

NBP

Narodowy Bank Polski

Nr 1/15, styczeń 2015 r.

Sytuacja gospodarcza w krajach Europy Środkowej i Wschodniej



Nr 1/15, styczeń 2015 r.

Sytuacja gospodarcza w krajach Europy Środkowej i Wschodniej

Autorzy:

Marcin Grela

Marcin Humanicki

Marcin Kitala

Tomasz Michałek

Wojciech Mroczek

Redakcja:

Ewa Rzeszutek

Małgorzata Golik

Marcin Grela

Spis treści

Streszczenie	3
Kraje Europy Środkowo-Wschodniej - aktualna i przewidywana sytuacja makroekonomiczna	5
Zmiany w strukturze wartości dodanej w krajach Europy Środkowo-Wschodniej	8
Polityka gospodarcza Węgier i jej efekty	13
Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych a zmiany w strukturze gospodarek w krajach EŚW	28
Aneks statystyczny	53

Streszczenie

W 2014 r. trwało ożywienie w gospodarkach większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW). Roczna dynamika PKB w trzech pierwszych kwartałach 2014 r. wyniosła 2,9% wobec 1,3% w 2013 r. Polska i Węgry w tym okresie należały do najszybciej rozwijających się gospodarek UE.

Utrzymująca się na stosunkowo wysokim poziomie dynamika realnego PKB to wynik zwiększającego się popytu krajowego, zarówno konsumpcji, jak i inwestycji. W II i III kw. 2014 r. popyt krajowy, jako jedyny składnik rachunków narodowych, miał dodatni wkład do wzrostu PKB. Słabnąca koniunktura w otoczeniu zewnętrznym regionu (spowolnienie wzrostu w strefie euro, kryzys w Rosji i na Ukrainie) wpłynęły na spadek wkładu eksportu netto do wzrostu.

Konsumpcja prywatna zwiększała się najszybciej od I połowy 2011 r. (2,7% r/r w III kw. 2014 r.). Jej wzrost był wynikiem poprawy sytuacji na rynkach pracy (spadek stopy bezrobocia, wzrost zatrudnienia, wzrost dynamiki wynagrodzeń), a także utrzymującej się na historycznie niskim poziomie inflacji. Czynniki te spowodowały wzrost realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych i poprawę ich nastrojów. Wzrost spożycia widoczny był zwłaszcza na Węgrzech (efekt wzrostu zatrudnienia w wyniku programu prac publicznych), Rumunii i krajach bałtyckich (najwyższa w regionie dynamika wynagrodzeń).

W szybkim tempie wzrastały nakłady inwestycyjne (7,5% r/r w III kw. 2014 r.). W przypadku inwestycji, sytuacja w krajach regionu była jednak bardzo zróżnicowana. Ich dynamiczny wzrost miał miejsce w Polsce, na Słowacji i Węgrzech (efekt m.in. programu *Funding for Growth Scheme*, mającego na celu wspieranie działalności małych i średnich przedsiębiorstw). Z kolei w krajach bałtyckich i Czechach dynamika inwestycji osłabła. W skali całego regionu, poprawa aktywności inwestycyjnej wiązała się w dużym stopniu ze wzrostem inwestycji

publicznych, przede wszystkim infrastrukturalnych, współfinansowanych ze środków UE.

Wzrost popytu krajowego w krajach EŚW wspierany był przez akomodacyjną politykę pieniężną. Banki centralne Polski, Rumunii i Węgier zdecydowały się w II połowie 2014 r. na dalsze obniżki stóp procentowych, a Narodowy Bank Czech utrzymał w mocy swoją decyzję o prowadzeniu interwencji walutowych zapobiegających umocnieniu się korony.

Na wzrost gospodarczy w 2014 r. przestała oddziaływać hamująco polityka fiskalna. W większości krajów regionu w 2014 r. wynik sektora finansów publicznych (*general government*) utrzymał się na poziomie zbliżonym do zanotowanego w 2013 r. W latach 2015-2016 największe wyzwania fiskalne będą stały przed Chorwacją. W przypadku Węgier i Bułgarii, gdzie w grudniu 2014 r. agencja S&P obniżyła rating do poziomu „śmieciowego”, w związku z wyraźnym pogorszeniem sytuacji i perspektyw dla sektora finansów publicznych, istnieje ryzyko objęcia tych krajów procedurą nadmiernego deficytu. Na Słowacji planowane jest wznowienie konsolidacji fiskalnej. W pozostałych krajach regionu nie jest spodziewana istotna zmiana nastawienia polityki fiskalnej.

Wzrost popytu krajowego był spowalniany przez proces oddłużania sektora prywatnego. W II połowie 2014 r. można już było zaobserwować łagodzenie warunków przyznawania kredytów, zwłaszcza dla gospodarstw domowych, co stwarza możliwość ponownego wzrostu akcji kredytowej w regionie w najbliższych latach.

Od początku 2014 r. w krajach EŚW wkład eksportu netto do wzrostu gospodarczego zmniejszył się, co wiązało się z osłabieniem popytu zewnętrznego, zarówno ze strony strefy euro, jak i gospodarek spoza UE. O ile w I kw. 2014 r. wkład eksportu netto był jeszcze dodatni, to w kolejnych dwóch

spadł poniżej zera. Obniżenie wkładu wymiany handlowej z zagranicą do dynamiki PKB miało miejsce w niemal całym regionie EŚW (poza Estonią i Słowenią). Najsilniej w kierunku spadku PKB działał on w Polsce i na Węgrzech.

Ujemny wkład eksportu netto to wynik przede wszystkim obniżającej się dynamiki eksportu. Dotyczyło to eksportu do strefy euro, Rosji i na Ukrainę. Powiązania krajów EŚW ze strefa euro w ramach międzynarodowych sieci produkcyjnych wpłynęły również na spowolnienie wzrostu obrotów handlowych wewnątrz regionu. Jednocześnie, silny popyt krajowy spowodował, że spadek dynamiki importu był zdecydowanie niższy w tym okresie.

Niekorzystne tendencje w handlu zagranicznym były łagodzone, zwłaszcza w III kw. 2014 r. przez poprawę *terms of trade*. Spadek cen surowców energetycznych wpłynął na zmniejszenie cen importu, co pozwoliło na utrzymanie niewielkiej nadwyżki na rachunku obrotów bieżących.

W I połowie 2014 r. miał miejsce odpływ kapitału zagranicznego z regionu EŚW. Wynikał on ze stałego odpływu kapitału z sektora bankowego przy jednoczesnym zmniejszonym napływie inwestycji portfelowych.

Wzrostowi dynamiki PKB w 2014 r. towarzyszył dalszy spadek inflacji. Obniżenie dynamiki cen konsumpcyjnych to wynik przede wszystkim czynników o charakterze podażowym, czyli obniżenia się cen energii (głównie paliw) oraz żywności nieprzetworzonej. Przełożenie się niskich cen energii i żywności na pozostałe kategorie cen, a także wciąż stosunkowo niska presja popytowa spowodowały, że inflacja bazowa w regionie EŚW kształtowała się na historycznie niskich poziomach.

Spadek inflacji miał miejsce w niemal wszystkich krajach regionu. W Bułgarii i Polsce, a przejściowo także w Chorwacji, Estonii, Słowenii, na Słowacji i Węgrzech, inflacja obniżyła się poniżej zera.

Sytuacja na rynkach walutowych krajów EŚW w II połowie 2014 r. była stosunkowo stabilna. Przejściowe osłabienie się kursu walut regionu miało miejsce na przełomie lipca i sierpnia 2014 r. (efekt embarga rosyjskiego) oraz w październiku 2014 r. (decyzja FED o zakończeniu polityki luzowania ilościowego). Większe wahania kursów wystąpiły w grudniu 2014 r., kiedy to zawirowania na rynku rosyjskim przeniosły się częściowo na kraje regionu i doprowadziły do osłabienia się ich walut, zwłaszcza złotego i forinta.

Oczekuje się, że obserwowane w 2014 r. tempo ożywienia gospodarczego utrzyma się do połowy 2015 r. Począwszy od II połowy 2015 r. dynamika PKB powinna nieznacznie przyspieszyć. W latach 2015-2016 popyt krajowy pozostanie głównym czynnikiem wzrostu, natomiast rola popytu zagranicznego nadal będzie ograniczona.

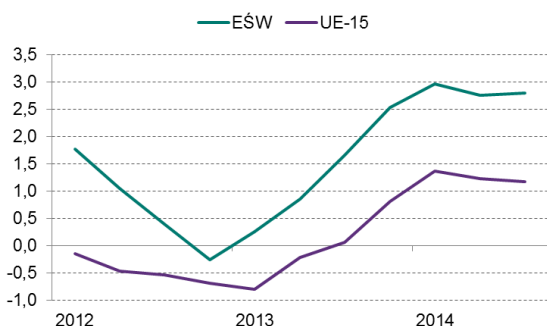
Po okresie historycznie niskiej inflacji w II połowie 2014 r., od II połowy 2015 r. powinna ona wzrosnąć. W latach 2015-2016 inflacja HICP pozostanie jednak na relatywnie niskim poziomie. Nie wielki wzrost inflacji wynikać ma przede wszystkim z oczekiwanego umacniania się popytu konsumpcyjnego i wzrostu inflacji bazowej. W świetle prognoz cen surowców na rynkach światowych, czynniki o charakterze podażowym, czyli ceny energii i żywności nieprzetworzonej, mogą mieć mniejszy wpływ na dynamikę cen, zwłaszcza w 2016 r.

Kraje Europy Środkowo-Wschodniej - aktualna i przewidywana sytuacja makroekonomiczna

Utrzymujące się ożywienie gospodarcze

W 2014 r. trwało ożywienie w gospodarkach większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Roczne tempo wzrostu PKB w całym regionie¹, w trzech pierwszych kwartałach wyniosło 2,9%, wobec 1,3%² w 2013 r. Było ono ponad dwukrotnie wyższe niż w krajach UE-15³, gdzie wzrost PKB wyniósł 1,2% r/r w analizowanym okresie 2014 r.

Wykres 1.1. Tempo wzrostu PKB w regionie EŚW i UE-15 (w %)



Źródło: Eurostat

Zróznicowane tempo wzrostu PKB w poszczególnych krajach

Utrzymało się zróżnicowanie w tempie wzrostu pomiędzy poszczególnymi gospodarkami EŚW. W III kw. 2014 r. najszybciej PKB zwiększał się w Polsce (3,4% r/r). Wysokie tempo wzrostu wciąż miało miejsce na Węgrzech, nawet pomimo spowolnienia wobec poprzedniego kwartału (odpowiednio 3,6% i

3,1% w II i III kw.) Wzrost PKB na poziomie ok. 3% r/r wystąpił także w Rumunii (przyspieszenie wobec II kw.) oraz Słowenii, gdzie od już od początku 2014 r. miało miejsce wyraźne ożywienie gospodarcze, świadczące o wychodzeniu tej gospodarki z recesji⁴. Polska i Węgry, w których to krajach wzrost PKB w trzech pierwszych kwartałach 2014 r. zdecydowanie przekraczał 3% r/r, były najszybciej rozwijającymi się gospodarkami w całej UE.

W Czechach i na Słowacji dynamika PKB, podobnie jak w poprzednich dwóch kwartałach 2014 r., kształtowała się na poziomie ok. 2,5% r/r. W krajach bałtyckich zarysowała się tendencja osłabiania wzrostu PKB w tym okresie. Najniższy wzrost w III kw. 2014 r. wśród krajów EŚW, podobnie jak w poprzednich kwartałach, obserwowano w Bułgarii (1,5% r/r), a przede wszystkim w zmagającej się wciąż z recesją Chorwacji (-0,5% r/r).

Popyt krajowy głównym czynnikiem wzrostu

Utrzymująca się na stosunkowo wysokim poziomie dynamika realnego PKB to wynik zwiększającego się popytu krajowego. Rosnącą dynamikę konsumpcji i inwestycji można było obserwować w krajach EŚW już od początku 2013 r., a w II i III kw. 2014 r. popyt krajowy był już jedynym dodatnim konrybutorem do wzrostu PKB w regionie. Wyjątkiem była Chorwacja, gdzie zarówno konsumpcja, jak i inwestycje wciąż obniżały się. Największy, a także najszybciej zwiększający się wkład popytu krajowego do wzrostu gospodarczego zaobserwowano w Polsce, na Słowacji i Węgrzech. Z kolei w krajach bałtyckich, a zwłaszcza w Estonii i na Łotwie, wkład ten się zmniejszał, głównie w wyniku

¹ Region EŚW w niniejszym opracowaniu obejmuje 11 krajów: Bułgarię, Chorwację, Czechy, Estonię, Litwę, Łotwę, Polskę, Rumunię, Słowację, Słowenię i Węgry.

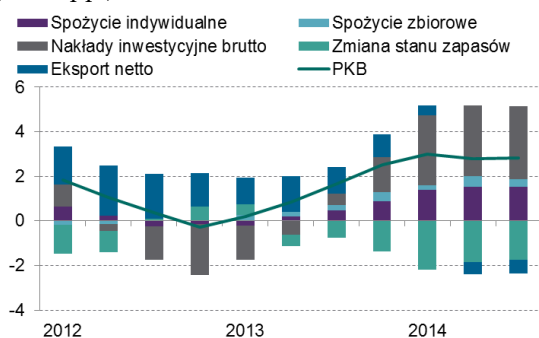
² Dynamiki na podstawie szeregów w cenach z 2010 r., wyrównanych sezonowo z uwzględnieniem liczby dni roboczych, wg. metodologii ESA 2010.

³ Kraję będące członkami UE przed 2004 r.

⁴ W latach 2012-2013 w Słowenii obserwowano spadek PKB w ujęciu rocznym.

słabnących inwestycji. Od 2013 r. wzrost popytu krajowego w krajach EŚW był wspomagany przez mniej restrykcyjną politykę fiskalną oraz akomodacyjną politykę pieniężną.

Wykres 1.2. PKB i jego składowe w regionie EŚW (r/r, w pp.)



Źródło: Eurostat

Rosnąca konsumpcja prywatna

Konsumpcja gospodarstw domowych w krajach EŚW sukcesywnie zwiększała się od połowy 2013 r. W II i III kw. 2014 r. tempo jej wzrostu wyniosło 2,7% r/r w skali całego regionu i było najwyższe od III kw. 2008 r. Dynamika konsumpcji prywatnej rosła w większości gospodarek, poza Łotwą (najsilniejsza reakcja konsumentów na wzrost ryzyka geopolitycznego) i Bułgarią (efekt kryzysu politycznego i zawirowań w sektorze bankowym na spadek zaufania gospodarstw domowych). Najwyższe tempo wzrostu spożycia indywidualnego odnotowano w Rumunii, Estonii i na Litwie, co było pochodną najszybszego w regionie wzrostu nominalnych wynagrodzeń w tych krajach.

Wzrost konsumpcji prywatnej w krajach EŚW był wynikiem m.in.: poprawy sytuacji na rynkach pracy, wzrostu realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz obserwowanego w większości krajów ograniczenia skali konsolidacji fiskalnej. Czynniki te wpłynęły na wzrost optymizmu konsumentów i ich skłonności do zakupów. Trwający proces oddłużania gospodarstw domowych w dalszym ciągu stanowił barierę dla bardziej dynamicznego wzrostu wydatków konsumpcyj-

nych. Badania ankietowe banków⁵ wskazują jednak na łagodzenie warunków kredytowych dla gospodarstw domowych w krajach EŚW w II połowie 2014 r., co może wskazywać, że w kolejnych kwartałach konsumpcja będzie w coraz większym stopniu finansowana kredytami bankowymi.

Szybki wzrost nakładów inwestycyjnych

Nakłady inwestycyjne już od IV kw. 2013 r. miały największy wkład do ożywienia gospodarczego w regionie EŚW, a w 2014 r. wkład ten jeszcze się zwiększał. Dynamika inwestycji w III kw. 2014 r. wyniosła 7,5% r/r, co oznaczało ich najszybszy wzrost od połowy 2008 r.

Sytuacja w krajach regionu była jednak bardzo zróżnicowana. Silny wzrost inwestycji w II i III kw. 2014 r. miał miejsce w Polsce, na Słowacji oraz w wychodzącej z recesji Słowenii. Wysoka dynamika inwestycji utrzymywała się na Węgrzech, wspierana przez program *Funding for Growth Scheme*, mający na celu ułatwienie małym i średnim firmom dostępu do kredytu bankowego (por. ramka *Polityka gospodarcza Węgier i jej efekty*). W Rumunii, po okresie załamania inwestycji w I kw. 2014 r.⁶, w kolejnych dwóch kwartałach skala ich spadku stopniowo się zmniejszyła. Podobną sytuację obserwowano w Chorwacji. Z kolei, w pozostałych krajach regionu (kraje bałtyckie, Czechy) dynamika nakładów inwestycyjnych spowolniła. W Estonii i na Łotwie inwestycje zmniejszyły się nawet w ujęciu rocznym, co wynikało z jednej strony z ograniczenia inwestycji publicznych, a z drugiej, ze zmniejszonej skłonności do inwestowania w związku z rosnącą niepewnością dotyczącą sytuacji geopolitycznej.

