



Narodowy Bank Polski

Instytut Ekonomiczny
Biuro Gospodarki Światowej

Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej

Styczeń 2012

Raport *Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej* opracowywany jest dwa razy w roku przez ekonomistów Biura Gospodarki Światowej przy współpracy z Biurem Finansów Publicznych w Instytucie Ekonomicznym Narodowego Banku Polskiego. Raport przedstawia analizę bieżącej sytuacji gospodarczej w regionie Europy Środkowo-Wschodniej oraz najważniejsze problemy makroekonomiczne w poszczególnych krajach regionu.

Spis treści:

Streszczenie	5
Kraje Europy Środkowej i Wschodniej	7
Bułgaria	13
Czechy	15
Estonia, Litwa, Łotwa	18
Rumunia	23
Słowacja	25
Słowenia	28
<i>Próba reformy emerytalnej w Słowenii</i>	<i>29</i>
Węgry	31
Aneksy:	
Kryzys strefy a region Europy Środkowo-Wschodniej	34
Aneks statystyczny	39

Opracowanie:

Marcin Grela

Marcin Humanicki

Marcin Kitala (*Biuro Finansów Publicznych, IE, NBP*)

Tomasz Michałek

Wojciech Mroczek (koordynacja)

Ewa Rakowska

Akceptacja:

Ewa Rzeszutek

Małgorzata Golik (*Biuro Finansów Publicznych, IE, NBP*)

Jarosław Jakubik

Niniejszy raport powstał na podstawie różnych źródeł badawczych niezależnych od Narodowego Banku Polskiego i ma charakter informacyjny.

Informacje ogólne o krajach Europy Środkowej i Wschodniej w 2010 r.

	Powierzchnia w km ²	Ludność		PKB w mln EUR	PKB per capita w EUR	
		w tys. osób	na 1 km ²		wg kursów nominalnych	wg parytetu siły nabywczej
Bułgaria	110 879	7 564	68	36 034	4 700	10 600
Czechy	78 867	10 507	133	145 049	13 800	19 500
Estonia	45 227	1 340	30	14 501	10 800	15 900
Litwa	65 300	3 329	51	27 410	8 300	14 200
Łotwa	64 559	2 248	35	17 970	8 000	12 600
Polska	312 685	38 167	122	353 667	9 300	15 200
Rumunia	238 391	21 462	90	121 942	5 700	11 000
Słowacja	49 035	5 425	111	65 906	12 100	18 100
Słowenia	20 273	2 047	101	35 974	17 600	21 200
Węgry	93 028	10 014	108	98 446	9 800	15 700

źródło: Eurostat.

Dynamika produktu krajowego brutto (ceny stałe wyrównane sezonowo)

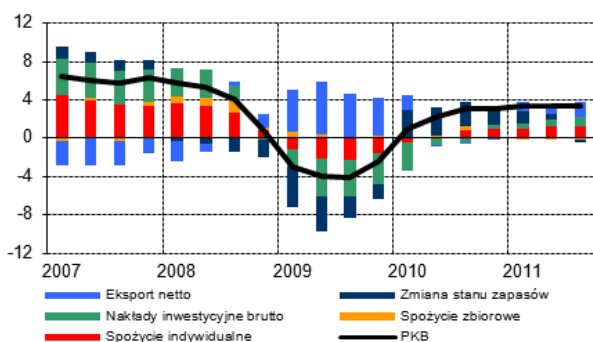
	2010	2011			2010	2011		
	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.
	kw/kw				r/r			
Bułgaria	0,5	0,5	0,3	0,3	3,7	3,3	2,0	1,6
Czechy	0,6	0,6	0,2	-0,1	3,0	2,8	2,0	1,2
Estonia	2,1	3,0	1,7	1,2	6,2	9,5	8,4	8,3
Litwa	1,8	2,1	1,8	1,4	4,4	5,4	6,5	7,3
Łotwa	0,9	1,2	2,1	1,7	3,1	3,1	5,3	6,1
Polska	0,9	1,0	1,2	1,0	4,1	4,5	4,6	4,2
Rumunia	0,5	1,2	0,9	1,8	0,0	1,3	1,9	4,4
Słowacja	0,8	0,8	0,8	0,8	3,4	3,4	3,4	3,2
Słowenia	0,3	-0,1	0,0	-0,2	2,2	1,9	0,7	-0,1
Węgry	0,2	0,5	0,2	0,5	2,5	1,9	1,7	1,5

źródło: Eurostat.

Streszczenie

Po szybkim ożywieniu w 2010 r. w pierwszych trzech kwartałach 2011 r. następowała stopniowa stabilizacja dynamiki wzrostu gospodarczego w Europie Środkowej i Wschodniej. PKB w regionie zwiększył się w tym okresie o 3,3%. Jednocześnie w trakcie 2011 r. nastąpiła pewna zmiana w strukturze wzrostu. Główną rolę w pozytywnym kształtowaniu dynamiki PKB przejął eksport netto – głównie w związku z wolniejszym wzrostem importu, natomiast oczekiwania pogorszenia się koniunktury wpłynęły na zahamowanie procesu odbudowy zapasów, która trwała od początku 2010 r. Jednocześnie popyt krajowy, a zwłaszcza konsumpcja rosły w bardzo wolnym tempie.

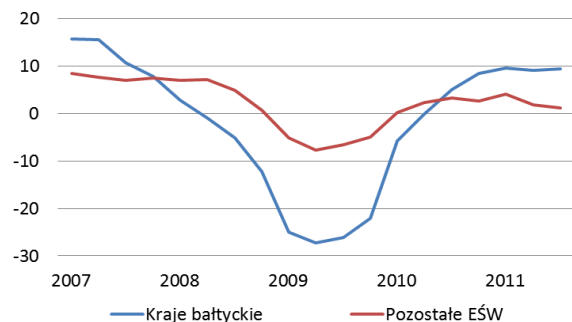
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB w krajach EŚW (pp., r/r)



Źródło: Eurostat

Tempo wzrostu PKB w krajach regionu było bardzo zróżnicowane. Kraje bałtyckie wychodząc z głębokiego kryzysu lat 2008-2010 notowały średnie tempo wzrostu w trzech pierwszych kwartałach 2011 r. na poziomie 6,5% r/r (w tym blisko 9% w Estonii). Na przeciwnym biegunie znalazły się Słowenia, Węgry i Czechy, gdzie dynamika PKB nie przekraczała 2% r/r (0,9% w Słowenii). Zróżnicowanie w tempie wzrostu wynikało przede wszystkim z dysproporcji między dynamikami popytu krajowego.

Tempo wzrostu popytu krajowego w krajach bałtyckich i pozostałych krajach EŚW (% r/r)

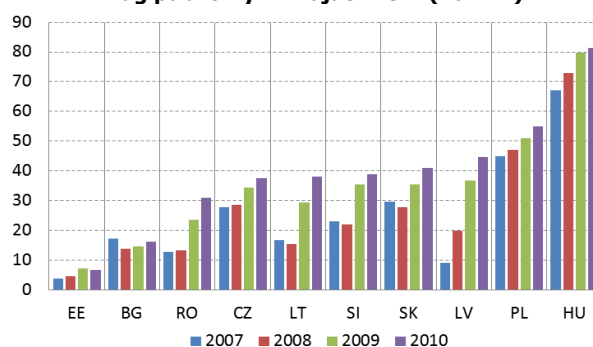


Źródło: Eurostat

W krajach bałtyckich konsumpcja prywatna rosła w 2011 r. w tempie blisko 6% r/r, a inwestycje ponad

20% r/r. W pozostałych krajach wzrost ten był zdecydowanie niższy i wyniósł odpowiednio 1,6 i 2,3% r/r. Dwubiegunowa dynamika PKB w regionie wynikała m.in. z faktu, że kraje bałtyckie dokonały w poprzednich latach szeroko zakrojonej konsolidacji fiskalnej, podczas gdy pozostałe kraje regionu znajdują się w jej trakcie (Czechy, Słowacja, Węgry) lub praktycznie mają ją jeszcze przed sobą (Słowenia). Działania te wpłynęły nie tylko na ograniczenie wydatków publicznych, ale także przyczyniły się do osłabienia wydatków gospodarstw domowych i zmniejszenia inwestycji finansowanych ze środków budżetowych w 2011 r.

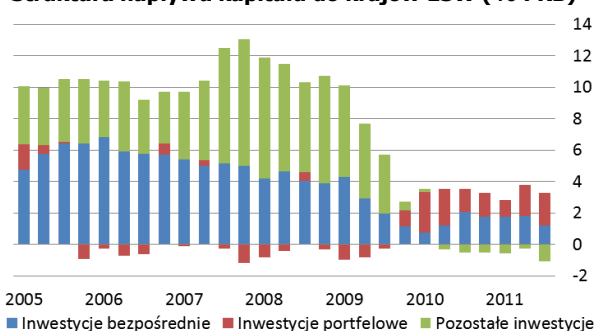
Dług publiczny w krajach EŚW (% PKB)



Źródło: Eurostat

Niski wzrost popytu wewnętrznego w krajach regionu to także wynik zahamowania akcji kredytowej. Szybko rosnąca do połowy 2008 r. akcja kredytowa, finansowana w większości przez napływ zagranicznego kapitału (głównie z krajów strefy euro) była jednym z głównych czynników szybkiego wzrostu gospodarczego w krajach EŚW.

Struktura napływu kapitału do krajów EŚW (% PKB)



Źródło: Eurostat

W okresie pierwszej fali kryzysu napływ kapitału z oddziałów macierzystych banków europejskich, które zdominowały rynek bankowy w regionie EŚW, zatrzymał się i stan ten utrzymywał się do końca 2011 r. Trudno oczekiwać, aby w najbliższym okresie banki ze strefy euro ponownie zaczęły zasilać swoje oddziały w krajach EŚW, biorąc pod uwagę ich problemy płynnościowe oraz konieczność podniesienia kapitałów własnych. Szczególnie dotyczy to krajów

południa regionu (Bułgaria, Rumunia), w których największy udział w sektorze bankowym mają banki z krajów najsilniej dotkniętych przez kryzys (Grecja, Włochy).

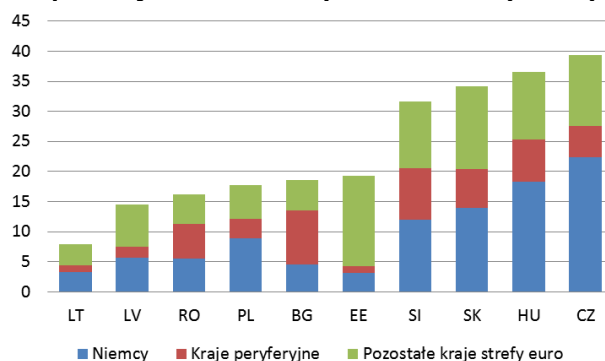
Charakterystyczną cechą dla rynku kredytów bankowych w krajach EŚW była duża popularność kredytów walutowych. Widoczne to było zwłaszcza w Rumunii i na Węgrzech, gdzie blisko 2/3 wszystkich kredytów dla sektora prywatnego to kredyty w walutach obcych. Wzrost awersji do ryzyka związany z kryzysem w strefie euro doprowadził do deprecjacji walut regionu w II połowie 2011 r. Najbardziej widoczne było to w przypadku węgierskiego forinta, który od maja 2011 r. do stycznia 2012 r. osłabił się wobec euro o 19%. Deprecjacja walut krajowych przy tak dużym udziale kredytów walutowych działa podobnie, jak zacieśnienie polityki monetarnej, powodując ograniczenie dochodów gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw i tym samym dodatkowo ogranicza ich wydatki.

Wynikiem rosnącej awersji do ryzyka był wyraźny wzrost rentowności obligacji. Oznacza to kolejny, poza deprecjacją walut, czynnik zwiększający koszty obsługi zadłużenia, w tym przypadku głównie zagranicznego długu sektora finansów publicznych. W 2011 r. było to szczególnie dużym obciążeniem dla gospodarek regionu, ponieważ w latach 2008-2010 można było zaobserwować bardzo szybki jego wzrost w wyniku pogorszenia sytuacji finansów publicznych w okresie pierwszej fali kryzysu. Spadek zaufania inwestorów zagranicznych w II połowie 2011 r. dotyczył w największym stopniu Węgier i Słowenii, które zmagają się w ostatnich miesiącach z wewnętrznymi problemami gospodarczymi i politycznymi. Z kolei Czechy zostały potraktowane jako swego rodzaju „bezpieczna przystań” regionu i rynki ich aktywów finansowych ucierpiały najmniej wskutek europejskiego kryzysu. Lepsze nastawienie wobec czeskiej gospodarki wynikało m.in. z dobrej oceny stabilności systemu finansowego oraz niewielkich nierównowag zewnętrznych.

Przy utrzymującym się w większości krajów regionu słabym popycie wewnętrznym, główną siłą ożywienia gospodarczego w 2011 r. był eksport. Oczekiwany spadek popytu w strefie euro w efekcie pogłębiającego się kryzysu, będzie czynnikiem ograniczającym wzrost PKB w regionie. Skutki słabszego popytu ze strony strefy euro mogą być częściowo zrekomensowane poprzez obserwowaną w ostatnich latach zmianę struktury eksportu w regionie, w kierunku wzrostu znaczenia krajów rozwijających się. Szczególnym przykładem pod tym względem jest Słowacja, a zwłaszcza jej sektor motoryzacyjny. Jeden z obecnych w tym kraju koncernów samochodowych w skutek słabnącego popytu w Europie wyraźnie

zwiększył sprzedaż pojazdów do Chin (w efekcie w III kw. 2011 r. na Chiny przypadło 20% eksportu produkowanych na Słowacji samochodów). W konsekwencji udział Chin w eksporcie ze Słowacji wzrósł do 2,9% (podczas gdy w pozostałych krajach regionu wynosi on średnio zaledwie 1,1%).

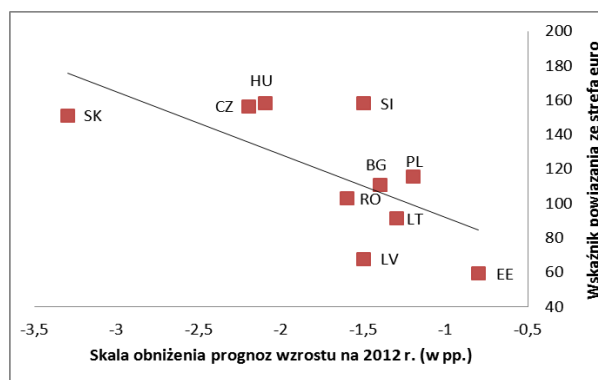
Eksport krajów EŚW do strefy euro w 2010 r. (% PKB)



Źródło: Eurostat

Malejące tempo wzrostu eksportu oraz utrzymująca się słabość popytu krajowego prawdopodobnie wpłyną na obniżenie się tempa wzrostu gospodarczego w regionie w 2012 r. Oczekiwane spowolnienie aktywności gospodarczej będzie relatywnie niewielkie w Polsce i krajach bałtyckich, gdzie dynamika PKB w 2012 r. powinna przekroczyć 2,5%. Wynika to z nieco mniejszego wpływu sytuacji w strefie euro na gospodarki tych krajów. Natomiast w Czechach, Słowacji i na Węgrzech spadek aktywności gospodarczej prawdopodobnie będzie bardziej znaczący. Szczególnie dotkliwe spowolnienie oczekiwane jest na Węgrzech, gdzie brany jest pod uwagę nawet spadek PKB w ujęciu rocznym. Dodatkowo silna deprecjacja forinta oraz wzrost podatków pośrednich (od początku 2012 r. najwyższa stawka VAT w UE – 27%) sprawia, że Węgry będą również krajem o najwyższej inflacji w regionie.

Powiązanie ze strefą euro a redukcja prognoz wzrostu na 2012 r.



Źródło: Eurostat, FitchRatings, Komisja Europejska

KRAJE EUROPY ŚRODKOWEJ I WSCHODNIEJ

Zróznicowane tempo wzrostu gospodarczego

Ożywienie gospodarcze w krajach Europy Środkowej i Wschodniej, które rozpoczęło się w 2010 r., było kontynuowane, a nawet przyspieszyło, w pierwszej połowie 2011 r. Roczna dynamika PKB w pierwszych trzech kwartałach 2011 r. wyniosła 3,3% wobec 2,2% w całym 2010 r. Roczna dynamika PKB w regionie w każdym z trzech kwartałów br. utrzymywała się na zbliżonym poziomie, jednak zmieniała się jego struktura. Od początku 2011 r. obserwowano zahamowanie cyklu odbudowy zapasów, a słabnący import wpłynął na rosnącą rolę eksportu netto.

Sytuacja w poszczególnych krajach regionu była jednak zróżnicowana. Można powiedzieć, że region Europy Środkowej i Wschodniej to region dwóch prędkości. Z jednej strony tempo wzrostu w Polsce i krajach bałtyckich w okresie I-III kw. 2011 r. przekraczało 4% r/r (w przypadku Estonii sięgało ono blisko 9%), na Słowacji było nieco niższe i wyniosło 3,5% r/r. Z kolei w pozostałych krajach dynamika PKB w tym okresie była już zdecydowanie niższa i nie przekraczała 2% r/r. Jednocześnie na Litwie, Łotwie, czy w Rumunii można było zauważyć rosnącą dynamikę PKB w każdym z kolejnych kwartałów 2011 r., podczas gdy w pozostałych krajach regionu stopniowo się ona obniżała, co było widoczne zwłaszcza w Słowenii (jako jedyny kraj w regionie odnotowała spadek PKB w ujęciu rocznym w III kw. 2011 r.), Czechach, na Słowacji i Węgrzech.

Popyt zewnętrzny pobudzał eksport

Wspólnym czynnikiem dynamizującym ożywienie po okresie kryzysu w krajach EŚW był szybko rosnący eksport. Co prawda jego wzrost spowolnił w 2011 r., jednak i tak był on najszybciej rosnącą kategorią rachunków narodowych. W trzech pierwszych kwartałach 2011 r. eksport wzrósł o prawie 11% w ujęciu rocznym (wobec 14% w 2010 r.). Wysokie tempo wzrostu eksportu było obserwowane we wszystkich krajach regionu, a z wyjątkiem Polski i Słowenii rósł on w tempie dwucyfrowym. Dynamiczny wzrost eksportu wynikał z silnego popytu zewnętrznego. Dotyczyło to zwłaszcza Niemiec, głównego partnera handlowego krajów EŚW oraz szybko rozwijających się rynków wschodzących, przede wszystkim azjatyckich. Jednocześnie, z wyjątkiem krajów bałtyckich, zaobserwowano obniżenie dynamiki importu z 12,5% w 2010 r. do 8% w trzech pierwszych kwartałach 2011 r., co skutkowało zwiększającym się wkładem salda wymiany handlowej z zagranicą do tempa wzrostu gospodarczego w regionie EŚW.

Podział regionu z uwagi na tempo wzrostu konsumpcji ...

Zróznicowanie tempa wzrostu PKB wynikało przede wszystkim z dysproporcji w dynamice popytu krajowego.

W Polsce dynamika konsumpcji prywatnej od początku 2010 r. była relatywnie wysoka, a w trzech pierwszych kwartałach 2011 r. przekraczała 3% r/r. W tym samym okresie 2011 r. można było również zauważyć wyraźny wzrost spożycia indywidualnego w krajach bałtyckich. Konsumpcja prywatna wzrastała tam w tempie przekraczającym 3% r/r (do 6% na Litwie), co było wynikiem wzrostu dochodów gospodarstw domowych (poprawa sytuacji na rynku pracy, wzrost transferów zagranicznych), a także ograniczenia skali zacieśnienia polityki fiskalnej w tych krajach. W pozostałych krajach regionu konsumpcja gospodarstw domowych w trzech pierwszych kwartałach 2011 r. zmniejszyła się w porównaniu z analogicznym okresem 2010 r. W krajach tych, w przeciwieństwie do krajów bałtyckich, na rynku pracy nadal panowała stagnacja, a dodatkowo nasilały się działania konsolidacji finansów publicznych. Jednocześnie w całym regionie EŚW w 2011 r. nadal obserwowano bardzo niską aktywność na rynku kredytów, zwłaszcza kredytów konsumpcyjnych, co było dodatkowym czynnikiem odpowiadającym za niski poziom wydatków gospodarstw domowych.

Słabej konsumpcji gospodarstw domowych w większości krajów EŚW towarzyszył spadek optymizmu konsumentów. Badania ankietowe prowadzone przez Komisję Europejską wskazują na jego sukcesywne obniżanie się od początku 2011 r. (z wyjątkiem Litwy i Łotwy, gdzie nastroje konsumentów poprawiały się). Dane o sprzedaży detalicznej również wskazują na nadal niską aktywność konsumentów. Od stycznia do października 2011 r. jej wartość praktycznie nie zmieniała się.

Trwający w niemal całym regionie proces konsolidacji finansów publicznych wpłynął na bardzo niewielki wzrost spożycia zbiorowego w regionie. W największym stopniu zwiększyło się ono w krajach bałtyckich, które proces najsilniejszego zacieśniania polityki fiskalnej przeszły w 2009 i 2010 r. Z kolei, w przypadku Słowacji i Rumunii można było zaobserwować silne spadki konsumpcji publicznej (odpowiednio o 3% i 4% w stosunku do I połowy 2010 r.).

... i inwestycji

Podobnie wyglądała sytuacja w przypadku nakładów inwestycyjnych, jednak w tym przypadku dysproporcja dynamiki była jeszcze większa. Bardzo szybki wzrost inwestycji w okresie I-III kw. 2011 r. można było zaobserwować w krajach bałtyckich (ponad 20% r/r), co wiązało się z efektem niskiej bazy i odłożenia w czasie inwestycji, które zostały zaniechane w poprzednich latach. Dodatkowo rosnący popyt zarówno krajowy, jak i zagraniczny, m.in. na rynku nieruchomości, wpłynął na wzrost skłonności przedsiębiorstw do inwestowania. Dodatnią, aczkolwiek zdecydowanie niższą dynamikę

nakładów inwestycyjnych obserwowano także w Bułgarii, Polsce, Rumunii i na Słowacji. Również w tych krajach inwestycje miały jednak znaczący dodatni wkład do wzrostu gospodarczego. Z kolei nakłady inwestycyjne w pozostałych krajach regionu (Czechy, Węgry, Słowenia) zmniejszały się, podobnie jak w 2010 r., a w przypadku Słowenii obniżały się w tempie dwucyfrowym.

Spowolnienie aktywności w przemyśle

Silny wzrost popytu zewnętrznego, jaki miał miejsce w 2010 r. i utrzymywał się do połowy 2011 r., wiązał się z pobudzeniem aktywności w przemyśle. Wpłynęło to na kontynuację procesu odbudowy zapasów w regionie. Wzrost stanu zapasów odnotowano we wszystkich krajach regionu poza Słowacją, a w większości był to główny składnik wzrostu gospodarczego. W III kw. odnotowano już spadek stanu zapasów, czemu towarzyszyło obserwowane spowolnienie w przemyśle w tym okresie.

W pierwszych dziesięciu miesiącach 2011 r. tempo wzrostu produkcji przemysłowej, która była głównym motorem odbudowy po kryzysie w latach 2008-2009, stopniowo się obniżało. W styczniu 2011 r. roczna dynamika produkcji w przemyśle wynosiła niemal 12% r/r, po czym obniżyła się do 4% r/r w październiku 2011 r. Przewidywane pogorszenie sytuacji gospodarczej w strefie euro i tym samym niższy popyt ze strony jej członków sugeruje dalszy spadek dynamiki produkcji przemysłowej. Potwierdzają to wskaźniki opisujące nastroje w przemyśle. Zarówno wskaźniki PMI dla głównych gospodarek regionu (Polska, Czechy, Węgry), jak i wskaźniki zaufania producentów Komisji Europejskiej od początku 2011 r. stale się obniżają. Na spadek optymizmu wpływ miały przede wszystkim pogarszająca się perspektywa wzrostu gospodarczego w regionie oraz spadek zamówień, zwłaszcza z zagranicy.

Pogarszające się perspektywy wzrostu w wyniku kryzysu strefy euro

Kryzys zadłużeniowy i wynikające z niego spowolnienie gospodarcze w krajach strefy euro wydają się być głównym czynnikiem wpływającym na rozwój sytuacji gospodarczej w regionie EŚW w najbliższych kwartałach. Eskalacja kryzysu, jaka miała miejsce w II połowie 2011 r., spowodowała znaczącą rewizję prognoz wzrostu, również dla krajów EŚW. Komisja Europejska w listopadzie 2011 r. obniżyła swoje prognozy na 2012 r. dla wszystkich krajów regionu w porównaniu z poprzednią rundą progностyczną z maja 2011 r. W największym stopniu obniżone zostały prognozy dla Słowenii, Czech, Węgier i przede wszystkim Słowacji, które to kraje są najsilniej związane z gospodarką strefy euro.

Transmisja kryzysu w strefie euro do krajów regionu ma miejsce przede wszystkim poprzez osłabienie popytu głównych partnerów handlowych i wynikający z tego spadek eksportu. Kryzys w strefie euro pośrednio wpłynie na osłabienie i tak już bardzo wolno odżywającego popytu krajowego w regionie, m.in. poprzez dalsze ogranicze-

nie akcji kredytowej przez lokalne oddziały europejskich banków, czy też zatrzymanie napływu kapitału z krajów Europy Zachodniej. Dodatkowymi czynnikami hamującymi wzrost popytu krajowego mają być kontynuacja konsolidacji finansów publicznych oraz utrzymująca się stagnacja na rynku pracy. Dodatkowo wzrost awersji do ryzyka wywołany kryzysem zadłużeniowym strefy euro, a na przełomie 2011 i 2012 r. także kryzysu polityczno-gospodarczego na Węgrzech, doprowadził do znacznej deprecjacji walut (CZK, HUF, PLN, RON) i wzrostu rentowności obligacji w regionie. Spowoduje to nie tylko wyższe koszty obsługi długu zagranicznego (zwłaszcza w przypadku sektora publicznego), ale wpłynie także na ograniczenie dochodów do dyspozycji dużej części gospodarstw domowych i przedsiębiorstw posiadających kredyty walutowe (zwłaszcza w Rumunii i na Węgrzech).

W rezultacie dynamika PKB w regionie może obniżyć się do 1,5% w 2012 r. wobec oczekiwanego wzrostu o 3% w 2011 r. Prognozy tempa wzrostu w 2012 r. w regionie EŚW zostały wyraźnie obniżone w II połowie 2011 r. Jeszcze w lipcu spodziewano się, że PKB w regionie w przyszłym roku wzrośnie szybciej niż w 2011 r., tj. o 3,6%. Tempo wzrostu w 2012 r. w poszczególnych krajach regionu będzie zróżnicowane, jednak już w mniejszym stopniu niż w 2011 r. Najszybszy wzrost ponownie jest oczekiwany w krajach bałtyckich i Polsce (ok. 2,5% r/r), z kolei w Czechach, i Słowenii nie powinien on przekraczać 0,5% r/r, a na Węgrzech spodziewany jest nawet spadek PKB w 2012 r.

Utrzymująca się wysoka stopa bezrobocia

Jednym z czynników decydujących o słabości konsumpcji prywatnej w regionie był brak znaczącej poprawy sytuacji na rynkach pracy w krajach EŚW. Po okresie silnego wzrostu stopy bezrobocia, jaki miał miejsce pod koniec 2008 i w 2009 r., przez kolejne blisko 3 lata utrzymywała się ona na wysokim, niemal niezmiennym poziomie. Nieznaczny jej spadek w okresie styczeń-październik 2011 r. miał miejsce w Czechach, Słowenii i na Słowacji (0,1-0,5 pp.), nieco większy na Węgrzech (1,2 pp.). Od początku 2011 r. zharmonizowana stopa bezrobocia w regionie znacząco zmniejszyła się jedynie w krajach bałtyckich (o ok. 3 pp.), jednak w ich przypadku nadal była prawie trzykrotnie wyższa niż na początku 2008 r. Z kolei w Polsce i Bułgarii w tym samym okresie 2011 r. stopa bezrobocia wzrosła (odpowiednio o 0,3 i 0,8 pp.). Najniższą stopę bezrobocia w regionie obserwowano w Czechach (6,7% w październiku 2011 r.), najwyższą, pomimo znacznego spadku, na Litwie (15% we wrześniu 2011 r.).

„Jobless recovery”

Pomimo ożywienia w gospodarce w I połowie 2011 r., liczba zatrudnionych w regionie praktycznie się nie zmieniła w tym okresie. Liczba etatów w II kw. 2011 r. w ujęciu rocznym wyraźnie wzrosła jedynie w krajach bałtyckich, gdzie wzrost gospodarczy był najwyższy. Z kolei w Bułgarii, Rumunii i Słowenii stan zatrudnienia cały czas

się zmniejszała. Utrzymująca się wysoka aktywność w przemyśle w I połowie 2011 r. spowodowała wzrost zatrudnienia w tym sektorze gospodarki. Z kolei zatrudnienie w rolnictwie zdecydowanie spadło. Liczba zatrudnionych w sektorze usług wzrosła jedynie w krajach, gdzie w I połowie 2011 r. miała miejsce najszybsza odbudowa popytu wewnętrznego, tj. w krajach bałtyckich i Polsce, a także w Czechach.

Stagnacja na rynku pracy również w kolejnych latach

Prognozy Komisji Europejskiej wskazują, że stagnacja na rynkach pracy krajów EŚW, jaką obserwowaliśmy w 2011 r. będzie się utrzymywać również w latach 2012-2013. Według prognoz KE, stopa bezrobocia w krajach regionu nadal będzie się bardzo wolno obniżać, również w krajach bałtyckich, gdzie spodziewane jest niższe niż dotychczas tempo jej spadku. W przypadku Czech, Słowenii i Węgier przewidywany jest nawet wzrost stopy bezrobocia w najbliższych dwóch latach. Komisja Europejska nie spodziewa się również przyspieszenia wzrostu zatrudnienia w regionie, co ma być z jednej strony wynikiem osłabienia koniunktury w przemyśle, z drugiej próbą zwiększenia efektywności w sektorze publicznym poprzez redukcję zatrudnienia (z tego też powodu przewidywany jest spadek zatrudnienia w Czechach w 2012 r.).

