezpieczeniowych oraz emerytalnych	0	:	0	0	:	0	:	2,6
Derywaty finansowe	0	0	0	0	:	0	0	0
Pozostałe kwoty do zapłacenja/otrzymania	12,2	0,5	4,8	0,8	2,5	2,8	3,7	4,5
Aktywa finansowe przedsiębiorstw (s.11) w relacji do PKB (2017)	159,3	108,4	70,6	43,5	46,8	90,8	81,1	112,9
Gotówka	0,5	0,3	1,8	0,3	2,5	3,8	2,7	0,4
Depozyty avista	19	13,1	17	9,9	18,8	12,7	18	33,4
Inne depozyty	7,4	3,5	1,3	4,8	1,6	2,5	3,8	0,3
Krótkoterminowe papiery dłużne	0,4	0,1	0	0,1	0,4	0,1	0,4	2
Długoterminowe papiery dłużne	2,3	1,1	3,5	0,3	0,8	1,3	0,9	2,8
Krótkoterminowe pożyczki	16	6,2	0,7	0,7	0,6	12,8	5,8	0
Długoterminowe pożyczki	0,9	3,8	0,7	2,4	1,4	1	14	16,3
Udziały kapitałowe i udziały w funduszach wspólnego inwestowania	75,5	63	35,4	6,5	4,4	22,2	16,8	51,9
Udziały w funduszach ubezpieczeniowych oraz emerytalnych	1,8	1,6	0,7	1,3	0,8	0,7	0,4	0,2
Derywaty finansowe	0	1,6	0,6	0,2	0,7	-0,2	0,3	2,5
Pozostałe kwoty do zapłacenja/otrzymania	35,4	14,2	8,9	17,1	0,7	33,9	17,9	3
Pasywa finansowe przedsiębiorstw (s.11) w relacji do PKB (2017)	256,3	164,1	191,2	125,8	128,5	149,6	186,1	274,7
Gotówka	0	:	0	0	:	0	:	0
Depozyty avista	0,1	:	2,4	0	:	0	:	0
Inne depozyty	0	:	0	0	:	0	:	0

Krótkoterminowe papiery dłużne	1,6	0,1	0,3	0,3	0,3	0,2	0	1,6
Długoterminowe papiery dłużne	26,7	6,3	9,1	4,2	6,2	8,3	1,5	18,1
Krótkoterminowe pożyczki	22,9	10,1	17,2	7,4	8,7	20,4	9,5	25,1
Długoterminowe pożyczki	38,5	30,8	43,1	29,6	22,6	26,7	41,8	40,6
Udziały kapitałowe i udziały w funduszach wspólnego inwestowania	144,5	93,2	105,3	65,1	70,7	61,2	115,5	142,5
Udziały w funduszach ubezpieczeniowych oraz emerytalnych	0	8	5,5	0	:	0	:	36
Derywaty finansowe	0	0,8	0,6	0,2	0,7	0	0,6	3,4
Pozostałe kwoty do zapłacenia/otrzymania	22	14,7	7,8	19,1	19,3	32,9	17,2	7,4

Konwergencja nominalna

Tabela A.2. Kryteria stabilności cen i stóp procentowych w państwach UE-28 (dane do maja 2019 r.)