W skali całego regionu dynamikę inwestycji zwiększały nadal inwestycje publiczne, współfinansowa-

⁵ CESEE Bank Lending Survey H2-2014, EIB, październik 2014.

⁶ Było to wynikiem efektu wysokiej bazy, a także niekorzystnych dla inwestorów zmian podatkowych (podatek od budowl, wzrost VAT na paliwa).

ne ze środków UE. Dotyczyło to zwłaszcza inwestycji infrastrukturalnych, głównie w budynki i budowle. Prywatne inwestycje budowlane nadal pozostawały niskie w większości gospodarek regionu⁷.

Wzrosły natomiast inwestycje prywatne w maszyny i urządzenia oraz środki transportu. Widoczne to było zwłaszcza na Słowacji i Węgrzech, gdzie miało miejsce wzrost nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw sektora motoryzacyjnego.

Słabnący eksport spowalnia wzrost gospodarczy

Od początku 2014 r. w krajach EŚW wkład eksportu netto do wzrostu gospodarczego zmniejszał się. O ile w I kw. 2014 r. był on jeszcze dodatni, to w kolejnych dwóch spadł poniżej zera. Najsilniej w kierunku spadku PKB działał on w Polsce i na Węgrzech, natomiast dodatni był jedynie w Chorwacji, Estonii i Słowenii.

Zmniejszający się wkład eksportu netto wynikał przede wszystkim ze słabnącego wzrostu eksportu, którego dynamika wyraźnie spadła w II i III kw. 2014 r. (4,2% r/r w III kw. wobec 8,5% r/r w I kw. 2014 r.). Od II kw. 2014 r. dynamika eksportu do strefy euro obniżała się. Wolniejszy wzrost eksportu w III kw., a także w październiku 2014 r., dotyczył już wszystkich głównych partnerów handlowych, w tym handlu wewnątrz regionu EŚW. Wskazuje to na spowolnienie obrotów handlowych w ramach europejskich sieci produkcyjnych, wywołane nie tylko słabością popytu w strefie euro, ale również w jej otoczeniu. W dalszym ciągu zmniejszał się eksport państw EŚW poza UE, co wynikało przede wszystkim z jego spadku na rynki Rosji i Ukrainy. W przypadku części krajów EŚW (m.in. w Czechach, Rumunii i na Węgrzech) powyższe zjawiska wpłynęły na tymczasowe przestoje w produkcji przemysłowej i eksporcie na początku III kw. 2014 r. Dotyczyło to zakładów należących do mię-

dzynarodowych, głównie niemieckich, koncernów motoryzacyjnych.

Wysoka importochłonność eksportu, zwłaszcza w ramach międzynarodowych sieci produkcji (*global supply chains – GSC*), wpłynęła na spadek dynamiki importu. Zauważalne było to szczególnie w przypadku dóbr pośrednich, których zarówno eksport, jak i import wyraźnie obniżył się w II i III kw. 2014 r. W warunkach relatywnie wysokiej dynamiki popytu krajowego, tempo wzrostu importu było jednak wyższe niż eksportu.

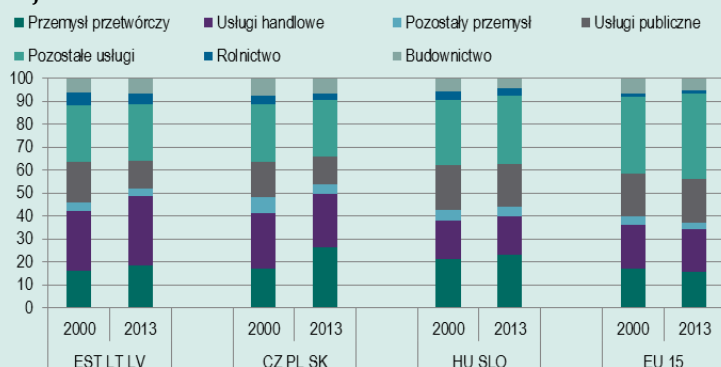
⁷ Nawet w krajach bałtyckich, gdzie od początku 2013 r. można było obserwować wzrost prywatnych inwestycji budowlanych, w II kw., a zwłaszcza w III kw. 2014 r. miało miejsce wyraźne spowolnienie ich wzrostu.

Zmiany w strukturze wartości dodanej w krajach Europy Środkowo-Wschodniej

W latach 2000-2013 PKB *per capita* w krajach EŚW, mierzony według parytetu siły nabywczej (PPS) rósł szybciej niż w krajach UE-15. Dzięki temu można było zaobserwować konwergencję dochodów⁸ krajów EŚW i UE-15. Konwergencji dochodów nie towarzyszyła jednak konwergencja struktury gospodarczej (tj. struktury tworzenia wartości dodanej) w krajach EŚW.

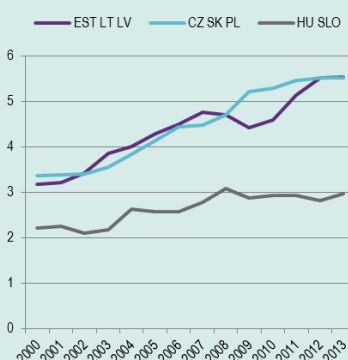
Zmiana struktury wartości dodanej (*value added* - VA) w krajach EŚW przebiegała inaczej niż w krajach UE-15. W krajach regionu zmiany wystąpiły w decydującej mierze w wyniku integracji z UE i odbywały się znacznie dynamiczniej niż w krajach UE-15. Proces integracji gospodarczej z UE nie doprowadził do upodobnienia struktury tworzenia wartości dodanej w gospodarkach krajów EŚW i UE-15. Podobne tendencje pomiędzy tymi dwoma regionami można było zaobserwować jedynie w przypadku rolnictwa i gałęzi przemysłu niezwiązanego z przetwórstwem przemysłowym. W pozostałych przypadkach nastąpiła dywergencja w strukturze wartości dodanej pomiędzy krajami regionu i krajami UE-15. Była ona najsilniejsza w przypadku przemysłu przetwórczego, usług handlowych⁹ oraz pozostałych usług rynkowych¹⁰. Udział przemysłu przetwórczego w krajach regionu wzrósł w latach 2000-2013 o 5,9 pkt. proc. do poziomu 23,5 % VA (wobec spadku o 1,4 pkt. proc. do poziomu 15,5% VA w krajach UE-15). W przypadku usług handlowych, ich udział w wartości dodanej w krajach regionu wzrósł o 0,5 pkt. proc. do poziomu 22,7% VA (wobec spadku o 0,5 pkt. proc. do poziomu 18,7% VA w krajach UE-15).

Wykres 1. Struktura wartości dodanej w poszczególnych grupach krajów w latach 2000 i 2013.



Źródło: Eurostat.

Wykres 2. Stopień dywergencji struktur VA względem UE-15¹¹



Źródło: Eurostat, obliczenia własne.

Jednocześnie, udział sektora pozostałych usług wzrósł jedynie o 0,6 pkt. proc. do poziomu 25,8% VA (wobec wzrostu o 3,8 pkt. proc. do poziomu 37,1% VA w krajach EU-15), a udział usług publicznych¹² spadł o 3,7 pkt. proc. do poziomu 12,8% VA (wobec wzrostu o 0,4 pkt. proc. do poziomu 19,2% VA w krajach EU 15).

Zmiany w strukturze wartości dodanej znacznie różniły się pomiędzy poszczególnymi krajami. Największe

⁸ Por. *Sytuacja gospodarcza w krajach Europy Środkowej i Wschodniej*, Narodowy Bank Polski, lipiec 2014.

⁹ Różnice pomiędzy krajami regionu a krajami UE-15 wzrosły zarówno w przypadku handlu hurtowego, jak i detalicznego, niemniej jednak bardziej zwiększyły się różnice w przypadku handlu hurtowego.

¹⁰ Pozostałe usługi rynkowe są rozumiane, jako usługi rynkowe z wyłączeniem usług handlowych.

¹¹ W celu porównania stopnia dywergencji w strukturze wartości dodanej poszczególnych grup krajów względem UE-15, przedstawiono syntetyczny wskaźnik będący sumą modułów różnic pomiędzy udziałami procentowym poszczególnych kategorii NACE 2 w danej grupie krajów i krajami UE-15.

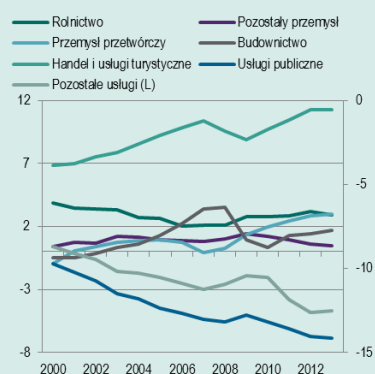
¹² W przypadku krajów UE-15, udział tych sektorów w wartości dodanej systematycznie rósł.

z nich nastąpiły w gospodarkach, w których dochód względem UE-15 rósł najszybciej¹³. Charakter zmian wydawał się być uwarunkowany kształtem procesu integracji z gospodarkami UE.

Przykładowo, kraje bałtyckie w procesie integracji z UE charakteryzował silny napływ kapitału (wobec rozmiaru tych gospodarek) stymulujący boom kredytowy, przy niewielkim ich udziale w międzynarodowych sieciach produkcji. Stąd, na tle regionu, a także krajów UE-15 kraje bałtyckie cechuje przede wszystkim silny wzrost roli handlu hurtowego, ponadprzeciętny (choć szczególnie wrażliwy na koniunkturę) udział budownictwa i działalności związanej z rynkiem nieruchomości oraz mniejszy (i spadający) udział przemysłu przetwórczego w tworzeniu wartości dodanej.

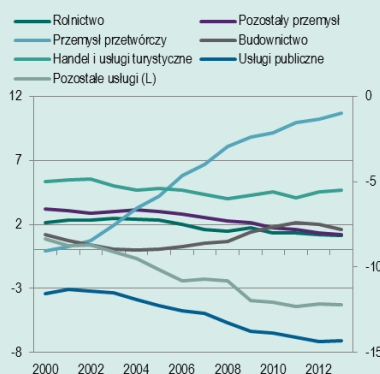
Inaczej zmiany w strukturze wartości dodanej przebiegały w krajach, w których ekspansja GSC miała kluczowe znaczenie, tj. w Czechach, Polsce i na Słowacji. Na początku procesu integracji, na tle krajów regionu i UE-15 wyróżniał je, podobnie jak kraje bałtyckie, wysoki udział handlu oraz budownictwa w wartości dodanej. Jednak w miarę rozwoju GSC w regionie, silnie rosła rola przemysłu przetwórczego w wartości dodanej w tych krajach. Aktualnie przemysł przetwórczy nie tylko odgrywa w tych krajach znacznie większą rolę niż w krajach UE-15, jak również wobec pozostałych krajów regionu. Zwiększenie roli przemysłu przetwórczego dokonało się w tym okresie przede wszystkim kosztem pozostałych gałęzi przemysłu, usług sektora publicznego oraz usług handlowych.

**Wykres 3. Różnice w udziale sektorów NACE w VA wobec UE-15
Estonia, Litwa, Łotwa**



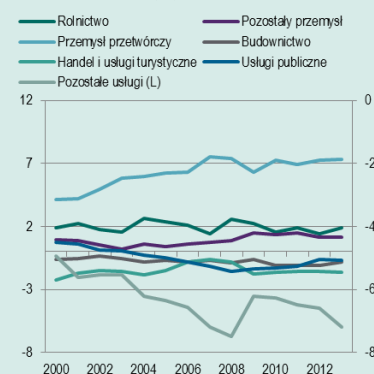
Źródło: Eurostat

**Wykres 4. Różnice w udziale sektorów NACE w VA wobec UE-15
Czechy, Polska, Słowacja**



Źródło: Eurostat

**Wykres 5. Różnice w udziale sektorów NACE w VA wobec UE-15
Słowenia, Węgry**



Źródło: Eurostat

Usługi rynkowe miały stosunkowo największy udział w tworzeniu wartości dodanej w Słowenii i na Węgrzech. Na tle pozostałych krajów regionu, już na początku procesu integracji z UE, kraje te cechował ponadprzeciętny udział przemysłu przetwórczego i usług rynkowych oraz sektora publicznego w wartości dodanej, przy stosunkowo niskim udziale usług handlowych. Udział przemysłu przetwórczego przewyższał średnią krajów UE-15 a udział usług sektora publicznego odpowiadał mniej więcej temu obserwowanemu w krajach UE-15. W tej grupie krajów, podobnie jak w Polsce, Czechach i Słowacji, również nastąpiła ekspansja GSC, która stopniowo zwiększała udział przemysłu przetwórczego w wartości dodanej. Podobnie jak w krajach bałtyckich, napływ kapitału zagranicznego stymulował też rozwój usług handlowych. Skala oraz dynamika tych zmian były jednak znacznie mniejsze niż w pozostałych krajach regionu. Spowodowało to, że na tle regionu, rola przemysłu przetwórczego w Słowenii i na Węgrzech spadła do przeciętnej w regionie, a udział usług handlowych pozostał na niskim poziomie. Wobec stosunkowo słabego wzrostu udziału prze-

¹³ Sytuacja gospodarcza w krajach Europy Środkowej i Wschodniej, Narodowy Bank Polski, lipiec 2014.

myślu przetwórczego i usług handlowych, zwiększył się udział usług sektora publicznego i pozostałych usług rynkowych w wartości dodanej. Mniejsze zmiany strukturalne w tych krajach spowodowały również, że dywergencja pomiędzy tymi krajami a UE-15 była mniejsza niż w pozostałych krajach regionu.

Analiza zmian struktury wartości dodanej w krajach regionu w latach 2000-2013 pokazuje, że konwergencji dochodów *per capita* towarzyszyła dywergencja struktury gospodarczej pomiędzy krajami regionu a krajami UE-15. W przeciwieństwie do krajów UE-15, w krajach regionu coraz większą rolę w tworzeniu wartości dodanej odgrywają przemysł przetwórczy oraz handel hurtowy. Kluczową rolę w kształtowaniu zmian strukturalnych odegrały: integracja w ramach GSC, napływ kapitału do sektora bankowego oraz intensywność tych zjawisk. Największe zmiany w strukturze wartości dodanej nastąpiły w krajach, w których dochód *per capita* wzrósł w tym okresie najbardziej.

Oddłużanie sektora prywatnego nadal hamowało wzrost popytu krajowego

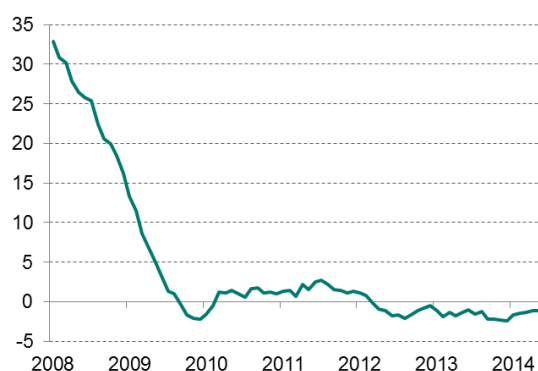
Czynnikiem hamującym wzrost popytu krajowego w regionie EŚW w 2014 r. był trwający proces oddłużania sektora prywatnego. Roczna dynamika kredytu dla sektora prywatnego od połowy 2012 r. do października 2014 r. pozostawała ujemna. Stosunkowo najszybszy wzrost wartości udzielonych pożyczek, podobnie jak w poprzednich latach, miał miejsce w Polsce (głównie kredyt dla przedsiębiorstw) i na Słowacji (kredyt dla gospodarstw domowych). W obu tych krajach zwiększył się on o ponad 6% r/r w IV kw. 2014 r. Wzrost wartości udzielonych pożyczek w miał miejsce również w Czechach i Estonii, jednak jego skala była niższa (2,5-3,1% r/r w listopadzie 2014 r.). W pozostałych krajach regionu wartość kredytu dla sektora prywatnego zmniejszała się, podobnie jak miało to miejsce w poprzednich latach. W Rumunii i Słowenii¹⁴ skala delewarowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w II połowie 2014 r. nawet się zwiększyła.

Wydaje się, że za słabą akcją kredytową dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw stały w 2014 r.

¹⁴ Duży spadek wartości kredytów dla przedsiębiorstw na Słowenii to wynik przejścia części zagrożonych kredytów przez tzw. „zły bank”. Jednak nawet nie uwzględniając tego programu, zła sytuacja finansowa banków słoweńskich spowodowała, że wartość nowo udzielanych kredytów spadała.

przede wszystkim czynniki o charakterze podażowym, natomiast popyt na kredyt zaczął powoli się odbudowywać.