Rosnące koszty pracy pomimo stagnacji na rynku

Pomimo utrzymującego się wysokiego poziomu bezrobocia w 2011 r., a zwłaszcza w III kw., można było zauważyć stabilizację, a nawet wzrost nominalnej dynamiki wynagrodzeń w większości krajów regionu (zwłaszcza na Litwie i Łotwie) w porównaniu z końcem 2010 r. Jedynie w Polsce i Estonii roczna dynamika płac wyraźnie obniżyła się w porównaniu z 2010 r.

Wzrost dynamiki wynagrodzeń przy jednoczesnej stabilizacji dynamiki zatrudnienia, doprowadził do wzrostu dynamiki jednostkowych kosztów pracy (ULC) w regionie. Wzrost dynamiki ULC został jedynie częściowo wyhamowany przez przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego. Jedynie w Polsce oraz w Estonii, gdzie dynamika płac spadła w 2011 r., wzrost gospodarczy wynikał w dużym stopniu ze wzrostu wydajności pracy, co oznacza, że dynamika ULC w tym okresie zmniejszyła się w tych krajach.

Prognozy na 2012 r. wskazują na dalszy, aczkolwiek już wolniejszy niż w 2011 r., wzrost wynagrodzeń, który ma być główną przyczyną dalszego wzrostu jednostkowych kosztów pracy.

Inflacja pod wpływem czynników zewnętrznych

Poziom inflacji w poszczególnych gospodarkach EŚW w 2011 r., podobnie jak w poprzednich latach, był zróżnicowany. Najniższa średnia inflacja w okresie styczeń-listopad 2011 r. była obserwowana w Czechach i w Słowenii (2,1%), najwyższa w Rumunii (6,1%). Średnio dla całego regionu wyniosła ona 3,9%. Pomimo zróżnicowanego poziomu, zmiany w ścieżce inflacji w krajach regio-

nu były podobne, co było determinowane przez kształtowanie się cen surowców energetycznych i żywności na rynkach światowych w 2011 r.

Rosnąca dynamika cen żywności, zwłaszcza żywności nieprzetworzonej, oraz utrzymująca się wysoka dynamika cen energii spowodowały wzrost inflacji w regionie w I połowie 2011 r. W styczniu 2011 r. wynosiła ona 3,7% (średnia ważona dla krajów EŚW), a w maju 2011 r. już 4,5%. W kolejnych czterech miesiącach (czerwiec-wrzesień) inflacja w regionie obniżyła się (do 3,4%). Wpływ na to miał wyraźny spadek dynamiki cen żywności. Dodatkowo w lipcu 2011 r. można było zaobserwować skokowy spadek inflacji w Rumunii (o ponad 3 pp.), co również wpłynęło na spadek dynamiki cen konsumpcyjnych w regionie. W październiku i listopadzie 2011 r. można było zaobserwować ponowny wzrost inflacji (do 3,9%). Tym razem oprócz wzrostu dynamiki cen żywności, również ceny energii przyczyniły się do wyższej dynamiki HICP. Wzrost inflacji w tych miesiącach miał miejsce zwłaszcza w krajach regionu o płynnym kursie walutowym (Czechy, Polska, Węgry, Rumunia) i wiązał się z deprecjacją ich walut, jaka miała miejsce od września 2011 r. Osłabienie kursu walut krajowych spotęgowało wzrosty cen surowców na świecie w tym okresie i przełożyło się na największy w regionie wzrost cen energii, zwłaszcza paliw.

Inflacja bazowa również rośnie

Pomimo utrzymującej się stagnacji popytu konsumpcyjnego, praktycznie od początku 2011 r., można było zauważyć wzrost inflacji bazowej (HICP z wyłączeniem cen energii i żywności) w całym niemal regionie EŚW (z wyjątkiem Rumunii). Na początku 2011 r. wynosiła ona 1,2% r/r (średnia ważona dla krajów EŚW), by w listopadzie wzrosnąć do 2,3% r/r - najwyższego poziomu od grudnia 2009 r. Wzrostu inflacji bazowej nie należy upatrywać we wzroście presji inflacyjnej, ponieważ sytuacja na rynku pracy nie poprawiła się znacząco w tym okresie, a wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych nie wzrosły. Wydaje się zatem, że jej wzrost wynikał przede wszystkim z przekładania się wysokich cen energii i żywności na inne kategorie cen konsumpcyjnych, a także zmian stawek podatków pośrednich (głównie VAT).

Mniejszy wpływ czynników globalnych na inflację w kolejnych latach

W latach 2012-2013 wkład cen energii i żywności do inflacji w krajach regionu powinien się zmniejszyć. Oczekiwany jest spadek dynamiki tych kategorii cen, co ma być wynikiem stabilizacji cen na światowych rynkach surowcowych. Prawdopodobnie, zwłaszcza na początku 2012 r., inflacja bazowa nadal będzie utrzymywać się na podwyższonym poziomie, w wyniku przenoszenia się wysokich cen energii i żywności na inne kategorie. Dodatkowo w niektórych krajach regionu (m.in. w Czechach, Polsce i na Węgrzech) czynnikiem działającym w kierunku wzrostu inflacji, w tym także inflacji bazowej,

będą planowane na początek 2012 r. podwyżki podatków pośrednich (VAT, akcyzy na tytoń, alkohol i paliwa).

Dalsze zmniejszenie nierównowag zewnętrznych

W 2011 r. deficyt na rachunku obrotów bieżących w regionie EŚW nadal się zmniejszał. W III kw. wyniósł on 1,2% PKB (średnia krocząca dla 4 kwartałów) wobec 1,6% PKB w 2010 r. Spadek ten wynikał przede wszystkim z poprawy salda handlu zagranicznego. Znacznie szybszy wzrost eksportu niż importu w tym okresie (z wyjątkiem Polski i krajów bałtyckich) spowodował wyraźny spadek deficytu towarów obrotach towarowych. Nieznacznie zwiększyła się także nadwyżka na rachunkach usług i transferów bieżących. Spadek nierównowag zewnętrznych w regionie byłby jeszcze większy, gdyby nie wzrost transferu zysków z inwestycji zagranicznych, który doprowadził do wzrostu deficytu na rachunku dochodów.

Spodziewane w 2012 r. spowolnienie obrotów w handlu zagranicznym powinno w podobnym stopniu dotknąć zarówno eksport, jak i import, co nie powinno znacząco wpłynąć na saldo wymiany handlu zagranicznego w regionie. Saldo obrotów bieżących również nie powinno się istotnie zmienić w najbliższych dwóch latach. Z jednej strony oczekuje się niższych napływów funduszy z Unii Europejskiej, z drugiej jednak odpływ dochodów za granicę, zwłaszcza z tytułu inwestycji bezpośrednich, powinien się zmniejszyć, na co wpływ będą miały prognozowane niższe zyski przedsiębiorstw.

Nadal silny napływ inwestycji portfelowych

Napływ kapitału zagranicznego do gospodarek EŚW w III kw. 2011 r. nieznacznie zmniejszył się w porównaniu z 2010 r. Wynikało to ze spowolnienia napływu inwestycji portfelowych, które były głównym źródłem finansowania deficytu obrotów bieżących w 2010 r. i trzech pierwszych kwartałach 2011 r. Związane było to głównie ze wzrostem zaangażowania inwestorów zagranicznych w obligacje skarbowe. Duży napływ inwestycji portfelowych stanowi jednak zagrożenie dla stabilności rynków finansowych regionu, zwłaszcza w sytuacji kryzysu finansowego, jaki obserwujemy w II połowie 2011 r. w strefie euro. Kapitał ten, w przeciwieństwie do inwestycji bezpośrednich, może zostać bardzo szybko wycofany, co spowodowałoby silną deprecjację walut regionu i spadek cen aktywów finansowych.

Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych ustabilizował się w tym okresie, natomiast w dalszym ciągu zmniejszał się napływ pozostałych inwestycji. Dotyczyło to zarówno mniejszego napływu kredytów dla sektora bankowego, jak i wycofywania depozytów ulokowanych w bankach w krajach ESW przez nierezydentów. Wynikało to ze słabnącej płynności banków z krajów strefy euro, które są dominującą siłą sektora bankowego w Europie Środkowej i Wschodniej. Mniejszy napływ pozostałych inwestycji do sektora bankowego może przyczynić się do dalszego osłabiania akcji kredytowej w regionie. Poza Polską i Czechami, których akcja kredytowa jest w więk-

szości finansowana przez krajowe depozyty, kapitał zagraniczny w poprzednich latach był głównym źródłem dla kredytów udzielanych na rynkach krajów EŚW.

Nieziemiennie wysoki poziom długu zagranicznego

Pomimo znacznego spadku napływu kredytów zagranicznych do krajów EŚW w ostatnich dwóch latach, nadal posiadają one wysokie zobowiązania wobec zagranicznych wierzycieli. W I połowie 2011 r., podobnie jak w 2010 r., dług zagraniczny liczony jako odsetek bieżącego PKB nie tylko nie zmniejszył się, ale wręcz powoli się powiększał w wyniku zmian w strukturze napływu kapitału zagranicznego (mniejszy napływ inwestycji bezpośrednich, wzrost zainteresowania instrumentami dłużnymi, zwłaszcza obligacjami Skarbu Państwa). W II kw. 2011 r. dług zagraniczny wyniósł przeciętnie 78% PKB wobec 77% w IV kw. 2010 r. i 75% w IV kw. 2009 r. Relacja długu zagranicznego do PKB wyraźnie zmniejszyła się jedynie w Bułgarii, Estonii i na Łotwie.

Jednocześnie w I połowie 2011 r. tempo wzrostu długu przewyższało wzrost rezerw, co spowodowało, że zmniejszył się współczynnik pokrycia długu rezerwami. Dotyczyło to zarówno krajów o stałym, jak i płynnym kursie walutowym. Średnio dla regionu (wyłączając kraje będące członkami strefy euro) wyniósł on w II kw. 2011 r. 27,5% wobec 28% na koniec 2010 r.

Kryzys zadłużeniowy w strefie euro i zawirowania polityczno-gospodarcze na Węgrzech wpłynęły na deprecjację walut regionu...

Wzrost napięć na rynkach finansowych związanych z zaognianiem się kryzysu zadłużeniowego w krajach peryferyjnych strefy euro bardzo mocno wpłynął na kursy walut krajów regionu. Od połowy 2011 r. można było zauważyć szybkie osłabianie się węgierskiego forinta i polskiego złotego, nie tylko wobec amerykańskiego dolara, ale również wobec euro. W lipcu, sierpniu i wrześniu 2011 r. kurs czeskiej korony wobec euro był relatywnie stabilny, co wskazywało, że Czechy mogły stać się „bezpieczną przystanią” Europy Środkowej i Wschodniej. W kolejnych dwóch miesiącach 2011 r., wraz z pojawianiem się informacji o możliwym bankructwie nie tylko Grecji, ale również Włoch, a także coraz bardziej pogarszających się perspektywach wzrostu gospodarczego w Czechach, kurs korony również zaczął się szybko deprecjonować. W okresie maj 2011-styczeń 2012 kurs EUR/CZK osłabił się o 7,2%. Znacznie silniej w tym okresie zdeprecjonował się złoty (13% wobec EUR), czy forint (prawie 19% wobec EUR). Okres silnej deprecjacji obu walut miał miejsce na przełomie lat 2011-2012, do czego doprowadziły zawirowania w gospodarce węgierskiej. Ustawa ograniczająca niezależność banku centralnego, nieudane negocjacje w sprawie pomocy finansowanej ze strony UE i MFW czy obniżenie ratingu węgierskiego długu do poziomu „śmieciowego” przez wszystkie trzy główne agencje ratingowe doprowadziły do wzrostu awersji inwestorów do regionu, na czym ucierpiał nie tylko kurs forinta, ale również innych walut, zwłaszcza złotego. Stosunkowo stabilniejszy

był kurs rumuńskiego leja, który od maja 2011 r. do stycznia 2012 r. osłabł wobec euro o 7%. Wynikało to nie tyle z dobrej sytuacji rumuńskiej gospodarki (w I połowie 2011 r. rumuńskie PKB rosło najwolniej w regionie), co z niewielkiego rozmiaru i małej płynności tamtejszych rynków finansowych.

... oraz na destabilizację na rynkach aktywów finansowych

Wzrost awersji do ryzyka i odwrót inwestorów od krajów EŚW można było również zauważyć na rynkach obligacji i akcji. Spadek zainteresowania inwestorów zagranicznych inwestycjami w obligacje skarbowe krajów EŚW, podobnie jak w 2008 r., najsilniej dotknął zmagające się z poważnymi problemami wewnętrznymi Węgry oraz Słowenię, jednak wzrost rentowności widoczny był również w innych krajach regionu. Od października 2011 r. do stycznia 2012 r. największy wzrost rentowności można było zauważyć w przypadku obligacji słoweńskich (wzrost o 300 pb.), węgierskich (wzrost o 200 pb., do poziomu ponad 10% w I połowie stycznia 2012 r. w przypadku obligacji 10-letnich), a także czeskich (70 pb.), łotewskich (60 pb.) i litewskich (30 pb.). W pozostałych krajach rentowności były w tym okresie stosunkowo stabilne.

Już wcześniej można było zaobserwować wyraźne spadki indeksów na rynkach akcji w krajach EŚW. Od początku maja do końca 2011 r. ich wartości spadły średnio o ok. 25%. Największe spadki indeksów były obserwowane na Węgrzech, gdzie BUX w tym okresie zmniejszył się o ponad 30%.

Sprawny przebieg konsolidacji fiskalnej

Zgodnie z jesienną notyfikacją fiskalną (październik 2011 r.) oraz prognozą Komisji Europejskiej (listopad 2011 r.) w większości krajów regionu wynik sektora finansów publicznych w 2011 r. ukształtuje się na poziomie zgodnym lub lepszym od prognoz zawartych w aktualizacjach Programów Konwergencji/Stabilności. Potwierdzają to aktualne szacunki deficytów budżetowych, opracowane po zakończeniu roku budżetowego. Sytuacja ta jest rezultatem m.in. lepszej od oczekiwanej sytuacji gospodarczej, ale w niektórych krajach (Węgry, Czechy, Łotwa) także dodatkowych działań ograniczających wydatki. Jedynie w Słowenii nierównowaga fiskalna w 2011 r. będzie prawdopodobnie nieznacznie głębsza od pierwotnie zakładanej (o ok. 0,2 pkt. proc. PKB).

W 2012 r. najsilniejsze obniżenie deficytu finansów publicznych¹ planowane jest w Rumunii (o 2,8 pkt. proc. PKB), Polsce (o 2,7 pkt. proc. PKB) oraz Litwie (o 2,3 pkt. proc.), co ma przyczynić się do ograniczenia jego poziomu w tych krajach poniżej wartości referencyjnej, w terminie wynikającym z procedury nadmiernego deficytu. Działania konsolidacyjne w br. dotyczą m.in. przedłużenia obowiązywania zamrożenia wydatków m.in. na wynagro-

żenia w administracji, transfery socjalne. Na Węgrzech i w Estonii w 2012 r. ma nastąpić pogorszenie sytuacji budżetowej w porównaniu z 2011 r. (wynik budżetowy zmieni się z nadwyżek odpowiednio: 3,6% i 0,2% na deficyty – 2,5% PKB i 2,1% PKB). W pierwszym z tych krajów przejściowa poprawa wyniku sektora *general government* w 2011 r. wynikała z likwidacji kapitałowej części systemu emerytalnego (ok. 9¾% PKB). W Estonii wynikała ona z wstrzymania inwestycji², przyjętych w poprzednich latach działań konsolidacyjnych³, które wygasają w bieżącym roku, a także dochodów z tytułu sprzedaży praw do emisji dwutlenku węgla⁴.

Oczekiwane spowolnienie gospodarcze zagrożeniem dla procesu konsolidacji finansów publicznych

Zagrożeniem dla realizacji założonych przez państwa regionu ścieżek obniżania nierównowagi fiskalnej w 2012 r. i kolejnych latach będzie prognozowane pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego. W trakcie prac legislacyjnych nad ustawami budżetowymi na 2012 r. obniżono prognozy wzrostu PKB w Polsce, Litwie, Bułgarii oraz na Węgrzech. Z kolei w Czechach, Łotwie i na Słowacji utrzymane zostały optymistyczne prognozy makroekonomiczne⁵, co może powodować napięcia budżetowe w br. Dodatkowo niepewność co do kształtu polityki fiskalnej na Słowacji (w marcu 2012 r. odbędą się przyspieszone wybory), w Słowenii (formowanie nowego rządu) oraz Czechach (zaskarżenie pakietu działań konsolidacyjnych przyjętych w listopadzie 2011 r. przez Trybunał Konstytucyjny) wiąże się z sytuacją polityczną.

W horyzoncie jesiennej prognozy KE jedynie na Węgrzech poziom długu publicznego będzie (istotnie) przekraczał wartość referencyjną 60% PKB. Krajem, którego poziom zadłużenia sektora instytucji rządowych i samorządowych natomiast obniży się będzie Estonia (z 6,7% w 2010 r. do 6,1% PKB w 2013 r.). W niektórych krajach (Słowenia, Litwa) na wzrost poziomu długu publicznego wpłynie wsparcie systemu bankowego. Na początku 2012 r. rating Węgier został obniżony do poziomu śmieciowego, co związane było m.in. z pogorszeniem sytuacji gospodarczej oraz kontrowersyjną polityką rządu, która podważała zaufanie inwestorów oraz utrudniała osiągnięcie porozumienia co do nowego programu wsparcia ze strony Międzynarodowego Funduszu Walutowego oraz Unii Europejskiej.

² W 2012 r. nastąpi m.in. istotny wzrost inwestycji środowiskowych (ok. 1,1% PKB), w kwocie przychodów ze sprzedaży praw do emisji dwutlenku węgla, które zasilają estoński budżet w latach poprzednich. Planowany jest także wzrost wydatków na obronę narodową (ok. 0,3% PKB) oraz na utrzymanie dróg (ok. 0,06% PKB).

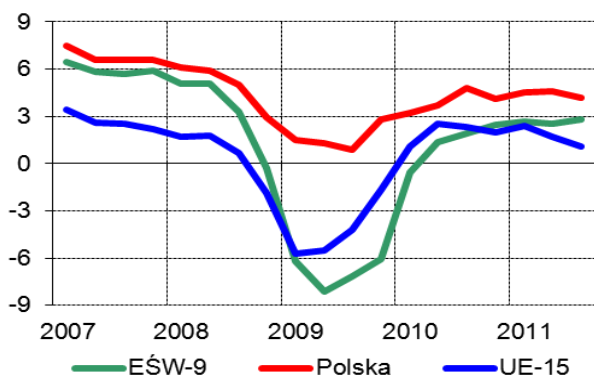
³ Od 2012 r. został przywrócony pełny wymiar składki przekazywanej do OFE (na poziomie sprzed połowy 2009 r.). Ponadto m.in. emerytury i renty ponownie będą waloryzowane.

⁴ Ok. 1,2% PKB wobec ok. 0,3% PKB planowanych w 2012 r.

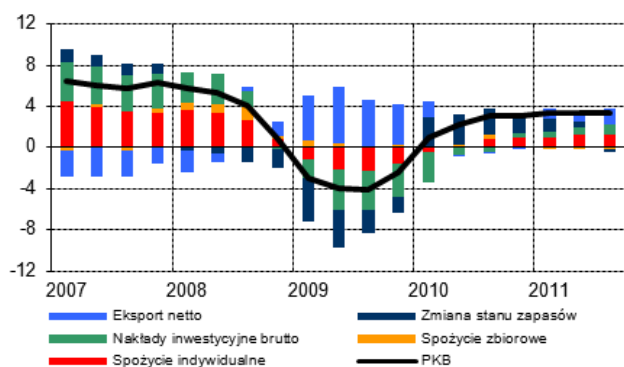
⁵ W porównaniu do prognoz organizacji międzynarodowych oraz krajowych ekspertów ekonomicznych.

¹ Szacunki na 2012 r. wynikające z przyjętych ustaw budżetowych w porównaniu do szacunków deficytu na 2011 r. z jesiennej notyfikacji fiskalnej (październik 2011 r.).

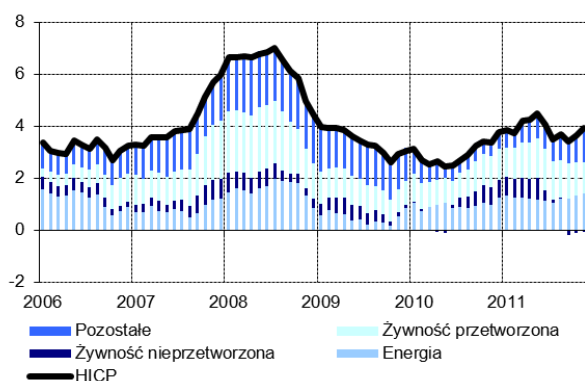
Dynamika PKB (% r/r)



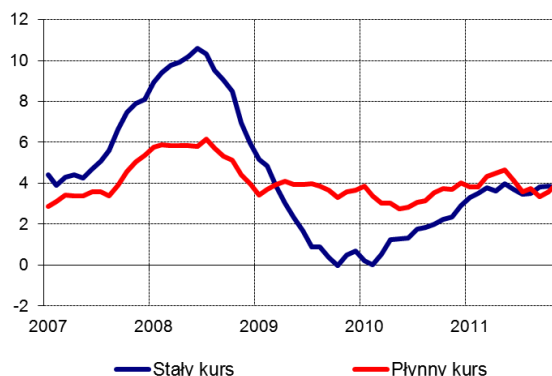
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB w krajach EŚW (pp., r/r)



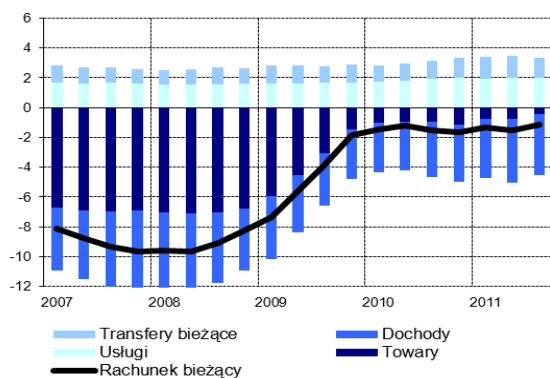
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



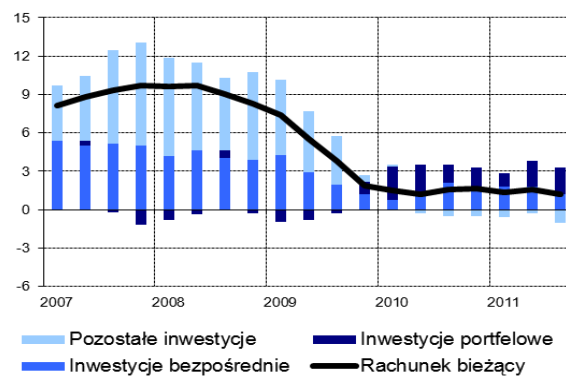
Inflacja HICP (% r/r)



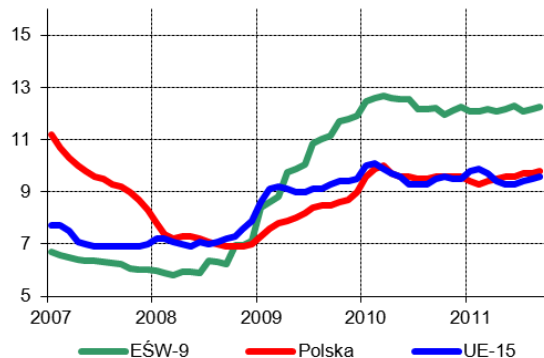
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



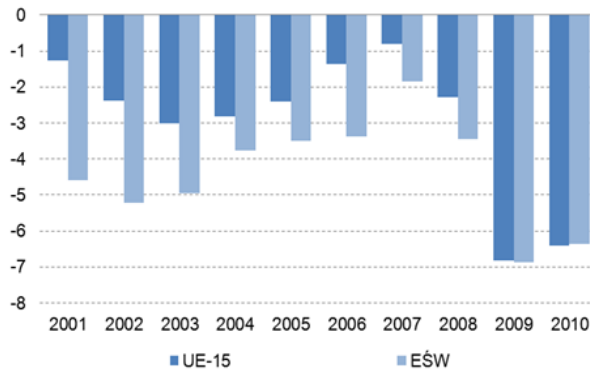
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



Stopa bezrobocia (%)



Saldo sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



BULGARIA

W pierwszych trzech kwartałach 2011 r. gospodarka Bułgarii rosła w tempie nieco powyżej 2% r/r. Podobnie jak 2010 r., głównym czynnikiem dynamizującym wzrost gospodarczy był eksport (pomimo wyraźnego obniżania się tempa wzrostu w kolejnych kwartałach). Pozytywny wpływ na dynamikę PKB miało także rosnące spożycie zbiorowe. Natomiast nakłady inwestycyjne oraz spożycie indywidualne nadal spowalniały wzrost gospodarczy. Oczekuje się, że w 2012 r. gospodarka Bułgarii utrzyma tempo wzrostu na zbliżonym poziomie, jak w 2011 r. Jednakże przewidywana jest zmiana jego struktury. Większy wpływ na wzrost powinien mieć bowiem popyt krajowy, podczas gdy eksport netto – przede wszystkim w wyniku obniżania się dynamiki eksportu – będzie stopniowo przyczyniał się do obniżenia skali wzrostu gospodarczego. W przeciwieństwie do większości krajów regionu, polityka fiskalna nie powinna stanowić znaczącej bariery dla wzrostu. Deficyt budżetowy nieprzekraczający 3% PKB oraz dług publiczny poniżej 20% PKB nie stwarzają potrzeby agresywnego zacieśniania polityki fiskalnej. Dodatkowo, zwiększająca się absorpcja funduszy unijnych umożliwi zwiększenie inwestycji w infrastrukturę publiczną⁶. Jednakże istotny element ryzyka dla prognoz bułgarskiej gospodarki stanowi wysoka ekspozycja na pogłębiający się kryzys zadłużeniowy w Grecji.

W porównaniu do pozostałych krajów regionu, Bułgaria jest najsilniej powiązana z grecką gospodarką. Składają się na to przede wszystkim szerokie powiązania finansowe i handlowe. Dotychczas kryzys w Grecji najbardziej uwidacznia się w odpływie kapitału z bułgarskiej gospodarki. O ile do 2008 r. banki bułgarskie głównie pożyczaly fundusze za granicą i udostępniały je bułgarskim przedsiębiorstwom i gospodarstwom domowym w postaci kredytu, tak obecnie większość banków używa depozytów aby spłacać powstałe zobowiązania i zmniejszyć zadłużenie zagraniczne. Proces ten prawdopodobnie ulegnie intensyfikacji w związku z decyzją Rady Europejskiej⁷ o zaostrzeniu wymogów kapitałowych, co wymusi na dużych bankach strefy euro zwiększenie kapitału. Przy udziale tych banków w bułgarskim rynku przekraczającym 50%⁸, oznacza to dalszy odpływ kapitału z Bułgarii. Dodatkowo, w przypadku eskalacji kryzysu w Grecji, odpływ kapitału z Bułgarii pogłębiłby się jeszcze bardziej nie tylko wskutek ucieczki kapitału (w tym kapitału spekulacyjnego) z rynków wschodzących ale również jako następstwo ewentualnych bankructw części greckich banków, których udział w bułgarskim rynku sięga ok. 30%.

Oprócz dalszego spadku depozytów zagranicznych, problemy Grecji mogą również przyczynić się do spadku poziomu bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Wskazuje na to struktura inwestycji, których prawie 10% pochodzi z Grecji

(oraz 70% ze strefy euro) i których większość ulokowana jest w sektorach narażonych na dalszą stagnację, takich jak nieruchomości, pośrednictwo finansowe oraz, w mniejszym stopniu, produkcja przemysłowa. Istnienie izby walutowej praktycznie uniemożliwia przeciwdziałanie temu zjawisku. Podobna sytuacja występuje w przypadku międzynarodowych pożyczek pomiędzy firmami. Początek 2011 r. charakteryzował się dużymi spłatami tego typu pożyczek, co skutkowało odpływem netto bezpośrednich inwestycji zagranicznych.

Eskalacja kryzysu w Grecji stanowi również istotne ryzyko dla bułgarskiego eksportu. Jeszcze w 2008 r. Grecja była najważniejszym rynkiem eksportowym (przypadało na nią blisko 10% wartości sprzedaży zagranicznej bułgarskich przedsiębiorstw). Jednak spadek sprzedaży do Grecji był w 2009 r. nieco głębszy niż do pozostałych krajów, a ożywienie w 2010 r. – wolniejsze. W 2011 r. pomimo dość głębokiego spadku popytu importowego w Grecji⁹, eksporterzy z Bułgarii zwiększyli sprzedaż do tego kraju – w efekcie wzrósł udział bułgarskich produktów na greckim rynku. W dużej mierze wzrost eksportu w ub.r. do Grecji dotyczył dóbr pośrednich, co może oznaczać, że greckie przedsiębiorstwa dążąc do obniżenia kosztów produkcji zastępowały droższe półprodukty z Europy Zachodniej, półproduktami pochodzącymi z Bułgarii. Bułgarskim eksporterem paradoksalnie pomogły też strajki greckich pracowników, co m.in. wpłynęło na znaczny wzrost eksportu energii elektrycznej z Bułgarii. Wydaje się, że stabilizacja sytuacji w Grecji, powinna sprzyjać dalszemu zwiększaniu bułgarskiego eksportu do tego kraju, który konkuruje na tym rynku głównie niższymi cenami. Natomiast silny spadek eksportu może pośrednio zwiększyć i tak już wysoki odsetek kredytów zagrożonych¹⁰, co może oznaczać pogorszenie sytuacji systemu finansowego.

Znacznie utrudniony dostęp przedsiębiorstw do kredytów z jednej strony oraz zmniejszające się zamówienia zagraniczne dla bułgarskiego sektora eksportowego prawdopodobnie spowodują, że w najbliższych kwartałach niekorzystne tendencje na rynku pracy nadal będą się pogłębiały. Bułgaria w końcu 2011 r. była jedynym krajem regionu gdzie stopa bezrobocia systematycznie rosła. Częściowo był to wynik opóźnionej reakcji na pierwszą falę kryzysu, jaka miała miejsce w latach 2008 i 2009, co wynikało z wyjątkowej sztywności rynku pracy w tym kraju. Ponadto rosnąca rozbieżność pomiędzy stopą bezrobocia wg Eurostatu a danymi urzędów pracy, może wskazywać na coraz większą skalę zniechęcenia w poszukiwaniu pracy¹¹.