państwo	grupa*		wartość bieżąca	12M średnia krocząca	różnica względem kryterium**	różnica przed miesiącem	różnica przed 12 miesiącami
Austria	EA	HICP, przyrost r/r	1,7	2,0	-0,4	-0,5	0,0
Belgia	EA		1,7	2,4	0,0	-0,1	-0,3
Bułgaria	D		2,9	3,0	0,6	0,5	-0,6
Chorwacja	D		0,2	1,4	-1,0	-1,1	-2,1
Cypr	EA		2,6	2,2	-0,2	-0,3	0,1
Czechy	D		1,8	1,8	-0,6	-0,7	-0,5
Dania	ERM2/O		0,7	0,9	-1,5	-1,6	-1,1
Estonia	EA		3,1	3,2	0,8	0,7	1,5
Finlandia	EA		0,6	0,9	-1,5	-1,5	-1,4
Francja	EA		0,9	1,7	-0,7	-0,7	-0,6
Grecja	EA		1,3	1,4	-1,0	-1,2	-1,3
Hiszpania	EA		1,1	1,9	-0,5	-0,5	-0,8
Holandia	EA		1,0	1,4	-1,0	-1,1	-0,7
Irlandia	EA		4,0	3,4	1,0	0,8	0,2
Litwa	EA		1,0	1,0	-1,4	-1,5	-1,8
Luksemburg	EA		0,9	1,3	-1,1	-1,2	-1,1
Łotwa	EA		2,5	2,3	-0,1	-0,2	1,5
Malta	EA		2,2	2,3	-0,1	-0,2	-0,4
Niemcy	EA		3,5	2,9	0,5	0,3	0,4
Polska	D		1,7	1,7	-0,7	-0,8	-0,8
Portugalia	EA		2,3	2,2	-0,2	-0,4	-0,8
Rumunia	D		2,2	1,4	-1,0	-1,2	-0,8
Słowacja	EA		0,3	1,1	-1,3	-1,3	-0,9
Słowenia	EA		4,4	4,1	1,7	1,6	0,5
Szwecja	D		2,1	2,1	-0,3	-0,4	-0,2
Węgry	D		1,6	1,8	-0,6	-0,6	-0,6
Wielka Brytania	O		2,7	2,5	0,1	0,0	-0,1
Włochy	EA		2,1***	2,1	-0,3	-0,3	0,7
strefa euro	-	1,4	1,7	-0,7	-0,7	-0,7	
UE-28	-	1,7	1,9	-0,5	-0,6	-0,5	
Austria	EA	długoterminowa stopa procentowa	0,2	0,5	-3,2	-3,2	-2,0
Belgia	EA		0,4	0,7	-3,0	-3,1	-2,0
Bułgaria	D		0,5	0,7	-3,0	-3,0	-1,4
Chorwacja	D		1,3	2,1	-1,6	-1,6	-0,6
Cypr	EA		1,9	2,0	-1,7	-1,8	-1,3
Czechy	D		-0,1	0,2	-3,5	-3,6	-2,3
Dania	ERM2/O		0,0	0,2	-3,5	-3,5	-2,1
Estonia	EA		0,0	0,0		-3,8	-2,7
Finlandia	EA		3,4	4,0	0,3	0,3	2,1
Francja	EA		0,9	1,3	-2,4	-2,4	-1,2
Grecja	EA		0,3	0,5	-3,2	-3,3	-2,1
Hiszpania	EA		0,3	0,6	-3,1	-3,1	-1,9
Holandia	EA		1,7	2,1	-1,6	-1,7	-0,2
Irlandia	EA		3,2	3,3	-0,4	-0,6	-0,1
Litwa	EA		0,5	0,8	-2,9	-2,9	-1,9
Luksemburg	EA		2,6	2,9	-0,8	-0,9	-0,7
Łotwa	EA		0,3	0,3	-3,4	-3,5	-2,4
Malta	EA		0,0	0,4	-3,3	-3,4	-2,1
Niemcy	EA		0,5	0,9	-2,8	-2,9	-1,9
Polska	D		1,0	1,3	-2,4	-2,5	-1,5
Portugalia	EA		0,1	0,4	-3,3	-3,4	-2,1
Rumunia	D		2,7	3,0	-0,7	-0,8	0,6
Słowacja	EA		1,0	1,6	-2,1	-2,1	-0,5
Słowenia	EA		4,9	4,8	1,1	1,0	1,5
Szwecja	D		0,1	0,4	-3,3	-3,3	-2,0
Węgry	D		0,4	0,8	-2,9	-3,0	-1,7
Wielka Brytania	O		0,5	0,9	-2,8	-2,9	-1,9
Włochy	EA		1,1	1,3	-2,4	-2,5	-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 przyjęta w kwietniu 2019 r. 2,5, a dla kryterium stóp procentowych 3,8.