Wykres 1.4. Kredyt dla sektora prywatnego w krajach EŚW (średnia, r/r, w %)



Źródło: Banki centralne

Raport Europejskiego Banku Inwestycyjnego dotyczący warunków funkcjonowania sektora bankowego¹⁵ w krajach EŚW wskazuje, że w II połowie 2014 r. nieznacznie wzrósł popyt na kredyt, natomiast jego podaż pozostawała na niskim poziomie. Jednak w przeciwieństwie do poprzednich lat, zahamowana została tendencja dotycząca zaostrzenia warunków udzielania kredytów. Według przedstawicieli banków duża liczba kredytów zagrożo-

¹⁵ CESEE Bank Lending Survey H2-2014, EIB, październik 2014.

nych (*non-performing loans*¹⁶), lokalne i europejskie regulacje w sektorze bankowym, także konieczność zwiększania kapitałów własnych banków były głównymi przyczynami utrzymujących się restrykcyjnych warunków kredytowych. Dotyczyło to przede wszystkim kredytów dla przedsiębiorstw, natomiast w przypadku kredytów dla gospodarstw domowych warunki kredytowe w ostatnich miesiącach zostały nieznacznie poluzowane. W korzystniejszym świetle przedstawiciele banków z krajów EŚW widzą przyszłość. Większość z nich spodziewa się w 2015 r. wzrostu popytu na kredyt i łagodzenia warunków jego przyznawania, co powinno wpłynąć na przyspieszenie akcji kredytowej w regionie.

Delewarowanie sektora bankowego

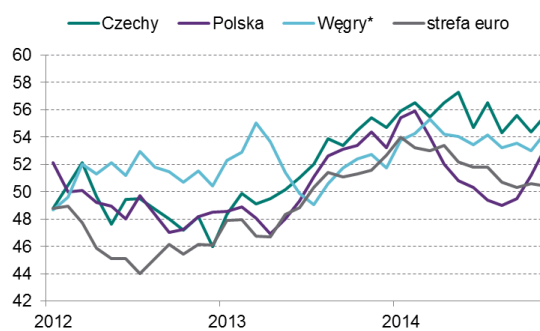
Dane BIS¹⁷ dotyczące wartości *foreign claims* za III kw. 2014 r. wskazują na zmniejszanie się zobowiązań banków z krajów EŚW wobec banków zagranicznych (z wyjątkiem Estonii). W skali całego regionu zobowiązania te zmniejszyły się o ok. 4% wobec 2013 r. Jednocześnie część kapitału wycofywanego przez zagraniczne instytucje finansowe była i nadal jest zastępowana przez stały dopływ krajowych depozytów, które od 2011 r. rosną w tempie ok. 5% r/r. Jednak kapitał krajowy nie zdołał jeszcze w pełni zastąpić kapitału zagranicznego.

Poprawa nastrojów w przemyśle przetwórczym

Na kształtowanie się nastrojów producentów w przetwórstwie przemysłowym w krajach EŚW w II połowie 2014 r. wpływ miała przede wszystkim sytuacja w otoczeniu zewnętrznym regionu. Wybuch konfliktu rosyjsko-ukraińskiego już w I połowie 2014 r. wpłynął na spowolnienie poprawy nastrojów w przemyśle. Było to szczególnie zauwa-

żalne w krajach bałtyckich oraz Polsce. Obustronne sankcje gospodarcze nałożone przez Rosję i UE w sierpniu 2014 r. (obejmujące m.in. zakaz eksportu żywności do Rosji) spowodowały już wyraźne pogorszenie klimatu w całym regionie. Spadek zaufania przedsiębiorców wynikał przede wszystkim z mniejszej niż w poprzednich miesiącach liczby nowych zamówień, zwłaszcza z zagranicy. Było to wynikiem słabnącego popytu ze strony Rosji i Ukrainy, ale przede wszystkim ze strefy euro.

Wykres 1.5. PMI w przetwórstwie przemysłowym w krajach EŚW i strefie euro (w pp.)



*Dla Węgier średnia krocząca dla 3 miesięcy

Źródło: Markit

Od października 2014 r. optymizm producentów w regionie EŚW ponownie zaczął wzrastać. PMI w przetwórstwie przemysłowym w największych gospodarkach regionu przekroczyło progowy poziom 50 pkt. (sygnalizujący wzrost aktywności w sektorze). Wskaźniki BCI Komisji Europejskiej, po przejściowym spadku w sierpniu i wrześniu 2014 r., wzrosły, osiągając najwyższe poziomy od połowy 2011 r. Poprawę nastrojów należy wiązać przede wszystkim z osłabieniem napięć pomiędzy UE a Rosją. Skutkowało to poprawą oceny wielkości przyszłej produkcji w regionie, nawet pomimo utrzymującego się bardzo słabego ożywienia w strefie euro.

¹⁶ Kredyty zagrożone stanowiły w 2013 r. od ok. 5% całości kredytów w Czechach i na Słowacji do ponad 18% w Bułgarii i Chorwacji oraz prawie 22% w Rumunii.

¹⁷ Bank for International Settlements, Locational Banking Statistics.

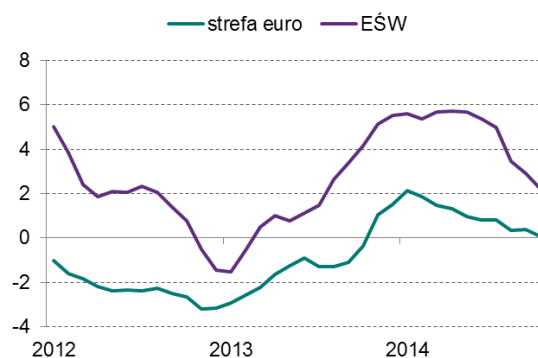
Spowolnienie tempa wzrostu produkcji przemysłowej

Tempo wzrostu produkcji przemysłowej w II połowie 2014 r. wyraźnie spowolniło. Roczna dynamika produkcji w przemyśle zmniejszyła się do 2%, wobec blisko 6% w II kw. 2014 r. W części krajów (Bułgaria, Litwa) wolumen produkcji w październiku 2014 r. był nawet niższy niż rok wcześniej. Silne osłabienie jej wzrostu było zauważalne również w większości pozostałych krajów regionu, zwłaszcza w Rumunii i na Węgrzech. Niewielki wzrost dynamiki produkcji przemysłowej miał miejsce w Chorwacji i Słowenii, co jednak wynikało przede wszystkim z niskiej bazy w tych krajach, gdzie od początku 2012 r. do połowy 2014 r. sektor przemysłowy znajdował się w recesji.

Obniżenie tempa wzrostu produkcji przemysłowej wynikało ze słabnącego popytu zagranicznego, zwłaszcza ze strony strefy euro. Potwierdzały to również statystyki eksportu do strefy euro, który wyraźnie spowalniał w II połowie 2014 r. Słaby popyt z krajów strefy euro, przełożył się także na niższą wymianę towarową pomiędzy krajami regionu (efekt silnych powiązań w ramach GSC). Popyt ze strony krajów spoza UE również obniżał

się, głównie z powodu spadającej sprzedaży na rynki Rosji i Ukrainy.

Wykres 1.6. Produkcja przemysłowa w regionie EŚW i strefie euro (w %, r/r, średnia dla 3 miesięcy)



Źródło: Eurostat

Spadek obrotów związanych z GSC spowodował, że w największym stopniu w krajach EŚW spowolniła produkcja dóbr pośrednich. Zauważalnie zmniejszała się również dynamika produkcji towarów konsumpcyjnych, zwłaszcza trwałego użytku. W II połowie 2014 r., podobnie jak miało to miejsce już od 2013 r. zmniejszała się produkcja energii, aczkolwiek skala spadku była coraz mniejsza. Jedyne produkcja dóbr inwestycyjnych utrzymywała w II połowie 2014 r. relatywnie wysokie tempo wzrostu.

Polityka gospodarcza Węgier i jej efekty

Węgry, po okresie recesji w 2012 r., w kolejnych dwóch latach weszły na ścieżkę stabilnego wzrostu, co pozwoliło im w II i III kw. 2014 r. stać się jedną z najszybciej rozwijających się gospodarek Unii Europejskiej. Podobnie jak miało to miejsce w przypadku pozostałych krajów regionu, Węgry, jako mała otwarta gospodarka były beneficjentem ożywienia w strefie euro w 2013 r. Dodatkowym czynnikiem, mającym duży wpływ na gospodarkę w ostatnich kilku latach, wydaje się być także nieortodoksyjna polityka gospodarcza. Niekonwencjonalne działania władz dotyczyły zarówno polityki fiskalnej, pieniężnej, jak i zmian regulacyjnych w gospodarce. Do działań, które miały największy wpływ na gospodarkę należy zaliczyć:

1. Regulacje dotyczące kredytów walutowych

Kredyty walutowe na Węgrzech w latach 2004-2008 r. wykazywały zdecydowanie wyższe tempo wzrostu niż kredyty denominowane w forincie. Na początku 2009 r. stanowiły one ponad 60% wszystkich udzielonych kredytów wobec niespełna 30% w 2004 r. Problem kredytów walutowych na Węgrzech uwidocznił się po wybuchu globalnego kryzysu walutowego, kiedy nastąpiła silna deprecjacja forinta i tym samym wzrosły koszty obsługi zadłużenia denominowanego w walutach obcych. W efekcie doprowadziło to do spadku dochodów gospodarstw domowych, a także do wzrostu ryzyka systemu bankowego (wzrost wartości kredytów zagrożonych).

Już w 2011 r. rząd Węgier zdecydował się na wprowadzenie planu konwersji kredytów mieszkaniowych udzielonych w walutach obcych na kredyty w walucie krajowej po preferencyjnym, niższym o ok. 25% od rynkowego, kursie wymiany EUR, CHF i JPY. Koszty tej operacji zostały przerzucone w większości na banki. Dodatkowo wprowadzono wówczas regulacje, które praktycznie wyeliminowały możliwość udzielania nowych kredytów walutowych. W 2014 r. rząd Węgier zdecydował się na dalsze posunięcia dotyczące kredytów walutowych. Przyjęta w czerwcu 2014 r. ustawa zobowiązywała banki do zwrotu klientom skumulowanego od 2004 r. kosztu zawyżonego oprocentowania oraz niekorzystnych różnic kursowych. Szacuje się, że koszt ten wyniesie 2-3 mld EUR, co stanowi ok. 1/3 kapitałów własnych banków. Dodatkowo, w październiku 2014 r. uchwalono kolejny program konwersji kredytów walutowych, który praktycznie wyeliminował możliwość utrzymania przez gospodarstwa domowe kredytów w walutach obcych. Tym razem jednak kurs konwersji będzie zbliżony do rynkowego, a bank centralny zabezpieczył bankom komercyjnym dostęp do walut obcych (3 mld EUR) poprzez operacje otwartego rynku.

2. Podatki sektorowe

Rząd Węgier w ostatnich latach zdecydował się na wprowadzanie podatków, które miały dotyczyć tylko firm działających w wybranych sektorach gospodarki. Dotyczyło to zwłaszcza sektorów usługowych, w których dominującą rolę odgrywały firmy zagraniczne. Pierwsze podatki „sektorowe” zostały nałożone w 2010 r. Miały one przede wszystkim na celu zrównoważenie salda sektora finansów publicznych, które wyraźnie powiększyło się w czasie kryzysu. Podatkami objęto wówczas banki, firmy z sektora energetycznego, telekomunikacyjnego i wielkopowierzchniowego handlu detalicznego. Obowiązywały one do

2012 r., jednak w kolejnych latach podatki te były zastępowane przez kolejne obciążenia (m.in. podatek od transakcji finansowych, podatek od usług teleinformatycznych i kablowych, podatek od niezdrowej żywności). W 2014 r. wprowadzono kolejne propozycje podatków: podatek internetowy (z tego pomysłu rząd Węgier wycofał się po masowych protestach obywateli), medialny (podatek od przychodu z reklam), podatek dla firm tytoniowych, rozszerzenie podatku o niezdrowej żywności o napoje alkoholowe (uderzający głównie w największe sieci handlowe), czy też wprowadzenie opłat środowiskowych na sprzedaż środków czystości.

3. Wspieranie inwestorów w przemyśle przetwórczym, zwłaszcza w sektorze motoryzacyjnym

Przyciąganie zagranicznych inwestorów z przedsiębiorstw działających w przetwórstwie przemysłowym, a zwłaszcza w sektorze motoryzacyjnym, było w ostatnich latach jednym z priorytetów rządu węgierskiego. W przeciwieństwie do innych sektorów gospodarki (usługi finansowe, telekomunikacja, energetyka, handel detaliczny), przemysł nie był obłożony dodatkowymi podatkami. Wręcz przeciwnie, stosowano tu liczne zachęty dla inwestorów zagranicznych w postaci zwolnień podatkowych czy wręcz dofinansowania inwestycji produkcyjnych (m.in. rząd Węgier zgodził się partycypować w budowie fabryki Audi w Győr). O szczególnej wadze, jaką rząd Węgier przykładał do inwestycji sektora motoryzacyjnego świadczą, poza wspomnianymi powyżej ułatwieniami, trwające w 2014 r. starania obniżenia wysokości stawki podatku CIT dla przedsiębiorców z tego sektora do 10% (z obecnie obowiązujących dwóch stawek 10% - dla obrotu poniżej 500 mln HUF i 19% - powyżej tej kwoty).

4. Program prac publicznych

Wprowadzony w 2011 r. i przedłużany na kolejne lata (środki na ten cel uwzględnione zostały w budżecie na 2015 r.) program prac publicznych na Węgrzech miał na celu przede wszystkim zmniejszenie skali bezrobocia, zwłaszcza bezrobocia długookresowego, oraz zwiększenie aktywności ekonomicznej ludności w kraju. Według ustawy o pracach publicznych, bezrobotni, którzy po upływie 180 dni od utraty pracy nadal chcą otrzymywać zasiłek, zobowiązani są brać udział w pracach publicznych z wymiarze co najmniej 4 godzin dziennie. Efektem programu były: wyraźny spadek stopy bezrobocia (do poziomów obserwowanych w 2008 r.), blisko 10% wzrost zatrudnienia (w III kw. 2014 r. wobec III kw. 2011 r.) i wzrost stopy aktywności zawodowej (z 55% w 2011 r. do blisko 60% w 2014 r.). Negatywnym aspektem programu było zwiększenie się wydatków publicznych, co było jednak w dużej części niwelowane przez spadek wydatków socjalnych, przede wszystkim zasiłków dla bezrobotnych.

5. Niekonwencjonalna polityka pieniężna

Narodowy Bank Węgier w latach 2012-2014 zdecydował się na łagodzenie polityki pieniężnej, co miało na celu m.in. wspieranie wychodzenia kraju z kryzysu. Poza konwencjonalnymi działaniami (obniżka stóp procentowych o 490 pb. w latach 2012-2014), MNB zdecydował się także na mniej konwencjonalne kroki. W celu wspierania inwestycji małych i średnich przedsiębiorstw MNB zdecydował się na wprowadzenie programu *Funding for Growth Scheme* (FGS). W czerwcu 2013 r. MNB przeznaczył 750 mld HUF na wspieranie akcji kredytowej dla małych i średnich przedsiębiorstw. W tym celu MNB udzielił bankom komercyjnym nieoprocentowanych pożyczek, które to środki banki zobowiązały się udostępnić przedsiębiorstwom w formie niskooprocentowanych kredytów (do 2,5% w skali rocznej). Popyt na te

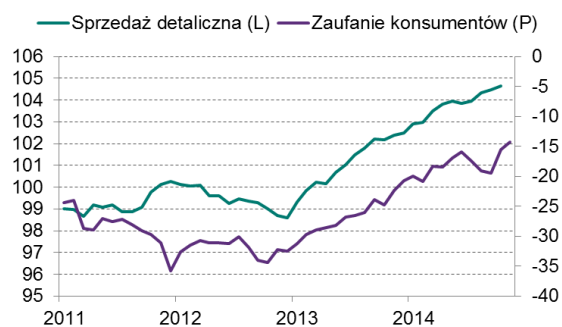
kredyty ze strony przedsiębiorców był tak duży, że jeszcze we wrześniu 2013 r. MNB podjął decyzję o wyraźnym zwiększeniu zakresu programu. Pułę dostępnych środków zwiększono do 1 bln HUF (ok. 3,5% PKB), a okres obowiązywania programu przedłużono do końca 2014 r. Szacuje się, że do września 2014 r. wykorzystano ok. 2/3 przeznaczanej na program kwoty (ok. 1,15 bln HUF z łącznego zasobu 1,75 bln HUF), która w większości skierowana została na inwestycje mikro i małych przedsiębiorstw (zatrudniających do 50 pracowników). Szczególnie dużym zainteresowaniem program cieszył się wśród rolników. Ponad 1/3 wszystkich środków trafiła do przedsiębiorców działających w rolnictwie, co skutkowało wzrostem nakładów inwestycyjnych w tym sektorze gospodarki o 36,6% r/r w II kw. 2014 r. Dotychczasowy sukces FGS spowodował, że MNB zdecydował się przedłużyć program na 2015 r.