⁶ Duża różnica pomiędzy zakontraktowanymi a wypłaconymi funduszami unijnymi - 59% wobec 14% - sugeruje, że transfery mogą znacząco wzrosnąć w przyszłym roku.

⁷ Podczas posiedzenia Rady Europejskiej w dniu 26.10.2010 r., osiągnięto porozumienie w sprawie rekapitalizacji banków w UE, będącego jednym z elementów pakietu antykryzysowego dla strefy euro.

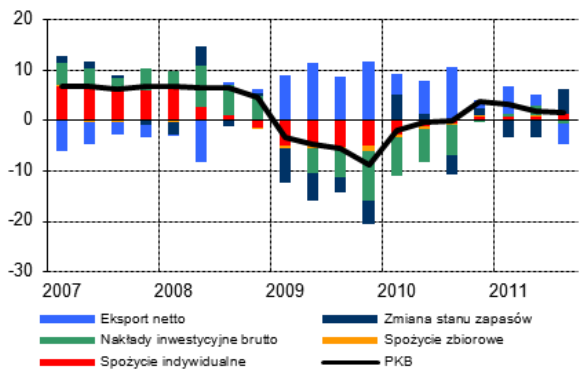
⁸ Dotyczy to przede wszystkim banków greckich (ok. 30% rynku), UniCredit Bulbank (ok. 16% rynku) oraz Raiffeisen Bułgaria (ok. 7% rynku).

⁹ W pierwszych trzech kwartałach 2011 r. wartość greckiego importu zmniejszyła się o blisko 20%.

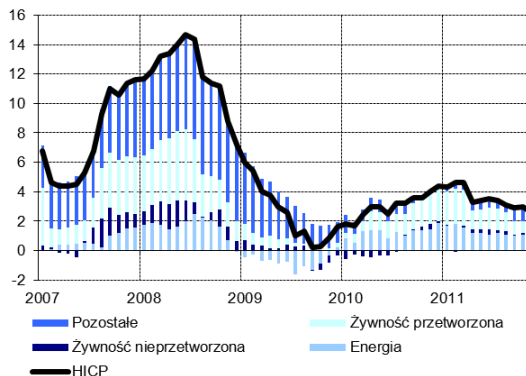
¹⁰ W Bułgarii, odsetek kredytów zagrożonych na poziomie 13,5% w I pol. br. był najwyższy w regionie. Wysoki odsetek został również odnotowany w tym okresie w Rumunii (13,4%) oraz na Węgrzech (10,5%). Natomiast w Słowenii (3,9%) oraz Słowacji (5,8%) najmniejszy udział kredytów zagrożonych był najmniejszy.

¹¹ WIIW. *Current Analyses and Forecasts-Economic Prospects for Central, East and Southeast Europe*, 07.2011.

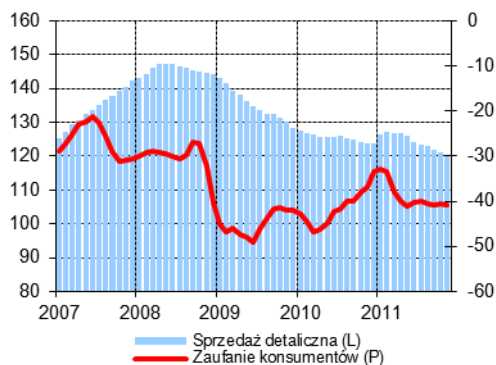
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



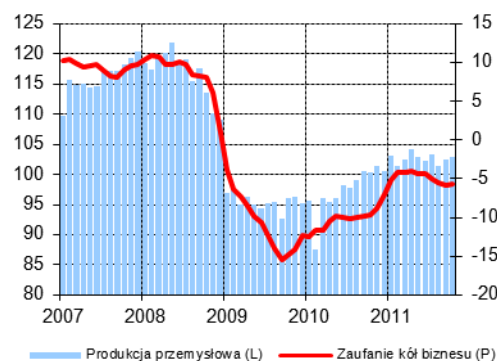
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



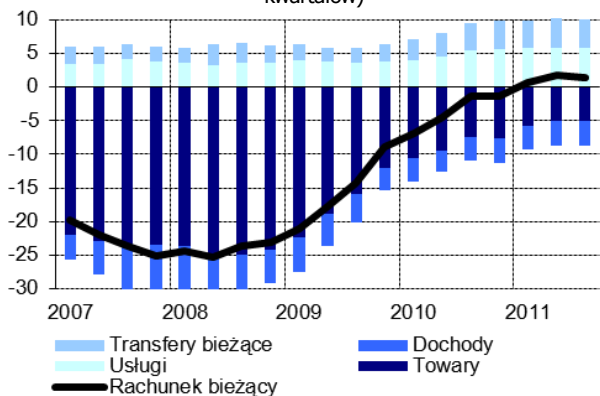
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



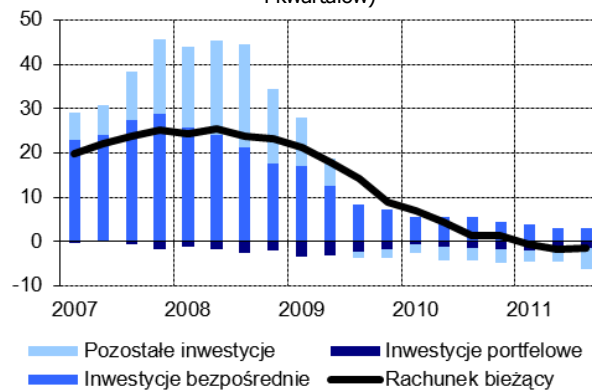
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania kół biznesu



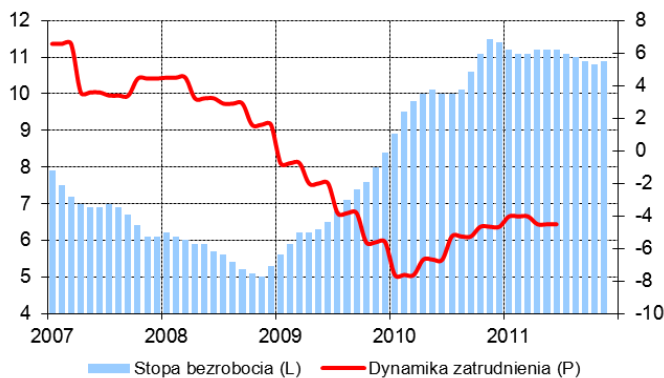
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



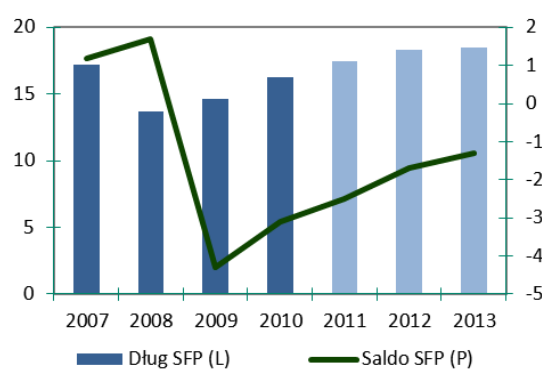
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



Stopa bezrobocia (%) i dynamika zatrudnienia (% r/r)



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



CZECHY

Informacje na temat pogłębiającego się kryzysu zadłużeniowego w krajach peryferyjnych strefy euro doprowadziły do wzrostu globalnej awersji do ryzyka w 2011 r., która utrzymywała się na wysokim poziomie do początku 2012 r. Podobnie jak w przypadku wydarzeń sprzed trzech lat, było to szczególnie zauważalne na rynkach finansowych krajów EŚW. Relatywnie najmniej gwałtownie zareagowały rynki w Czechach. Od maja 2011 r. do początku stycznia 2012 r. korona osłabiła się wobec euro „jedynie” o 7%, podczas gdy polski złoty i węgierski forint zdeprecjonowały się znacznie mocniej w tym okresie (odpowiednio o 15% i 19%). Jednocześnie wzrost ryzyka kraju, obrazowany poprzez zmianę notowań CDS był również najniższy w regionie. W opisywanym okresie stawki CDS dla 5-letnich obligacji skarbowych w Czechach wzrosły o niespełna 70 pb., podczas gdy średnia dla regionu była blisko trzykrotnie wyższa (do ponad 460 pb. na Węgrzech).

Co ważniejsze, korzystna ocena inwestorów miała miejsce w okresie, kiedy dane makroekonomiczne wskazywały na gorszą sytuację Czech w porównaniu z wieloma innymi krajami regionu. Roczne tempo wzrostu gospodarczego w I połowie 2011 r. wyniosło 2,6%, wobec 3,4% dla całego regionu EŚW. Konsumpcja, zarówno prywatna, jak i publiczna nadal pozostawały w stagnacji, do czego przyczyniły się bardzo powolna poprawa sytuacji na rynku pracy oraz trwające zacieśnienie polityki fiskalnej. Jednocześnie prognozy Narodowego Banku Czech przewidują dalsze spowolnienie gospodarcze. W 2011 r. roczne tempo wzrostu PKB ma wynieść 2,0%, a w 2012 r. zaledwie 1,2%¹², co również ma być jednym z najniższych wyników regionie. Z kolei poziom inflacji, zarówno w 2011, jak i 2012 r. ma cały czas oscylować w granicach celu inflacyjnego (2,0%).

Łagodniejsza niż w innych krajach regionu reakcja na zawirowania na światowych rynkach finansowych związane z kryzysem strefy euro, wydaje się potwierdzać fakt, że Czechy są lepiej niż inne kraje regionu traktowane przez inwestorów zagranicznych. Istnieje kilka przesłanek, z których może to wynikać.

Po pierwsze, Czechy z PKB per capita PPP w 2010 r. w wysokości ponad 20 tys. Euro (82,4% średniej UE-27 – więcej niż Portugalia) należały do najbardziej, obok Słowenii, rozwiniętych krajów regionu. Z tego też tytułu, duże organizacje międzynarodowe (m.in. MFW, EBOiR) nie zaliczają już Czech do grupy krajów rozwijających się, a do rozwiniętych. Dodatkowo relatywnie niewielki dług sektora finansów publicznych (38% PKB w 2010 r.) spowodował, że inwestorzy, a także agencje ratingowe nisko wyceniają ryzyko bankructwa kraju. Notowania CDS dla 5-letnich obligacji od lat są zdecydowanie najniższe w

regionie.¹³ Rating długoterminowego długu sektora finansów publicznych również jest najwyższy w regionie według wszystkich trzech głównych agencji ratingowych (A1 Moody's, AA- S&P, A+ Fitch dla długu w walucie obcej). Dodatkowo, agencja S&P podniosła w sierpniu 2011 r. o dwa stopnie rating Czech, co uzasadniano m.in. stabilną sytuacją polityczno-ekonomiczną i postępem we wprowadzaniu reform. Pomimo tego, że deficyt sektora finansów publicznych w Czechach w 2010 r. (4,7% PKB) zdecydowanie przekraczał wartość referencyjną kryterium z Maastricht, agencje i inwestorzy zdają się doceniać zakres i skuteczność przeprowadzanej w Czechach konsolidacji fiskalnej.

Dodatkowym czynnikiem świadczącym o stabilności gospodarki czeskiej są niskie stopy procentowe. Od maja 2010 r. główna stopa procentowa Narodowego Banku Czech (*2W Repo Rate*) znajduje się na rekordowo niskim poziomie 0,75%, tj. mniejszym niż stopa EBC¹⁴. W poprzednich latach jej poziom był również zdecydowanie niższy niż w pozostałych krajach regionu EŚW (od 2002 r. nie przekraczała ona 3,75%), a jednocześnie poziom inflacji (oprócz 2008 r., kiedy to inflacja przejściowo wzrosła w wyniku podwyżek stawek podatków i cen regulowanych) należał do najniższych w regionie.

Niskie krajowe stopy procentowe ochroniły również czeską gospodarkę przed zagrożeniem, z jakim borykają się inne gospodarki regionu, tzn. bardzo dużym udziałem kredytów walutowych w portfelach lokalnych banków. W połowie 2011 r. stanowiły one jedynie 13% całości pożyczek dla sektora prywatnego¹⁵. Tym samym, nawet silna deprecjacja korony nie powinna zagrozić stabilności systemu bankowego ani wyraźnie wpłynąć na wzrost obciążeń gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

Czechy charakteryzowały się również najniższym deficytem na rachunku obrotów bieżących w regionie w ostatnich latach. Od 2004 r. nie przekraczał on 4% PKB, podczas gdy w innych krajach EŚW (kraje bałtyckie, Bułgaria) był on często wyższy niż 20% PKB. Dodatkowo Czechy w tym okresie odnotowywały stałą nadwyżkę w handlu zagranicznym. W przypadku Czech, deficyt obrotów bieżących był w całości pokrywany przez napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, przez co dług zagraniczny, jako odsetek PKB, nie przyrastał w ostatnich latach i był zdecydowanie najniższy spośród krajów regionu (41% PKB w połowie 2011 r.). Relatywnie niski poziom nierównowag zewnętrznych i niewielkie uzależnienie od napływu zagranicznego kapitału, zwłaszcza

¹³ Na początku 2012 r. wyniosły one 145 pb. wobec 280 pb. dla będącej członkiem strefy euro Słowacji, 260 pb. dla Polski czy 700 pb. dla Węgier.

¹⁴ Do listopada 2011 r. był to poziom dwukrotnie niższy niż stopa referencyjna EBC.

¹⁵ W Polsce odsetek ten wynosił 30%, a w Rumunii i na Węgrzech przekraczał 60%. Te kraje, podobnie jak Czechy stosują reżim płynnego kursu walutowego i tym samym są narażone na wahania kursu walutowego.

¹² Prognozy konsensualne z grudnia 2011 r. przewidują nawet, że wzrost PKB w Czechach w 2012 r. wyniesie zaledwie 0,3%.

krótkoterminowego, było zatem kolejnym czynnikiem pozytywnie wyróżniającym ten kraj na tle innych gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej¹⁶.

Relatywna stabilność czeskich aktywów finansowych na tle regionu wynikała nie tylko z ww. przyczyn o charakterze fundamentalnym, ale też z niewielkiej, w porównaniu z Polską, głębokości i płynności rynków finansowych¹⁷. Ta stosunkowo niewielka płynność zapobiegała nagłym odpływom kapitału, co sprzyjało utrzymywaniu stabilności kursu walutowego.

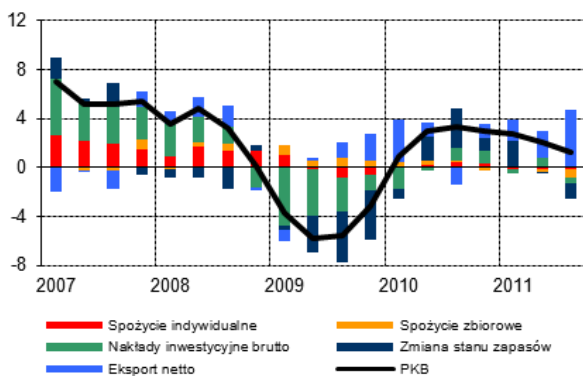
Wątpliwości odnośnie wyjątkowej stabilności czeskich rynków finansowych pojawiły się w listopadzie 2011 r., kiedy to tempo deprecjacji czeskiej korony dorównało innym walutom regionu. Wówczas korona osłabiła się wobec euro o 5,5%, tj. porównywalnie do złotego i forinta, zdecydowanie silniej niż rumuński lej w tym okresie. Wyraźnie wzrosły również rentowności czeskich obligacji skarbowych (o 130 pb – nawet nieznacznie więcej niż rentowności obligacji węgierskich w listopadzie 2011 r., jednak w grudniu rentowności powróciły do niskich poziomów). Jednak już na przełomie grudnia 2011 r. i stycznia 2012 r., kiedy to na rynkach finansowych krajów EŚW ponownie pojawiły się zawirowania związane z sytuacją na Węgrzech (wprowadzenie ustawy ograniczającej niezależność Banku Centralnego, zerwanie rozmów z UE i MFW dotyczących pomocy finansowej, obniżenie ratingu obligacji skarbowych do poziomu „śmieciowego”), deprecjacja korony była zdecydowanie mniej gwałtowna niż miało to miejsce w przypadku forinta, złotego, czy leja.

Odwrót inwestorów od Czech, jaki miał miejsce w listopadzie 2011 r. wynikał, poza wzrastającą awersją do ryzyka, której ofiarą stały się już niemal wszystkie kraje Unii Europejskiej, również z sytuacji wewnątrz czeskiej gospodarki. Przedstawione wówczas dane dotyczące PKB w III kw. 2011 r. wskazują na stagnację (bez zmian w ujęciu kwartalnym, spowolnienie do 1,8% w ujęciu rocznym), a najnowsze prognozy CNB i ośrodków zewnętrznych wskazują na dalsze spowolnienie wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach. Inwestorzy zaczęli również zwracać uwagę na silne powiązania Czech z gospodarką strefy euro, a zwłaszcza Niemiec. Czechy, obok Węgier, należą do najsilniej powiązanych ze strefą euro gospodarek regionu. Dotyczy to zarówno silnych więzi handlowych, powiązań rynków finansowych, jak i napływu kapitału. W przypadku oczekiwanego znacznego spowolnienia gospodarki strefy euro w najbliższych kwartałach, zwłaszcza szybko rozwijającej się jeszcze w I połowie 2011 r. gospodarki niemieckiej, Czechy wydają się być zatem szczególnie narażone na efekty kryzysu w strefie euro. Wydaje się, że czynniki, które dotychczas decydowały o silnej pozycji gospodarki Czech i jej wizerunku, w obliczu kryzysu zadłużeniowego w strefie euro mogą okazać się tymi, które mogą zaważyć na osłabieniu jej

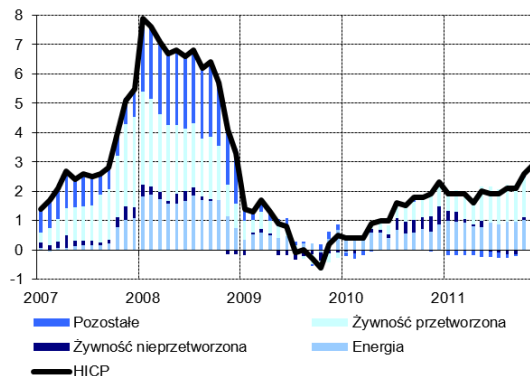
wiarygodności inwestycyjnej. Wydaje się jednak, że pomimo tych czynników, Czechy nadal pozostaną najbardziej stabilnym rynkiem finansowym w regionie, co zdaje się mniejsza zmienność kursu korony (w odniesieniu do innych walut regionu), jaką można było obserwować od początku 2012 r.

¹⁷ Podobna sytuacja ma miejsce w Rumunii, gdzie kurs leja również w ostatnim okresie cechował się mniejszą zmiennością niż kurs polskiego złotego.

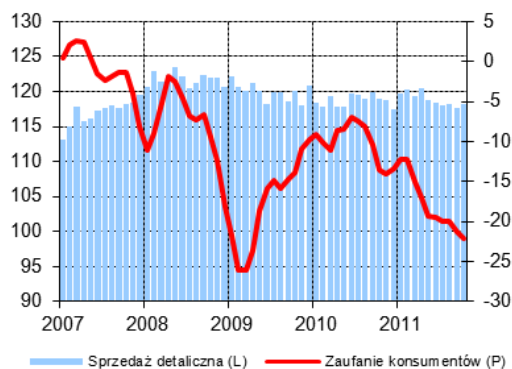
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



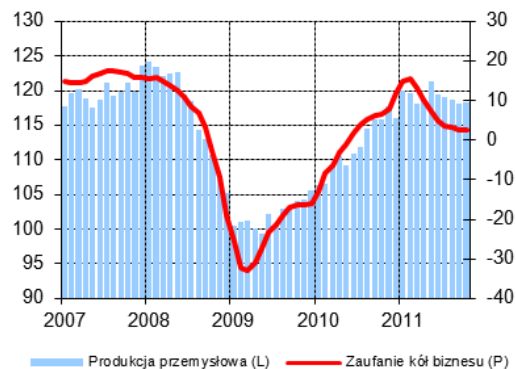
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



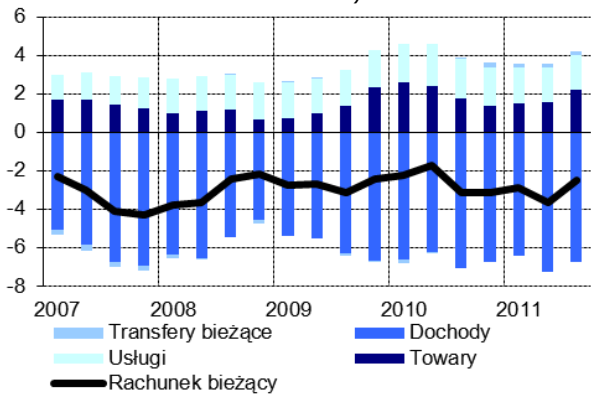
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



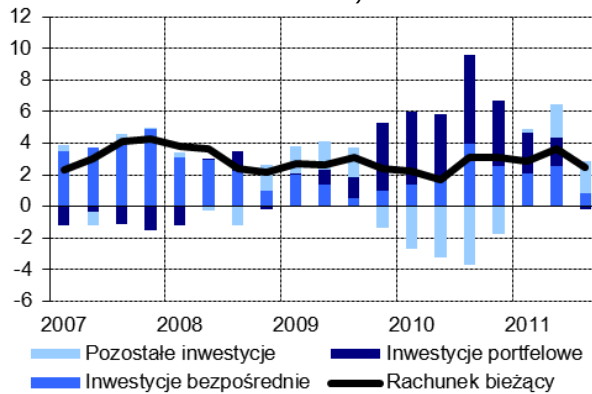
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania kół biznesu



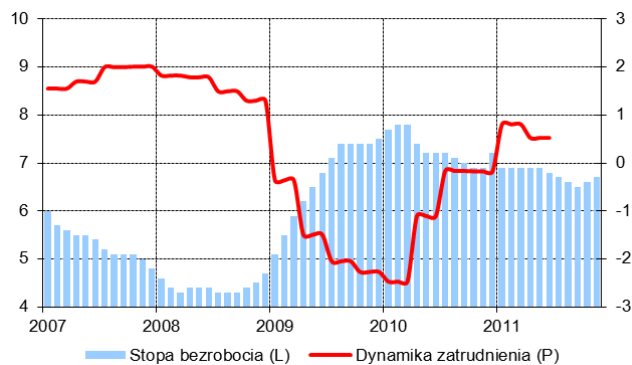
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



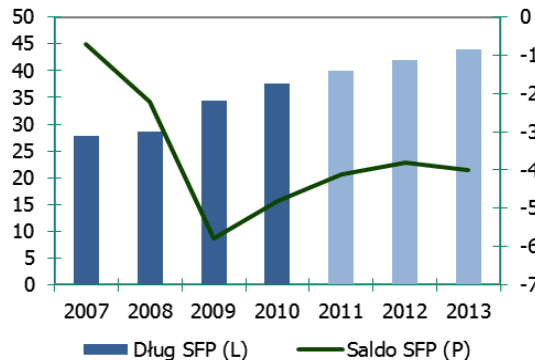
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



Stopa bezrobocia (%) i dynamika zatrudnienia (% r/r)



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



ESTONIA



LITWA



ŁOTWA

Kraje bałtyckie były w 2011 r. najszybciej rozwijającymi się gospodarkami w Europie Środkowej i Wschodniej. Wysoka dynamika wzrostu, jaką osiągnęły w ub.r., znacznie przekraczała także oczekiwania z początku 2011 r. Do wzrostu przyczyniał się, inaczej niż w większości krajów regionu, popyt krajowy. Na taką sytuację złożyło się co najmniej kilka czynników: wzrost wydatków publicznych, relatywnie wysoka dynamika konsumpcji gospodarstw domowych oraz znaczne zwiększenie nakładów inwestycyjnych. Warto jednak zauważyć, że wzrost ten miał miejsce po okresie silnych spadków PKB w latach 2008-2010. Pomimo dużych wzrostów obserwowanych w ostatnich kwartałach, PKB w III kw. 2011 r. było w krajach bałtyckich o ponad 10% niższe niż pod koniec 2007 r.

Pozytywny wkład do wzrostu gospodarczego w krajach bałtyckich miały wydatki publiczne (z wyjątkiem Litwy), podczas gdy w pozostałej części regionu w 2011 r. obserwowany był przeważnie ich spadek na skutek trwającej konsolidacji fiskalnej. W krajach bałtyckich proces silnej konsolidacji dokonał się przede wszystkim w latach 2009-2010.

W krajach bałtyckich obserwowany był również najwyższy w regionie wzrost wydatków gospodarstw domowych. Złożyło się na to z jednej strony zmniejszenie skali działań prowadzących do zrównoważenia budżetów, zwłaszcza zakończenie cięć zatrudnienia i wynagrodzeń w sektorze publicznym¹⁸. Z drugiej strony, w kierunku wzrostu spożycia indywidualnego działała stopniowa poprawa na rynku pracy, aczkolwiek stopa bezrobocia nadal pozostawała najwyższa w regionie, wzrost dynamiki płac w sektorze prywatnym oraz transferów pieniężnych z zagranicy. Wzrost konsumpcji, inaczej niż przed kryzysem, następował w warunkach stagnacji na rynku kredytowym. Ponadto przykład Łotwy wskazuje też na pewne zmiany w strukturze udzielanych kredytów. Pogłębianiu się spadków kredytów w euro w I poł. 2011 r. towarzyszyło bowiem ograniczenie spadkowej tendencji kredytów w walucie krajowej. We wszystkich krajach bałtyckich na relatywnie wysokim poziomie utrzymywała się nadal stopa oszczędności¹⁹.

Pozytywny wpływ wzrostu konsumpcji na dynamikę produktu krajowego brutto został nieco osłabiony przez wzrost importu (wyraźnie wyższy niż w pozostałych krajach regionu). Z drugiej strony, negatywny wpływ wysokiej dynamiki importu na PKB złagodził wysoki wzrost

eksportu. Wysokiej dynamice eksportu, przekraczającej dynamikę sprzed kryzysu, sprzyjała nie tylko dobra koniunktura w Rosji i UE (w tym wśród głównych partnerów handlowych - Szwecji, Finlandii, Niemiec), ale także wewnętrzna dewaluacja. Obniżenie jednostkowych kosztów pracy wpłynęło na poprawę konkurencyjności eksportu we wszystkich trzech krajach²⁰.

Najważniejszym źródłem wzrostu gospodarczego w 2011 r. były wydatki inwestycyjne. Z jednej strony był to efekt odłożonych inwestycji (nakłady inwestycyjne w krajach bałtyckich spadały silnie już od 2008 r., a więc wcześniej niż w pozostałych krajach regionu), z drugiej strony postępującej stabilizacji na rynku nieruchomości²¹. Wzrost inwestycji miał miejsce w warunkach stagnacji na rynku kredytów. Na Litwie i Łotwie główną siłą napędową wydatków inwestycyjnych stały się zyski, natomiast w Estonii (gdzie większe znaczenie odgrywają przedsiębiorstwa z udziałem kapitału zagranicznego) obserwowany był wzrost kredytów wewnątrz korporacyjnych. W efekcie w Estonii nastąpił wzrost udziału kredytowania zagranicznego w całości zadłużenia przedsiębiorstw przemysłowych.

Silny wzrost popytu krajowego w 2011 r. był głównym czynnikiem wzrostu w krajach bałtyckich, jednak w poprzednich latach to właśnie załamanie konsumpcji i inwestycji doprowadziło do najsilniejszego w regionie kryzysu. Obecnie obserwowane ożywienie zdołało jedynie w części zrekompensować spadki z lat ubiegłych. Poziom popytu wewnętrznego była w III kw. 2011 r. o ponad 20% niższy niż w IV kw. 2007 r.

W 2012 r. ze względu na kryzys zadłużeniowy w strefie euro, oczekiwane jest spowolnienie wzrostu gospodarczego w krajach bałtyckich. Jednak w dalszym ciągu dynamika PKB będzie tu wyższa niż w pozostałych krajach regionu²². Mniejsze obniżenie prognoz wzrostu wynika w dużej mierze z faktu, iż dotychczasowy proces ożywienia w tych gospodarkach był oparty przede wszystkim na popycie krajowym, natomiast w mniejszym stopniu na eksporcie (podczas gdy w większości krajów Europy Środkowej sytuacja była odwrotna). Ponadto działania podjęte w reakcji na kryzys w latach 2008-2009 sprawiły,

¹⁸ Według szacunków European Federation of Public Service Unions płace w sektorze publicznym obniżyły się w 2009 r. średnio o ok. 25% na Łotwie, 18% na Litwie i 16% w Estonii.

¹⁹ W wyniku kryzysu stopa oszczędności gospodarstw domowych wzrosła w Estonii z 0,8% w 2007 r. do 9,6% w 2010 r. Na Łotwie w tym samym okresie wzrosła ona z -5% do 4,2%, na Litwie z -5,2% do 7,9%. Również w 2011 r. pozostawała ona na względnie wysokim poziomie (wg oczekiwań KE będzie to 7,7% w przypadku Estonii i 2,2% na Łotwie).

²⁰ W 2010 r. realne jednostkowe koszty pracy obniżyły się o 9,1% na Litwie, 8,2% na Łotwie i 6,6% w Estonii, co częściowo zrekompensowało ich nadmierny wzrost w okresie przed kryzysem. W 2011 r. spodziewany był dalszy ich spadek o ok. 1,8-1,9% na Łotwie i w Estonii oraz o 3,3% na Litwie.