*** Stan na kwiecień 2019 r. (Wielka Brytania)

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

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

	różnica względem wartości referencyjnej na podstawie prognoz Komisji Europejskiej (czerwiec 2019)							
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
Austria	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6
Belgia	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9
Bułgaria	0,1	0,0	-0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7
Chorwacja	-1,5	-1,4	-1,4	-1,3	-1,3	-1,2	-1,2	-1,3
Cypr	-1,0	-1,3	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,4	-1,4
Czechy	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,5
Dania	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,0	-0,9	-1,0	-1,0
Estonia	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,3
Finlandia	-1,1	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Francja	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2
Grecja	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,5	-1,6	-1,6	-1,7
Hiszpania	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,1	-1,1
Holandia	0,2	0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,4	-0,7	-1,0
Irlandia	-1,4	-1,5	-1,5	-1,4	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2
Litwa	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4
Luksemburg	-0,2	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8
Łotwa	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4	0,2	0,0	-0,2
Malta	-1,1	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6
Niemcy	-1,3	-1,0	-1,0	-1,0	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0
Polska	-1,1	-0,8	-0,6	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	0,0
Portugalia	-1,5	-1,5	-1,4	-1,3	-1,1	-1,0	-0,9	-0,9
Rumunia	1,5	1,4	1,3	1,2	1,0	0,8	0,6	0,4
Słowacja	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,2
Słowenia	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4
Szwecja	-0,4	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Węgry	0,9	1,0	0,9	0,9	1,0	0,9	0,8	0,7
Wielka Brytania	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Włochy	-1,3	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,4	-1,4
KRYTERIUM	2,3	2,3	2,4	2,3	2,4	2,4	2,5	2,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych European Commission DG-ECFIN, European Economic Forecast – Spring 2019.

Tabela A.4. Kryterium fiskalne w UE-28

państwo	grupa *	procedura nadmiernego deficytu		deficyt sektora g.g. jako % PKB					dług sektora g.g. jako % PKB				
		status**	termin korekty	2016	2017	2018**	2019**	2020**	2016	2017	2018**	2019**	2020**
Austria	EA			-1,6	-0,8	0,1	0,3	0,2	83,0	78,2	73,8	69,7	66,8
Belgia	EA			-2,4	-0,8	-0,7	-1,3	-1,5	106,1	103,4	102,0	101,3	100,7
Bułgaria	D			0,1	1,2	2,0	0,8	1,0	29,6	25,6	22,6	20,5	18,4
Chorwacja	D			-1,0	0,8	0,2	0,1	0,5	80,5	77,8	74,6	70,9	67,6
Cypr	EA			0,3	1,8	-4,8	3,0	2,8	105,5	95,8	102,5	96,4	89,9
Czechy	D			0,7	1,6	0,9	0,2	-0,2	36,8	34,7	32,7	31,7	31,1
Dania	ERM2/O			-0,1	1,4	0,5	0,6	-0,1	37,2	35,5	34,1	33,0	32,5
Estonia	EA			-0,3	-0,4	-0,6	-0,3	-0,5	9,2	9,2	8,4	8,5	8,5
Finlandia	EA			-1,7	-0,8	-0,7	-0,4	-0,2	63,0	61,3	58,9	58,3	57,7
Francja	EA			-3,5	-2,8	-2,5	-3,1	-2,2	98,0	98,4	98,4	99,0	98,9
Grecja	EA			0,5	0,7	1,1	0,5	-0,1	178,5	176,2	181,1	174,9	168,9
Hiszpania	EA	EDP***	2019	-4,5	-3,1	-2,5	-2,3	-2,0	99,0	98,1	97,1	96,3	95,7
Holandia	EA			0,0	1,2	1,5	1,4	0,8	61,9	57,0	52,4	49,1	46,7
Irlandia	EA			-0,7	-0,3	0,0	0,0	0,3	73,5	68,5	64,8	61,3	55,9
Litwa	EA			0,2	0,5	0,7	0,3	0,0	40,0	39,4	34,2	37,0	36,4
Luksemburg	EA			1,9	1,4	2,4	1,4	1,1	20,7	23,0	21,4	20,7	20,3
Łotwa	EA			0,1	-0,6	-1,0	-0,6	-0,6	40,3	40,0	35,9	34,5	33,5
Malta	EA			0,9	3,4	2,0	1,1	0,9	55,5	50,2	46,0	42,8	40,2
Niemcy	EA			0,9	1,0	1,7	1,0	0,8	68,5	64,5	60,9	58,4	55,6
Polska	D			-2,2	-1,5	-0,4	-1,6	-1,4	54,2	50,6	48,9	48,2	47,4
Portugalia	EA			-2,0	-3,0	-0,5	-0,4	-0,1	129,2	124,8	121,5	119,5	116,6
Rumunia	D			-2,7	-2,7	-3,0	-3,5	-4,7	37,3	35,2	35,0	36,0	38,4
Słowacja	EA			-2,2	-0,8	-0,7	-0,5	-0,6	51,8	50,9	48,9	47,3	46,0
Słowenia	EA			-1,9	0,0	0,7	0,7	0,9	78,7	74,1	70,1	65,9	61,7
Szwecja	D			1,0	1,4	0,9	0,4	0,4	42,4	40,8	38,8	34,4	32,4
Węgry	D			-1,6	-2,2	-2,2	-1,8	-1,6	76,0	73,4	70,8	69,2	67,7
Wielka Brytania	O			-2,9	-1,9	-1,5	-1,5	-1,2	87,9	87,1	86,8	85,1	84,2
Włochy	EA			-2,5	-2,4	-2,1	-2,5	-3,5	131,4	131,4	132,2	133,7	135,2