Do tej pory wpływ niekonwencjonalnych działań władz Węgier miał, w całości, korzystny wpływ na sytuację gospodarczą kraju w latach 2013-2014. FGS wpłynęła na przyspieszenie dynamiki inwestycji, która była najwyższa w UE, a rosnące zatrudnienie wpływało korzystnie na nastroje gospodarstw domowych, co przekładało się na ich zwiększoną skłonność do konsumpcji. Wpływ wymienionych powyżej działań na gospodarkę Węgier w 2015 r. i kolejnych latach nie musi już być jednak pozytywny. Z jednej strony program wspierania inwestycji małych i średnich przedsiębiorstw oraz rosnące dochody gospodarstw domowych (efekt oczekiwanego dalszego wzrostu zatrudnienia, a także zmniejszenia obciążeń związanych ze spłatą kredytów) powinny wpływać na wzrost popytu krajowego. Zagrożeniem dla wzrostu wydają się natomiast być rosnące obciążenia, zarówno podatkowe, jak i wynikające z kosztów konwersji kredytów walutowych, które spowodują mniejszą podaż kredytów dla sektora prywatnego. Mogą one również zagrozić stabilności całego systemu finansowego Węgier. Nakładane podatki sektorowe mogą z kolei negatywnie wpłynąć na inwestycje firm z sektora usługowego. Zwiększane koszty działalności i wzrost niestabilności ekonomicznej (w wyniku częstych zmian regulacyjnych) nie wpływają na wzrost skłonności tych przedsiębiorstw do dalszego rozwijania działalności, ale raczej do jej ograniczania. Nie można również wykluczyć, że kontynuacja niekonwencjonalnych zmian wpłynie na wzrost awersji inwestorów zagranicznych do węgierskiej gospodarki, co można było zaobserwować już w latach 2013-2014, kiedy to wahania cen aktywów finansowych były największe spośród krajów EŚW. Pro-konsumpcyjna polityka władz może mieć także wpływ na wzrost inflacji, aczkolwiek prognozy z II połowy 2014 r. nie wskazują na duże prawdopodobieństwo takiej sytuacji.

Poprawa nastrojów konsumentów i wzrost sprzedaży detalicznej

W 2014 r. nadal poprawiały się wskaźniki zaufania konsumentów. Przejściowe wyhamowanie wzrostu optymizmu gospodarstw domowych w sierpniu i we wrześniu 2014 r., najbardziej widoczne było w krajach bałtyckich. Wynikało ono z niższych ocen perspektyw na rynkach pracy w związku z oczekiwanym spadkiem produkcji i eksportu na rynki wschodnie. Już jednak w październiku, wraz z osłabieniem napięć politycznych na wschodzie, nastroje konsumentów w krajach EŚW ponownie zaczęły się poprawiać. Skala wzrostu optymizmu gospodarstw domowych była stosunkowo duża. W listopadzie 2014 r. wartość zagregowanego wskaźnika Komisji Europejskiej dla całego regionu osiągnęła najwyższy poziom od kwietnia 2011 r. Jedynie na Litwie nastroje obniżyły się, na co wpłynęło pogorszenie ocen przyszłej sytuacji finansowej konsumentów.

Wykres 1.7. Sprzedaż detaliczna (w 2010=100, lewa oś) i zaufanie konsumentów (w pkt., prawa oś) w regionie EŚW



Źródło: Eurostat, Komisja Europejska

Wzrost optymizmu konsumentów wynikał z jednej strony ze stale obniżającej się inflacji, która wpływała na spadek oczekiwań inflacyjnych i tym samym wzrost realnych dochodów do dyspozycji. Dodatkowo, obserwowana w 2014 r. poprawa sytuacji na rynkach pracy w większości gospodarek EŚW spowodowała, że gospodarstwa domowe lepiej zaczęły oceniać perspektywy dotyczące swo-

jej sytuacji finansowej, a także sytuacji gospodarczej w kraju.

Poprawa nastrojów konsumentów przełożyła się na wzrost obrotów w handlu detalicznym. W okresie styczeń-październik 2014 r. wolumen sprzedaży detalicznej w krajach EŚW zwiększył się o 2,2%. Przejściowe zahamowanie wzrostu sprzedaży detalicznej miało miejsce jedynie w sierpniu i wrześniu 2014 r., w odpowiedzi na spadek nastrojów konsumentów. W kolejnym miesiącu obroty w handlu detalicznym już jednak ponownie wzrosły. Wzrost sprzedaży w 2014 r. dotyczył w podobnym stopniu wszystkich grup towarów: żywności, paliw (z wyjątkiem Polski i Rumunii) oraz towarów nieżywnościowych.

Wzrost wolumenu obrotów w handlu detalicznym miał miejsce w zdecydowanej większości krajów regionu, poza Polską i Słowenią, gdzie sprzedaż detaliczna nie zmieniła się istotnie w badanym okresie. Najszybszy wzrost obrotów w handlu detalicznym miał miejsce w krajach bałtyckich, nawet w sytuacji stosunkowo najsilniejszych w regionie wahań nastrojów konsumentów w reakcji na konflikt rosyjsko-ukraiński. Wyraźne przyspieszenie sprzedaży detalicznej miało też miejsce na Węgrzech (efekt wyraźnej poprawy sytuacji na rynkach pracy) oraz w Rumunii.

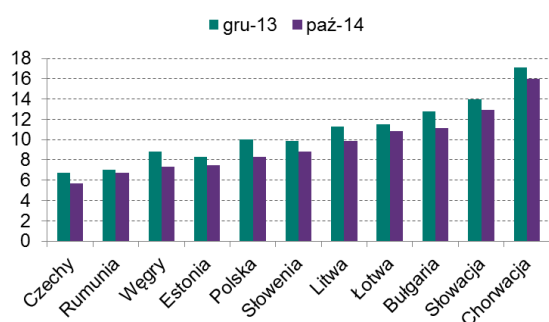
Dalsza poprawa sytuacji na rynkach pracy

Sytuacja na rynkach pracy krajów EŚW w 2014 r. nadal się poprawiała. Zharmonizowana stopa bezrobocia w regionie obniżała się. Jej spadek od grudnia 2013 r. do października 2014 r. miał miejsce we wszystkich gospodarkach, aczkolwiek w większości z nich nadal bezrobocie utrzymywało się na podwyższonym poziomie (w porównaniu z okresem przedkryzysowym). W największym stopniu stopa bezrobocia zmniejszyła się w Bułgarii i Polsce (o 1,7 pp. w badanym okresie). Znaczący jej spadek miał miejsce także na Węgrzech, gdzie od początku 2013 r. zharmonizowana stopa bezrobocia spadła

o prawie 4 pp. i zbliżyła się do poziomów obserwowanych w 2007 r. Poza poprawą sytuacji w gospodarce realnej, spadek liczby bezrobotnych na Węgrzech był wynikiem wzrostu zatrudnienia w sektorze publicznym w ramach programów prac publicznych. Spadek zharmonizowanej stopy bezrobocia w pozostałych krajach regionu był mniejszy, aczkolwiek zauważalny. Wyniósł on w badanym okresie średnio ok. 1 pp.

W październiku 2014 r. najniższą stopę bezrobocia obserwowano w Czechach (5,7%) oraz Rumunii (6,7%), jednak wciąż były to wartości o ok. 1 pp. wyższe niż w połowie 2008 r. Z kolei najwyższą stopę bezrobocia miały Słowacja (12,9%) oraz Chorwacja (16,0%).

Wykres 1.7. Stopa bezrobocia w regionie EŚW w 2013 i 2014 r. (w %)



Źródło: Eurostat

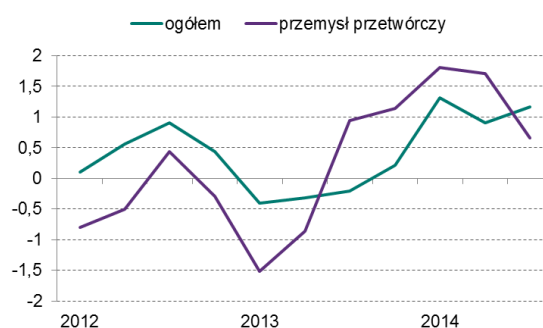
Poprawa statystyk bezrobocia w 2014 r. wynikała w dużej mierze ze zmniejszającej się liczby młodych bezrobotnych (poniżej 25 lat). Od stycznia do października 2014 r. obniżyła się ona o 16%, wobec spadku o 11% w przypadku pozostałych grup wiekowych. Nie przełożyło się to jednak na wzrost zatrudnienia wśród młodych ludzi, co może wskazywać na ich spadającą aktywność zawodową w krajach EŚW.

Poprawa sytuacji na rynkach pracy w części krajów regionu wpłynęła na zmniejszenie się odsetka osób długotrwale bezrobotnych (pozostających bez pracy ponad 1 rok). Dotyczyło to przede wszystkim

Chorwacji, Łotwy, Rumunii i Węgier. W pozostałych krajach stopa bezrobocia długotrwałego nie zmieniła się lub nawet wzrosła (m.in. w Estonii). Na Słowacji w połowie 2014 r. ponad 70% bezrobotnych stanowili długotrwale bezrobotni. W pozostałych krajach regionu odsetek ten kształtował się w granicach 40-50% i był zbliżony do średniej dla krajów UE-15.

Statystyki zatrudnienia¹⁸ z 2014 r. również wskazują na ożywienie na rynkach pracy. W pierwszych trzech kwartałach 2014 r. zatrudnienie zwiększyło się w krajach EŚW w ujęciu rocznym o 0,9% (1,2% w III kw. 2014 r.). Spadek liczby pracujących miał miejsce już tylko na Łotwie. Z kolei w Polsce, na Litwie i Węgrzech wzrost zatrudnienia był najwyższy w regionie. Na Węgrzech wyniósł on w tym okresie 3,3% r/r, co jednak w dużym stopniu było efektem programu prac publicznych.

Wykres 1.7. Dynamika zatrudnienia w (w %, r/r)



Źródło: Eurostat

Wzrost zatrudnienia odnotowano w większości gałęzi gospodarki, największy w handlu detalicznym. Potwierdza to informacje o rosnącym popycie konsumpcyjnym w regionie. Liczba pracujących wzrosła również w przemyśle przetwórczym (poza krajami bałtyckimi) nawet pomimo wyhamowywania wzrostów produkcji. W większości sektorów usług rynkowych oraz administracji publicznej (z wyjątkiem Łotwy) również można było obserwo-

¹⁸ Dane pochodzące z rachunków narodowych.

wać wzrost liczby pracujących. Stały i wyraźny spadek liczby pracujących miał miejsce w rolnictwie. Liczba pracujących zmniejszyła się w budownictwie, aczkolwiek spadek ten był zdecydowanie mniejszy niż w 2013 r., a na Węgrzech i w Rumunii zatrudnienie w tym sektorze gospodarki wyraźnie wzrosło w trzech pierwszych kwartałach 2014 r. W dalszym ciągu zmniejszało się zatrudnienie w sektorze usług finansowych oraz związanych w obsługą nieruchomości.

Wzrost dynamiki nominalnych wynagrodzeń przekładający się na wyższe koszty pracy

Poprawa sytuacji na rynkach pracy przełożyła się na wzrost dynamiki wynagrodzeń. W całym regionie wynagrodzenia w II kw. 2014 r. wzrosły o 4,5%, wobec 3,5% rok wcześniej. Silny wzrost nominalnych płac obserwowano w Słowenii (8,4% r/r), po okresie ich spadku w latach 2012-2013. Tempo wzrostu wynagrodzeń zwiększyło się wyraźnie również w Polsce, na Łotwie i Słowacji. Z kolei w Bułgarii, Estonii i Rumunii dynamika płac nominalnych spowolniła, aczkolwiek w dwóch ostatnich krajach wciąż należała do najwyższych w regionie.

Przy obniżającej się inflacji wzrosły płace realne. W połączeniu z większym zatrudnieniem, spowodowało to wyraźny wzrost realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych.

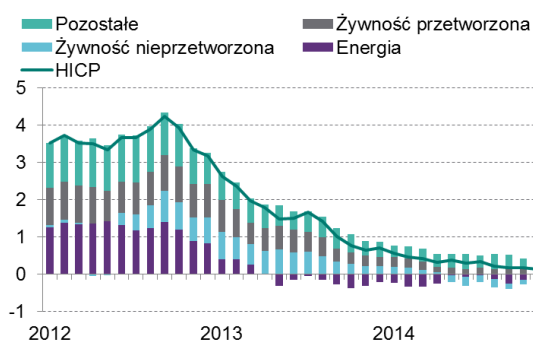
Nominalne wynagrodzenia w I połowie 2014 r. rosły szybciej niż wydajność pracy w krajach EŚW, co spowodowało podwyższenie jednostkowych kosztów pracy (ULC). W konsekwencji, obserwowana od II połowy 2012 r. tendencja spadkowa dynamiki ULC została zatrzymana. Nie miało to jednak miejsca we wszystkich gospodarkach. Spadek dynamiki wynagrodzeń w Bułgarii, Estonii i na Litwie, przy jednoczesnym przyspieszeniu tempa wzrostu gospodarczego w I połowie 2014 r. spowodowały obniżenie się dynamiki ULC w tych gospodarkach.

Inflacja na historycznie niskim poziomie

Proces dezinflacji, który w krajach EŚW rozpoczął się w IV kw. 2012 r., był kontynuowany w 2014 r. W listopadzie 2014 r. roczna dynamika HICP w regionie wyniosła 0,1%. Oznaczało to, że inflacja w krajach EŚW spadła do najniższego poziomu obserwowanego od momentu rozpoczęcia publikacji statystyk HICP.

Spadek inflacji w II połowie 2014 r. miał miejsce w większości gospodarek regionu. Największy był on w Słowenii, Polsce i na Węgrzech. Wzrost inflacji zaobserwowano natomiast w Rumunii (ustąpienie efektów bazy związanych z obniżką stawki VAT) i na Łotwie (efekt niskiej bazy oraz częściowo wzrostu cen w wyniku wprowadzenia euro).

Wykres 1.8. Inflacja HICP i jej składowe w regionie EŚW (w %, r/r)



Źródło: Eurostat

W listopadzie 2014 r. stosunkowo najwyższą inflację obserwowano w Rumunii (1,5%). W pozostałych gospodarkach EŚW nie przekraczała ona 1%. W Bułgarii i Polsce roczna dynamika HICP była ujemna. We wcześniejszych miesiącach 2014 r. ujemną inflację odnotowywano także przejściowo w Chorwacji, Estonii, Słowenii, na Słowacji i Węgrzech¹⁹.

¹⁹ W listopadzie 2014 r. powstała bardzo duża rozbieżność pomiędzy roczną dynamiką wskaźnika HICP a krajowego CPI na Węgrzech. Pierwsza z nich wyniosła 0,1%, druga -0,7%.

O ile w większości krajów EŚW ujemna inflacja to fenomen, który pojawił się w II połowie 2014 r., to w Bułgarii zjawisko to można obserwować już od połowy 2013 r. Stan ten miał mieć jedynie przejściowy charakter, wynikający z obniżek cen regulowanych, i powinien być wygasnąć po roku. Kształtowanie się cen energii i żywności nieprzetworzonej na niskich poziomach najpewniej spowoduje przedłużenie się okresu deflacji w Bułgarii co najmniej do połowy 2015 r.

Przyczyny zmniejszającej się dynamiki cen konsumpcyjnych we wszystkich krajach były zbliżone. Odpowiadały za to, podobnie jak we wcześniejszych miesiącach, przede wszystkim czynniki o charakterze podażowym, czyli ceny energii oraz żywności nieprzetworzonej.

Nałożone przez Rosję sankcje na import europejskiej żywności, a także dobre zbiory w rolnictwie spowodowały, że podaź żywności nieprzetworzonej w krajach EŚW wzrosła w II połowie 2014 r. Wkład cen żywności nieprzetworzonej do inflacji, który jeszcze w I kw. 2014 r. był dodatni, w kolejnych miesiącach zaczął się obniżać. W listopadzie 2014 r. wyniósł on -0,2 pp.

Spadek cen energii wynikał przede wszystkim ze spadku cen surowców energetycznych na rynkach globalnych (cena ropy naftowej na początku grudnia spadła do najniższego poziomu od I połowy 2009 r.). Dodatkowo w krajach regionu obniżano regulowane ceny energii (m.in. elektryczności w Rumunii i na Węgrzech, gazu na Litwie). W sumie, w listopadzie 2014 r. ceny energii spowodowały obniżenie się głównego wskaźnika HICP dla regionu o 0,2 pp.

Inflacja bazowa na niskim poziomie

Inflacja bazowa w regionie EŚW od początku 2014 r. kształtowała się na historycznie niskich poziomach, tj. 0,5-0,7%. W większości krajów miał miejsce niewielki spadek inflacji bazowej. Jej wzrost zaobser-

wowano jedynie w Czechach (efekt wzrostu cen importu w związku z osłabieniem kursu walutowego), na Litwie (wzrost cen łączności, restauracji i hoteli) i Węgrzech (wzrost cen usług teleinformatycznych i związanych z ochroną zdrowia).