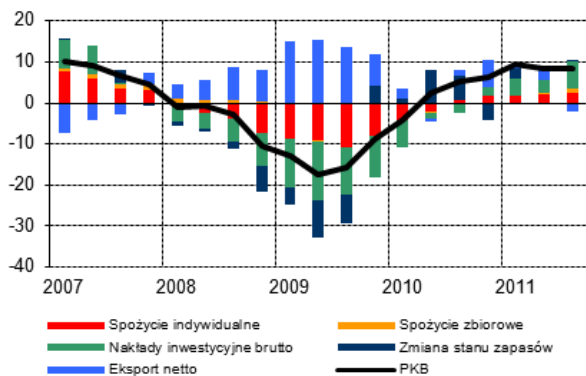
²¹ Na skutek kryzysu w 2009 r. kraje bałtyckie odnotowały spadek produkcji w sektorze budownictwa rzędu 30-45% r/r. Obniżyła się zarówno liczba nowych budów, jak i ceny nieruchomości mieszkalnych (spadki sięgały 50-60% wobec maksimum z 2007 r.).

²² Mimo relatywnie wysokiej oczekiwanej dynamiki wzrostu gospodarczego na rok 2012, poziom produktu krajowego brutto nadal będzie pozostawał niższy niż przed kryzysem, na skutek którego kraje bałtyckie w latach 2008-2009 utraciły ok. 1/5 PKB.

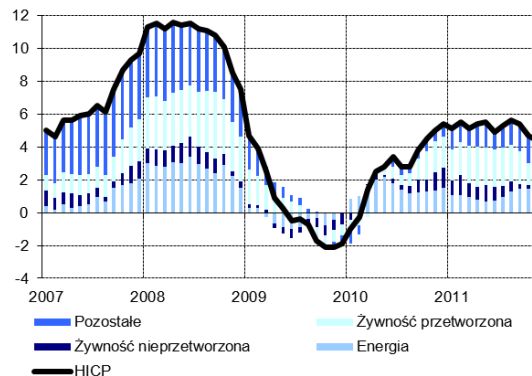
że fundamenty gospodarek bałtyckich stały się o wiele silniejsze.

Dzięki dewaluacji wewnętrznej oraz konsolidacji fiskalnej kraje bałtyckie zdołały utrzymać sztywny kurs walutowy, zwiększyły stabilność swoich gospodarek oraz zaufanie inwestorów. W przypadku Estonii wejście do strefy euro i podniesienie ratingu kredytowego w sierpniu 2011 r. przez agencję S&P dodatkowo wpłynęło na poprawę jej wizerunku i wzrost atrakcyjności dla inwestycji bezpośrednich. Poprawa zaufania rynków do krajów bałtyckich może przełożyć się również na większe możliwości pozyskania tańszego finansowania na wypadek przyszłych szoków gospodarczych.

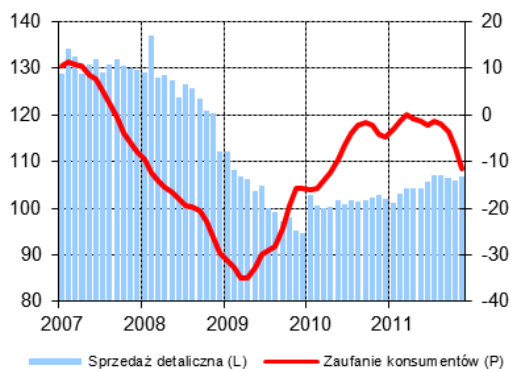
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



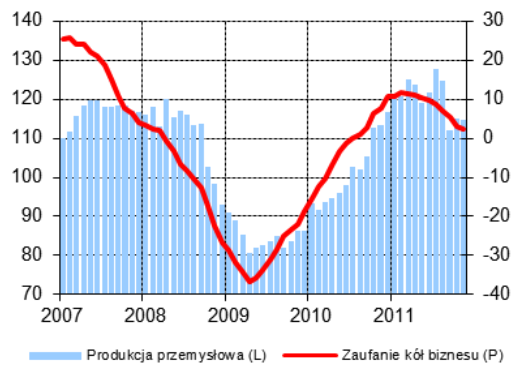
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



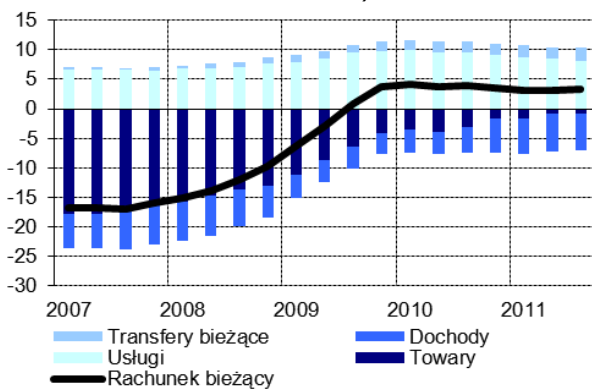
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



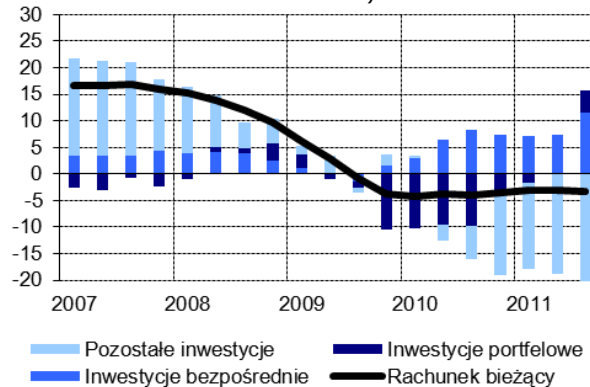
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania kół biznesu



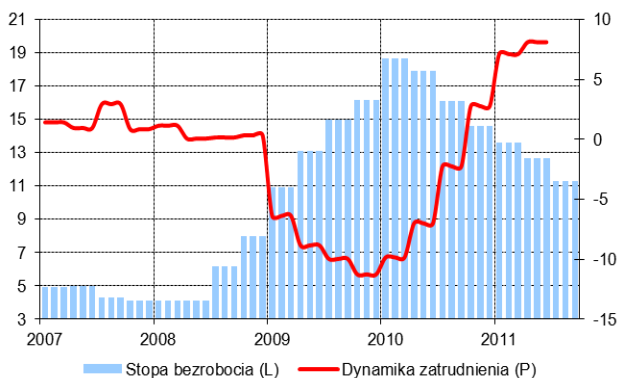
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



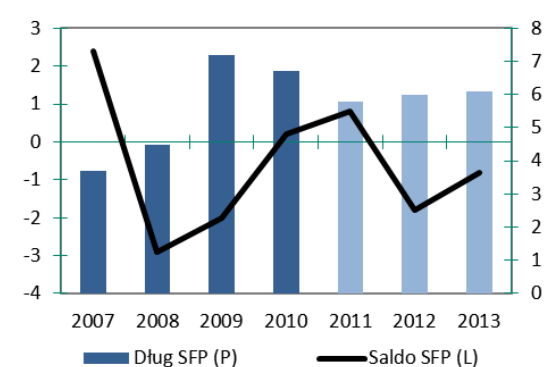
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



Stopy bezrobocia (%) i dynamika zatrudnienia (% r/r)

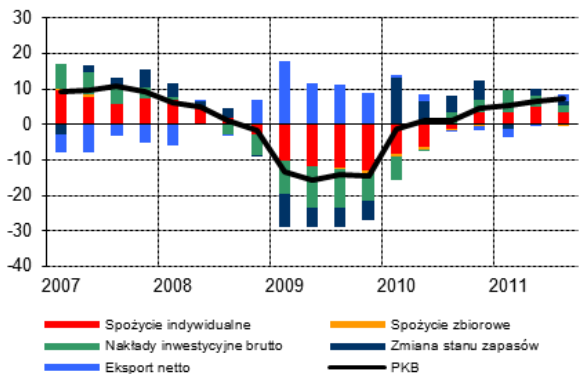


Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)

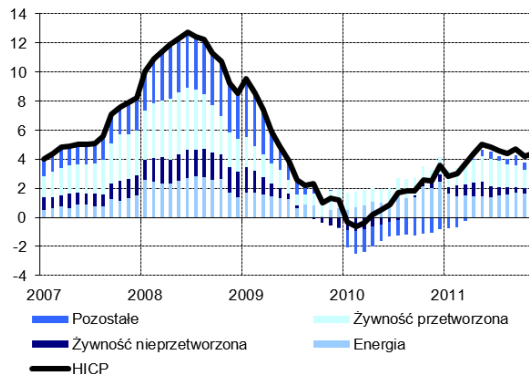


Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne

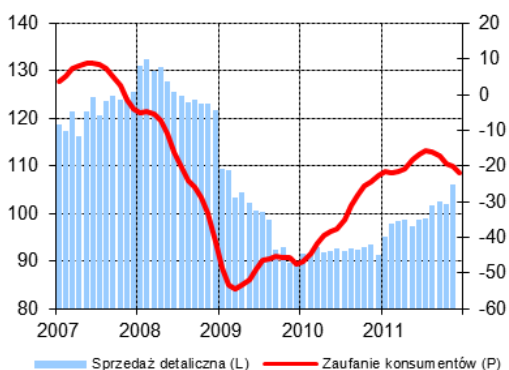
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



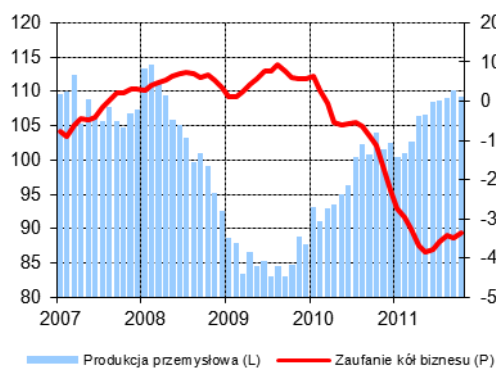
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



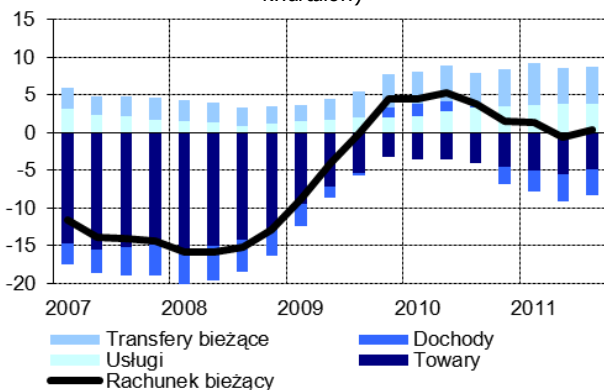
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



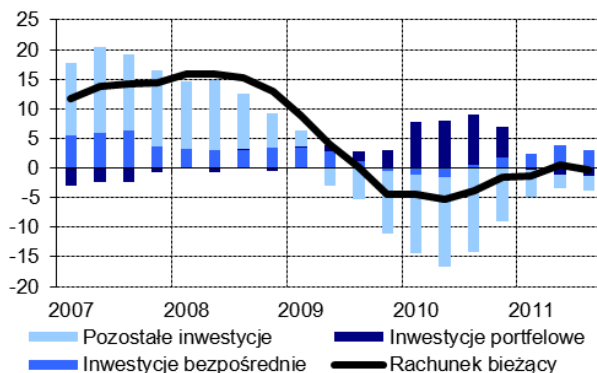
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania kół biznesu



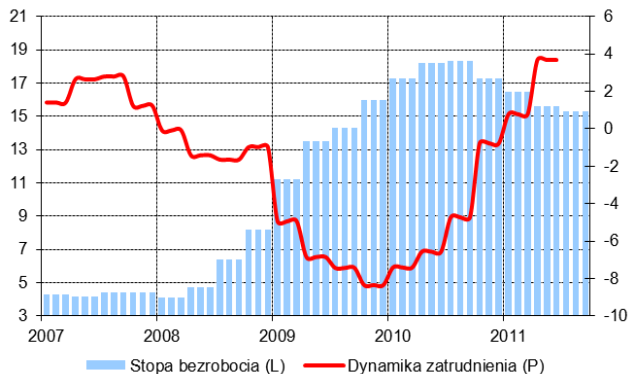
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



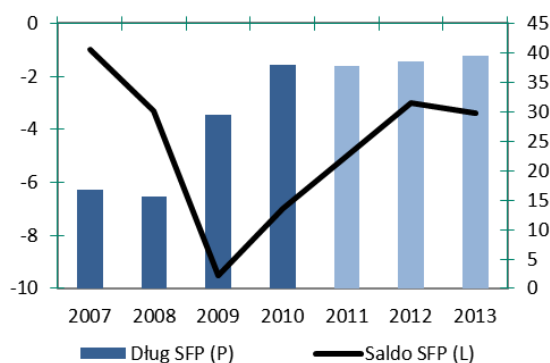
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



Stopa bezrobocia (%) i dynamika zatrudnienia (% r/r)

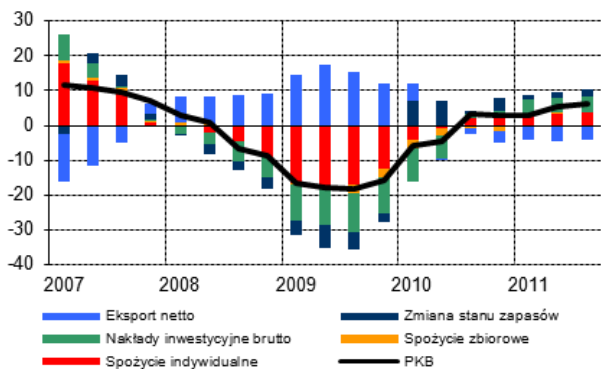


Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)

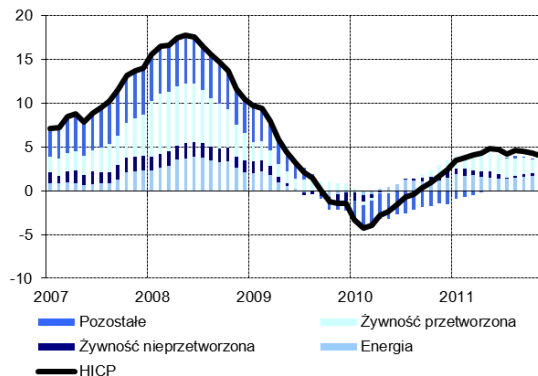


Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne

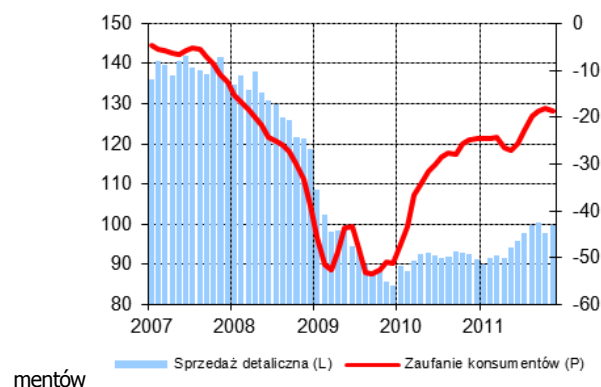
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



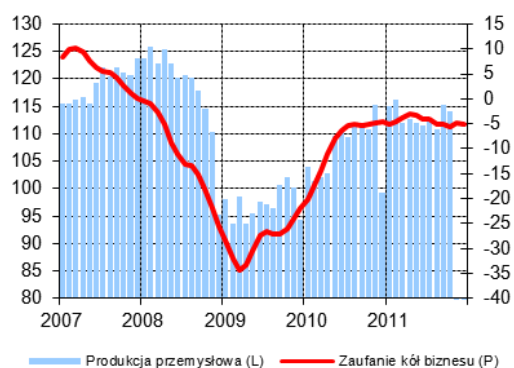
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



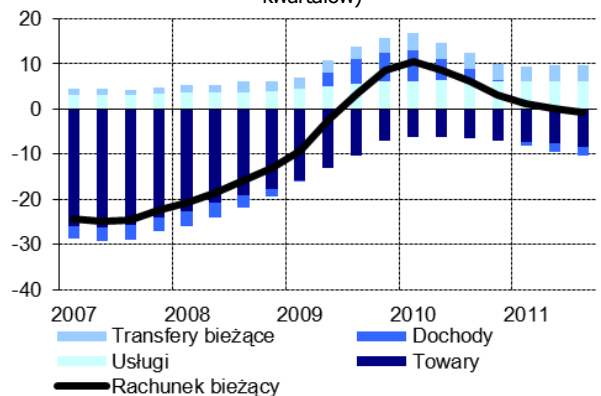
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



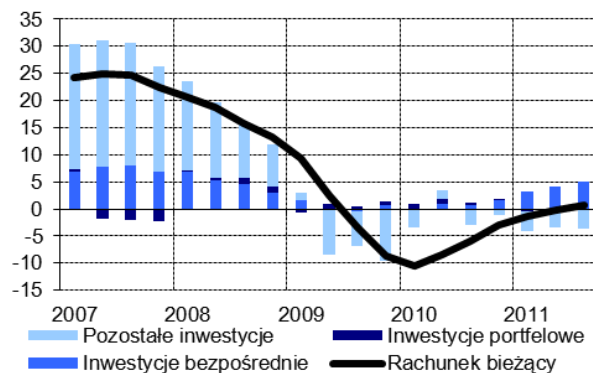
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania kół biznesu



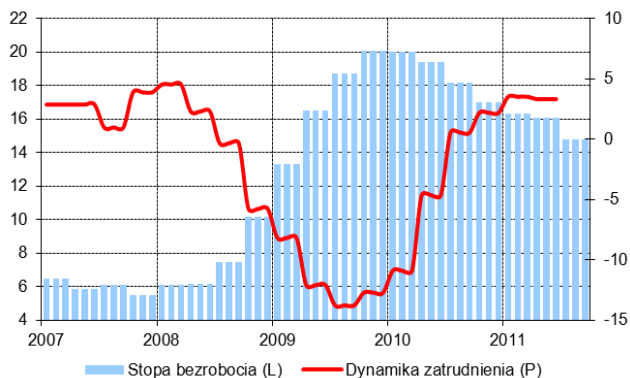
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



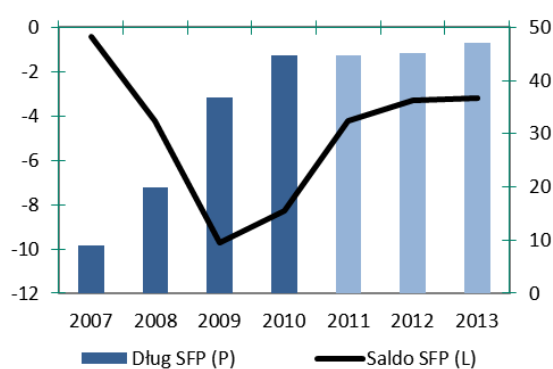
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



Stopa bezrobocia (%) i dynamika zatrudnienia (% r/r)



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



RUMUNIA

Odbudowa wzrostu gospodarczego po okresie kryzysu w II połowie 2008 r. i 2009 r. przebiegała w Rumunii bardzo powoli. Przez większą część 2010 r. gospodarka ta odnotowała spadki PKB w ujęciu rocznym, podczas gdy w pozostałych krajach regionu tendencja ta odwróciła się już w II kw. 2010 r. W I połowie 2011 r. PKB w ujęciu rocznym wzrósł w Rumunii zaledwie o 1,5%, co również było najsłabszym wynikiem spośród krajów EŚW. Zmiana sytuacji miała miejsce w III kw. 2011 r., kiedy to PKB w Rumunii wzrosło najsilniej w regionie w ujęciu kwartalnym (1,9% kw/kw), a jego roczna dynamika znacząco przyspieszyła (do 4,5% r/r). Prawdopodobnie tak wysoki wzrost miał charakter jednorazowy, co wynikało z wyjątkowo dobrych zbiorów w rolnictwie i efektu niskiej bazy.

Niskie tempo wzrostu gospodarczego, zwłaszcza w I połowie 2011 r., wynikało przede wszystkim z utrzymującej się słabości popytu krajowego, przede wszystkim popytu konsumpcyjnego. Poza efektami zacieśnienia fiskalnego, które obserwowano w Rumunii w 2010 r., innym ważnym czynnikiem ograniczającym wzrost konsumpcji i inwestycji było zatrzymanie akcji kredytowej.

Wybuch kryzysu w II poł. 2008 r. spowodował bardzo ostre wyhamowanie wzrostu akcji kredytowej w Rumunii. Szczególnie widoczne było to w przypadku kredytów dla gospodarstw domowych, który obniżał się od początku 2009 r. W 2010 i I poł. 2011 r. dynamika akcji kredytowej w Rumunii nadal pozostawała na bardzo niskim poziomie. Jej nieznaczne odbicie można było zaobserwować w połowie 2010 r. w przypadku kredytów udzielanych przedsiębiorstwom, co zaowocowało ożywieniem aktywności inwestycyjnej w Rumunii. Rynek kredytów dla gospodarstw domowych w 2010 i I poł. 2011 r. nadal znajdował się w stagnacji. Roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych oscylowała wokół zera, a w przypadku kredytów konsumpcyjnych była zdecydowanie ujemna, co wydaje się być, podobnie jak w innych krajach regionu, jednym z kluczowych czynników hamujących wzrost wydatków rumuńskich konsumentów w 2011 r.

Szybki wzrost liczby udzielanych kredytów był jednym z głównych motorów napędzających popyt wewnętrzny, a tym samym i wzrost gospodarczy w tym kraju w okresie przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego. W I połowie 2008 r. roczne tempo wzrostu akcji kredytowej dla sektora prywatnego dochodziło do 70%, a w przypadku kredytów dla gospodarstw domowych przekraczało nawet 85% r/r. Kredyty walutowe rosły w jeszcze szybszym tempie. Dla całego sektora prywatnego ich tempo wzrostu przekraczało 90% r/r, a w przypadku sektora gospodarstw domowych ich wartość wzrastała blisko 1,5-krotnie w ciągu roku.

Podobnie jak w innych krajach EŚW, kredyty walutowe były także bardzo popularne w Rumunii, co wiązało się z ich niższym kosztem oraz łatwością uzyskania, zwłaszcza po okresie akcesji do UE w 2007 r. W połowie 2011 r. stanowiły one 63% wszystkich udzielonych kredytów (podobny odsetek jak na Węgrzech). Udział kredytów wal-

utowych był szczególnie widoczny w przypadku kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych (95%), jednak również w przypadku kredytów dla przedsiębiorstw przekraczał on 60%. Zdecydowanie najpopularniejszą walutą, w której udzielano kredytów było euro (ponad połowa wszystkich kredytów dla sektora prywatnego).

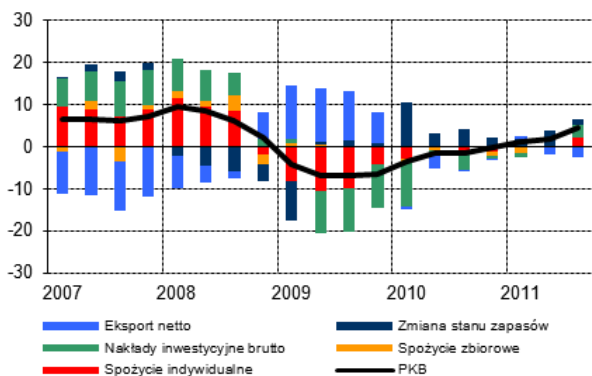
Podobnie jak w przypadku Węgier, a w mniejszym stopniu również Polski, duży odsetek zadłużenia w walutach obcych stanowi w Rumunii poważne zagrożenie dla przyszłego tempa wzrostu gospodarczego i stabilności systemu finansowego. Jednym z głównych czynników ryzyka jest płynny kurs walutowy w tych krajach²³. Co prawda, deprecjacja rumuńskiego leja wobec euro w III kw. 2011 r. była mniejsza niż w przypadku polskiego złotego czy węgierskiego forinta²⁴. Jednak w przypadku słabej kondycji gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, deprecjacja ta miała wpływ na ich zdolność regulowania zobowiązań zaciągniętych w walutach obcych. Kryzys finansowy z 2008 r. spowodował stałe pogarszanie się portfela kredytowego rumuńskich banków. Udział kredytów zagrożonych (*non-performing loans – NPL*) w okresie III kw. 2008 r. – II kw. 2011 r. podwoił się (wynosił on odpowiednio 6,4% i 13,3%).

Podobnie jak w większości nowych krajów członkowskich UE, sektor bankowy w Rumunii jest zdominowany przez kapitał zagraniczny. Według danych Narodowego Banku Rumunii (NBR), w połowie 2011 r. kapitał zagraniczny stanowił ponad 85% aktywów sektora bankowego. W odróżnieniu jednak od pozostałych, poza Bułgarią, krajów EŚW, duży udział w tym rynku posiadają banki greckie (16% aktywów sektora, w tym 6% największego banku – Alpha Bank). Utrzymująca się nienajlepsza kondycja sektora bankowego w Rumunii, a także ryzyko jej pogorszenia w związku z możliwością rozszerzenia się kryzysu strefy euro, wymagają dokapitalizowania banków rumuńskich, przez ich macierzyste jednostki zagraniczne, do czego nawiązują przedstawiciele rumuńskiego nadzoru finansowego i NBR. Dotychczas płynność systemu bankowego wydaje się być relatywnie wysoka. W połowie 2011 r. współczynnik wypłacalności dla rumuńskiego sektora bankowego wyniósł ponad 14% i zdecydowanie przekraczało wymaganą 8%, co jednak może się drastycznie zmienić w przypadku masowego odpływu kapitału zagranicznego.

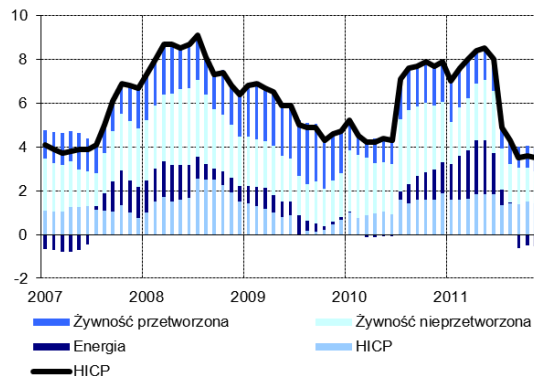
²³ Płynny kurs walutowy obowiązuje również w Czechach, jednak z powodu znacznie mniejszej popularności kredytów walutowych w tym kraju (13% całości kredytów dla sektora prywatnego), a także relatywnie stabilniejszego kursu korony wobec euro, problem ten wydaje się mieć znacznie mniejszą skalę.

²⁴ Od początku maja 2011 r. do początku stycznia 2012 r. kurs EUR/RON osłabił się o 7%, podczas gdy EUR/PLN o 14% a EUR/HUF o 19%.

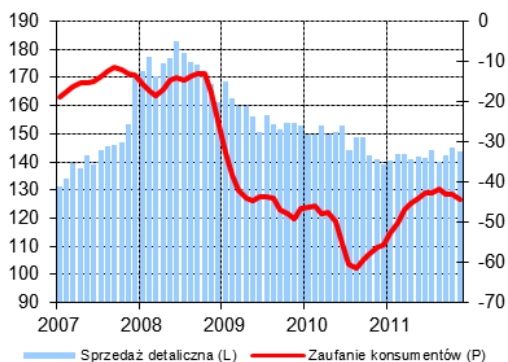
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



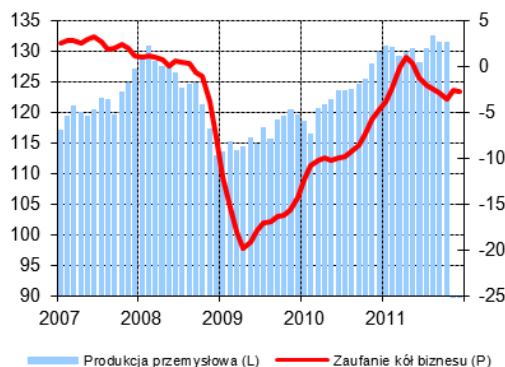
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



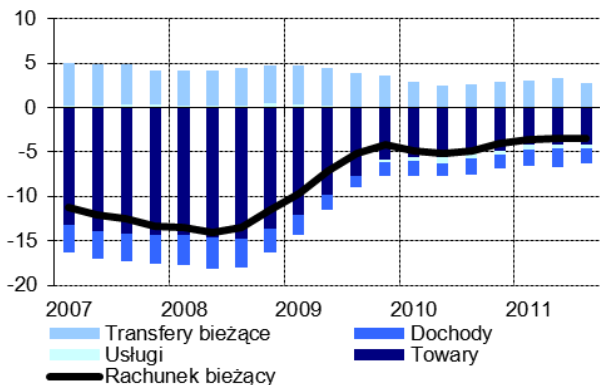
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



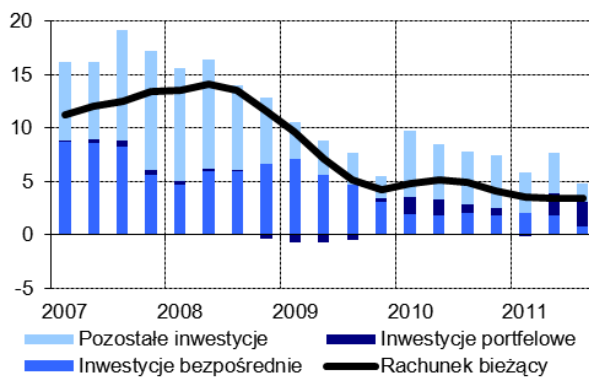
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania kół biznesu



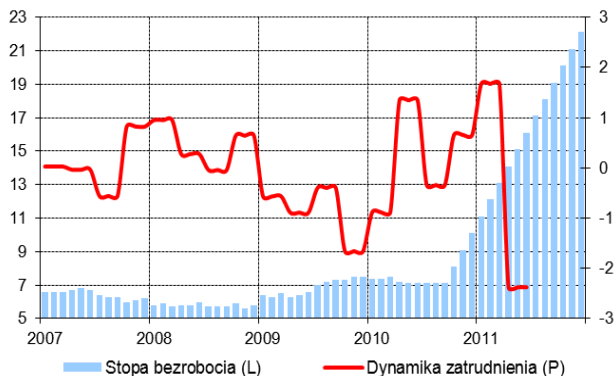
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



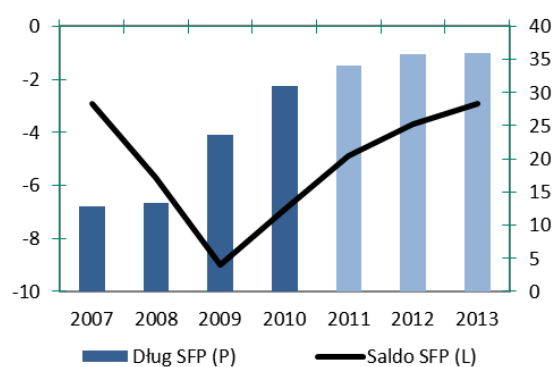
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



Stopa bezrobocia (%) i dynamika zatrudnienia (% r/r)



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



SŁOWACJA

Spośród krajów Europy Środkowej i Wschodniej, Słowacja doświadczyła w 2011 r. najsilniejszego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Podczas gdy w 2010 r. kraj ten osiągnął najwyższą dynamikę PKB (4,2%) w regionie, to w pierwszych trzech kwartałach ub.r. tempo wzrostu gospodarczego obniżyło się do 3,3%. Ponadto dane publikowane w końcu 2011 r. i na początku 2012 r. wskazują, że skala obniżenia dynamiki wzrostu w całym 2011 r. może być jeszcze większa. Wzrost w 2011 r. w całości był wynikiem rosnącego popytu zagranicznego na słowackie produkty, podczas gdy popyt krajowy znalazł się w trendzie spadkowym.