* EA – członek strefy euro, ERM II – uczestnik ERM II, D – państwo z derogacją, O – państwo z klauzulą opt-out
 ** na podstawie: European Commission, *European Economic Forecast – Spring 2019*
 *** w dniu 5 czerwca 2019 r. Komisja Europejska zaleciła uchylenie procedury nadmiernego deficytu w Hiszpanii.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat i European Commission DG-ECFIN, *European Economic Forecast – Spring 2019*

Aneks 2: metodyka prowadzonych badań

Miara podobieństwa struktur gospodarczych

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

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

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

Zbieżność cykli koniunkturalnych

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

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

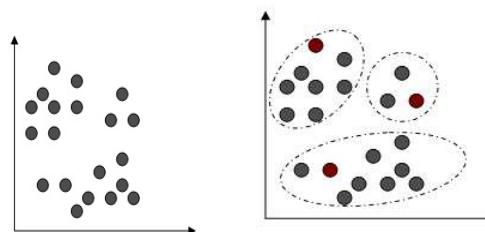
¹ Burns i Mitchell (1946), *Measuring Business Cycles*, NBER, New York.

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

³ Rekursywne współczynniki korelacji zostały wyliczone dla okien o stałej długości 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 próbie. Przesuwanie ośmioletniego okna czasowego uwzględnia wychodzenie gospodarek z kryzysu, co wpływa na występujące różnice w wynikach pomiędzy poszczególnymi edycjami *Monitora*.

Analiza skupień

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

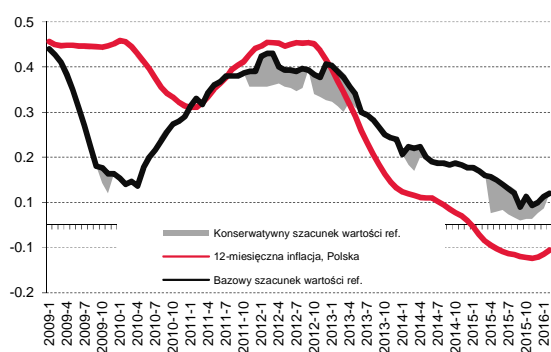


Źródło: opracowanie własne.

Wyznaczanie wartości referencyjnej kryteriów konwergencji nominalnej

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

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

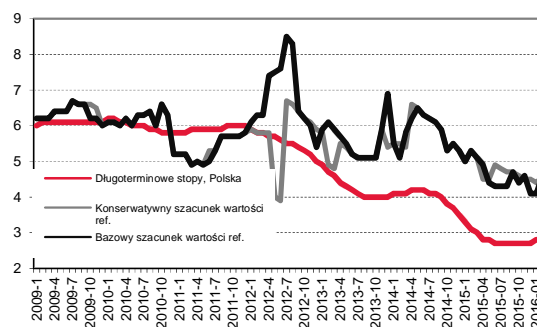


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, Prognozy Komisji Europejskiej.

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

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

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



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.