Niska inflacja bazowa spowodowana była przez dwa podstawowe czynniki. Po pierwsze, wzrost popytu w dotychczasowym okresie 2014 r. nie był jeszcze na tyle silny, aby wpłynąć na wzrost presji inflacyjnej. Niska inflacja, obserwowana w 2013 i 2014 r., wpłynęła na wyraźne obniżanie się oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych, co dodatkowo wpływało na mniejszą presję na wzrost cen. Po drugie, niska inflacja bazowa była efektem przenoszenia obniżającej się dynamiki cen energii i żywności oraz spadku cen producentów²⁰ na pozostałe kategorie cen towarów i usług konsumpcyjnych.

Dalsze łagodzenie polityki pieniężnej

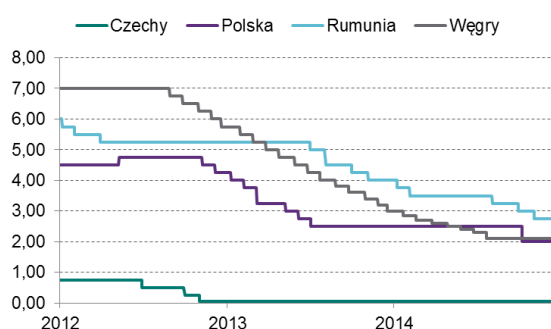
Spadek inflacji w 2014 r. był przyczyną utrzymania łagodnego nastawienia polityki monetarnej w krajach regionu stosujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego (tj. Czechach, Polsce, Rumunii i na Węgrzech). W grudniu 2014 r. stopy procentowe we wszystkich czterech krajach znajdowały się na historycznie niskim poziomie.

Inflacja w ww. krajach EŚW w II połowie 2014 r. kształtowała się poniżej dolnej granicy dopuszczalnych odchyień od celu inflacyjnego. W rezultacie, banki centralne Polski (NBP), Rumunii (BNR) i Węgier (MNB) zdecydowały się na obniżkę stóp procentowych. NBP w październiku 2014 r. obniżył główną stopę procentową o 50 pkt. do 2,0%. BNR trzykrotnie (w sierpniu, październiku i listopadzie 2014 r.) decydował się na obniżenie stopy procen-

²⁰ PPI na rynku krajowym w okresie czerwiec- październik 2014 r. był ujemny we wszystkich krajach EŚW, poza Rumunią, gdzie i tak nie przekraczał on 1% r/r.

towej o 25 pb., do 2,75%²¹. MNB, który od sierpnia 2012 r. regularnie obniżał stopy procentowe²², zdecydował się na wstrzymanie tego procesu. W II połowie 2014 r. MNB tylko raz obniżył stopy procentowe, w lipcu z 2,3% do 2,1%, a w kolejnych miesiącach zapowiadał utrzymywanie tego stanu do końca 2015 r.

Wykres 1.9. Główne stopy procentowe banków centralnych w regionie EŚW (w %)



Źródło: Reuters

Narodowy Bank Czech (CNB) w II połowie 2014 r. utrzymywał stopy procentowe na historycznie niskim poziomie 0,05%. CNB kontynuował natomiast politykę celu kursowego, tzn. interwencji walutowych mających na celu zapobieganie umocnienia się kursu EUR/CZK powyżej poziomu 27. Utrzymująca się na niskim poziomie inflacja spowodowała, że Zarząd CNB zdecydował się na przedłużenie okresu interwencji co najmniej do I kw. 2016 r.

Niska inflacja, decyzje EBC o poluzowaniu polityki pieniężnej (obniżka stóp procentowych i wprowadzenie działań o charakterze ilościowym), a także oczekiwane spowolnienie w strefie euro mogą zapowiadać utrzymywanie się akomodacyjnej polityki monetarnej w krajach EŚW w najbliższych kwartałach.

²¹ Dodatkowo BNR obniżył stopę rezerwy obowiązkowej dla zobowiązań w walucie krajowej (z 12 do 10%) i zawęził korytarz pomiędzy stopą depozytową a stopą kredytową z ± 3 pkt. proc. do $\pm 2,75$ %.

²² W sumie MNB obniżył stopy procentowe z 7,00% do 2,1% w okresie sierpień 2012 – sierpień 2014.

W przypadku dalszego spadku inflacji, a także silnego umocnienia się walut krajów regionu nie jest wykluczone kolejne jej poluzowanie.

Akomodacyjnej polityce banków centralnych w krajach EŚW towarzyszył niski poziom krótkookresowych stóp procentowych na rynku międzybankowym. W większości krajów regionu trzymiesięczne stopy na rynku międzybankowym obniżyły się, podążając za decyzjami banków centralnych. W największym stopniu można to było zauważyć w Polsce i Rumunii²³, gdzie zmniejszyły się one w okresie czerwiec-grudzień 2014 r. o 0,6-0,7 pp.

Stabilizacja wyniku sektora finansów publicznych w 2014 r.

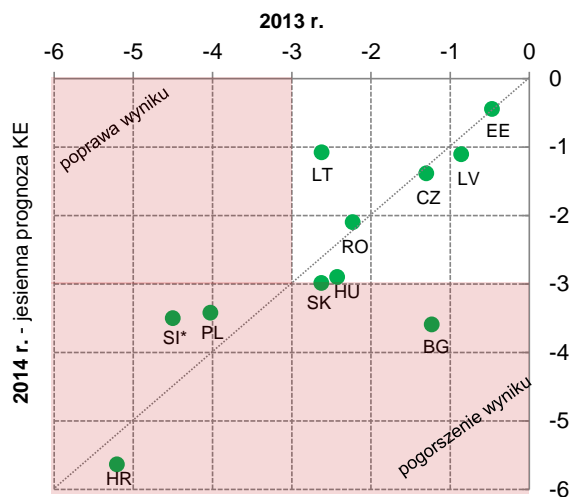
W większości krajów regionu w 2014 r. wynik sektora finansów publicznych (*general government*) utrzyma się na poziomie zbliżonym do zanotowanego w 2013 r. (por. Wykres 1.10). Przyczyniło się do tego niepodjęcie dodatkowych działań związanych z konsolidacją fiskalną, a także m.in. wygaśnięcie efektów zmian dostosowawczych, przyjętych w poprzednich latach (w głównej mierze po stronie wydatkowej²⁴) i słabsze od spodziewanych wskaźniki makroekonomiczne²⁵ (wzrost gospodarczy, inflacja). Deficyt budżetowy ma ulec zmniejszeniu jedynie w Polsce, Słowenii i na Litwie. Niemniej, zgodnie z jesienną prognozą KE, deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w państwach regionu nie przekroczy wartości referencyjnej (3% PKB), z wyjątkiem Bułgarii oraz krajów objętych obecnie procedurą nadmiernego deficytu (*excessive deficit procedure, EDP*), tj. Chorwacji, Polski i Słowenii.

²³ 3M BUBOR w II połowie 2014 r. miał niższą wartość niż główna stopa procentowa BNR, jednak różnica ta zmniejszyła się w porównaniu z I połową 2014 r., kiedy to była wyjątkowo duża.

²⁴ Dotyczyły one przede wszystkim cięć lub zmian zasad waloryzacji świadczeń z systemu zabezpieczenia społecznego oraz zamrożenia lub obniżek wynagrodzeń w administracji publicznej.

²⁵ Bułgaria, Chorwacja, Łotwa, Rumunia.

Wykres 1.10. Wynik sektora finansów publicznych w krajach regionu w 2013 i 2014 r. (ESA2010; w % PKB)



* deficyt budżetowy Słowenii podano z wyłączeniem kosztów wsparcia systemu bankowego, tj. 10,1% PKB w 2013 r. i 0,9% PKB w 2014 r.

Źródło: Baza AMECO Komisji Europejskiej.

Trudna sytuacja finansów publicznych w Chorwacji, ryzyko objęcia Węgier i Bułgarii procedurą nadmiernego deficytu

Biorąc pod uwagę najnowszą prognozę KE²⁶ (lata 2015-2016) oraz projekty ustaw budżetowych krajów regionu na 2015 r., największe wyzwania fiskalne będą stały przed Chorwacją. Pozostanie ona krajem o najwyższym deficycie budżetowym oraz zadłużeniu sektora finansów publicznych (ponad 80% PKB), a także z najsłabszymi perspektywami wzrostu gospodarczego w regionie. Pod koniec 2014 r. władze chorwackie zapowiedziały działania dostosowawcze opierające się przede wszystkim na cięciach wydatków publicznych, których skala ma wynieść ok. 1 pkt. proc. PKB. Zakłada się, że pozwolą one obniżyć deficyt sektora *general government*, przy czym w terminie wyznaczonym w ramach EDP (2016 r.) jego poziom nadal przekraczał-

²⁶ W swojej jesiennej prognozie (listopad 2014 r.) KE nie uwzględniła niektórych działań zapowiadanych przez Bułgarię, Chorwację, Rumunię oraz Węgry z uwagi na brak projektów ustaw budżetowych na 2015 r. na moment zamknięcia swojego materiału.

by 3% PKB²⁷. Ponadto w obliczu wystąpienia ewentualnych napięć w finansowaniu wysokich potrzeb pożyczkowych w 2015 r. (ponad 20% PKB) może zaistnieć konieczność zwrócenia się Chorwacji o pomoc finansową do instytucji międzynarodowych. Czynnikiem ryzyka dla finansowania potrzeb pożyczkowych może być ewentualne niepowodzenie planowanego przetargu sprzedaży wieloletniej koncesji na zarządzanie systemem autostrad (ok. 7% PKB) oraz prywatyzacji niektórych przedsiębiorstw państwowych.

W przypadku Węgier i Bułgarii istnieje ryzyko objęcia tych krajów procedurą nadmiernego deficytu. Na Węgrzech jest ono związane z możliwym przekroczeniem przez deficyt budżetowy poziomu 3% PKB, z uwagi na niepewność co do realizacji niektórych z zapowiedzianych przez rząd działań (m.in. zamrożenia wynagrodzeń w sferze budżetowej). Ponadto KE zasygnalizowała możliwość objęcia tego kraju EDP ze względu na niewystarczające tempo ograniczania nadmiernego długu publicznego (ok. 75% PKB). W Bułgarii, w rezultacie słabszego od oczekiwanego wzrostu gospodarczego oraz deflacji, deficyt sektora finansów publicznych w 2014 r. przekroczył wartość referencyjną. Objęcie tego kraju EDP nastąpi, jeśli w ocenie KE (wiosenna prognoza ekonomiczna 2015 r.) wynik sektora *general government* utrzyma się powyżej 3% PKB. Władze bułgarskie planują na 2015 r. m.in. cięcie funduszu wynagrodzeń w administracji publicznej, a także podwyższenie opodatkowania zysków z oszczędności oraz minimalnej podstawy składek na ubezpieczenia społeczne i zdrowotne, co ma pozwolić na ograniczenie deficytu budżetowego do 3% PKB w 2015 r. i 2% PKB w 2017 r. W połowie grudnia 2014 r. agencja Standard&Poor's obniżyła rating Bułgarii do poziomu „śmięciowego”, mając na względzie m.in. pogorszenie sytuacji finansów publicznych oraz ryzyko dalszego wsparcia sektora bankowego ze środków publicznych. Oba czynni-

²⁷ Władze Chorwacji szacują, że deficyt sektora *general government* obniży się z 5,6% PKB w 2014 r. do 3,8% PKB w 2015 r., a następnie do 3,6% PKB w 2016 r.

ki²⁸ wpłynęły na wyjątkowo wysoki przyrost długu sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2014 r. (o ok. 9 pkt. proc. PKB, do poziomu ok. 28% PKB).

Spodziewane utrzymanie dotychczasowego kierunku polityki fiskalnej w kolejnych latach

W pozostałych krajach regionu w latach 2015-2016 nie jest spodziewana istotna zmiana nastawienia polityki fiskalnej, z wyjątkiem Słowacji. Wpłyną na to m.in. słabsze perspektywy gospodarcze (gorsze prognozy dla krajów strefy euro, embargo rosyjskie) oraz zmęczenie podjętymi w poprzednich latach licznymi działaniami dostosowawczymi (*fiscal fatigue*). Utrzymanie w horyzoncie prognozy KE deficytu sektora finansów publicznych poniżej progu 3% PKB (w przypadku Polski i Słowenii wyjście z EDP) stwarza przestrzeń dla rozluźnienia polityki fiskalnej lub zahamowania wysiłków konsolidacyjnych. Ponadto relacja zadłużenia sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB będzie kształtować się poniżej 60%, korzystne będą także warunki w zakresie finansowania potrzeb pożyczkowych (niskie rentowności skarbowych papierów wartościowych). Jedynie w Słowenii próg ten będzie przekroczony. W horyzoncie jesiennej prognozy, KE przewiduje obniżenie poziomu długu publicznego tego kraju, najwyższego obok Węgier i Chorwacji (ponad 80% PKB). Realizacja planowanych działań prywatyzacyjnych może przyspieszyć jego spadek. Obniżenie zadłużenia sektora *general government* utrudni natomiast konieczność wykonania wyroku Europejskiego Trybunału Praw Człowieka²⁹ i ewentualne dalsze wsparcie systemu bankowego.

²⁸ Wraz z rolowaniem obligacji skarbowych przypadających na początku 2015 r.

²⁹ W związku z wyrokiem Europejski Trybunał Praw Człowieka z lipca 2014 r., Słowenia powinna w ciągu roku od jego wydania dokonać zwrotu depozytów ulokowanych w Ljubljanska Banka (ok. 1,5% PKB), do których po ogłoszeniu przez Słowenię niepodległości nie mieli dostępu właściciele z

Na Słowacji w 2015 r. planowana jest ponowna konsolidacja finansów publicznych. Ma ona opierać się w głównej mierze na działaniach po stronie wydatkowej (m.in. reforma administracji rządowej, centralizacja przetargów publicznych). Jest ona podyktowana m.in. spełnieniem wymogów krajowej reguły długu publicznego – relacja długu publicznego do PKB przekroczyła próg ostrożnościowy 55%³⁰. W ocenie KE część tych działań może jednakże nie wejść życie, gdyż dzięki wprowadzonemu od jesieni 2014 r. nowemu standardowi ESA2010³¹ zadłużenie sektora finansów publicznych w najbliższych latach nie będzie przekraczać 55% PKB.

pozostałych krajów powstałych po rozpadzie byłej Jugosławii.

³⁰ W maju 2014 r. nastąpiła blokada 3% wydatków budżetu państwa (z wyjątkiem m.in. obsługi długu, składki do UE, finansowania i współfinansowania projektów z udziałem środków unijnych oraz dotacji do funduszu ubezpieczeń społecznych) po ogłoszeniu przekroczenia przez relację długu publicznego do PKB progu 55% PKB w 2013 r. Ponadto zapisy ustawowe obligują rząd do przedstawienia projektu ustawy budżetowej, która zakłada zamrożenie lub obniżenie poziomu wydatków sektora finansów publicznych.

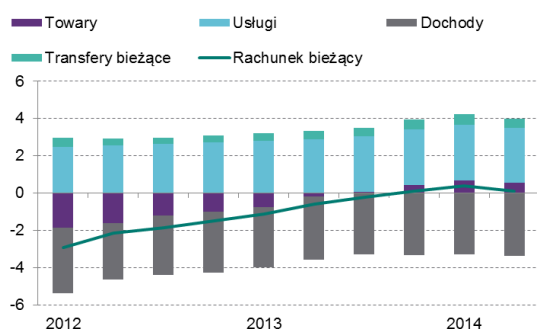
³¹ Szczegółowe omówienie wpływu wejścia nowego standardu ESA na rachunki sektora *general government*, wraz z równoległym wprowadzeniem innych zmian metodologicznych (m.in. uwzględnienie w szacunkach PKB działalności nielegalnej) znajduje się w komunikacie Eurostatu w ramach jesiennej notyfikacji fiskalnej z października 2014 r. (Por. *Revisions to government deficit and debt of EU Member States for 2010-2013. A special note prepared due to the introduction of ESA 2010, and accompanying the Eurostat Press Release 158/2014*, http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics/documents/Revisions-gov-deficit-debt-2010-2013.pdf).

Poprawa salda na rachunku obrotów bieżących³²

W 2013 r. saldo na rachunku obrotów bieżących w regionie EŚW po raz pierwszy w XXI w. przestało być ujemne. W I połowie 2014 r. sytuacja w skali regionu nadal się poprawiała i saldo obrotów bieżących (średnia krocząca dla czterech kolejnych kwartałów) odnotowało niewielką nadwyżkę (0,1% PKB w II kw. 2014 r.).

Sytuacja w poszczególnych krajach regionu nie była jednakowa. Poprawę salda obrotów bieżących odnotowano jedynie w największych gospodarkach (spadek deficytu w Czechach i Polsce; wzrost nadwyżki na Węgrzech), podczas gdy w pozostałych krajach pogorszyło się ono w I połowie 2014 r.