Oparty jedynie na eksporcie wzrost gospodarczy sprawia, że wraz z wyraźnym obniżaniem prognoz makroekonomicznych dla strefy euro znacząco korygowane są w dół oczekiwania dla gospodarki słowackiej²⁵. Tym bardziej, że należy ona do najbardziej otwartych w regionie, a powiązania handlowe Słowacji z krajami strefy euro uważane są za bardzo silne (przede wszystkim w ramach regionalnie zintegrowanych sieci produkcji). Jednak niekorzystny wpływ kryzysu w strefie euro może częściowo złagodzić pewna reorientacja struktury eksportu w kierunku wzrostu znaczenia krajów o wysokiej dynamice popytu, jaka nastąpiła po pierwszej fali kryzysu, a także wzrost bezpośrednich inwestycji zagranicznych, które już w 2012 r. powinny przyczynić się do zwiększenia eksportu.

Relatywnie duży spadek popytu krajowego, jaki nastąpił na Słowacji w 2011 r.²⁶ (większy miał miejsce tylko na Węgrzech) wynikał z działań podjętych w kierunku ograniczenia deficytu budżetowego oraz silnego pogorszenia się nastrojów konsumentów i części przedsiębiorców.

Pomimo obniżenia się dynamiki aktywności gospodarczej w ub.r., rząd słowacki zrealizował cel, jakim było obniżenie deficytu finansów publicznych do poziomu 4,9% PKB²⁷ (z 8,1% w 2010 r.). Wpłynęło to jednak na zmniejszenie się wydatków konsumpcyjnych, jak i inwestycyjnych. Negatywny wpływ na wydatki gospodarstw domowych miały z jednej strony podwyżki stawek podatków pośrednich, z drugiej strony ograniczenia płac i zatrudnienia w sektorze publicznym. Silnie ograniczone zostały także inwestycje realizowane ze środków publicznych. Zmniejszenie wydatków gospodarstw domowych okazało się jednak głębsze niż mogłoby to wynikać tylko z pro-

gramu konsolidacji finansów publicznych. Spadek ten nastąpił pomimo pewnej poprawy sytuacji na rynku pracy oraz utrzymaniu się wzrostowej tendencji dynamiki płac (choć była ona niższa w porównaniu z rokiem 2010). Wzrost dochodów przy jednoczesnym spadku wydatków (szczególnie w III kw. 2011 r.) wpłynął na wzrost stopy oszczędności do najwyższego poziomu od czasu powstania słowackiego państwa²⁸. Wydaje się, że spadek wydatków konsumpcyjnych, jaki nastąpił zwłaszcza w III kw. 2011 r. (i prawdopodobnie był kontynuowany w IV kw. na co wskazywały m.in. relatywnie duże spadki sprzedaży detalicznej), związany był w dużej mierze z antycypacją przez gospodarstwa domowe negatywnych skutków drugiej fali recesji. Wskazują na to silnie pogarszające się w II poł. ub.r. nastroje konsumentów. Szczególnie pogorszyły się oczekiwania dotyczące przyszłej sytuacji finansowej gospodarstw domowych, które w grudniu ub.r. były nawet bardziej pesymistyczne niż podczas pierwszej fazy recesji europejskiej gospodarki (2008-2009).

Z kolei pogorszające się nastroje w przemyśle, znalazły odzwierciedlenie w silnym obniżeniu się poziomu zapasów. III kw. 2011 r. był czwartym z kolei, kiedy następował ich spadek, a od początku ub.r. wpłynął on na obniżenie dynamiki PKB o 2,5 pp., tj. najsilniej w regionie. Spadek zapasów wskazuje na rosnące oczekiwania przedsiębiorców na obniżenie się zamówień eksportowych i dynamiki produkcji.

W I poł. 2011 r. relatywnie dobrze, zwłaszcza w porównaniu z pozostałymi krajami Europy Środkowej, radzili sobie słowaccy eksporterzy. Popyt na towary ze Słowacji wzrósł w tym czasie o 15,5%, a więc tylko nieznacznie mniej niż w całym 2010 r. Duży wpływ na tak korzystne wyniki miał przede wszystkim wzrost sprzedaży produktów przemysłu motoryzacyjnego (samochody osobowe i części), które dominują w strukturze eksportu. Pozwoliło to na zrekompensowanie spadku eksportu w branży elektronicznej. Wysoka dynamika zamówień zagranicznych, w tym także ze strefy euro, wpłynęła na duży wzrost produkcji przemysłowej (o 12,4% r/r). Natomiast w III kw. 2011 r. wyraźnie zaznaczające się spowolnienie w strefie euro wpłynęło zarówno na obniżenie dynamiki produkcji, jak i eksportu (a w ujęciu kw/kw w obu kategoriach nastąpił nawet spadek). Nie zmniejszył się jednak pozytywny wpływ eksportu netto na wzrost PKB²⁹ – co wynikało z jednoczesnego obniżenia się dynamiki importu (przede wszystkim dóbr pośrednich w związku z obniżającymi się zapasami).

W III kw. 2011 r. roczna dynamika eksportu pozostawała jednak nadal relatywnie wysoka, co związane było z

²⁵ Spośród wszystkich krajów EŚW, Komisja Europejska w listopadzie 2011 r. najsilniej obniżyła prognozy wzrostu gospodarczego dla Słowacji. O ile jeszcze w kwietniu 2011 r. KE przewidywała, że PKB na Słowacji wzrośnie w 2012 r. o 4,4%, to jesienna prognoza KE wskazywała na obniżenie się dynamiki PKB zaledwie do 1,1%. Tak głęboka korekta wynikała przede wszystkim z osłabienia tempa wzrostu eksportu (z 8,2% do 2,4%). Natomiast Národná banka Slovenska oczekiwał w grudniu 2011 r., że PKB zwiększy się w 2012 r. o 2,3%, a eksportu o 4,0%.

²⁶ W pierwszych trzech kwartałach 2011 r. popyt krajowy na Słowacji obniżył się o 2,2% w porównaniu z rokiem poprzednim.

²⁷ Ministerstwo Finansów Słowacji szacuje, że deficyt budżetowy był nawet nieco niższy.

²⁸ NBS Monthly Bulletin, November/December 2011, Národná banka Slovenska.

²⁹ Wkład eksportu netto do PKB na Słowacji był w 2011 r. (I-III kw.) najwyższy w regionie (5,5 p.p.).

przesunięciami w strukturze słowackiego eksportu, zwłaszcza sektora samochodowego. W tym okresie najważniejszą odbiorcą produkowanych na Słowacji samochodów stały się Chiny (ponad 19% wartości eksportu samochodów)³⁰. Prawdopodobnie wysoka dynamika eksportu motoryzacyjnego utrzymała się również w IV kw. ub.r. Szacuje się, że w całym 2011 r. produkcja przemysłu samochodowego osiągnęła nienotowany wcześniej poziom ok. 650 tys. samochodów osobowych (o ¼ więcej niż w 2010 r.), na co największy wpływ miał wzrost produkcji bratysławskiej filii Volkswagena, która aby sprostać zamówieniom od lipca ub.r. pracowała w trybie ciągłym. Jednocześnie koncern zapowiedział uruchomienie w 2012 r. nowej linii produkcyjnej. Na relatywnie korzystne perspektywy dla eksportu wskazuje również kontynuacja wzrostowej tendencji zagranicznych zamówień dla przemysłu, w którym portfelu nastąpił wzrost znaczenia krajów spoza strefy euro (rekompensując częściowo spadek dynamiki zamówień ze strefy euro).

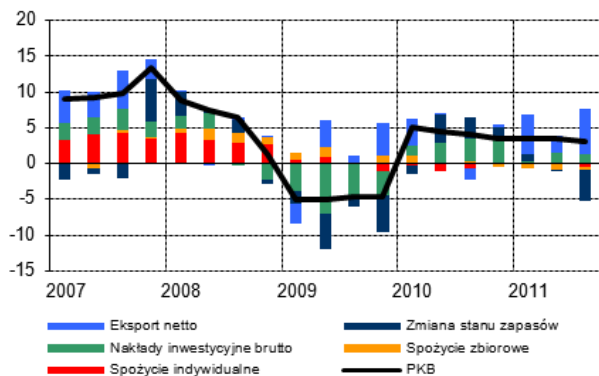
Największe ryzyka dotyczące wzrostu gospodarczego w 2012 r. dotyczą spadku popytu na głównych rynkach eksportowych. Jednakże ryzyko spadku dynamiki eksportu związane z kryzysem w strefie euro osłabia nieco obserwowane obniżenie się udziału strefy euro w słowackim eksporcie (w okresie I-III kw. 2011 r. obniżył się on do 47,1% i był najniższy spośród krajów Europy Środkowej³¹). Popyt krajowy będzie jednak nadal zbyt słaby by ograniczyć niekorzystny wpływ eksportu na dynamikę PKB. W 2012 konsumpcja gospodarstw domowych prawdopodobnie pozostanie nadal słaba. Chociaż wpływ dalszej redukcji deficytu budżetowego powinien być minimalny, m.in. ze względu na obniżenie celu redukcji deficytu finansów publicznych na rok bieżący³². Jednak wraz z pogarszającymi się perspektywami dla słowackich eksporterów, należy raczej oczekiwać pewnego pogorszenia się sytuacji na rynku pracy oraz możliwego obniżenia płac.

³⁰ W III kw. 2011 r. wartość eksportu samochodów do Chin wzrosła przeszło trzykrotnie w porównaniu z rokiem poprzednim.

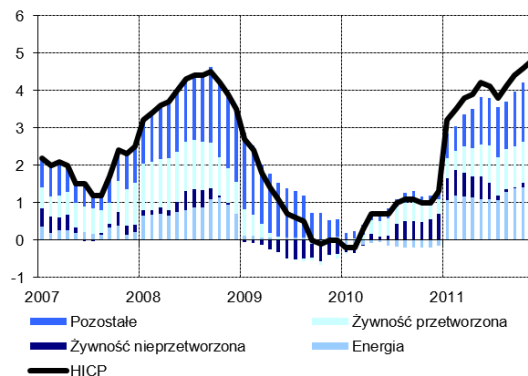
³¹ W I-III kw. 2011 r. udział strefy euro w eksporcie Czech wyniósł 66,0%, w eksporcie Węgier – 55,6, a w eksporcie Polski – 54,3%.

³² Parlament zatwierdził ustawę budżetową zakładającą obniżenie deficytu finansów publicznych do poziomu 4,6% PKB, chociaż zgodnie z wcześniejszym planem, miał on być w 2012 r. zredukowany do 3,8% (a w roku 2013 do 2,9%). Zmiana ta wynikała z obniżenia prognoz wzrostu do 1,7%. Jednak ze względu na zmianę rządu (wybory parlamentarne odbędą się 10 marca 2012 r.) pewna niepewność związana jest z realizacją planów konsolidacji fiskalnej.

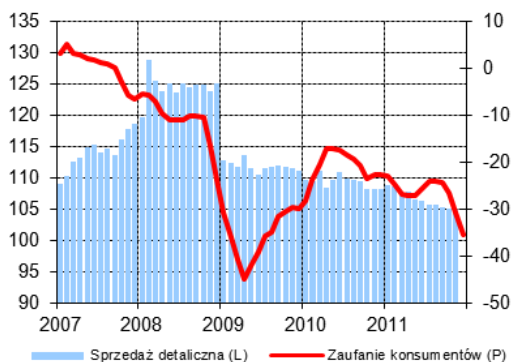
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



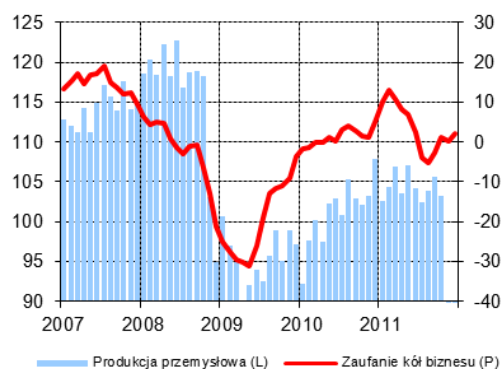
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



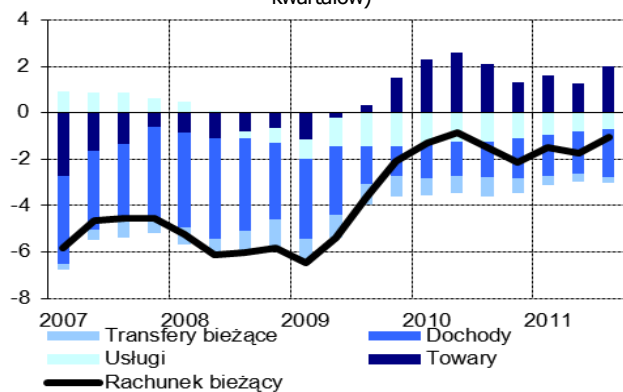
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



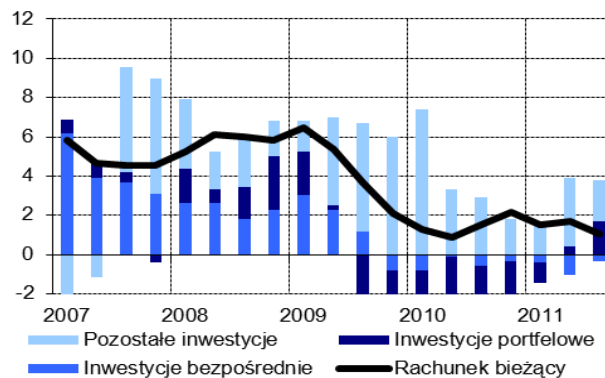
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania kół biznesu



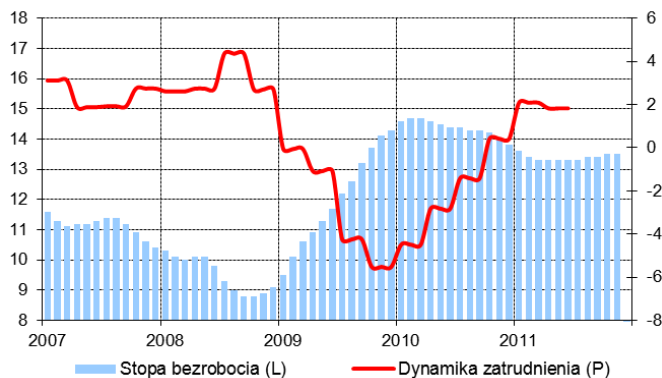
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



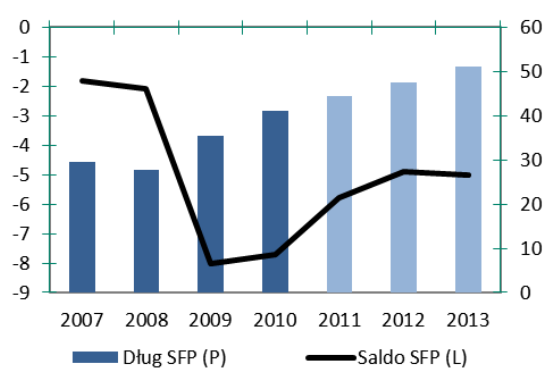
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



Stopa bezrobocia (%) i dynamika zatrudnienia (% r/r)



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



SŁOWENIA

W 2011 r. Słowenia była najwolniej rozwijającym się krajem w Europie Środkowej i Wschodniej. W pierwszych trzech kwartałach ub.r. produkt krajowy brutto wzrósł poniżej 1% r/r. W ujęciu kwartalnym gospodarka słoweńska balansuje na krawędzi recesji technicznej. Silny negatywny wpływ na dynamikę PKB w dalszym ciągu mają obniżające się (przez dwanaście kolejnych kwartałów) wydatki inwestycyjne, co negatywnie wpłynęło na popyt krajowy. Słoweńska gospodarka nadal zmaga się ze skutkami kryzysu na rynku nieruchomości.

Niewielki wzrost konsumpcji gospodarstw domowych (w warunkach wzrostu liczby bezrobotnych i obniżania się realnych wynagrodzeń) spowodowany był przede wszystkim wycofaniem środków finansowych z różnych form inwestycji. Jedynym czynnikiem wzrostu gospodarczego pozostał popyt zewnętrzny. Dynamika słoweńskiego eksportu była jednak generalnie niższa niż średnio w pozostałych krajach regionu. Negatywny wpływ na eksport miał utrzymujący się niski popyt w krajach byłej Jugosławii, które należą do ważnych rynków eksportowych Słowenii, a także spadek sprzedaży samochodów do strefy euro.

Prognozy na 2012 r. wskazują, iż dynamika wzrostu gospodarczego będzie podobna, jak w 2011 r. Prawdopodobnie zmieni się struktura popytu. Przewidywany jest niewielki wzrost popytu krajowego (pierwszy po trzech latach spadków), przede wszystkim dzięki zahamowaniu spadkowej tendencji inwestycji. Oczekiwany jest także niewielki wzrost wydatków gospodarstw domowych (pomimo przewidywanego zmniejszenia zatrudnienia i niższych realnych wynagrodzeń) oraz wydatków publicznych. Z drugiej strony prawdopodobnie zmniejszy się pozytywny wpływ eksportu netto na dynamikę PKB – w wyniku silniejszego osłabienia dynamiki eksportu niż importu.

W ostatnich miesiącach 2011 r. prognozy makroekonomiczne dla Słowenii zmieniły się stosunkowo niewiele w porównaniu z większością pozostałych krajów Europy Środkowej i Wschodniej. Wynika to głównie z faktu eliminacji wpływu konsolidacji finansów publicznych na dynamikę wzrostu gospodarczego, który był brany pod uwagę jeszcze w I poł. 2011 r.

Według prognozy Komisji Europejskiej z listopada 2011 r. deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w Słowenii w 2012 r. nadal będzie istotnie przekraczał wartość referencyjną (5,3%). KE zakładała, że zamrożenie transferów socjalnych i wynagrodzeń w sektorze publicznym nie zostanie utrzymane. Ostatecznie, pod koniec grudnia 2011 r. rozstrzygnięcie w tym zakresie zostało w trybie pilnym jednogłośnie uchwalone przez nowy słoweński parlament. W przeciwieństwie do założeń pierwotnego projektu (odrzuconego we wrześniu ub.r. i ponownie w listopadzie ub.r.), nie będą one obowiązywały przez cały 2012 r., lecz jedynie przez pierwsze sześć

miesiący. W efekcie wpływ tego działania na poprawę wyniku sektora finansów publicznych Słowenii w 2012 r. wyniesie zaledwie ok. 0,2% PKB (wobec 1,0% PKB, gdyby obowiązywały przez cały rok). W 2013 r., tj. w terminie ograniczenia deficytu finansów publicznych poniżej 3% PKB, ma on wynieść 5,7% PKB. Jeśli prognoza KE zrealizowałaby się Słowenia, byłaby w 2013 r. krajem o najwyższym deficycie budżetowym w Europie Środkowej i Wschodniej.

Kształt działań dostosowawczych ograniczających nierównowagę finansów publicznych Słowenii w 2012 r. i w kolejnych latach jest niepewny. Po odrzuceniu w czerwcu 2011 r. rządowego projektu reformy emerytalnej (por. ramka), zakładającego m.in. stopniowe wydłużanie wieku emerytalnego i zmianę zasad indeksacji świadczeń, nastąpił rozpad koalicji rządzącej. We wrześniu ub.r. słoweński parlament przegłosował wotum nieufności wobec mniejszościowego rządu B. Pahora, w konsekwencji czego na początku grudnia 2011 r. w Słowenii odbyły się przyspieszone wybory parlamentarne. Ich wyniki skomplikowały i tak trudną sytuację na słoweńskiej scenie politycznej³³.

Negatywny wpływ na finanse publiczne w 2012 r. i kolejnych latach będzie miała, obok pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego, konieczność dalszego wsparcia systemu bankowego³⁴ (słabe wskaźniki kapitałowe, pogarszająca się jakość portfela kredytowego). Na problem ten wskazała agencja ratingowa Moody's, która w grudniu 2011 r. po raz drugi w ciągu trzech miesięcy obniżyła wiarygodność kredytową Słowenii³⁵. Jednocześnie zastrzegła ona możliwość dalszego obniżenia ratingu, m.in. z uwagi na niepewną sytuację polityczną. Decyzja ta wpłynęła na znaczny wzrost rentowności słoweńskich obligacji, które w końcu 2011 r. należały do najwyższych w regionie (obok obligacji węgierskich i rumuńskich).

³³ W ciągu miesiąca od ogłoszenia wyników wyborów nie zdołano powołać nowego rządu. Prawdopodobnie zwycięska partia – Pozytywna Słowenia (28,5% głosów w wyborach i 28 miejsc w 90 osobowym Zgromadzeniu Narodowym) nie wejdzie do koalicji rządzącej. Obecnie oczekuje się, że rząd utworzy kilka mniejszych ugrupowań.

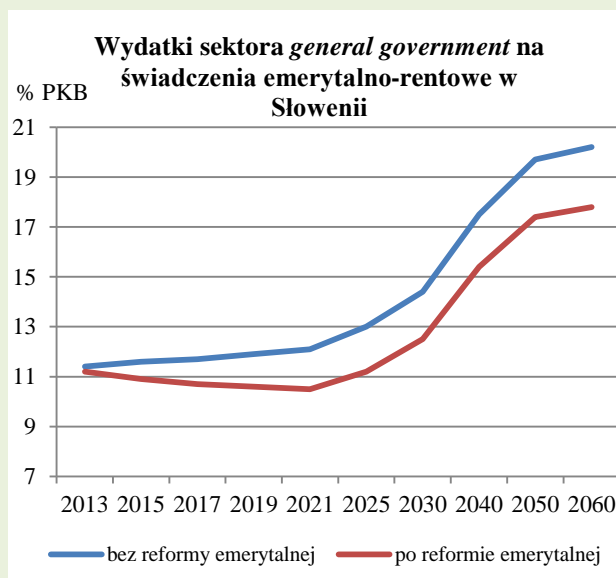
³⁴ W końcu marca 2011 r. rząd Słowenii dokapitalizował Nova Ljubljanska Banka (objęcie nowej emisji akcji) w kwocie ok. 0,25 mld EUR (0,7% PKB). Udzielone gwarancje dla sektora bankowego zgodnie z jesienną notyfikacją fiskalną (październik 2011 r.) wynoszą łącznie ok. 2,2 mld EUR (tj. ok. 6,1 % PKB). Agencja ratingowa Moody's szacuje, że w kolejnych latach skala wsparcia systemu finansowego Słowenii przez rząd może wynieść od 2% do 8% PKB.

³⁵ We wrześniu ocenę wiarygodności kredytowej Słowenii obniżyły także Fitch, a w październiku ub.r. Standard&Poor's.

Próba reformy emerytalnej w Słowenii

Pod koniec grudnia 2010 r. słoweński parlament przyjął reformę emerytalną, mającą na celu poprawę sytuacji sektora funduszy ubezpieczeń społecznych w długim okresie (por. wykres obok). Zakładała ona przede wszystkim zmiany o charakterze parametrycznym, dotyczące m.in.:

- stopniowego podwyższania powszechnego wieku emerytalnego do 65 lat oraz zrównania wieku emerytalnego kobiet i mężczyzn, przy pozostawieniu możliwości wcześniejszego przejścia na emeryturę w przypadku posiadania długiego stażu ubezpieczeniowego. Obecnie powszechny wiek emerytalny w Słowenii wynosi dla kobiet wynosi 61 lat, a dla mężczyzn – 63 lata. Okres przejściowy miał zakończyć się w 2020 r. w przypadku mężczyzn, a w przypadku kobiet pięć lat później;
- wydłużenia okresu stażu ubezpieczeniowego, uwzględnianego w formule wyliczania świadczenia (z 18 do 30 lat);
- zmiany mechanizmu indeksacji świadczeń emerytalno-rentowych. W okresie 2013-2015 wskaźnik waloryzacji miał być oparty w 60% na przeciętnym wzroście wynagrodzeń w gospodarce narodowej i w 40% na wskaźniku cen i usług konsumpcyjnych. Po tym terminie proporcje te miały wynieść odpowiednio: 70% i 30%. Obecnie waloryzacja świadczeń uzależniona jest od tempa wzrostu wynagrodzeń.



Źródło: *National Reform Programme 2011-2012*, Government of the Republic of Slovenia, April 2011.

Reforma emerytalna miała wprowadzić bodźce do kontynuowania pracy zawodowej przez uprawnionych do otrzymywania emerytury (m.in. większa elastyczność w łączeniu pobierania świadczenia i pracy zarobkowej) oraz do zatrudniania osób, których wiek przekracza 60 lat (obniżenie składki płacone przez pracodawcę o 30%).

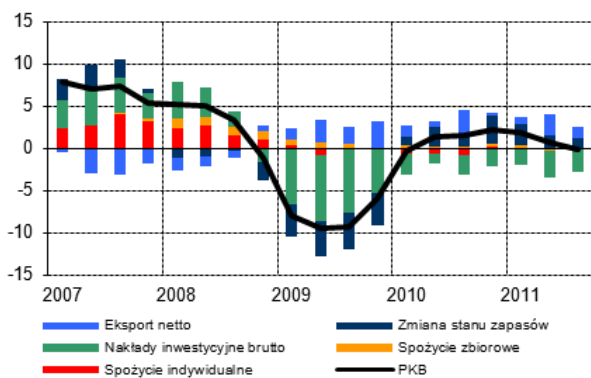
Trybunał Konstytucyjny Słowenii orzekł, na wniosek związków zawodowych, że reforma emerytalna powinna zostać przyjęta w referendum. Wyborcy na początku czerwca 2011 r. odrzucili proponowane zmiany. Zgodnie ze słoweńskim prawem, podobna inicjatywa legislacyjna nie może być zgłaszana przez rok. W ocenie MFW³⁶, odrzucona reforma emerytalna nie była wystarczająca do zapewnienia stabilności finansów publicznych w długim okresie. Kwota dotacji budżetowej dla funduszu ubezpieczeń społecznych nadal pozostałaby na wysokim poziomie. Postulowane przez tę instytucję zmiany dotyczyły m.in. dalszego ograniczenia stopy zastąpienia³⁷, powiązania wieku emerytalnego z dalszym oczekiwanym trwaniem życia oraz dwukrotnie silniejszego zmniejszania wysokości wcześniejszych emerytur za każdy miesiąc brakujący do osiągnięcia powszechnego wieku emerytalnego. Słoweńska Rada Fiskalna³⁸ wskazuje ponadto, że reforma nie przewidywała likwidacji kosztownych przywilejów emerytalnych niektórych grup zawodowych (np. służby mundurowe, urzędnicy państwowi).

³⁶ *Republic of Slovenia: 2011 Article IV Consultation—Staff Report*, IMF Country Report No. 11/121, IMF, May 2011.

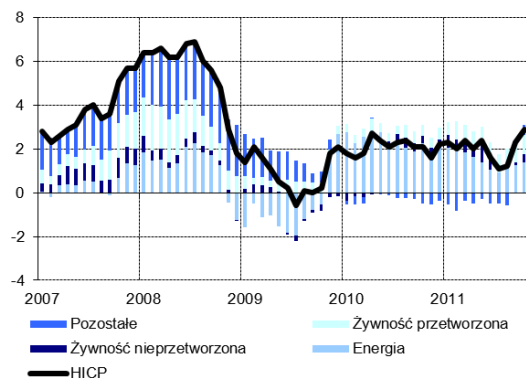
³⁷ Wielkość uzyskanej emerytury w stosunku do ostatniej pensji.

³⁸ *Annual Report of the Fiscal Council 2011, Fiscal Policy Assessment For Slovenia 2010-2012*, Republic of Slovenia, Government of the Republic of Slovenia, Fiscal Council, April 2011.

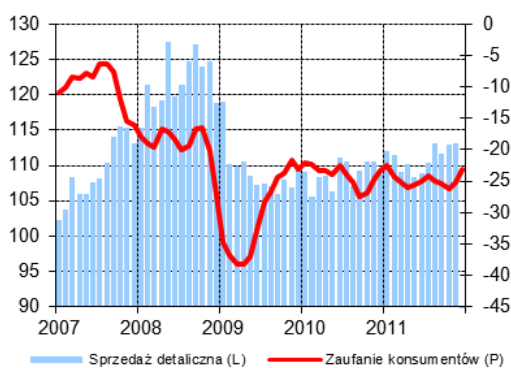
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



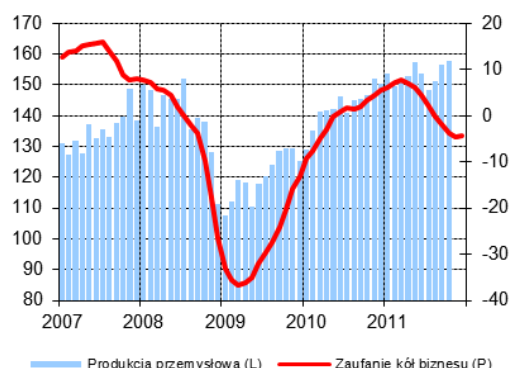
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



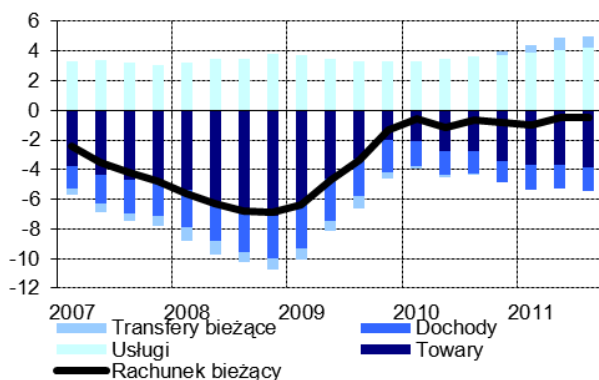
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



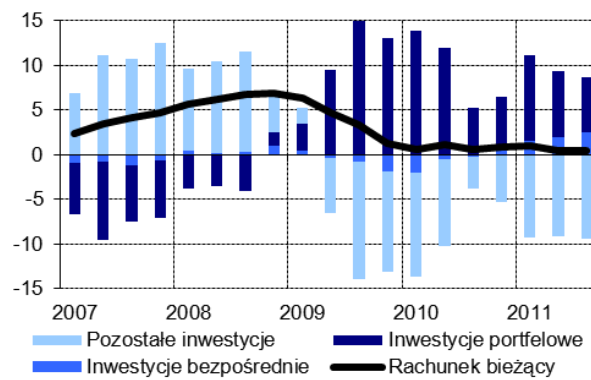
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania kół biznesu



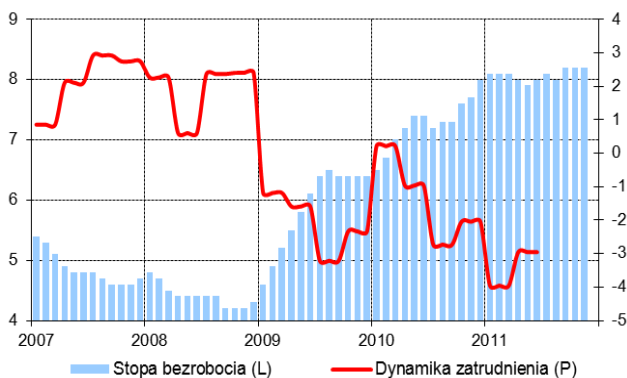
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



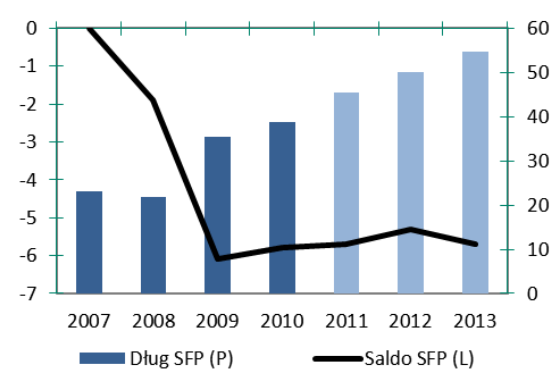
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



Stopa bezrobocia (%) i dynamika zatrudnienia (% r/r)



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



WĘGRY

W 2011 r. gospodarka Węgier należała do najwolniej rozwijających się w regionie. Wzrost opierał się głównie na popycie zewnętrznym (pomimo spowolnienia dynamiki eksportu w porównaniu z 2010 r.), podczas gdy popyt wewnętrzny obniżał się nadal. Co więcej, trwające „oddłużanie się” gospodarstw domowych oraz restrykcyjna polityka kredytowa banków mogą w dalszym ciągu stanowić poważny hamulec ożywienia w tym kraju. Większość prognoz ośrodków zewnętrznych z grudnia ub.r. wskazuje, że w 2012 r. Węgry wejdą w fazę recesji i będą jedynym krajem Europy Środkowej i Wschodniej, który zanotuje ujemną dynamikę wzrostu gospodarczego (według konsensusu rynkowego PKB Węgier spadnie o 0,3% r/r wobec oczekiwanego wzrostu o 1,5% r/r w 2011 r.). Oczekuje się, że głównym czynnikiem stymulującym aktywność gospodarczą w kraju pozostanie eksport netto, choć jego pozytywny wpływ zmniejszy się jednak ze względu na słabnący popyt najważniejszych partnerów handlowych. W 2012 r. palącym problemem na Węgrzech będzie również kwestia spłaty zapadającej w tym okresie części zadłużenia zagranicznego kraju, zwłaszcza w sytuacji, gdy możliwe wsparcie ze strony MFW i KE nadal stoi pod znakiem zapytania.

Pomimo dość wyraźnego wzrostu realnego dochodu do dyspozycji w pierwszych trzech kwartałach 2011 r., wynikającego z rosnącej dynamiki płac nominalnych oraz obniżki podatku PIT na początku ub.r., wydatki konsumpcyjne na Węgrzech w tym okresie obniżyły się. Może to oznaczać, że gospodarstwa domowe, antycypując prawdopodobny spadek wynagrodzeń w związku z niepewnymi perspektywami wzrostu gospodarki Węgier, ograniczyły swą skłonność do konsumpcji³⁹.

Dodatkowym czynnikiem ograniczającym dynamikę spożycia indywidualnego na Węgrzech jest wciąż trwające „oddłużanie się” konsumentów. Gospodarstwa domowe w okresie przed wybuchem światowego kryzysu finansowego chętnie zaciągały kredyty walutowe (głównie we frankach szwajcarskich i euro), co wynikało przede wszystkim z ich niższego oprocentowania niż kredytów w walucie krajowej oraz relatywnie stabilnego kursu forinta wobec wspomnianych walut⁴⁰. Jednak wraz z wystąpieniem zawirowań na międzynarodowych rynkach finansowych oraz wzrostem awersji do ryzyka na świecie, doszło do wyraźnej deprecjacji kursów walut gospodarek wscho-

dzących, w tym forinta. W miarę upływu czasu skala deprecjacji węgierskiej waluty nieco zmniejszyła się, choć i tak utrzymywała się na podwyższonym poziomie. W 2011 r. forint zaczął ponownie silnie osłabiać się wobec innych walut, co znalazło swe odbicie m.in. we wzroście kosztów obsługi kredytów walutowych zaciągniętych przez krajowe gospodarstwa domowe. W celu złagodzenia negatywnego wpływu deprecjacji forinta na dynamikę krajowego spożycia indywidualnego węgierski rząd wprowadził szereg regulacji, mających na celu ochronę gospodarstw domowych zadłużonych w walutach obcych. Jednym z przyjętych rozwiązań była uchwalona przez krajowy parlament we wrześniu 2011 r. ustawa umożliwiająca kredytobiorcom jednorazową i wcześniejszą spłatę zaciągniętego kredytu walutowego po stałym kursie niższym niż kurs rynkowy. Skala wpływu wprowadzonych rozwiązań prawnych na dynamikę spożycia indywidualnego na Węgrzech w 2012 r. będzie zależeć od tego, jaki odsetek konsumentów zdecyduje się z nich skorzystać. Należy jednak mieć na uwadze, że nawet w przypadku dużego zainteresowania gospodarstw domowych wcześniejszą spłatą kredytu walutowego, wynikający stąd pozytywny efekt dla dynamiki konsumpcji prywatnej w 2012 r. może zostać osłabiony bądź wręcz zniwelowany przez późniejszą odbudowę zmniejszonych oszczędności tychże konsumentów.

Barierą dla wzrostu konsumpcji na Węgrzech pozostanie także relatywnie wysoka inflacja, która prawdopodobnie w 2012 r. utrzyma się na podwyższonym poziomie z uwagi m.in. na osłabiający się kurs forinta oraz wzrost podatków pośrednich. W tym samym kierunku będzie również oddziaływać niekorzystna sytuacja na rynku pracy. Wprawdzie od początku 2010 r. obserwowany jest niewielki wzrost aktywności zawodowej ludności⁴¹, głównie wskutek działań rządu (m.in. podniesienie granicy wieku emerytalnego, zaostrzenie kryteriów przyznawania zasiłków dla niepełnosprawnych), to jednak na razie nie widać rezultatów w postaci m.in. istotnego zwiększenia zatrudnienia w gospodarce Węgier. W pierwszych trzech kwartałach 2011 r. dynamika zatrudnienia pozostawała na relatywnie niskim poziomie (średnio poniżej 1% r/r). Poza tym, dotychczasowy wzrost zatrudnienia na Węgrzech miał miejsce przede wszystkim w sektorze publicznym, podczas gdy w sektorze prywatnym popyt na pracę rósł w wolniejszym tempie z uwagi na niepewne perspektywy wzrostu węgierskiej gospodarki oraz malejącą liczbę zamówień eksportowych.

W konsekwencji rosnącej podaży pracy oraz malejącego zapotrzebowania na nowych pracowników w sektorze prywatnym, stopa bezrobocia na Węgrzech w pierwszych

³⁹ Ostrożność w zakresie zwiększania wydatków konsumpcyjnych potwierdzają również spadające nieprzerwanie od początku 2011 r. wskaźniki zaufania węgierskich konsumentów. Wyniki badań nastrojów panujących wśród krajowych gospodarstw domowych z listopada ub.r. pokazują, że wspomniane podmioty spodziewają się w ciągu najbliższych 12 miesięcy pogorszenia własnej sytuacji finansowej oraz wzrostu bezrobocia, co znajduje odzwierciedlenie w niższej deklarowanej chęci dokonywania dużych zakupów w nieodległej przyszłości.

⁴⁰ Udział kredytów walutowych w kredytach ogółem dla gospodarstw domowych na Węgrzech wynosi ok. 65% i należy do jednego z najwyższych w krajach Europy Środkowej i Wschodniej.

⁴¹ Według danych węgierskiego urzędu statystycznego (KSH) w III kw. 2011 r. ludność aktywna zawodowa stanowiła 63,2% ogólnej liczby ludności na Węgrzech w przedziale wiekowym 15-64 lat, podczas gdy w I kw. 2010 r. ten odsetek kształtował się na poziomie 61,9%.

trzech kwartałach 2011 r. nadal kształtowała się powyżej 10%. Ponadto można oczekiwać, że w obliczu spodziewanego powolnego wzrostu węgierskiej gospodarki odsetek bezrobotnych utrzyma się na podwyższonym poziomie jeszcze przez kilka najbliższych lat⁴². Obserwowany w pierwszych trzech kwartałach 2011 r. relatywnie szybki wzrost płac nominalnych, zwłaszcza w sektorze przetwórstwa przemysłowego, może być trudny do utrzymania w przyszłości z uwagi na wspomniane wyżej czynniki kształtujące sytuację na węgierskim rynku pracy.

Obok wciąż słabnącego popytu konsumpcyjnego, braku widocznej poprawy sytuacji na rynku pracy oraz zaznaczającego się spowolnienia aktywności gospodarczej na świecie, na dalsze ograniczenie aktywności inwestycyjnej węgierskich przedsiębiorstw wpływa także droższy kredyt bankowy, co ma związek m.in. z malejącą podażą kapitału na międzynarodowych rynkach finansowych. Dla banków działających na Węgrzech, które są silnie uzależnione od dopływu funduszy zagranicznych wobec niewystarczających środków z depozytów sektora prywatnego, oznacza to zatem wyższe koszty finansowania ich akcji kredytowej⁴³. Oprócz tego, dostępność kredytu bankowego na Węgrzech jest ograniczona z uwagi na obowiązujące w dalszym ciągu zaostrzone kryteria jego przyznawania (m.in. maksymalna kwota kredytu, wyższe wymogi dotyczące przedmiotu zabezpieczenia, itd.).

Dostępne dane pokazują, że w I poł. 2011 r. krajowe firmy ponownie obniżyły nakłady na środki trwałe (-5,8% r/r), przy czym skala ich spadku pogłębiła się w stosunku do II poł. 2010 r. (-5,3% r/r). Co więcej, dynamika kredytu dla sektora przedsiębiorstw na Węgrzech w dalszym ciągu pozostaje ujemna, co może oznaczać, że firmy raczej nie planują w najbliższym czasie większych inwestycji w modernizację i/lub rozbudowę aparatu produkcyjnego.

W 2012 r. oprócz przewidywanej ujemnej dynamiki PKB, Węgry mogą mieć również trudności z pozyskaniem środków na obsługę tej części zadłużenia zagranicznego kraju, którą zobowiązani są spłacić w tym okresie. Trudności te wynikają z jednej strony z utrzymujących się na wysokim poziomie kosztów finansowania długu na rynkach zagranicznych, co jest konsekwencją podwyższonej awersji do ryzyka wśród inwestorów w związku z trwającym kryzysem zadłużeniowym i bankowym w Europie Zachodniej oraz niestabilną sytuacją polityczno-gospodarczą na Węgrzech. Z drugiej zaś strony, możliwość otrzymania pomocy finansowej od Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) i Komisji Europejskiej (KE) stała się w ostatnim okresie problematyczna. Wprawdzie w listopadzie 2011 r. rząd Węgier zwrócił się

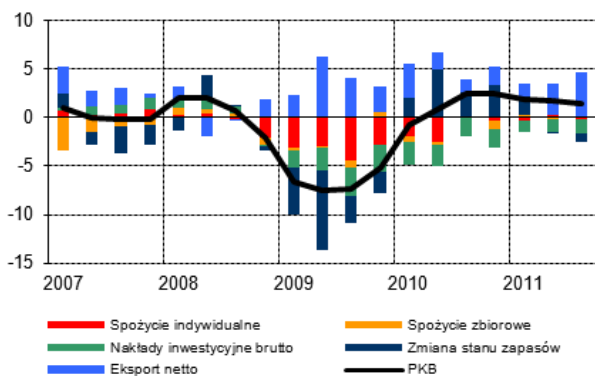
ponownie do tej instytucji o udzielenie wsparcia w formie linii kredytowej, mającej stanowić „poduszkę bezpieczeństwa” w niepewnych czasach. Jednak działania rządu interpretowane jako ograniczanie niezależności banku centralnego⁴⁴, mogą odsunąć w czasie lub wręcz zablokować decyzję MFW i KE o przyznaniu pożyczki.

⁴² Prognoza Komisji Europejskiej z listopada 2011 r. wskazuje, że stopa bezrobocia na Węgrzech będzie kształtować się na poziomie 11% w latach 2012-2013.

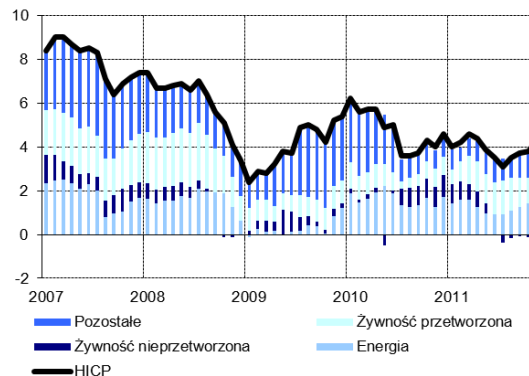
⁴³ Nawet, jeśli weźmiemy pod uwagę to, że większość z tych banków wchodzi w skład transnarodowych grup kapitałowych i może ubiegać się o pożyczki od swych spółek-matek z Europy Zachodniej, to jednak bardziej prawdopodobnym wydaje się, że w warunkach panującej niepewności na rynkach finansowych oraz trwającego kryzysu zadłużeniowego w strefie euro, również koszt pozyskania kapitału wewnątrz grupy będzie wyższy.

⁴⁴ Chodzi m.in. o uchwaloną w październiku ub.r. ustawę umożliwiającą wcześniejszą spłatę mieszkaniowych kredytów walutowych po niższym kursie niż kurs rynkowy oraz przyjętą w styczniu br. ustawę, która wprowadza zmiany w organizacji Narodowego Banku Węgier, ograniczające jego niezależność (np. rozszerzenie składu Zarządu banku o jednego wiceprezesa oraz pozbawienia prezesa prawa do nominacji swoich zastępców na rzecz premiera, rozszerzenie składu węgierskiej Rady Polityki Pieniężnej z 7 do 9 członków).

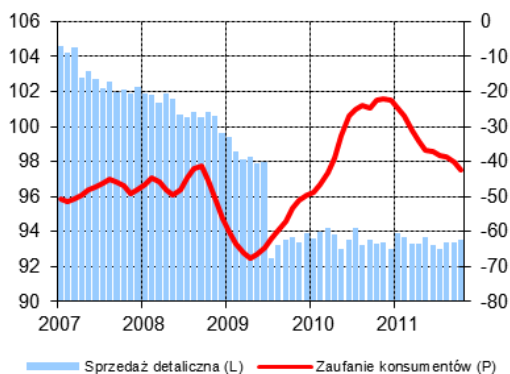
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



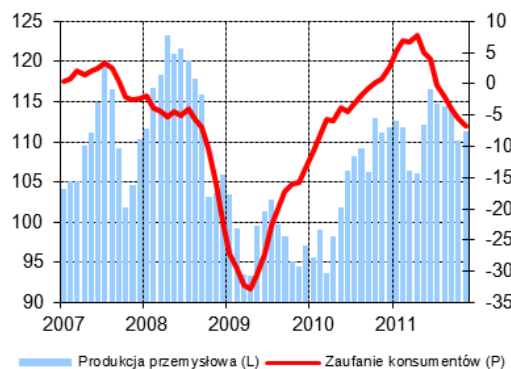
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



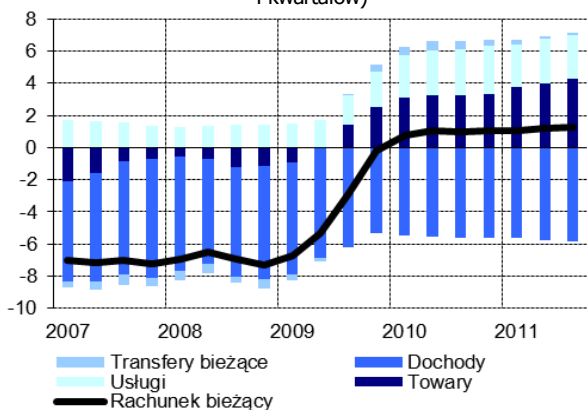
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



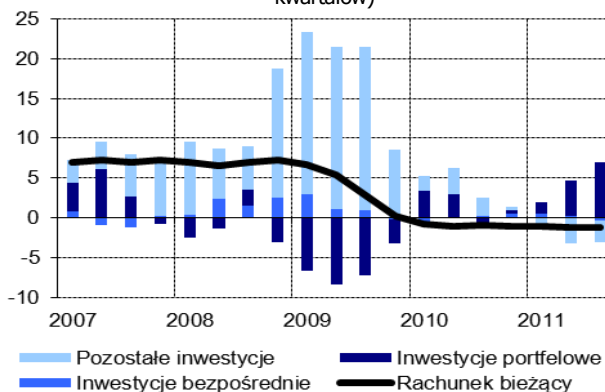
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania kół biznesu



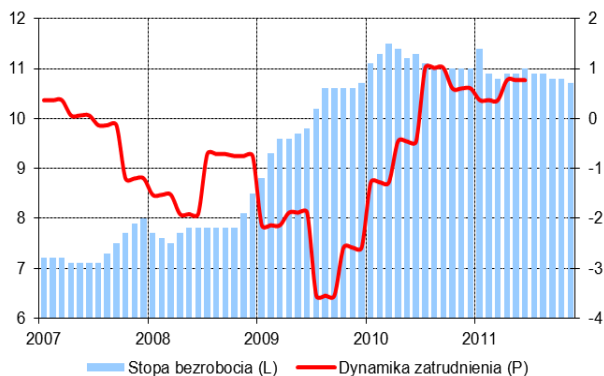
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



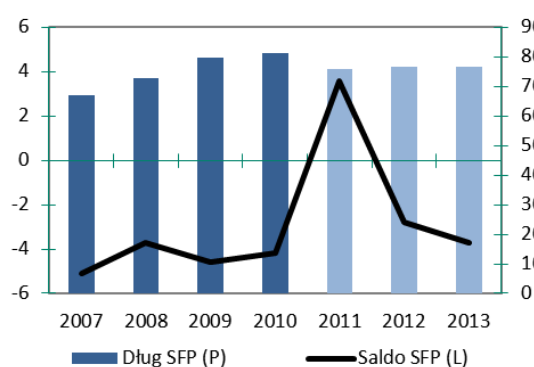
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



Stopa bezrobocia (%) i dynamika zatrudnienia (% r/r)



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne

Aneks 1

Kryzys w strefie euro a region Europy Środkowo-Wschodniej

Region Europy Środkowo-Wschodniej nie jest regionem homogenicznym. Kraje ESW różnią się wielkością gospodarek (PKB Polski jest 20-krotnie większe niż PKB Estonii), poziomem rozwoju gospodarczego (PKB per capita w Słowenii jest dwukrotnie wyższe niż w Bułgarii według parytetu siły nabywczej i aż czterokrotnie wyższe w ujęciu nominalnym). Kraje regionu różnią się również pod względem reżimów kursu walutowego czy stopnia integracji ze strefą euro. Położenie geograficzne, wspólna przeszłość jako gospodarek centralnie planowanych, która wpłynęła na cywilizacyjne opóźnienie wobec Europy Zachodniej, a także podobna droga transformacji gospodarczo-ustrojowej, jaką przebyły w ostatnim dwudziestoleciu spowodowały jednak, że pomimo zróżnicowania istnieją pewne cechy wspólne dla tej grupy gospodarek.

Dotyczy to przede wszystkim powiązań z głównymi krajami strefy euro⁴⁵. Po pierwsze, strefa euro, a zwłaszcza Niemcy, to główny partner handlowy regionu EŚW. Dodatkowo, model wzrostu jaki w ostatnich latach był obserwowany w krajach EŚW opierał się na napływie kapitału zagranicznego, zarówno w postaci inwestycji zagranicznych (bezpośrednich i portfelowych), jak i kredytów zagranicznych. W większości kapitał ten pochodził od europejskich inwestorów i kredytodawców. Znaczna jego część kierowana była do sektora finansowego, zwłaszcza bankowego co spowodowało, że duże banki z krajów strefy euro są obecnie największymi podmiotami na rynku bankowym w Europie Środkowo-Wschodniej. Rosnące powiązania ze strefą euro w przeszłości dawały możliwość szybkiego wzrostu gospodarczego i tym samym nadrobienia dystansu wobec krajów Europy Zachodniej. W obliczu kryzysu gospodarczo-finansowego, jaki obserwuje się w 2011 r. w krajach strefy euro, silne uzależnienie od tych gospodarek stanowi jednak poważne zagrożenie dla rozwoju krajów regionu.

Handel zagraniczny

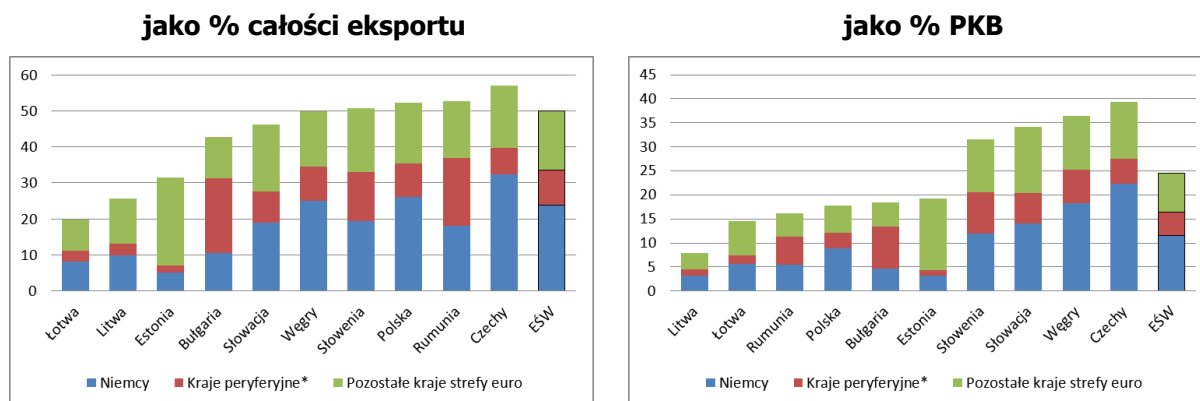
Szybko rosnąca wymiana handlowa z zagranicą była w ostatnich latach jedną z największych sił napędzających wzrost gospodarczy w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. W przypadku tego regionu popyt zewnętrzny był wyjątkowo ważny, kraje EŚW to małe otwarte gospodarki, w których eksport stanowi od 40% PKB (Polska, Łotwa) do 80% PKB (Czechy, Słowacja, Węgry).

Położenie geograficzne, a także rosnące w ostatnim dwudziestoleciu powiązania kapitałowe sprawiły, że naturalnym największym partnerem handlowym dla większości krajów EŚW był region strefy euro. Z wyjątkiem krajów bałtyckich, które bliżej niż ze strefą euro powiązane są z krajami skandynawskimi (głównie za Szwecją) i Rosją, dla pozostałych krajów regionu eksport do strefy euro stanowił od 45% do blisko 60% całości eksportu w 2010 r. Liczby te jednak nie w pełni opisują rolę krajów strefy euro w handlu zagranicznym krajów środkowo-europejskich. W ciągu dwóch dekad transformacji gospodarki EŚW zostały włączone do międzynarodowej sieci produkcji i handlu. Wiodącą rolę w tej sieci odgrywają korporacje pochodzące najczęściej z krajów Europy Zachodniej. Obecny na coraz większą skalę handel wewnątrz korporacyjny pobudzał obroty handlowe nie tylko pomiędzy krajami EŚW a strefą euro, ale także wpływał na rozwój handlu wewnątrz regionu.

Biorąc pod uwagę stopień otwartości poszczególnych gospodarek EŚW, problem uzależnienia od popytu ze strony gospodarek strefy euro wydaje się być największy w Słowenii, Słowacji, Czechach i na Węgrzech, gdzie w poprzednich latach eksport ten stanowił 30-40% PKB. Z kolei w Polsce czy Rumunii, pomimo tego, że ponad połowa eksportu była kierowana do strefy euro, mniejszy udział wymiany handlowej z zagranicą sprawił, że kraje te wydają się być stosunkowo bardziej odporne na bezpośrednie efekty spadku popytu ze strony strefy euro.

⁴⁵ Do strefy euro w tym materiale nie zalicza się nowych krajów członkowskich Unii Europejskiej, tj. Słowenii, Słowacji, Estonii, Cypru i Malty.

Eksport krajów EŚW do krajów strefy euro w 2010 r.



*Kraje peryferyjne strefy euro to Grecja, Hiszpania, Portugalia i Włochy

Źródło: Eurostat, obliczenia IE NBP

Szczególnie ważną rolę dla regionu EŚW odgrywa handel z największą gospodarką strefy euro tj. z Niemcami. Eksport do Niemiec stanowił około połowy eksportu tej grupy krajów do strefy euro. Dodatkowo niemieckie firmy były głównymi animatorami handlu wewnątrz korporacyjnego w regionie. Zaskakująco szybki wzrost gospodarczy w Niemczech w 2010 r. i I połowie 2011 r., pomimo nadal trwającego spowolnienia w pozostałych krajach strefy euro, był jednym z głównych czynników napędzających proces odbudowy gospodarek EŚW po kryzysie w 2009 r. Wzrost popytu ze strony Niemiec wynikał z ożywienia gospodarczego w otoczeniu strefy euro, co stymulowało niemiecki eksport, a pośrednio również eksport z krajów EŚW. W II połowie 2011 r. gospodarka niemiecka wyraźnie spowolniła, a prognozy wskazują na dalsze wyhamowanie wzrostu w Niemczech, a tym samym w całej strefie euro. Oznacza to wygaśnięcie impulsu pro wzrostowego, jaki obserwowano w poprzednich kwartałach.

Jednocześnie, duża część eksportu krajów EŚW była kierowana do silnie zadłużonych krajów południa strefy euro (kraje peryferyjne)⁴⁶ (ok. 10% całości eksportu, a w przypadku Bułgarii, Rumunii i Słowenii blisko 20%). Był to przede wszystkim eksport na rynek włoski, który to kraj należał do grupy głównych partnerów handlowych regionu. W przypadku Bułgarii i Rumunii, dużą rolę odgrywał również handel z pogrążoną w kryzysie Grecją. Prognozy tempa wzrostu gospodarczego z II połowy 2011 r. przewidują dalszy spadek PKB w krajach peryferyjnych w 2012 r. Spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego w 2012 r. ma zatem dotknąć zarówno kraje „rdzenia” strefy euro, jak i kraje peryferyjne, co przy dominującym udziale tych gospodarek w kreowaniu eksportu regionu EŚW będzie miało zarówno bezpośredni, jak i pośredni wpływ na spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego w tym regionie.

Napływ kapitału

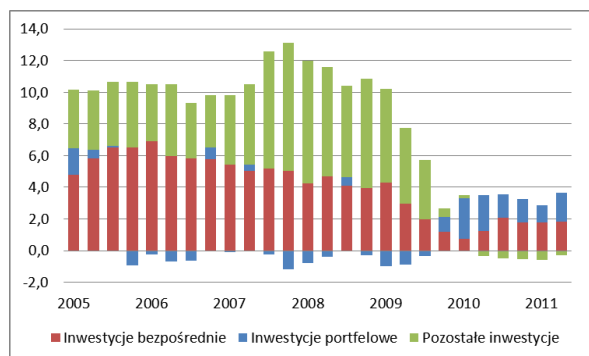
Jedną ze wspólnych cech gospodarek EŚW jest ich model wzrostu, który opierał się na napływie kapitału zagranicznego, zwłaszcza ze strony krajów rozwiniętych. Podobnie jak w przypadku powiązań handlowych, również w przypadku napływu kapitału zagranicznego dominującą rolę odgrywały gospodarki strefy euro. Dotyczyło to zarówno inwestycji bezpośrednich, jak i portfelowych oraz kredytów zagranicznych.

Ze względu na zmiany strukturalne jakie miały miejsce w okresie transformacji gospodarczej, szczególnie ważną rolę odgrywał napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych (FDI). W ostatnim dwudziestolecu napływ inwestycji zagranicznych do krajów regionu wyniósł ponad 50% ich łącznego PKB (stan na koniec 2009 r.). Ponad 70% napływu FDI to inwestycje z krajów strefy euro. Ponownie można było tu zauważyć niższy stopień powiązania z obszarem wspólnej europejskiej waluty w przypadku krajów bałtyckich (ok. 35% napływu FDI pochodziło ze strefy euro – większość z krajów skandynawskich). W pozostałych krajach regionu napływ inwestycji z krajów strefy euro wahał się od 65% do niemal 90%.