Wykres 1.12. Saldo rachunku bieżącego w regionie EŚW (w % PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)



Źródło: Eurostat

Struktura salda obrotów bieżących praktycznie nie zmieniła się. Saldo towarowe, które w największym stopniu kształtowało wielkość salda na rachunku bieżącym, wskazywało na niewielką nadwyżkę. Utrzymanie się korzystnych tendencji w handlu zagranicznym, pomimo spowolnienia wzrostu eksportu wynikało z poprawy *terms of trade* w krajach EŚW, będących importerami netto surowców ener-

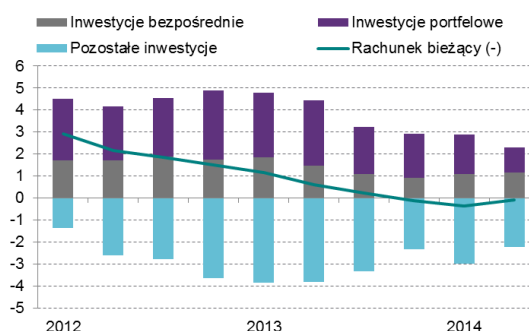
³² Dane bilansu płatniczego prezentowane w raporcie są zgodne ze starą metodologią (BPM5), gdyż nie wszystkie państwa objęte analizą wdrożyły nowe standardy statystyczne (BPM6).

getycznych (przede wszystkim spadek cen ropy naftowej wpłynął na spadek dynamiki cen importu). Istotnej zmiany nie odnotowano na rachunku usług oraz dochodów i transferów bieżących.

Odływ inwestycji zagranicznych

Poprawie salda na rachunku obrotów bieżących towarzyszył odpływ netto inwestycji zagranicznych z krajów EŚW. W 2013 r. saldo na rachunku finansowym zmniejszyło się do -1,5% PKB. W II kw. 2014 r. saldo to poprawiło się, jednak nadal wskazywało na odpływ netto kapitału zagranicznego z regionu (-1,2% PKB). Spadek napływu netto inwestycji zagranicznych miał miejsce w niemal całym regionie, z wyjątkiem Słowacji.

Wykres 1.13. Napływ netto inwestycji zagranicznych do regionu EŚW (w % PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)



Źródło: Eurostat

Zwiększył się napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, który wynikał przede wszystkim ze wzrostu w Czechach w II kw. 2014 r., wskutek pożyczek udzielonych w ramach grup kapitałowych w sektorze energetycznym. Sytuacja ta wpisała się w obserwowaną od kilku lat w krajach EŚW zmianę struktury bezpośrednich inwestycji zagranicznych, polegającą na zastępowaniu instrumentów udziałowych (zakup akcji i innych udziałów kapitałowych) instrumentami dłużnymi (m.in. pożyczki wewnątrz korporacyjne). Jednocześnie można było

zaobserwować spadek zaangażowania inwestorów portfelowych.

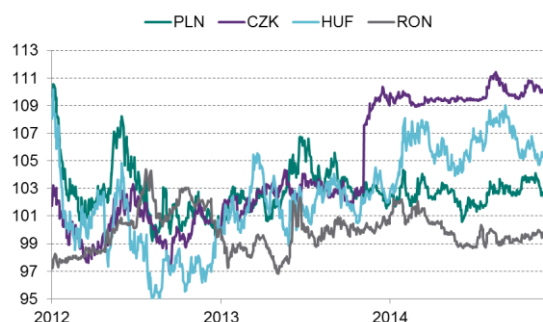
W I połowie 2014 r. w dalszym ciągu przebiegał proces delewarowania środkowoeuropejskich systemów bankowych. Odzwierciedleniem tego był odpływ netto kapitału z tytułu pozostałych inwestycji, co było główną przyczyną ujemnego salda na rachunku finansowym. Wynikało to zarówno z wycofywania przez nierzysyentów depozytów z banków w krajach regionu EŚW, jak również ze spłaty kredytów i pożyczek wobec zagranicznych instytucji finansowych. Skala odpływu netto pozostałych inwestycji w I połowie 2014 r. była porównywalna do tej odnotowanej w 2013 r.

Stosunkowo spokojna sytuacja na rynkach walutowych przez większą część 2014 r.; w grudniu 2014 r. deprecjacja walut EŚW w efekcie zawirowań na rynku rosyjskim

Na sytuację na rynkach finansowych krajów EŚW w II połowie 2014 r. wpływały zarówno czynniki o charakterze globalnym, jak i specyficzne czynniki krajowe. Do czynników globalnych należy zaliczyć przede wszystkim konsekwencje konfliktu rosyjsko-ukraińskiego (wycofanie się inwestorów z rynku rosyjskiego i gwałtowna deprecjacja kursu rubla). Na kształtowanie się cen aktywów finansowych miała także wpływ polityka głównych banków centralnych, tzn. z jednej strony ograniczanie luzowania ilościowego przez FED, z drugiej łagodzenie polityki pieniężnej przez EBC. Warto jednak zauważyć, że oddziaływanie tych czynników na rynki aktywów finansowych krajów EŚW było zdecydowanie mniejsze niż w poprzednich latach.

Kurs polskiego złotego, czeskiej korony i rumuńskiego leja praktycznie nie zmienił się wobec euro w III kw. i na początku IV kw. 2014 r. Przejściowe osłabienie się kursu walut regionu miało miejsce na przełomie lipca i sierpnia (efekt embarga rosyjskiego) oraz w październiku (decyzja FED o zakończeniu polityki luzowania ilościowego).

Wykres 1.14. Kursy walut krajów EŚW wobec EUR (01.01.2013=100)



Źródło: Reuters

Największą zmiennością w tym okresie charakteryzował się kurs węgierskiego forinta. Poza czynnikami zewnętrznymi, forint reagował silnie także na czynniki lokalne. W okresie czerwiec-wrzesień 2014 r. miało miejsce jego wyraźne osłabienie (o 5% wobec EUR), do czego przyczyniły się m.in. zmniejszający się dysparytet stóp procentowych w związku z ich obniżaniem przez MNB, niepewność dotycząca szczegółów zapowiedzianego programu konwersji zadłużenia zagranicznego czy też wypowiedź ECB o możliwości wznowienia procedury nadmiernego deficytu (EDP) wobec Węgier. W kolejnych miesiącach (wrzesień-listopad 2014 r.) sytuacja na węgierskim rynku walutowym poprawiła się. Forint odrobił straty wobec euro. Szczegółowy plan konwersji zadłużenia został pozytywnie przyjęty przez rynki, stosunkowo wysokie tempo wzrostu oraz projekt ustawy budżetowej na 2015 r. oddaliły ryzyko ponownego wszczęcia EDP, a obniżki stóp procentowych w Polsce i Rumunii wpłynęły na relatywną poprawę atrakcyjności węgierskich aktywów.

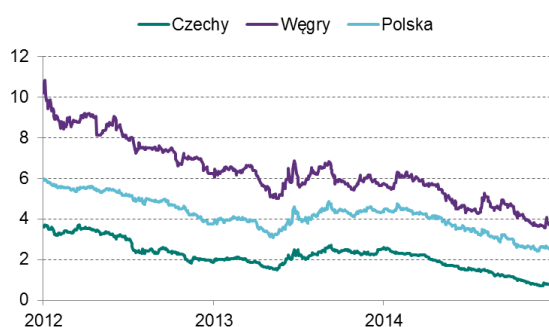
Sytuacja na rynkach walutowych, zwłaszcza w przypadku złotego i forinta, pogorszyła się zdecydowanie w grudniu 2014 r. Obie te waluty osłabiły się wyraźnie wobec EUR (PLN o ponad 5%, HUF o prawie 4%), do poziomu najniższego od 2012 r. W mniejszym stopniu deprecjacja dotknęła też czeską koronę i rumuńskiego leja (niespełna 1% wobec EUR). Za osłabieniem się walut regionu stał przede

wszystkim wzrost awersji do ryzyka wywołany paniką na rynku rosyjskim, a w przypadku Polski i Węgier także oczekiwania na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej.

do inwestycji na bezpieczniejszych rynkach obligacji skarbowych niż rynki akcji krajów EŚW.

Od początku II połowy 2014 r. waluty krajów EŚW osłabiały się wyraźnie wobec dolara amerykańskiego, co było przede wszystkim wynikiem deprecjacji kursu euro wobec amerykańskiej waluty. W II połowie 2014 r. PLN osłabił się wobec USD o ponad 16%, HUF i RON o ponad 15%, a CZK o prawie 14%. W tym samym czasie miało miejsce blisko 13% osłabienie kursu EUR/USD.

Wykres 1.14. Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, (w %)



Źródło: Reuters

Zawirowania na rynku rosyjskim nie miały większego wpływu na zmianę trendu spadkowego rentowności obligacji skarbowych w regionie. Spadki rentowności obligacji do rekordowo niskich poziomów miały miejsce we wszystkich krajach. Największe były one w Polsce, Słowenii i na Węgrzech. Rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa pod koniec grudnia 2014 r. wyniosła niespełna 0,8% w Czechach, 2,5% w Polsce, czy też 3,7% na Węgrzech. Sytuacja ta wynikała z napływu nowych środków na europejskie rynki finansowe w związku z polityką stymulacji ilościowej EBC. Ponadto, zakończenie luzowania ilościowego przez FED, a także stale obecna groźba eskalacji kryzysu w Rosji i na Ukrainie, spowodowały wzrost awersji do ryzyka wśród globalnych inwestorów, co skłaniało ich

Prognozy

Oczekiwana stabilizacja tempa wzrostu gospodarczego

Prognozy wzrostu PKB instytucji krajowych i międzynarodowych dla krajów EŚW na lata 2015-2016 nie zmieniły się istotnie w porównaniu z wiosną 2014 r. W skali całego regionu oczekuje się, że niewielkie spowolnienie ożywienia gospodarczego, które można było zaobserwować w II i III kw. 2014 r., przedłuży się do połowy 2015 r. Począwszy od II połowy 2015 r. dynamika PKB w regionie powinna ponownie przyspieszyć, aczkolwiek wzrost ten nie będzie bardzo silny. Kraje bałtyckie, a zwłaszcza Litwa i Łotwa, będą obok Polski najszybciej rozwijającymi się gospodarkami regionu w najbliższych latach (średnie tempo wzrostu w latach 2015-2016 powyżej 3% r/r). Relatywnie stabilne tempo wzrostu, porównywalne z obserwowanym w 2014 r. (ok. 2,5%-2,7% r/r), będzie utrzymane w Czechach i na Słowacji. Dynamika PKB w Rumunii, po okresie silnego spadku w 2014 r., powinna ponownie przyspieszyć. Z kolei na Węgrzech, których wzrost gospodarczy w 2014 r. napędzany był przez czynniki o charakterze tymczasowym, tempo wzrostu może się osłabić w latach 2015-2016.

Popyt krajowy pozostanie głównym czynnikiem wzrostu

Popyt krajowy pozostanie głównym czynnikiem wzrostu w regionie, natomiast rola popytu zagranicznego nadal będzie ograniczana, czego oczekuje się zwłaszcza w 2015 r.

W najbliższych dwóch latach prawdopodobny jest szybszy wzrost konsumpcji prywatnej. Inwestycje, które napędzały popyt krajowy w 2014 r., powinny natomiast rosnać wolniej. Za wzrost konsumpcji odpowiadać będzie oczekiwana dalsza poprawa sytuacji na rynkach pracy, a także nadal relatywnie niska inflacja, przekładająca się na wzrost realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych.

W latach 2015-2016 sytuacja na rynkach pracy powinna się nadal poprawiać, ale już nie w tak szybkim tempie, jak miało to miejsce w 2014 r. Dotyczy to zarówno wzrostu zatrudnienia, jak i spadku bezrobocia, na co wskazują prognozy ośrodków krajowych i instytucji międzynarodowych. Sytuacja ta spowodowana będzie stosunkowo słabym ożywieniem w otoczeniu krajów EŚW, głównie w strefie euro, co przełoży się na zahamowanie wzrostu zatrudnienia w proekspansyjnych sektorach gospodarki, czyli przede wszystkim w przemyśle przetwórczym.

Wzrost inwestycji, podobnie jak w 2014 r., będzie zależał od wciąż relatywnie szybko rosnących inwestycji publicznych. Wydaje się jednak, że inwestycje prywatne wzrosną jedynie nieznacznie (poza Rumunią, gdzie oczekuje się silnego odbicia po okresie kryzysu inwestycyjnego w 2014 r.), przede wszystkim ze względu na wciąż utrzymującą się niepewność co do stabilnego wzrostu popytu ze strony głównych partnerów handlowych regionu oraz ryzyko pogłębienia się kryzysu w Rosji i na Ukrainie.

Wzrost popytu krajowego będzie wspierany przez nadal luźną politykę pieniężną i neutralne nastawienie polityki fiskalnej. Istotnym ryzykiem dla wzrostu popytu krajowego wydaje się być: trwający proces oddłużania gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, jednak jego skala powinna się już powoli zmniejszać. Dodatkowo, silne spowolnienie eksportu, a co za tym idzie spadek aktywności w sektorze przemysłowym w krajach EŚW może pośrednio doprowadzić do osłabienia nastrojów wśród konsumentów i producentów (co można było przejściowo zaobserwować w III kw. 2014 r.) i tym samym ograniczyć ich skłonność do konsumpcji czy też powstrzymać inwestycje. Istotnym zagrożeniem dla regionu EŚW jest także możliwość pojawienia się deflacji, co może wywołać spadek konsumpcji oraz zastój inwestycyjny.

Wzrost popytu zewnętrznego w najbliższych latach będzie wolniejszy niż popytu krajowego, co przełoży się na dalszy spadek dynamiki eksportu, zwłaszcza w 2015 r. Przy założeniu, że stabilny wzrost popytu krajowego będzie wciąż napędzał import, wkład eksportu netto do wzrostu PKB pozostanie w najbliższych dwóch latach zdecydowanie mniejszy niż popytu krajowego i będzie oscylował w okolicach zera. Podstawowym zagrożeniem dla utrzymania wzrostu popytu zagranicznego i tym samym eksportu krajów EŚW wydaje się być przede wszystkim słaby popyt ze strony krajów strefy euro, a także jej otoczenia (m.in. jako efekt tzw. „trwałej stagnacji” (*secular stagnation*) w krajach rozwiniętych, spowolnienia tempa wzrostu w krajach rozwijających się, recesji w Rosji i na Ukrainie).

W latach 2015-2016 oczekuje się deficytu na rachunku obrotów bieżących w skali całego regionu. Wynikać to będzie przede wszystkim z pogorszenia się salda towarowego na skutek wspomnianego powyżej szybszego wzrostu popytu krajowego niż zagranicznego.

Przewidywany powolny wzrost inflacji

Utrzymująca się od początku 2014 r. na niskim poziomie, a w niektórych krajach EŚW nawet w dalszym ciągu obniżająca się, dynamika cen konsumpcyjnych, wpłynęła na obniżenie prognoz inflacji w regionie. Co prawda nadal oczekuje się jej wzrostu w latach 2015-2016, jednak jego skala ma być mniejsza, a dodatkowo odwrócenie trendu deflacyjnego zostało przesunięte w czasie. Po okresie rekordowo niskiej inflacji w II połowie 2014

r., od II połowy 2015 r. powinna ona powoli wzrosnąć, jednak nadal w prognozowanym okresie inflacja HICP pozostanie na relatywnie niskim poziomie. Wzrost inflacji wynikać ma przede wszystkim z oczekiwanego umacniania się popytu konsumpcyjnego, co stopniowo będzie zwiększać presję inflacyjną ze strony gospodarstw domowych. W rezultacie, powinno to doprowadzić do stopniowego wzrostu inflacji bazowej.

W świetle prognoz cen surowców na rynkach światowych, czynniki o charakterze podażowym, czyli ceny energii i żywności nieprzetworzonej, które zadecydowały o spadku inflacji w 2014 r., mogą mieć mniejszy wpływ na dynamikę cen w kolejnych latach. Efekt ich niskiej bazy powinien być zauważalny jeszcze w I połowie 2015 r., kiedy to nie oczekuje się jeszcze wzrostu cen surowców energetycznych i rolnych. Ich ujemny wkład do inflacji może być jednak mniejszy w przypadku dalszego osłabiania się kursu walut krajów EŚW.

Relatywnie niewielki wzrost inflacji i niski poziom oczekiwań inflacyjnych będą hamowały wzrost nominalnych wynagrodzeń i kosztów pracy. W 2015 r. oczekiwany jest niewielki spadek dynamiki płac i dopiero w 2016 r. powinna ona ponownie przyspieszyć. Oczekiwany spadek dynamiki płac nominalnych w 2015 r., przy jednoczesnym utrzymaniu się tempa wzrostu wydajności pracy, spowoduje spowolnienie tempa wzrostu ULC. W 2016 r., podobnie jak w przypadku wynagrodzeń, tempo wzrostu ULC powinno ponownie zwiększyć się.

Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych a zmiany w strukturze gospodarek w krajach EŚW

Główne wnioski

Model wzrostu krajów Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW)³³ w okresie transformacji oraz integracji z Unią Europejską bazował na napływie kapitału zagranicznego, zwłaszcza bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ). Wynikało to z jednej strony ze strategii międzynarodowych korporacji, szukających efektywniejszych środków produkcji, a z drugiej z niewystarczających zasobów kapitału własnego.

Napływ BIZ miał w ostatnim dwudziestoleciu bardzo duży wpływ na zmiany struktury gospodarek EŚW. Wyraźnie zwiększyła się rola przemysłu przetwórczego, zwłaszcza tych jego gałęzi, które są najsilniej włączone w międzynarodowe sieci dostaw. Należą do nich przede wszystkim produkcja urządzeń elektrycznych, elektronicznych i przemysł motoryzacyjny. W tym samym okresie w krajach UE-15 obserwowane były odmienne tendencje, tzn. deindustrializacja i wzrost udziału usług w tych gospodarkach.

Wzrost znaczenia korporacji międzynarodowych, jaki dokonał się w wyniku napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych, wbrew oczekiwaniom nie doprowadził do upodobnienia się struktury eksportu krajów regionu do struktury obserwowanej w krajach UE-15 (gdzie już wcześniej w eksporcie dominowały korporacje międzynarodowe). Jednym z najważniejszych tego przejawów jest znacznie mniejszy udział usług w eksporcie EŚW.

Zróznicowane tendencje w znaczeniu usług w handlu obserwowane między krajami EŚW i UE-15 potwierdzają, że przenoszenie produkcji do nowych państw członkowskich zostało w dużym stopniu ograniczone do zadań realizowanych w sektorze przetwórstwa przemysłowego. Natomiast duża część usług związana z przesuniętą do EŚW produkcją realizowana jest w krajach Europy Zachodniej.

Zmiany w strukturze produkcji i eksportu należy wiązać ze zwiększającą się rolą przedsiębiorstw zagranicznych, głównie filii i oddziałów międzynarodowych korporacji. Już od końca lat 90-tych XX w. odgrywały one istotną rolę w produkcji i eksporcie gospodarek EŚW, a w kolejnych latach ich dominacja jeszcze się zwiększała.

Wzrost liczby przedsiębiorstw zagranicznych wpłynął na wzrost wydajności pracy w gospodarkach EŚW, co spowodowało, że nawet pomimo rosnących kosztów pracy, kraje EŚW wciąż pozostają atrakcyjnym kierunkiem lokowania inwestycji dla korporacji europejskich. Obserwowany spadek napływu BIZ do regionu EŚW po 2008 r. należy traktować jako zmianę, wynikającą z osłabienia koniunktury w gospodarce globalnej, a zwłaszcza krajach Europy Zachodniej, a nie trwały odwrót inwestorów zagranicznych od regionu EŚW.

³³ O ile nie zaznaczono inaczej, w tej części raportu do grupy krajów Europy Środkowo-Wschodniej zaliczamy Polskę, Czechy, Słowację i Węgry.

Wpływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych na tempo wzrostu gospodarczego i stopień otwartości handlowej – przegląd literatury

Napływ kapitału zagranicznego, jak wskazują liczne badania empiryczne (m.in. Borensztein et al., 1998; De Mello, 1999; Quinn i Toyoda, 2008; Kose et al., 2009), **ma ogólnie rzecz biorąc korzystny wpływ na gospodarkę kraju przyjmującego**. Inwestycje zagraniczne poprzez m.in. transfer technologii i *know-how*, wpływają nie tylko na zwiększenie istniejącego zasobu kapitału produkcyjnego, ale również na wzrost produktywności czynników wytwórczych (a tym samym do podniesienia potencjału gospodarki) oraz otwartości handlowej. Szczególnie ważną rolę napływ kapitału zagranicznego odgrywał w krajach rozwijających się, które z jednej strony charakteryzowały się niższą stopą oszczędności niż inwestycji (wyjątek stanowią kraje Azji Południowo-Wschodniej), a jednocześnie posiadały duże potrzeby inwestycyjne. Do tej grupy państw można zaliczyć kraje Europy Środkowo-Wschodniej.

Należy podkreślić, że obok korzyści związanych z napływem kapitału zagranicznego mogą wystąpić również zagrożenia dla stabilności kraju przyjmującego (np. bańki spekulacyjne, większa podatność na szoki zewnętrzne, uzależnienie od kapitału krótkoterminowego, ryzyko wybuchu kryzysu walutowego, itd.). W literaturze przedmiotu (m.in. Prasad et al., 2003; Alfaro et al., 2004; Dell’Ariccia et al., 2008) wskazuje się na pewne czynniki, którymi powinna cechować się gospodarka kraju przyjmującego, pozwalające zwiększyć korzyści i ograniczyć wspomniane wyżej negatywne zdarzenia. Należą do nich przede wszystkim stabilna sytuacja makroekonomiczna, rozwinięty system finansowy oraz zakumulowany kapitał ludzki.

Badania empiryczne poświęcone ocenie skutków napływu kapitału zagranicznego na wzrost gospodarczy (zwłaszcza w sektorze eksportowym) pokazują, że spośród wszystkich form inwestycji najbardziej korzystny wpływ mają inwestycje bezpośrednie. Aizenman i Sushko (2011) przeanalizowali wpływ BIZ, a także inwestycji portfelowych (dłużnych i udziałowych), na gospodarki 99 krajów rozwiniętych i rozwijających się w latach 1991-2007. Wyniki badania dowiodły, że jedynie napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych miał korzystny wpływ na sektor przemysłowy w tych krajach. Napływ inwestycji portfelowych, zwłaszcza w formie instrumentów dłużnych, był negatywnie skorelowany ze wzrostem produkcji w przemyśle. Do podobnych wniosków doszła Milewa (2008), która badała implikacje pomiędzy napływem kapitału zagranicznego a inwestycjami krajowymi w 22 gospodarkach transformujących się w latach 1995-2005. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne miały korzystny długoterminowy wpływ na wzrost inwestycji w tych krajach, zwłaszcza w gospodarkach charakteryzujących się najsłabszym stopniem rozwoju systemów finansowych. Z kolei wpływ inwestycji portfelowych na wzrost nakładów inwestycyjnych był nieistotny. Kolejnym kanałem, poprzez który BIZ wpływały na przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego, był wzrost otwartości gospodarek, a w szczególności wzrost ich eksportu. M.in. Liu et al. (2002) stwierdzili wzajemną przyczynowość pomiędzy napływem BIZ a wzrostem eksportu w Chinach.

Napływ inwestycji zagranicznych w formie inwestycji bezpośrednich miał pozytywny wpływ na tempo i strukturę wzrostu gospodarczego w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Przykładowo

Fidrmuc i Martin (2011) wykazali, że istnieje silna, dodatnia korelacja pomiędzy BIZ a produkcją przemysłową i wzrostem gospodarczym w krajach EŚW. Z kolei inwestycje portfelowe wydają się mieć zdecydowanie mniejszy wpływ na wzrost PKB w tych krajach. Podobne wnioski płyną również z badania Bogumiła (2014). Damijan et al. (2013) badali wpływ BIZ na zmiany wielkości i struktury eksportu w nowych krajach członkowskich UE, ze szczególnym uwzględnieniem wpływu globalnych sieci podaży na ten proces. Autorzy doszli do wniosku, że napływ kapitału zagranicznego sprzyja restrukturyzacji w przemyśle przetwórczym i tym samym wzrostowi eksportu, zwłaszcza eksportu towarów technologicznie zaawansowanych.

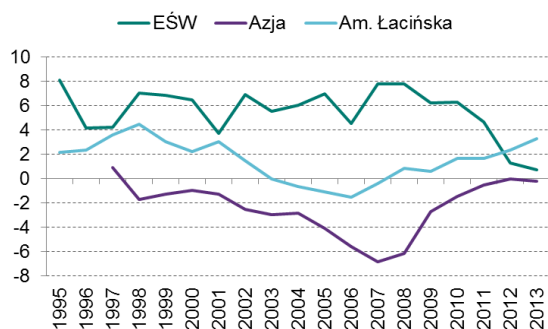
Napływ BIZ do sektorów niehandlowych (*non-tradables*), czyli głównie budownictwa i usług rynkowych, wpłynął w większym stopniu na przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego niż napływ inwestycji do sektorów handlowych (*tradables*), czyli przede wszystkim przemysłu przetwórczego. Jednocześnie jednak, inwestycje w sektorach ukierunkowanych na produkcję krajową doprowadziły do wzrostu nierównowag makroekonomicznych i zwiększenia amplitudy wahań cykli koniunkturalnych. Mirta (2011) na podstawie analizy gospodarek nowych krajów członkowskich UE twierdzi, że napływ inwestycji bezpośrednich do sektora związanego z nieruchomościami w dużo większym stopniu wpływa na wahania PKB niż w przypadku pozostałych sektorów gospodarki, niezależnie od przyjętego reżimu kursu walutowego czy też restrykcyjności polityki fiskalnej w danym kraju. Badanie Kinoshita (2011) na panelu piętnastu rozwijających się gospodarek Europy w latach 2000-2007 potwierdza, że napływ bezpośrednich inwestycji gospodarczych do sektorów *tradables* i *non-tradables* miał zupełnie inny wpływ na gospodarki tych krajów. Inwestycje w przemyśle przetwórczym skutkowały wzrostem eksportu i miały neutralny wpływ na saldo obrotów bieżących. Z kolei inwestycje w sektory ukierunkowane na produkcję krajową sprzyjały wzrostowi importu oraz nierównowag zewnętrznych.

Napływ inwestycji zagranicznych do krajów Europy Środkowo-Wschodniej – ogólna charakterystyka

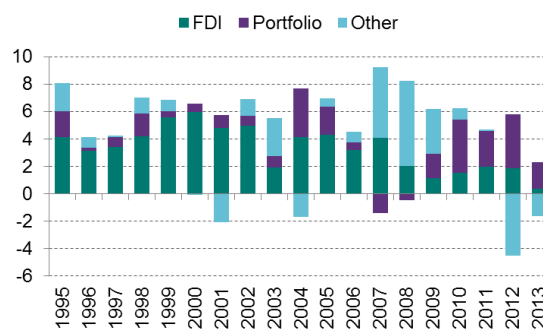
Model wzrostu krajów EŚW

Specyficzną cechą gospodarek EŚW w ostatnich dwóch dekadach było oparcie wzrostu w tych krajach na napływie kapitału zagranicznego, przede wszystkim z krajów Europy Zachodniej. Napływ ten był wspierany przez postępujące urynkowienie gospodarek EŚW, liberalizację przepływów kapitału oraz proces ich integracji w ramach Unii Europejskiej. Kraje EŚW stanowiły bardzo dobry przykład gospodarek, których wzrost był dynamizowany przez napływ kapitału z krajów rozwiniętych (*downhill capital flows*). Ten model wzrostu, choć zgodny z teorią ekonomii, jednak wyraźnie różnił się od obserwowanego w krajach rozwijających się z innych regionów świata w ostatnim dwudziestoleciu³⁴. Kraje Ameryki Łacińskiej, a przede wszystkim wschodzące kraje Azji Wschodniej i Południowo-Wschodniej, nie tylko nie były tak znaczącymi beneficjentami napływu inwestycji zagranicznych, a często były eksporterami netto kapitału zagranicznego³⁵.

Wykres 2.1. Napływ kapitału zagranicznego netto w wybranych regionach, w % PKB



Wykres 2.2. Napływ kapitału zagranicznego wg. rodzaju do krajów EŚW, w % PKB



Źródło: IMF WEO, OECD MEI, obliczenia IE NBP

Znaczącą część kapitału zagranicznego napływającego do krajów EŚW, zwłaszcza przed 2008 r., stanowiły bezpośrednie inwestycje zagraniczne. W latach 1995-2007 ich napływ netto do czterech analizowanych krajów wyniósł średnio 4% PKB, co stanowiło ponad 2/3 całego napływu kapitału z zagranicy.

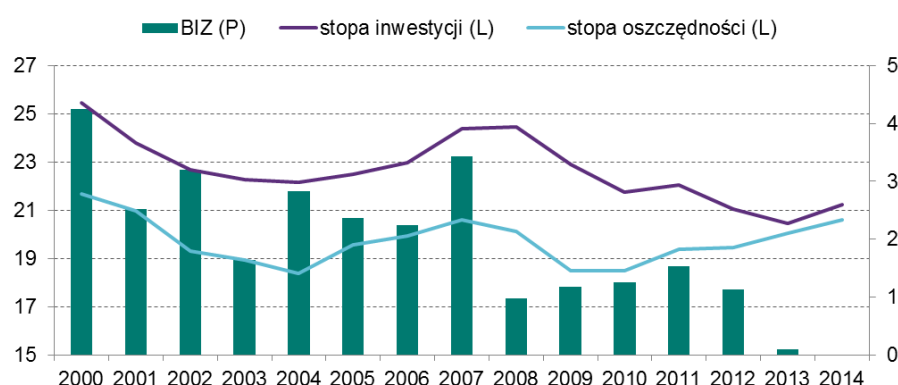
Napływ kapitału zagranicznego, zwłaszcza w formie inwestycji bezpośrednich, do krajów EŚW miał szczególnie duży wpływ na kształtowanie się nakładów inwestycyjnych. Kraje EŚW w okresie potransformacyjnym charakteryzowały się relatywnie niewielką stopą oszczędności i jednocześnie dużymi potrzebami inwestycyjnym. Tak więc, deficyt pomiędzy krajowymi oszczędnościami i inwe-

³⁴ Paradoks związany z przepływem kapitału z krajów mniej rozwiniętych do bardziej rozwiniętych po raz pierwszy został zasygnalizowany już w 1990 r. - por. Lucas (1990).

³⁵ W przypadku krajów azjatyckich i Ameryki Łacińskiej sytuacja ta była efektem zmian po kryzysach finansowych w latach 80-tych i 90-tych XX w.

stycjami był finansowany poprzez napływ oszczędności zagranicznych. Do 2008 r. był to głównie kapitał w formie inwestycji bezpośrednich. W kolejnych latach, wskutek globalnego kryzysu finansowego, nastąpił spadek napływu inwestycji zagranicznych, przede wszystkim inwestycji bezpośrednich³⁶. Wpłynęło to, obok innych czynników, na obniżanie się stopy inwestycji w regionie, nawet pomimo stopniowego wzrostu stopy oszczędności.

Wykres 2.3. Stopa inwestycji, oszczędności i saldo bezpośrednich inwestycji zagranicznych w krajach EŚW, w % PKB.



Źródło: AMECO, Eurostat, narodowe urzędy statystyczne, obliczenia IE NBP

Przyczyny napływu BIZ do krajów EŚW

Ukształtowanie się w krajach EŚW modelu wzrostu opartego na napływie BIZ, było przede wszystkim wynikiem korzystnych uwarunkowań tego regionu dla inwestorów zagranicznych. Główną determinantą inwestycji korporacji międzynarodowych w krajach EŚW była chęć wykorzystania ich bardziej efektywnych środków produkcji (*efficiency seeking FDI*³⁷). Dotyczyło to przede wszystkim zdecydowanie niższych kosztów pracy. Jednocześnie kraje EŚW charakteryzowały się stosunkowo dobrymi kwalifikacjami pracowników, korzystnym położeniem geograficznym względem kluczowych rynków zbytu oraz rozwiniętą infrastrukturą logistyczną, energetyczną i łącznościową. Duża część inwestorów kierowała się także chęcią wejścia na lokalne rynki (*market seeking FDI*). Świadczy o tym stosunkowo duży odsetek bezpośrednich inwestycji kierowanych do sektorów gospodarki zorientowanych wyraźnie na popyt krajowy, czyli m.in. budownictwa czy znacznej części usług rynkowych (m.in. usługi, finansowe, telekomunikacyjne, handel detaliczny). W krajach EŚW stanowił on ok. 60% wszystkich BIZ.

³⁶ Co prawda w tym okresie wzrósł napływ inwestycji portfelowych, jednak jak pokazują badania empiryczne, opisane w poprzedniej części materiału, ich wpływ na wzrost gospodarczy jest zdecydowanie mniejszy niż w przypadku inwestycji bezpośrednich.

³⁷ Najpopularniejszy podział determinant, którymi kierują się inwestorzy zagraniczni, wprowadził Dunning (1992). Wyróżnił on inwestycje ukierunkowane na poszukiwanie: zasobów naturalnych (*resource seeking*), efektywności (*efficiency seeking*), rynków (*market seeking*) i aktywów strategicznych (*strategic assets seeking*).

Proces transformacji do gospodarki rynkowej, a także postępująca integracja z Unią Europejską, wyraźnie sprzyjały napływowi kapitału z zagranicy. W krajach EŚW następowała stopniowa liberalizacja przepływu kapitału, co umożliwiło korporacjom międzynarodowym wejście na te rynki. Kolejnym ważnym aspektem była przeprowadzana na masową skalę prywatyzacja, której beneficjentami były w większości firmy zagraniczne. Rządy w krajach EŚW wyraźnie wspierały inwestorów zagranicznych i stosowały wiele zachęt (m.in. zmniejszenie skali lub nawet całkowite zwolnienia z płacenia zobowiązań podatkowych, dopłaty do inwestycji) aby przyciągnąć nowe inwestycje.