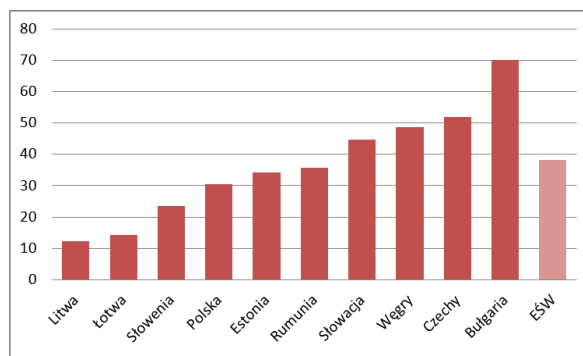
⁴⁶ Grecja, Hiszpania, Portugalia i Włochy.

Bezpośrednie inwestycje zagraniczne były kierowane w dużej części do sektorów *non-tradables* (budownictwo, usługi), czyli sektorów zorientowanych na popyt krajowy. Z jednej strony były one zatem kolejnym czynnikiem wspierającym wzrost popytu wewnętrznego w krajach EŚW w okresie przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego, z drugiej doprowadziły do przegrzewania się gospodarek, aprecjacji walut krajowych i znacznego wzrostu kosztów pracy. W rezultacie spowodowało to silniejszą niż w innych regionach świata reakcję regionu EŚW na globalny kryzys finansowy.

Napływ netto kapitału zagranicznego do krajów EŚW, w % PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów



Bezpośrednie inwestycje zagraniczne z krajów strefy euro jako % PKB, stan na koniec 2009 r.



Źródło: Eurostat, obliczenia IE NBP

Wybuch kryzysu finansowego w 2009 r. spowodował wyraźny spadek napływu kapitału zagranicznego. Dotyczyło to nie tylko napływu inwestycji bezpośrednich (spadek z blisko 5% PKB w połowie 2008 r. do niespełna 1% PKB na początku 2010 r.), ale przede wszystkim bardzo gwałtownego zatrzymania napływu pozostałych inwestycji zagranicznych, czyli głównie kredytów handlowych i kredytów dla sektora bankowego. W latach 2004-2008 napływ kredytów zagranicznych był dominującą pozycją na rachunku finansowym, zwłaszcza w krajach bałtyckich, Bułgarii i Rumunii, a od 2010 r. można już było zauważyć odpływ tego rodzaju kapitału zagranicznego z krajów EŚW. Podobnie jak w przypadku inwestycji bezpośrednich, napływ kredytów zagranicznych służył budowaniu przed wszystkim popytu krajowego.

Wysoki poziom awersji do ryzyka oraz problemy płynnościowe instytucji finansowych zmagającej się z kryzysem zadłużeniowym strefy euro będą czynnikami hamującymi szybki wzrost napływu inwestycji zagranicznych. Oznacza to, że gospodarki ESW straciły kolejny bodziec, który mógłby pobudzić ich popyt krajowy.

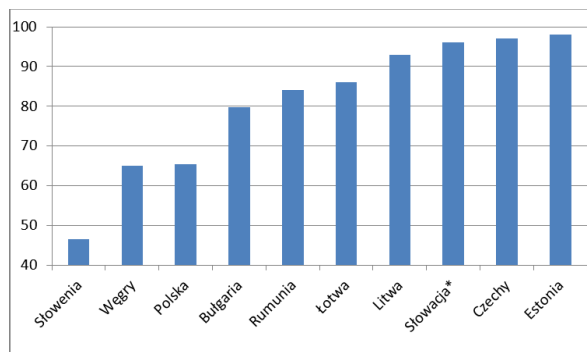
Jednocześnie, od momentu wybuchu kryzysu finansowego można było zauważyć zwiększony napływ inwestycji portfelowych, zwłaszcza do sektora skarbowych papierów dłużnych. Duży udział inwestycji portfelowych w strukturze napływu kapitału zagranicznego stwarza ryzyko dla stabilności gospodarek EŚW, zwłaszcza w okresie podwyższonego poziomu awersji do ryzyka. W przypadku dalszego pogłębiania się kryzysu zadłużeniowego w strefie euro istnieje możliwość nagłego odpływu tych inwestycji z regionu, co może skutkować destabilizacją rynków finansowych w podobnej, a nawet większej skali, jaką obserwowano w II połowie 2008 r.

Sektor bankowy

Liberalizacja rynków finansowych oraz proces integracji europejskiej spowodowały bardzo szybką ekspansję zagranicznych instytucji finansowych na rynki krajów EŚW. Z uwagi na sąsiedztwo geograficzne, a także silne powiązania gospodarcze, dominowały wśród nich podmioty europejskie, zwłaszcza z krajów strefy euro. Jeszcze przed wstąpieniem do Unii Europejskiej, we wszystkich krajach regionu poza Słowenią, sektor bankowy był już zdominowany przez banki z wiodącą rolą kapitału zagranicznego, a w późniejszych latach udział banków zagranicznych w aktywach sektora bankowego jeszcze się zwiększał. Pod koniec 2010 r. w Estonii, Czechach, na Litwie i Słowacji udział zagranicznego kapitału z sektorze bankowym przekraczał 90% wartości aktywów całego sektora. W zdecydowanej większości był to kapitał z krajów europejskich, zwłaszcza z krajów strefy euro. Jedynie w krajach bałtyckich

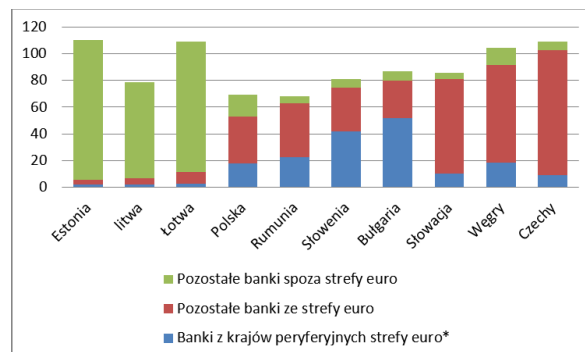
udział banków wywodzących się ze strefy euro był niewielki (w tym przypadku sektor bankowy został zdominowany przez banki skandynawskie, zwłaszcza szwedzkie).

Udział banków z przeważającym udziałem kapitału zagranicznego w całości aktywów sektora bankowego



Źródło: FitchRatings

Kredyty transgraniczne do krajów EŚW w % PKB, stan na II kw. 2011 r.



Źródło: BIS, Eurostat, obliczenia IE NBP

Pojawienie się zagranicznych instytucji w sektorze bankowym w regionie EŚW wiązało się ze znacznym ożywieniem na rynku kredytowym w tych krajach. Dynamika kredytu dla sektora prywatnego w latach 2004-2008 rosła w tempie zbliżonym do 30% r/r. Szybkemu wzrostowi wartości udzielonych kredytów nie towarzyszył równie szybki wzrost depozytów krajowych w regionie. Akcja kredytowa w krajach EŚW była zatem finansowana w znacznym stopniu poprzez napływ kredytów z macierzystych central banków, głównie europejskich, do ich oddziałów w krajach regionu. W II kw. 2011 r. stan kredytów transgranicznych do krajów EŚW wahał się od ok. 70% w Polsce i Rumunii do ponad 100% PKB w Czechach, Estonii, na Łotwie i Węgrzech. Poza krajami bałtyckimi, większość tych kredytów pochodziła z banków krajów strefy euro, głównie Austrii, Włoch, Niemiec, Francji i krajów Beneluksu. W przypadku Bułgarii i w mniejszym stopniu Rumunii, znaczący udział miała również ekspozycja banków greckich.

Istnieje kilka kanałów, przez które kryzys zadłużeniowy w krajach strefy euro może przenieść się do sektora bankowego krajów EŚW, a później także rozprzestrzenić się na gospodarkę realną. Pierwszym z nich jest pogorszenie jakości aktywów. Pomimo relatywnie dużej ekspozycji banków z krajów peryferyjnych na region (zwłaszcza banków włoskich, a w Bułgarii i Rumunii również greckich), w aktywach środkowo-europejskich oddziałów tych banków znajduje się bardzo mało obligacji (skarbowych i korporacyjnych) z tych krajów⁴⁷. Zatem wpływ restrukturyzacji długu w krajach peryferyjnych strefy euro jest ograniczony. Z drugiej strony, zawirowania na rynkach finansowych Europy doprowadziły do znaczącej deprecjacji walut regionu (CZK, HUF, PLN, RON) w II połowie 2011 r., co zwiększyło koszty obsługi kredytów walutowych. Biorąc pod uwagę duży udział tego rodzaju kredytów w portfelach banków, zwłaszcza na Węgrzech i w Rumunii, osłabienie kursu walutowego doprowadzi do dalszego wzrostu liczby kredytów zagrożonych i tym samym pośrednio wpłynie na pogorszenie jakości aktywów banków.

Kolejnym kanałem jest kanał finansowania zewnętrznego sektora bankowego. Jak wspomniano powyżej, akcja kredytowa w krajach EŚW nie była w całości finansowana krajowymi depozytami. Jedynie w Czechach wartość depozytów przekraczała wartość udzielonych kredytów. W pozostałych krajach proporcje były odwrotne, a w krajach bałtyckich wartość kredytów udzielonych sektorowi prywatnemu była dwukrotnie wyższa niż wartość depozytów krajowych. Powodowało to, że w poprzednich latach napływ kredytów z central banków w krajach macierzystych stanowił istotne wsparcie akcji kredytowej w regionie, co z kolei było jednym z głównych stymulatorów popytu wewnętrznego. Pogarszająca się sytuacja finansowa europejskich banków, a także proponowane przez UE podniesienie współczynnika

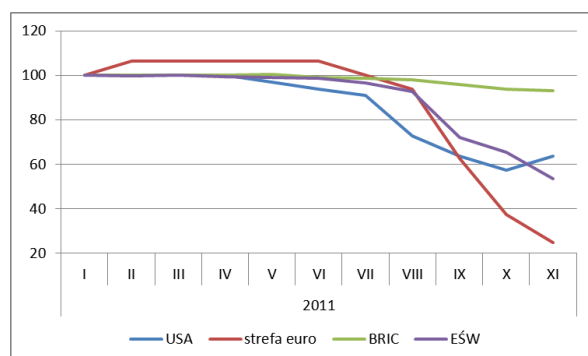
⁴⁷ Zob. *Eurozone Crisis: Funding Risks for Emerging Europe*, Special Report, FitchRatings, Listopad 2011

wypłacalności banków z 8% do 9%⁴⁸, spowoduje spadek napływu finansowania zagranicznego z central do oddziałów w krajach EŚW (w II połowie 2011 r. było to już zauważalne w przypadku banków greckich i niemieckich⁴⁹). Bezpośrednio wpłynie to zatem na dalsze spowolnienie akcji kredytowej w regionie, która już od 2009 r. znajduje się w stagnacji. Pośrednio zaś przełoży się na brak impulsu pro wzrostowego dla konsumpcji i inwestycji.

Stopień powiązania ze strefą euro a prognozowane tempo wzrostu gospodarczego

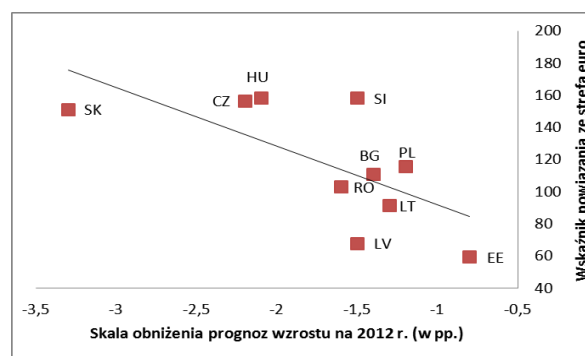
Negatywny wpływ silnych powiązań krajów regionu EŚW ze strefą euro wpłynął na obniżenie prognoz w ostatnich miesiącach. Silna korekta prognoz tempa wzrostu PKB dla strefy euro na 2012 r., jaka miała miejsce w II połowie 2011 r. (prognozy konsensualne obniżyły oczekiwaną skalę wzrostu gospodarczego z 1,7% w czerwcu do 0,4% w listopadzie 2011 r.), pociągnęła za sobą wyraźną weryfikację prognoz dla krajów EŚW. Jeszcze w czerwcu prognozy na 2012 r. dla regionu jako całości wynosiły 3,6%, a w listopadzie zostały obniżone do niespełna 2%. W przypadku krajów EŚW redukcja prognoz była dużo wyższa niż w krajach wschodzących w innych regionach świata. W analogicznym okresie oczekiwania dotyczące wzrostu gospodarczego na 2012 r. dla krajów BRIC (Brazylia, Rosja, Indie, Chiny) uległy tylko niewielkiej korekcie w dół.

Weryfikacja prognoz wzrostu na 2012 r. w wybranych regionach świata



Źródło: Consensus Economics

Powiązanie ze strefą euro a weryfikacja prognoz wzrostu gospodarczego dla krajów EŚW



Źródło: Komisja Europejska, Eurostat, Fitch rating

O istotności powiązań ze znajdującą się w kryzysie gospodarką strefy euro świadczą również redukcje prognoz dla poszczególnych krajów regionu. Najmniejsza redukcja prognoz miała miejsce w przypadku krajów, które są relatywnie słabo powiązane z rdzeniem strefy euro (EA-12)⁵⁰, tzn. krajów bałtyckich oraz Polski. Z drugiej strony w Czechach, na Węgrzech, a przede wszystkim na Słowacji oczekuje się zdecydowanie niższego tempa wzrostu PKB w 2012 r., niż prognozowano jeszcze w maju i czerwcu 2011 r.⁵¹ Jednocześnie te kraje są najbardziej uzależnione od gospodarek strefy euro.

⁴⁸ Aby spełnić nowe wymogi wypłacalności, największe banki strefy euro muszą znacząco podnieść swój kapitał własny. M.in. Unicredit powinien zwiększyć kapitał o 7,5 mld EUR, a Erste o 750 mln EUR.

⁴⁹ Comerzbank w listopadzie 2011 r. ogłosił czasowe zawieszenie udzielania nowych pożyczek poza rynkami Niemiec i Polski.

⁵⁰ Siłę powiązania poszczególnych gospodarek EŚW ze strefą euro (EA-12) mierzono wartością indeksu, który był sumą udziału eksportu do strefy euro w PKB danego kraju, stanu kredytów transgranicznych i inwestycji bezpośrednich ze strefy euro jako % PKB.

⁵¹ Różnice w prognozach dynamiki PKB na 2012 r. opublikowanych przez Komisję Europejską w maju i listopadzie 2011 r. wahały się od 0,8 pp. w Estonii do 3,3 pp. na Słowacji.

ANEKS STATYSTYCZNY

1. Rachunki narodowe

Tabela 1. Produkt krajowy brutto (w % do analogicznego okresu roku poprzedniego)

	2009	2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2010	III 2011
Polska	1,7	3,8	4,8	4,1	4,5	4,6	4,2
Czechy	-4,1	2,3	3,3	3,0	2,8	2,0	1,2
Słowacja	-4,7	4,0	4,1	3,4	3,4	3,4	3,2
Słowenia	-8,2	1,0	1,6	2,2	1,9	0,7	-0,1
Węgry	-6,3	1,2	2,5	2,5	1,9	1,7	1,5
Estonia	-14,1	3,1	5,1	6,2	9,5	8,4	8,3
Litwa	-14,8	-0,3	1,2	4,4	5,4	6,5	7,3
Łotwa	-18,0	1,3	3,3	3,1	3,1	5,3	6,1
Bułgaria	-5,0	0,2	0,0	3,7	3,3	2,0	1,6
Rumunia	-7,1	-1,3	-1,5	0,0	1,3	1,9	4,4

Źródło: Eurostat

Tabela 2. Spożycie indywidualne (w % do analogicznego okresu roku poprzedniego)

	2009	2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2010	III 2011
Polska	2,3	3,2	3,7	3,5	3,4	3,7	3,0
Czechy	-0,2	0,2	0,8	0,7	-0,2	-0,3	-0,4
Słowacja	-0,7	-0,3	-1,0	0,2	-0,3	0,0	-0,7
Słowenia	-1,4	0,7	-1,2	0,5	0,2	0,2	0,1
Węgry	-7,5	-2,1	0,3	-0,7	-0,6	0,5	-0,2
Estonia	-18,5	-1,9	1,2	3,3	3,4	4,0	4,6
Litwa	-16,8	-0,1	-1,8	5,3	5,4	8,2	5,4
Łotwa	-24,0	-4,5	3,5	5,1	3,6	5,0	5,4
Bułgaria	-6,3	-1,2	-0,7	1,0	1,3	1,2	1,9
Rumunia	-10,5	-1,7	-1,6	-1,4	-0,1	-0,2	2,9

Źródło: Eurostat

Tabela 3. Nakłady brutto na środki trwałe (w % do analogicznego okresu roku poprzedniego)

	2009	2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2010	III 2011
Polska	-0,3	-2,0	0,9	2,3	6,3	6,3	8,1
Czechy	-9,2	-3,1	4,1	4,1	-1,3	3,1	-1,9
Słowacja	-10,5	3,6	15,0	16,2	1,7	6,9	6,0
Słowenia	-21,6	-7,1	-9,7	-8,8	-8,5	-14,2	-12,3
Węgry	-6,5	-5,6	-8,5	-9,0	-6,1	-7,3	-7,8
Estonia	-34,4	-9,2	-10,0	9,0	20,8	15,1	33,8
Litwa	-39,1	-19,5	20,0	21,9	41,5	17,6	10,0
Łotwa	-37,3	0,0	6,2	5,2	29,4	24,8	22,2
Bułgaria	-26,9	-16,5	-21,3	-0,9	1,6	8,4	-2,8
Rumunia	-25,3	-13,1	-15,6	-2,6	-4,2	-0,4	13,3

Źródło: Eurostat

Tabela 4. Eksport towarów i usług (w % do analogicznego okresu roku poprzedniego)

	2009	2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2010	III 2011
Polska	-9,1	10,2	10,5	9,9	9,2	4,5	8,0
Czechy	-10,8	18,0	16,7	15,3	18,5	13,2	8,8
Słowacja	-16,5	16,4	17,0	14,7	18,0	13,1	5,6
Słowenia	-15,6	7,7	11,3	8,3	9,8	8,5	6,8
Węgry	-9,1	14,1	14,3	12,8	14,2	8,8	7,7
Estonia	-11,2	21,7	27,2	38,6	35,7	32,4	25,2
Litwa	-14,3	10,3	17,1	24,4	21,5	18,3	11,7
Łotwa	-15,5	17,4	14,6	13,8	15,3	14,7	11,7
Bułgaria	-9,8	16,2	27,7	15,2	21,6	12,2	2,0
Rumunia	-5,5	13,1	12,6	18,4	23,5	6,3	8,8

Źródło: Eurostat

Tabela 5. Import towarów i usług (w % do analogicznego okresu roku poprzedniego)

	2009	2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2010	III 2011
Polska	-14,3	10,7	12,5	13,4	8,5	4,5	5,8
Czechy	-10,6	18,0	20,3	15,1	17,9	11,3	3,1
Słowacja	-17,6	14,9	19,9	15,5	11,4	10,8	-1,8
Słowenia	-17,9	6,7	5,9	7,9	8,4	4,8	4,9
Węgry	-15,4	12,0	13,9	11,6	14,0	6,0	3,3
Estonia	-26,8	21,0	28,0	31,5	37,1	31,0	30,5
Litwa	-29,4	8,6	17,5	27,3	25,6	19,2	8,9
Łotwa	-35,5	17,9	16,6	20,1	22,0	22,0	17,9
Bułgaria	-22,3	4,5	5,3	10,7	10,0	7,5	8,1
Rumunia	-20,6	11,6	9,6	14,2	15,0	7,0	10,3

Źródło: Eurostat

2. Wskaźniki koniunktury i aktywności gospodarczej

Tabela 6. Produkcja przemysłowa (w % do analogicznego okresu roku poprzedniego)

	2009	2010	05.2011	06.2011	07.2011	08.2011	09.2011	10.2011
Polska	-3,5	10,7	8,2	4,2	4,8	5,6	6,7	7,0
Czechy	-12,8	9,8	11,0	7,7	6,4	3,7	2,0	2,1
Słowacja	-13,1	18,9	10,5	5,0	5,3	4,4	7,4	7,7
Słowenia	-17,1	6,4	4,7	1,3	1,5	-1,4	2,7	1,2
Węgry	-17,3	6,5	10,0	9,5	5,9	4,9	7,8	-2,3
Estonia	-25,6	20,0	24,0	24,3	24,4	22,5	6,3	2,3
Litwa	-14,4	13,9	12,1	12,7	8,2	6,6	9,4	5,0
Łotwa	-15,7	10,2	2,3	1,0	2,7	-0,4	3,0	3,1
Bułgaria	-18,2	2,0	7,2	4,0	5,8	2,3	1,8	2,5
Rumunia	-5,7	5,6	6,8	3,7	5,6	6,9	5,6	4,8

Źródło: Eurostat

Tabela 7. Sprzedaż detaliczna (w % do analogicznego okresu roku poprzedniego)

	2009	2010	06.2011	07.2011	08.2011	09.2011	10.2011	11.2011
Polska	3,0	6,2	-1,5	-2,8	-2,0	-0,9	-0,9	-0,5
Czechy	-1,5	-1,1	-1,1	-1,3	-0,6	-1,9	-0,7	
Słowacja	-10,2	-2,2	-4,3	-3,9	-3,7	-3,7	-2,9	
Słowenia	-10,3	-0,3	-2,1	-0,1	5,7	2,2	2,2	2,3
Węgry	-5,1	-2,3	-0,3	-1,3	0,2	-0,1	0,2	
Estonia	-18,3	-0,5	4,5	5,3	5,5	4,8	3,7	3,8
Litwa	-21,3	-6,7	6,6	7,4	9,7	10,9	9,6	13,4
Łotwa	-27,2	-2,2	4,0	6,5	8,3	7,9	5,3	7,8
Bułgaria	-8,6	-7,0	-1,3	-2,1	-1,9	-2,2	-2,5	-2,7
Rumunia	-10,0	-5,8	-7,5	-0,1	-5,8	-4,3	2,0	

Źródło: Eurostat

Tabela 8. Wskaźnik zaufania konsumentów

	2009	2010	06.2011	07.2011	08.2011	09.2011	10.2011	11.2011
Polska	-26,2	-18,8	-22,9	-21,4	-25,1	-23,0	-23,1	-23,4
Czechy	-16,6	-10,5	-20,2	-19,4	-20,4	-23,8	-22,3	-30,0
Słowacja	-35,4	-20,4	-25,7	-23,3	-23,5	-26,5	-29,6	-36,4
Słowenia	-29,6	-24,1	-23,6	-23,9	-27,4	-25,1	-26,2	-24,4
Węgry	-59,3	-29,4	-38,8	-39,6	-37,5	-43,6	-46,1	-47,2
Estonia	-26,3	-6,7	-2,1	0,4	-3,6	-7,2	-10,2	-17,1
Litwa	-49,1	-32,4	-16,0	-15,3	-17,1	-19,3	-21,1	-19,3
Łotwa	-50,1	-29,7	-21,2	-20,9	-17,6	-17,1	-19,6	-19,6
Bułgaria	-44,6	-40,6	-40,1	-40,0	-41,5	-41,3	-39,1	-42,0
Rumunia	-44,8	-54,6	-40,7	-44,8	-40,0	-43,9	-45,7	-43,4

Źródło: Komisja Europejska

Tabela 9. Wskaźnik zaufania w przemyśle

	2009	2010	06.2011	07.2011	08.2011	09.2011	10.2011	11.2011
Polska	-24,1	-13,0	-11,2	-12,3	-12,7	-14,0	-15,7	-15,9
Czechy	-22,8	3,5	3,7	3,2	3,5	2,9	1,1	4,2
Słowacja	-17,9	1,9	7,2	-9,5	-9,8	3,6	-1,6	1,8
Słowenia	-25,6	0,0	5,2	1,5	-0,3	-2,1	-3,1	-6,2
Węgry	-23,3	-1,9	0,4	1,8	-3,0	-5,0	-4,2	-7,3
Estonia	-28,0	0,5	9,0	10,6	6,1	4,7	5,3	-0,6
Litwa	-33,5	-13,1	0,1	3,6	5,3	-4,8	-10,9	-16,7
Łotwa	-27,9	-7,5	-3,8	-5,2	-3,4	-6,8	-4,8	-4,9
Bułgaria	-10,8	-9,1	-5,0	-4,2	-5,8	-6,3	-5,3	-5,4
Rumunia	-13,9	-8,3	-1,8	-2,0	-2,4	-3,1	-3,2	-4,5

Źródło: Komisja Europejska

Tabela 10. Wskaźnik PMI w przemyśle przetwórczym

	2010	2011	07.2011	08.2011	09.2011	10.2011	11.2011	12.2011
Polska	53,5	52,3	52,9	51,8	50,2	51,7	49,5	48,8
Czechy	56,8	54,9	53,4	53,4	53,3	51,7	48,6	49,2
Węgry	52,8	52,1	51,9	49,9	50,6	48,1	47,8	48,5

Źródło: EcoWin Economic

3. Ceny

Tabela 11. CPI (w % do analogicznego okresu roku poprzedniego)

	04.2011	05.2011	06.2011	07.2011	08.2011	09.2011	10.2011	11.2011
Polska	4,5	5,0	4,2	4,1	4,3	3,9	4,3	4,8
Czechy	1,6	2,0	1,8	1,7	1,7	1,8	2,3	2,5
Słowacja	3,7	4,0	3,9	3,7	4,0	4,3	4,4	4,6
Słowenia	1,7	2,2	1,3	0,9	0,9	2,1	2,7	2,7
Węgry	4,7	3,9	3,5	3,1	3,6	3,6	3,9	4,3
Estonia	14,0	12,8	13,0	12,4	13,1	8,1	7,2	5,6
Litwa	4,4	5,0	4,8	4,6	4,4	4,5	4,2	4,4
Łotwa	4,5	5,0	4,8	4,3	4,7	4,6	4,4	4,2
Bułgaria	4,6	4,8	4,8	4,4	4,1	3,3	3,5	3,1
Rumunia	8,3	8,4	7,9	4,8	4,3	3,5	3,6	3,4

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

Tabela 12. PPI (w % do analogicznego okresu roku poprzedniego)

	04.2011	05.2011	06.2011	07.2011	08.2011	09.2011	10.2011	11.2011
Polska	9,4	7,8	6,9	7,0	7,0	7,3	7,4	
Czechy	10,7	10,0	10,1	8,4	6,6	6,6	6,5	
Słowacja	6,3	6,1	5,4	5,3	5,6	5,5	5,5	5,5
Słowenia	6,0	5,9	5,8	5,5	4,3	3,9	3,6	3,1
Węgry	9,8	9,7	9,0	11,1	11,3	11,6	11,6	10,8
Estonia	9,4	9,7	9,0	8,9	9,4	9,3	9,8	9,1
Litwa	8,8	7,8	8,3	8,6	7,8	7,2	7,6	
Łotwa	3,1	3,2	2,5	2,0	1,9	2,6	3,0	3,2
Bułgaria	5,0	3,6	3,7	3,7	3,8	3,6	3,1	2,9
Rumunia	6,4	3,2	1,5	3,4	3,4	5,9	7,5	

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

Tabela 13. HICP (w % do analogicznego okresu roku poprzedniego)

	04.2011	05.2011	06.2011	07.2011	08.2011	09.2011	10.2011	11.2011
Polska	4,1	4,3	3,7	3,6	4,0	3,5	3,8	4,4
Czechy	1,6	2,0	1,9	1,9	2,1	2,1	2,6	2,9
Słowacja	3,9	4,2	4,1	3,8	4,1	4,4	4,6	4,8
Słowenia	2,0	2,4	1,6	1,1	1,2	2,3	2,9	2,8
Węgry	4,4	3,9	3,5	3,1	3,5	3,7	3,8	4,3
Estonia	5,4	5,5	4,9	5,3	5,6	5,4	4,7	4,4
Litwa	4,4	5,0	4,8	4,6	4,4	4,7	4,2	4,4
Łotwa	4,3	4,8	4,7	4,2	4,6	4,5	4,3	4,0
Bułgaria	3,3	3,4	3,5	3,4	3,1	2,9	3,0	2,6
Rumunia	8,4	8,5	8,0	4,9	4,3	3,5	3,6	3,5

Źródło: Eurostat

Tabela 14. HICP – żywność nieprzetworzona (w % do analogicznego okresu roku poprzedniego)

	04.2011	05.2011	06.2011	07.2011	08.2011	09.2011	10.2011	11.2011
Polska	6,0	7,2	1,9	0,2	0,2	-2,2	-1,8	0,3
Czechy	0,5	3,1	-0,7	-1,4	-2,3	-2,1	0,9	-0,1
Słowacja	7,9	8,3	6,2	1,7	1,1	0,3	1,7	1,3
Słowenia	6,4	10,5	6,1	-0,4	0,3	1,7	5,1	1,1
Węgry	9,5	6,1	-0,7	-5,1	-2,3	-1,2	-1,7	-0,8
Estonia	8,3	10,3	8,7	7,2	5,9	3,1	2,1	0,9
Litwa	8,0	9,0	6,3	4,8	3,9	3,3	2,8	2,9
Łotwa	5,7	6,2	4,2	1,5	2,0	2,2	2,6	2,7
Bułgaria	2,4	3,0	3,9	2,3	2,2	0,6	1,5	1,0
Rumunia	14,8	14,8	11,2	4,3	0,2	-3,7	-3,0	-3,3

Źródło: Eurostat

Tabela 15. HICP – żywność przetworzona (w tym wyroby alkoholowe i tytoniowe) (w % do analogicznego okresu roku poprzedniego)

	04.2011	05.2011	06.2011	07.2011	08.2011	09.2011	10.2011	11.2011
Polska	6,4	6,6	6,8	7,1	7,1	6,2	6,0	5,7
Czechy	4,6	6,2	6,5	6,4	6,7	6,6	7,2	7,1
Słowacja	5,0	5,8	6,6	6,9	7,1	7,4	7,3	6,4
Słowenia	4,4	5,0	4,8	5,2	4,7	4,7	5,3	6,3
Węgry	6,6	6,5	7,0	7,5	7,2	6,4	5,6	6,0
Estonia	12,4	11,7	11,4	11,6	11,2	10,2	6,7	5,7
Litwa	7,5	8,3	8,8	8,6	7,7	7,2	6,1	6,5
Łotwa	9,4	10,7	11,6	10,8	10,1	9,7	8,1	7,0
Bułgaria	7,3	7,4	8,0	8,0	7,0	5,2	4,5	3,9
Rumunia	9,6	10,2	10,5	6,8	6,6	6,1	5,7	5,4

Źródło: Eurostat

Tabela 16. HICP - energia (w % do analogicznego okresu roku poprzedniego)

	04.2011	05.2011	06.2011	07.2011	08.2011	09.2011	10.2011	11.2011
Polska	9,1	8,6	7,8	8,1	9,4	9,3	10,1	11,4
Czechy	6,1	5,8	6,9	6,4	7,2	7,2	7,7	9,0
Słowacja	9,8	9,5	9,5	9,2	11,1	11,9	12,1	12,0
Słowenia	10,0	8,6	6,5	5,6	7,5	7,7	8,5	8,6
Węgry	9,1	7,0	6,7	6,6	7,9	9,2	10,5	11,7
Estonia	6,0	5,1	5,8	7,3	10,3	11,3	11,5	10,6
Litwa	11,3	11,3	11,2	11,8	12,6	13,5	13,2	14,0
Łotwa	13,5	13,0	12,1	11,7	12,4	13,8	14,5	14,1
Bułgaria	9,1	9,0	8,2	9,1	8,4	7,8	8,0	6,6
Rumunia	11,0	10,9	11,0	8,1	8,5	8,3	9,0	8,5

Źródło: Eurostat

Tabela 17. HICP – z wyłączeniem energii, żywności, wyrobów alkoholowych i tytoniowych (w % do analogicznego okresu roku poprzedniego)

	04.2011	05.2011	06.2011	07.2011	08.2011	09.2011	10.2011	11.2011
Polska	1,8	2,0	1,9	1,9	2,1	2,1	2,3	3,0
Czechy	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	0,2	0,4
Słowacja	1,6	1,9	1,9	2,0	1,9	2,2	2,4	3,0
Słowenia	-0,8	-0,5	-0,8	-0,8	-1,0	0,5	0,8	0,8
Węgry	1,6	1,7	1,9	1,7	1,7	1,8	2,0	2,2
Estonia	2,2	2,6	1,8	2,1	2,3	2,5	2,7	3,1
Litwa	0,1	0,7	0,9	0,6	0,6	1,2	0,9	1,0
Łotwa	-0,3	0,0	0,0	0,2	0,6	0,2	0,2	0,2
Bułgaria	0,7	0,8	0,9	0,7	0,7	1,2	1,5	1,3
Rumunia	3,8	3,7	3,7	2,4	2,6	2,5	2,5	2,7

Źródło: Eurostat

4. Bilans płatniczy

Tabela 18. Saldo na rachunku obrotów bieżących (w % PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)

	IV 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011
Polska	-3,9	-3,9	-3,7	-4,3	-4,6	-4,8	-4,9	-5,0
Czechy	-2,4	-2,2	-1,7	-3,1	-3,1	-2,8	-3,7	-2,5
Słowacja	-2,1	-1,3	-0,9	-1,5	-2,1	-1,5	-1,7	-1,0
Słowenia	-1,3	-0,6	-1,1	-0,6	-0,8	-1,0	-0,4	-0,4
Węgry	-0,2	0,8	1,0	1,0	1,1	1,0	1,2	1,3
Estonia	3,7	4,2	3,8	3,9	3,6	3,1	3,1	3,2
Litwa	4,4	4,4	5,3	3,9	1,5	1,4	-0,6	0,4
Łotwa	8,6	10,6	8,5	6,0	3,0	1,3	0,2	-0,7
Bułgaria	-8,9	-6,9	-4,5	-1,4	-1,3	0,7	1,8	1,4
Rumunia	-4,2	-4,9	-5,1	-4,9	-4,1	-3,6	-3,4	-3,5

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

Tabela 19. Polska: składowe salda bilansu płatniczego (mln EUR)

	IV 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011
Rachunek bieżący	-4495	-2397	-2614	-5187	-6297	-3134	-3354	-4736
Towary	-1632	-1455	-1622	-2475	-3347	-1893	-3139	-2713
Usługi	1052	535	848	357	601	953	1533	1019
Dochody	-3369	-2741	-3129	-3459	-3457	-2915	-4127	-3719
Transfery	-546	1264	1289	390	-94	721	2379	677
Rachunek kapitałowy	1729	1265	1060	1282	2838	1659	1404	1448
Rachunek finansowy	6824	9298	4571	11657	2975	11568	4660	274
Inwestycje bezpośrednie	1413	3159	-19	-427	-115	1846	-637	2556
Inwestycji portfelowe	2973	6691	3348	7074	2117	1678	4101	4623
Pozostałe inwestycje	2509	-356	1307	4904	1233	8106	405	-6758

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

Tabela 20. Czechy: składowe salda bilansu płatniczego (mln EUR)

	IV 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011
Rachunek bieżący	-571	539	-1078	-3494	-633	876	-2408	-1729
Towary	705	1200	893	-181	179	1399	1096	810
Usługi	746	709	969	613	682	561	867	679
Dochody	-1884	-1483	-3194	-3832	-1579	-1224	-4577	-3118
Transfery	-138	113	254	-93	84	140	207	-100
Rachunek kapitałowy	961	84	378	584	242	23	-2	116
Rachunek finansowy	2367	-737	909	6148	1046	-602	3676	151
Inwestycje bezpośrednie	1129	1183	761	2818	-939	545	1472	218
Inwestycji portfelowe	2375	527	2254	3117	341	-1833	1208	-78
Pozostałe inwestycje	-1196	-2421	-2133	243	1733	559	791	116

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

Tabela 21. Słowacja: składowe salda bilansu płatniczego (mln EUR)

	IV 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011
Rachunek bieżący	-63	-120	-94	-704	-496	1707	-256	-245
Towary	570	235	592	-38	80	-433	375	473
Usługi	-213	-167	-260	-188	-124	666	-165	-135
Dochody	-154	-237	-354	-243	-304	874	-398	-425
Transfery	-266	49	-72	-235	-148	600	-68	-158
Rachunek kapitałowy	282	215	177	479	345	-340	663	-154
Rachunek finansowy	82	-213	-891	445	334	626	853	874
Inwestycje bezpośrednie	-487	235	252	-357	-346	396	-161	85
Inwestycji portfelowe	154	-972	-963	-344	983	940	11	500
Pozostałe inwestycje	415	524	-181	1146	-303	-710	1002	290

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

Tabela 22. Słowenia: składowe salda bilansu płatniczego (mln EUR)

	IV 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011
Rachunek bieżący	-10	-4	-119	-84	-91	-54	69	-85
Towary	-287	-190	-273	-234	-508	-307	-264	-294
Usługi	303	291	356	346	315	353	442	401
Dochody	-107	-51	-158	-202	-95	-147	-140	-188
Transfery	81	-53	-43	6	196	47	32	-4
Rachunek kapitałowy	-42	46	3	16	-56	-7	-6	-7
Rachunek finansowy	121	-65	251	174	-50	94	-284	-110
Inwestycje bezpośrednie	-86	-132	75	57	335	74	252	218
Inwestycji portfelowe	310	1106	508	-54	388	2591	-314	-419
Pozostałe inwestycje	-120	-1077	-216	167	-746	-2500	-218	71

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

Tabela 23. Węgry: składowe salda bilansu płatniczego (mln EUR)

	IV 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011
Rachunek bieżący	66	257	371	260	176	217	530	381
Towary	769	865	914	562	889	1340	1217	918
Usługi	439	695	746	899	568	345	982	892
Dochody	-1269	-1332	-1488	-1342	-1306	-1393	-1714	-1581
Transfery	127	29	199	142	25	-76	45	152
Rachunek kapitałowy	189	501	526	508	201	484	329	715
Rachunek finansowy	48	2691	241	-1647	106	2215	659	950
Inwestycje bezpośrednie	656	-281	-348	125	934	-259	-623	-463
Inwestycji portfelowe	-1826	2633	-873	-964	-261	3524	2119	1759
Pozostałe inwestycje	1218	339	1462	-808	-568	-1050	-837	-345

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

Tabela 24. Estonia: składowe salda bilansu płatniczego (mln EUR)

	IV 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011
Rachunek bieżący	209	6	74	264	169	-53	89	301
Towary	-155	-131	-128	-23	31	-113	-27	-34
Usługi	321	235	347	444	287	209	338	423
Dochody	-92	-110	-204	-196	-296	-201	-283	-179
Transfery	135	11	59	39	147	52	61	91
Rachunek kapitałowy	237	67	76	93	283	143	105	155
Rachunek finansowy	-113	-174	53	-841	-685	-109	-139	-327
Inwestycje bezpośrednie	503	200	305	152	405	195	374	846
Inwestycji portfelowe	-903	31	-289	-224	41	211	-33	416
Pozostałe inwestycje	321	-408	23	-785	-1130	-484	-465	-1600

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

Tabela 25. Litwa: składowe salda bilansu płatniczego (mln EUR)

	IV 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011
Rachunek bieżący	841	-48	342	-92	208	-61	-215	175
Towary	-134	-298	-268	-401	-305	-420	-467	-252
Usługi	174	191	243	299	243	250	315	339
Dochody	475	-104	-94	-230	-197	-279	-344	-226
Transfery	325	164	461	240	468	388	281	314
Rachunek kapitałowy	206	179	202	87	271	184	84	316
Rachunek finansowy	-1105	-146	-533	-3	-469	-129	168	-513
Inwestycje bezpośrednie	-161	-19	-99	448	178	166	330	199
Inwestycji portfelowe	642	1328	70	216	-217	-174	-131	125
Pozostałe inwestycje	-1559	-1340	-646	-299	-183	-147	-56	-370

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

Tabela 26. Łotwa: składowe salda bilansu płatniczego (mln EUR)

	IV 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011
Rachunek bieżący	486	348	243	-16	-39	47	45	-195
Towary	-212	-278	-271	-380	-341	-340	-364	-561
Usługi	277	258	292	282	267	269	332	323
Dochody	253	208	61	-44	-167	-18	-121	-82
Transfery	169	160	161	126	202	136	198	124
Rachunek kapitałowy	103	137	62	96	55	5	20	320
Rachunek finansowy	-563	-491	-270	-189	-29	-125	-11	8
Inwestycje bezpośrednie	27	-79	84	104	160	246	247	343
Inwestycji portfelowe	61	90	37	-106	-185	-504	219	-229
Pozostałe inwestycje	-458	223	-496	190	-116	-247	-354	18

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

Tabela 27. Bułgaria: składowe salda bilansu płatniczego (mln EUR)

	IV 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011
Rachunek bieżący	-902	-578	-346	1319	-871	147	80	1170
Towary	-905	-645	-877	-202	-1040	-11	-636	-237
Usługi	-10	29	401	1476	110	147	492	1514
Dochody	-199	-348	-317	-364	-247	-328	-448	-447
Transfery	211	386	448	409	305	340	671	340
Rachunek kapitałowy	97	62	-90	178	140	16	0	0
Rachunek finansowy	499	185	470	-739	293	-78	-294	-1167
Inwestycje bezpośrednie	1055	68	403	422	693	-120	192	363
Inwestycji portfelowe	-5	-144	-318	-50	-150	-189	-16	-234
Pozostałe inwestycje	-121	-517	6	-378	-185	-424	-372	-798

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

Tabela 28. Rumunia: składowe salda bilansu płatniczego (mln EUR)

	IV 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011
Rachunek bieżący	-1722	-1235	-2191	-827	-698	-705	-2076	-1014
Towary	-1907	-1299	-1853	-1218	-1552	-556	-2016	-1221
Usługi	-158	-254	-214	-79	-3	-288	-173	-230
Dochody	-479	-115	-730	-812	-261	-612	-829	-395
Transfery	351	63	30	64	91	102	0	0
Rachunek kapitałowy	822	434	605	1284	1119	751	942	831
Rachunek finansowy	1159	1381	3072	226	890	1485	2397	126
Inwestycje bezpośrednie	79	281	1012	1158	-215	546	724	-101
Inwestycje portfelowe	268	1367	-187	-567	240	434	2636	-303
Pozostałe inwestycje	607	2896	876	1660	521	1643	938	-905

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

Tabela 29. Pokrycie długu zagranicznego oficjalnymi aktywami rezerwowymi (w %, stan na koniec kwartału)

	IV 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011
Polska	29,1	31,4	33,6	29,7	30,1	29,4	29,6	31,6
Czechy	46,6	46,8	46,0	45,8	44,5	41,9	40,9	40,0
Słowacja	2,8	2,9	3,3	3,1	3,3	3,1	3,1	3,5
Słowenia	1,9	1,8	2,0	1,8	2,0	1,8	1,8	1,8
Węgry	22,4	23,8	24,8	24,3	24,5	25,5	26,2	27,9
Estonia	15,6	15,0	15,8	12,9	11,1	0,0	0,0	0,0
Litwa	19,7	19,5	19,2	20,8	20,7	20,6	19,5	21,5
Łotwa	16,4	19,1	19,3	21,1	19,4	18,3	18,8	19,4
Bułgaria	34,2	32,7	32,5	34,8	35,0	33,7	33,8	36,0
Rumunia	38,0	39,9	39,4	39,3	38,9	38,2	38,6	38,4

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

5. Stopy procentowe i kursy

Tabela 30. Stopy procentowe banków centralnych (stan na koniec miesiąca)

	05.2011	06.2011	07.2011	08.2011	09.2011	10.2011	11.2011	12.2011
Polska	4,25	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Czechy	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
Węgry	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,50	7,00
Rumunia	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,00	6,00
Strefa euro	1,25	1,25	1,50	1,50	1,50	1,50	1,25	1,00

Źródło: Banki Centralne, EcoWin Financial

Tabela 31. 3-miesięczne rynkowe stopy procentowe (średniomiesięczne)

	05.2011	06.2011	07.2011	08.2011	09.2011	10.2011	11.2011	12.2011
Polska	4,4	4,6	4,7	4,7	4,7	4,8	4,9	5,0
Czechy	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2
Słowacja	1,4	1,5	1,6	1,5	1,6	1,6	1,5	1,4
Słowenia	1,4	1,5	1,6	1,6	1,5	1,6	1,5	1,4
Węgry	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,4	7,1
Estonia	1,4	1,5	1,6	1,5	1,6	1,6	1,5	1,4
Litwa	1,7	1,7	1,8	1,9	1,8	1,9	1,9	1,8
Łotwa	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	1,0	1,3	1,9
Bułgaria	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,6	3,6
Rumunia	5,5	5,5	5,4	5,8	6,0	6,2	6,3	6,3

Źródło: EcoWin Financial

Tabela 32. Średniomiesięczny kurs walut narodowych do EUR

	05.2011	06.2011	07.2011	08.2011	09.2011	10.2011	11.2011	12.2011
Polska	3,94	3,96	3,99	4,12	4,33	4,35	4,43	4,47
Czechy	24,36	24,25	24,30	24,22	24,53	24,80	25,47	25,50
Węgry	266,91	266,47	267,47	271,94	284,74	296,74	308,62	304,71
Litwa	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45
Łotwa	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	0,70	0,70
Bułgaria	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96
Rumunia	4,11	4,19	4,24	4,25	4,28	4,32	4,36	4,32

Źródło: Eurostat

Tabela 33. Zmiany kursów walut narodowych do EUR (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego – spadek oznacza aprecjację)

	05.2011	06.2011	07.2011	08.2011	09.2011	10.2011	11.2011	12.2011
Polska	-3,0	-3,4	-2,1	3,5	9,8	10,2	12,2	12,1
Czechy	-4,9	-5,8	-3,8	-2,2	-0,4	1,2	3,5	1,5
Węgry	-3,5	-5,3	-5,6	-3,2	1,1	8,4	12,0	9,9
Litwa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Łotwa	0,3	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,5	-1,1	-1,7
Bułgaria	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rumunia	-1,6	-1,2	-0,4	0,3	0,5	1,1	1,5	0,8

Źródło: Eurostat, obliczenia własne

Tabela 34. NEER (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego – wzrost oznacza aprecjację)

	04.2011	05.2011	06.2011	07.2011	08.2011	09.2011	10.2011	11.2011
Polska	-1,9	4,6	6,0	3,3	-1,8	-8,1	-9,6	-11,0
Czechy	4,8	6,9	8,8	5,3	3,8	1,6	-1,3	-3,0
Słowacja	0,4	0,9	1,4	0,3	1,1	1,1	0,5	1,0
Słowenia	0,5	1,2	1,8	0,9	1,3	1,1	0,3	0,6
Węgry	0,6	5,3	8,1	7,2	5,0	0,1	-7,8	-10,7
Estonia	0,1	0,9	1,8	0,7	1,4	1,2	-0,1	-0,1
Litwa	0,7	1,0	1,7	0,7	1,7	1,9	0,8	1,0
Łotwa	0,2	0,5	1,2	0,4	1,1	1,4	1,0	1,8
Bułgaria	1,0	2,0	2,9	1,9	2,7	2,4	1,5	1,7
Rumunia	1,5	3,2	3,4	2,0	1,9	1,7	0,1	0,5

Źródło: BIS, obliczenia własne

Tabela 35. REER (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego – wzrost oznacza aprecjację)

	04.2011	05.2011	06.2011	07.2011	08.2011	09.2011	10.2011	11.2011
Polska	-0,8	6,0	6,6	3,9	-0,8	-7,8	-9,2	-9,9
Czechy	2,9	5,4	7,1	3,6	2,2	-0,1	-2,5	-3,8
Słowacja	0,8	1,5	2,0	0,7	1,7	2,1	1,6	2,3
Słowenia	-1,0	0,1	-0,2	-1,4	-1,1	-0,1	-0,3	-0,1
Węgry	1,9	5,8	8,1	7,0	5,3	0,2	-7,5	-9,9
Estonia	1,7	2,3	2,8	2,0	3,0	2,5	0,6	0,5
Litwa	1,2	2,1	2,6	1,5	2,4	2,6	1,2	1,6
Łotwa	0,8	1,5	2,1	0,9	2,1	2,3	1,7	2,3
Bułgaria	1,9	2,9	3,9	2,7	3,2	2,0	1,2	1,1
Rumunia	6,4	8,1	7,9	3,4	2,7	1,6	0,1	0,3

Źródło: BIS, obliczenia własne

6. Rynek pracy

Tabela 36. Zatrudnienie (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego)

	III 2009	IV 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2010
Polska	0,2	-0,6	-0,8	0,9	1,1	1,1	1,9	1,0
Czechy	-2,0	-2,3	-2,5	-1,1	-0,2	-0,2	0,8	0,5
Słowacja	-4,2	-5,5	-4,5	-2,8	-1,4	0,4	2,1	1,8
Słowenia	-3,2	-2,3	0,2	-1,0	-2,7	-2,0	-4,0	-3,0
Węgry	-3,5	-2,6	-1,3	-0,5	1,0	0,6	0,4	0,8
Estonia	-10,0	-11,3	-9,8	-7,0	-2,2	2,8	7,1	8,1
Litwa	-7,4	-8,3	-7,4	-6,6	-4,7	-0,8	0,8	3,7
Łotwa	-13,7	-12,7	-10,9	-4,6	0,6	2,2	3,5	3,3
Bułgaria	-3,8	-5,6	-7,6	-6,7	-5,3	-4,7	-4,0	-4,5
Rumunia	-0,4	-1,7	-0,9	1,3	-0,3	0,7	1,7	-2,4

Źródło: Eurostat

Tabela 37. Stopa bezrobocia (w % siły roboczej)

	03.2011	04.2011	05.2011	06.2011	07.2011	08.2011	09.2011	10.2011
Polska	9,4	9,5	9,6	9,6	9,7	9,7	9,8	9,9
Czechy	6,9	6,9	6,9	6,8	6,8	6,7	6,6	6,7
Słowacja	13,3	13,3	13,2	13,3	13,3	13,4	13,5	13,6
Słowenia	8,1	8	7,9	7,9	7,9	7,8	7,9	7,9
Węgry	10,8	10,9	10,9	10,8	10,6	10,3	9,9	9,8
Estonia	13,6	12,7	12,7	12,7	11,3	11,3	11,3	
Litwa	16,5	15,5	15,5	15,5	15	15	15	
Łotwa	16,3	16,2	16,2	16,2	14,4	14,4	14,4	
Bułgaria	11,1	11,2	11,3	11,4	11,5	11,7	11,9	12,1
Rumunia	6,9	7,5	7,3	7,3	7,5	7,5	7,7	7,3

Źródło: Eurostat

Tabela 38. Nominalne wynagrodzenie (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego)

	IV 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2010	III 2011
Polska	-6,1	16,5	14,2	7,3	8,8	4,9	6,0	2,4
Czechy	2,8	4,5	5,3	8,0	7,5	8,5	8,6	7,0
Słowacja	0,7	0,0	-0,2	4,0	3,9	2,6	3,8	5,2
Słowenia	-1,1	3,7	-0,5	-1,1	2,7	2,5	2,9	2,5
Węgry	-5,5	13,1	4,5	-2,2	-4,0	0,1	7,9	8,0
Estonia	-7,6	-4,8	-2,4	-0,1	1,3	-0,5	-3,6	-1,6
Litwa	-11,1	-9,4	-6,1	-2,3	1,4	0,9	2,6	3,8
Łotwa	-12,8	-9,2	-7,6	-2,7	1,2	4,1	4,7	5,7
Bułgaria	9,4	10,3	10,8	11,6	9,4	7,1	9,8	7,3
Rumunia	-8,9	8,5	3,0	-1,8	-1,8	-4,7	3,5	9,8

Źródło: Eurostat

Tabela 39. ULC (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego)

	III 2009	IV 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2010
Polska	-17,9	-9,6	12,4	11,4	3,6	5,9	0,4	1,4
Czechy	3,7	5,0	3,7	2,6	5,5	5,8	5,7	6,6
Słowacja	3,7	-0,1	-9,4	-7,5	-1,5	0,9	-0,8	0,4
Słowenia	10,6	0,7	0,2	-4,5	-4,9	-1,7	0,6	2,2
Węgry	-7,9	-2,9	12,7	3,1	-3,6	-5,9	-1,8	6,2
Estonia	3,1	-10,0	-10,1	-10,6	-8,5	-2,8	-10,0	-12,0
Litwa	4,1	-5,2	-10,7	-9,7	-11,1	-3,1	1,0	-0,6
Łotwa	-9,0	-10,5	-20,7	-13,3	-2,8	-1,1	-4,5	-3,9
Bułgaria	13,2	12,6	4,5	4,3	6,2	1,1	3,8	7,8
Rumunia	-7,9	-10,1	2,5	-3,8	-7,4	-8,1	-6,0	1,6

Źródło: Eurostat, obliczenia własne

7. Finanse publiczne

Tabela 42. Saldo sektora finansów publicznych wg ESA'95 (w % PKB)

	2007	2008	2009	2010	2011p	2012p	2013p
Polska	-1,9	-3,7	-7,3	-7,8	-5,6	-4,0	-3,1
Czechy	-0,7	-2,2	-5,8	-4,8	-4,1	-3,8	-4,0
Słowacja	-1,8	-2,1	-8,0	-7,7	-5,8	-4,9	-5,0
Słowenia	0,0	-1,9	-6,1	-5,8	-5,7	-5,3	-5,7
Węgry	-5,1	-3,7	-4,6	-4,2	3,6	-2,8	-3,7
Estonia	2,4	-2,9	-2,0	0,2	0,8	-1,8	-0,8
Litwa	-1,0	-3,3	-9,5	-7,0	-5,0	-3,0	-3,4
Łotwa	-0,4	-4,2	-9,7	-8,3	-4,2	-3,3	-3,2
Bułgaria	1,2	1,7	-4,3	-3,1	-2,5	-1,7	-1,3
Rumunia	-2,9	-5,7	-9,0	-6,9	-4,9	-3,7	-2,9

p – Jesienna prognoza Komisji Europejskiej z listopada 2011 r.

Źródło: Eurostat (jesienna notyfikacja fiskalna z października 2011 r.), Komisja Europejska

Tabela 43. Dług publiczny wg ESA'95 (w % PKB)

	2007	2008	2009	2010	2011p	2012p	2013p
Polska	45,0	47,1	50,9	54,9	56,7	57,1	57,5
Czechy	27,9	28,7	34,4	37,6	39,9	41,9	44,0
Słowacja	29,6	27,8	35,5	41,0	44,5	47,5	51,1
Słowenia	23,1	21,9	35,3	38,8	45,5	50,1	54,6
Węgry	67,0	72,9	79,7	81,3	75,9	76,5	76,7
Estonia	3,7	4,5	7,2	6,7	5,8	6,0	6,1
Litwa	16,8	15,5	29,4	38,0	37,7	38,5	39,4
Łotwa	9,0	19,8	36,7	44,7	44,8	45,1	47,1
Bułgaria	17,2	13,7	14,6	16,3	17,5	18,3	18,5
Rumunia	12,8	13,4	23,6	31,0	34,0	35,8	35,9

p – Jesienna prognoza Komisji Europejskiej z listopada 2011 r.

Źródło: Eurostat (jesienna notyfikacja fiskalna z października 2011 r.), Komisja Europejska

Tabela 44. Termin korekty nadmiernego deficytu budżetowego (EDP)

	Rok
Polska	2012
Czechy	2013
Słowacja	2013
Słowenia	2013
Węgry	2011
Estonia	nie objęta EDP
Litwa	2012
Łotwa	2012
Bułgaria	2011
Rumunia	2012

Źródło: Komisja Europejska

8. Prognozy

Tabela 45. Prognozy tempa wzrostu gospodarczego (w %, r/r)

	2010	Komisja Europejska			MFW			Consensus forecast		Źródła krajowe		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2011	2012	2013
Polska	3,8	4,0	2,5	2,8	3,8	3,0	3,4	4,1	2,4	4,1	3,1	2,8
Czechy	2,7	1,8	0,7	1,7	2,0	1,8	2,5	1,8	0,3	2,0	1,2	2,7
Słowacja	4,2	2,9	1,1	2,9	3,3	3,3	4,3	3,1	1,2	3,1	2,3	3,5
Słowenia	1,4	1,1	1,0	1,5	1,9	2,0	2,4	0,8	0,3	1,3	1,7	2,5
Węgry	1,3	1,4	0,5	1,4	1,8	1,7	2,9	1,5	-0,3	1,4	0,1	1,6
Estonia	2,3	8,0	3,2	4,0	6,5	4,0	4,2	7,7	2,5	7,9	1,9	3,6
Litwa	1,4	6,1	3,4	3,8	6,0	3,4	3,6	6,1	2,6	6,2	3,5	
Łotwa	-0,3	4,5	2,5	4,0	4,0	3,0	4,0	4,8	2,0	4,9	2,5	
Bułgaria	0,2	2,2	2,3	3,0	2,5	3,0	3,7	2,0	1,8			
Rumunia	-1,9	1,7	2,1	3,4	1,5	3,5	3,8	2,1	1,4	1,5	2,1	3,5

Tabela 46. Prognozy inflacji (w %, r/r)

	2010	Komisja Europejska			MFW			Consensus forecast		Źródła krajowe		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2011	2012	2013
Polska	2,6	3,7	2,7	2,9	4,0	2,8	2,5	4,2	3,1	4,0	3,1	2,8
Czechy	1,5	1,8	2,7	1,6	1,8	2,0	2,0	2,3	2,4	1,8	2,7	1,6
Słowacja	0,7	4,0	1,7	2,1	3,6	1,8	2,9	3,9	2,5	4,0	2,7	1,9
Słowenia	1,8	1,9	1,3	1,2	1,8	2,1	2,3	2,0	2,0	2,0	1,6	1,6
Węgry	4,9	4,0	4,5	4,1	3,7	3,0	3,0	3,9	4,8	3,9	5,0	2,6
Estonia	2,9	5,2	3,3	2,8	5,1	3,5	2,5	5,0	3,0	5,1	2,8	2,9
Litwa	1,2	4,0	2,7	2,8	4,2	2,6	2,5	4,1	2,7	4,2	1,3	
Łotwa	-1,2	4,2	2,4	2,0	4,2	2,3	2,2	4,4	2,4	4,7	2,8	
Bułgaria	3,0	3,6	3,1	3,0	3,8	2,9	2,9	4,1	3,0			
Rumunia	6,1	5,9	3,4	3,4	6,4	4,3	3,2	5,7	3,4	5,7	2,8	2,9

Tabela 47. Prognozy salda na rachunku obrotów bieżących (w % PKB)

	2010	Komisja Europejska			MFW			Źródła krajowe		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Polska	-4,6	-5,0	-4,3	-4,8	-4,8	-5,1	-5,2	-2,2	-1,3	-1,7
Czechy	-4,4	-3,6	-3,2	-3,5	-3,3	-3,4	-2,4	-3,2	-3,6	-2,8
Słowacja	-3,5	-0,7	-1,2	-1,9	-1,3	-1,1	-0,7	-1,0	-0,4	-0,3
Słowenia	-0,8	0,1	0,3	0,5	-1,7	-2,1	-2,2	-0,5	0,4	0,8
Węgry	1,0	1,7	3,2	3,8	2,0	1,5	1,3	2,1	3,8	4,5
Estonia	3,8	3,1	1,5	0,7	2,4	2,3	0,7	2,7	2,0	0,9
Litwa	1,1	-1,7	-1,9	-2,3	-1,9	-2,7	-3,6	-1,3	-2,0	
Łotwa	3,0	-0,4	-1,1	-2,0	1,0	-0,5	-1,3			
Bułgaria	-1,0	1,6	1,4	0,9	1,6	0,6	-1,5			
Rumunia	-4,2	-4,1	-5,0	-5,3	-4,5	-4,6	-4,6	-4,7	-4,5	-4,5

Źródła dla tabel 45-47: Komisja Europejska, MFW, Narodowy Bank Polski (11.2011), Ceska Narodni Banka (12.2011), Narodna Banka Slovenska (12.2011), Magyar Nemzeti Bank (12.2011), Banca Nationala a Romaniei (11.2011), Comisia Națională de Prognoză (12.2011), Banka Slovenije (10.2011), EestiPank (01.2012), Latvijas Banka (10.2011), Lietuvos Bankas (11.2011)