Kierunki napływu BIZ - różnice pomiędzy grupą EŚW a pozostałymi nowymi krajami członkowskimi UE

Od początku transformacji kapitał zagraniczny w formie inwestycji bezpośrednich napływał do nowych państw członkowskich UE głównie do dwóch sektorów gospodarki, tj. przemysłu i usług³⁸. Na koniec 2000 r. skumulowana wartość BIZ w przemyśle stanowiła 43% wszystkich inwestycji w regionie, a w usługach - 53%³⁹. W kolejnej dekadzie udział przemysłu w napływie BIZ stopniowo obniżał się i na koniec 2012 r. wyniósł 37% (udział usług wzrósł w tym czasie do 58%). Rozkład BIZ w poszczególnych państwach nie był równomierny, przy czym największe różnice występowały i nadal występują pomiędzy krajami EŚW (Czechy, Polska, Słowacja, Węgry) a państwami bałtyckimi (Estonia, Litwa, Łotwa). W pierwszej grupie państw zasób BIZ w przemyśle jest wyraźnie większy (37%) niż w drugiej (26%) – według stanu na koniec 2012 r. Z kolei rola usług w przyciąganiu BIZ w EŚW jest mniejsza (60%) niż w krajach bałtyckich (67%). W pozostałych nowych krajach członkowskich UE (Bułgaria, Rumunia, Słowenia) rozkład zagranicznych inwestycji bezpośrednich w przemyśle i usługach jest w miarę zbliżony do tego w EŚW.

Zróznicowanie nowych krajów członkowskich UE pod względem struktury sektorowej BIZ widać wyraźniej, jeśli spojrzeć się na to, do jakich branż przemysłu i usług napływał kapitał zagraniczny. W przypadku sektora przemysłowego inwestorzy zagraniczni lokowali kapitał przede wszystkim w branży przetwórczej, zaś w mniejszym stopniu w górnictwie oraz wytwarzaniu energii elektrycznej i wody. Szczegółowa analiza danych pokazuje, że na koniec 2012 r. ponad 30% BIZ trafiło do przetwórstwa przemysłowego w krajach EŚW (wyjątek stanowią Węgry, w których udział wyniósł zaledwie 15%). Z kolei w państwach bałtyckich udział ten nie przekraczał 20% (na Litwie odsetek wyniósł 27%). W pozostałych nowych krajach członkowskich UE (Bułgaria, Rumunia i Słowenia) udział BIZ w przetwórstwie przemysłowym na koniec 2012 r. był na poziomie 25%.

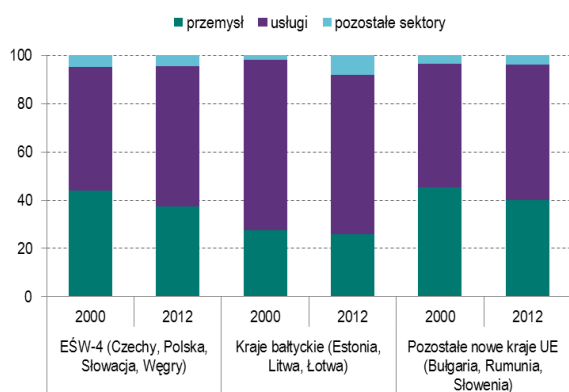
Do sektora usług kapitał zagraniczny w formie inwestycji bezpośrednich napływał głównie do branży finansowo-ubezpieczeniowej, nieruchomości, handlu detalicznego i transportu. Duża rola wspomnianych branż w napływie BIZ wynika z faktu, że prywatyzacja banków, zakładów ubezpieczeń i innych przedsiębiorstw państwowych, przeprowadzona w pierwszych latach transformacji,

³⁸ W większości państw regionu udział rolnictwa i budownictwa w napływie BIZ nie przekracza łącznie 5% napływu ogółem. Wyjątek stanowi Bułgaria (7,3%), Łotwa (8,0%), Polska (6,1%) i Rumunia (6,4%).

³⁹ Wszystkie liczby podane w tym rozdziale odnoszą się do średnich arytmetycznych ważonych wartością dodaną wytworzoną w wymienionych sektorach i branżach gospodarki w nowych krajach członkowskich UE.

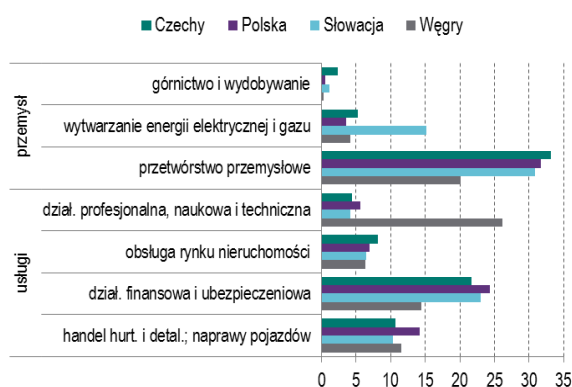
odbyła się z udziałem inwestorów zagranicznych. Patrząc na rozmieszczenie BIZ w usługach można zauważyć, że państwa EŚW i kraje bałtyckie charakteryzują się zbliżonym udziałem kapitału zagranicznego w branży pośrednictwa finansowego.

Wykres 2.4. Skumulowana wartość BIZ w nowych krajach członkowskich UE w poszczególnych sektorach gospodarki



Źródło: Eurostat, OECD

Wykres 2.5. Rozkład BIZ w wybranych branżach przemysłu i usług w krajach EŚW (stan na koniec 2012 r.)



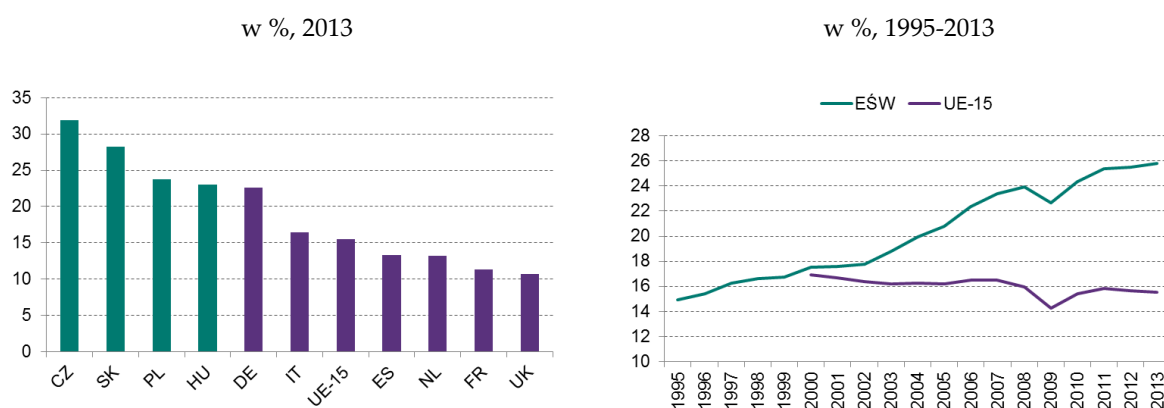
Uwaga: wyjątkowo duży zasób BIZ na Węgrzech w branży usługowej "Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna" wynika głównie ze zmian statystycznych

Źródło: Eurostat, OECD

Zmiany w strukturze gospodarek – rosnąca rola przemysłu przetwórczego

W ostatnich dwóch dekadach można było zaobserwować wzrost udziału przemysłu przetwórczego w wartości dodanej w gospodarkach EŚW. Odwrotna tendencja miała miejsce w krajach UE-15⁴⁰. W 1995 r. w krajach EŚW udział wartości dodanej wytwarzanej w przetwórstwie przemysłowym w całości wartości dodanej wynosił niespełna 15%, a w 2013 r. wzrósł on do ponad 25%. Wzrost ten wystąpił we wszystkich czterech opisywanych gospodarkach. Wyjątkowo duży był on w Czechach i na Słowacji, w których udział wartości dodanej wytworzonej w przemyśle przetwórczym zwiększył się ponad dwukrotnie. W Polsce i na Węgrzech skala wzrostu była mniejsza, aczkolwiek również bardzo duża (odpowiednio 60% i 45%). Natomiast w większości krajów UE-15 w latach 1995-2012 miał miejsce proces deindustrializacji gospodarek. O ile w najbardziej uprzemysłowionych krajach (Niemcy, Austria, Szwecja) pozycja przemysłu przetwórczego utrzymywała się na stabilnym poziomie, to we Francji, Włoszech, Wielkiej Brytanii czy Hiszpanii spadek wartości przemysłu przetwórczego w całości wartości dodanej był bardzo wyraźny (m.in. w Wielkiej Brytanii zmniejszył się on o 1/3).

Wykresy 2.6. i 2.7. Udział wartości dodanej przemysłu przetwórczego w całości wartości dodanej w krajach EŚW na tle krajów UE-15,



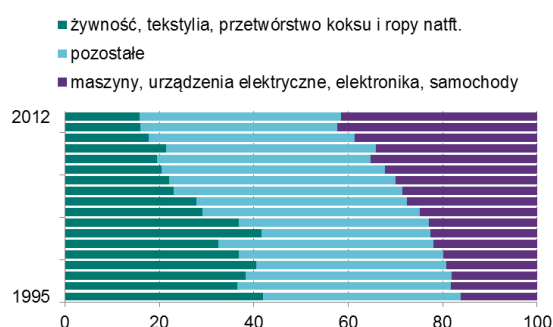
Źródło: Eurostat

Duże zmiany zaszły także w strukturze tworzenia wartości dodanej wewnątrz sektora przetwórstwa przemysłowego w krajach EŚW. Stopniowo zmniejszała się rola przemysłu spożywczego, tekstylnego-odzieżowego oraz przetwórstwa koksu i produktów ropy naftowej. Jeszcze w połowie lat 90-tych XX w. gałęzie te należały do najważniejszych w przemyśle przetwórczym w krajach EŚW, jednak ich rola w budowaniu krajowej wartości dodanej sukcesywnie spadała. W latach 1995-2012 zmniejszyła się ona o ponad 1/3, z 6,2% do 4,0% wartości dodanej, w gospodarkach EŚW. Zwiększała się natomiast rola przemysłów silnie zintegrowanych w ramach GSC, tzn. produkcji maszyn, urządzeń elektrycznych, elektronicznych, komputerów oraz środków transportu. Wartość dodana w przemyśle motoryzacyjnym oraz w produkcji urządzeń elektrycznych wzrosła pięciokrotnie, a w przypadku produkcji komputerów i urządzeń elektronicznych nawet dziewięciokrotnie. Jednocześnie, w krajach

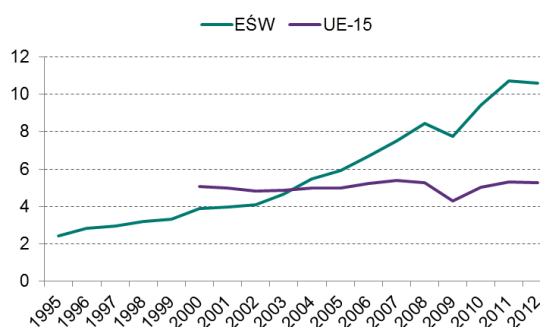
⁴⁰ Por. ramka *Zmiany w strukturze wartości dodanej w krajach Europy Środkowo-Wschodniej*

UE-15 zmniejszanie się relatywnej wartości produkcji ww. sektorów przemysłu odpowiadało w dużym stopniu za stale obniżający się udział wartości dodanej przemysłu przetwórczego. Widoczne to było zwłaszcza we Francji, Włoszech (spadek udziału sektora motoryzacyjnego o ¼), Hiszpanii i Wielkiej Brytanii (spadek udziału produkcji urządzeń elektrycznych i elektronicznych o prawie połowę).

Wykres 2.8. Struktura wartości dodanej w przemyśle przetwórczym w krajach EŚW w latach 1995-2012



Wykres 2.9. Udział przemysłu przetwórczego najsilniej związanego z GSC w wartości dodanej w krajach EŚW na tle krajów UE-15, w %



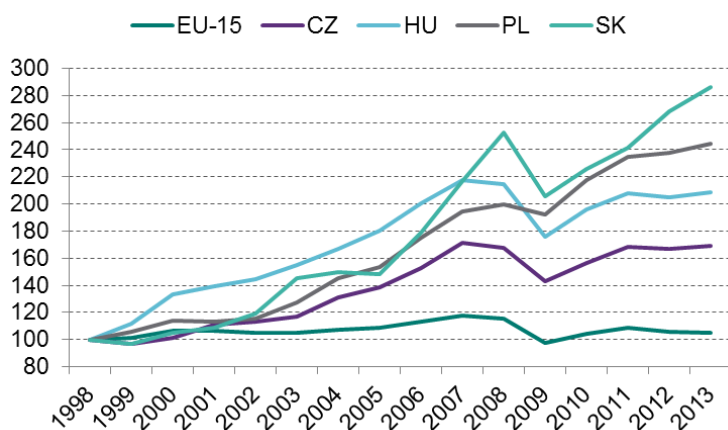
Źródło: Eurostat

Efekt napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych do sektora przemysłowego w krajach EŚW w latach 1998-2013 był wzrost produkcji przemysłowej, zwłaszcza w przetwórstwie przemysłowym, podczas gdy w krajach UE-15 w tym czasie wolumen produkcji przemysłowej pozostał niemal niezmienny. W analizowanym okresie skala wzrostu wolumenu produkcji w przemyśle wahała się od 70% w Czechach do 190% na Słowacji. Relatywnie najwyższą dynamikę wzrostu w krajach EŚW wykazywały sektory przemysłu najsilniej włączone w międzynarodowe sieci dostaw, czyli m.in. produkcja sprzętu elektrycznego, elektronicznego i komputerowego czy też przemysł motoryzacyjny. Produkcja w tych sektorach w krajach EŚW zwiększyła się w analizowanym okresie co najmniej trzykrotnie (produkcja samochodów na Słowacji wzrosła niemal dziesięciokrotnie), podczas gdy w krajach UE-15 wzrost ten był zdecydowanie niższy lub nawet odnotowano spadki produkcji (m.in. w przypadku produkcji urządzeń elektrycznych).

Szczególnie duże spadki produkcji w analizowanym piętnastoleciu zaobserwowano w krajach peryferyjnych strefy euro, ale również we Francji oraz Wielkiej Brytanii, podczas gdy w Niemczech i ich krajach satelickich (Holandia, Belgia, Austria) produkcja przemysłowa rosła, aczkolwiek zdecydowanie wolniej niż w nowych krajach członkowskich. Zatrzymanie wzrostu produkcji, a nawet jej niewielki spadek w krajach peryferyjnych strefy euro, Wielkiej Brytanii czy Francji miał miejsce już od początku XXI w. Dysproporcja we wzroście produkcji przemysłowej pogłębiła się po 2008 r. W ww. krajach UE-15 spadek produkcji w przemyśle przetwórczym był stosunkowo silny i trwały, podczas gdy w krajach EŚW trend spadkowy szybko się odwrócił. W ostatnich dwóch dekadach kraje EŚW należały zatem do głównych kierunków ekspansji korporacji międzynarodowych, zwłaszcza w gałęziach przemysłu najsilniej włączonych w globalne sieci podaży. To właśnie tam lokowana była

większość nowych inwestycji produkcyjnych kosztem ograniczania produkcji w krajach macierzystych, a przede wszystkim wycofywania jej z krajów peryferyjnych strefy euro⁴¹, gdzie jeszcze w latach 90-tych XX w. wzrost produkcji przemysłowej był bardzo wysoki.

Wykres 2.10. Produkcja przemysłowa w krajach EŚW, 1998=100



Źródło: Eurostat

Wzrost udziału przemysłu przetwórczego w PKB w krajach EŚW, przy jednoczesnym zmniejszaniu się w krajach UE-15 (z wyjątkiem Niemiec), świadczy o wyraźnie odmiennej roli, jaką kraje EŚW odgrywają w międzynarodowych sieciach produkcji. Korporacje międzynarodowe inwestując w krajach EŚW decydowały się przede wszystkim na przeniesienie oddziałów odpowiadających za produkcję i ewentualnie sprzedaż towarów na lokalnych rynkach, pozostawiając w swoich macierzystych oddziałach większość działalności związanej z usługami przedprodukcyjnymi i posprzedażowymi⁴².

⁴¹ W latach 1998-2013, czyli w okresie bardzo dynamicznego wzrostu produkcji w krajach EŚW, skala spadku produkcji sprzętu elektronicznego i komputerów oraz samochodów w Grecji, Hiszpanii i Portugalii wyniosła od 30% do nawet 90%.

⁴² Proces ten został opisany m.in. w Antras Yeaple (2013). Firmy inwestujące zagranicą najczęściej przenoszą tam swoje działy produkcyjne lub sprzedażowe (zwłaszcza w przypadku chęci wejścia na rynki lokalne), natomiast większą część usług, m.in. związanych z badaniami i rozwojem pozostawiają w swoich macierzystych oddziałach.

Znaczenie usług w eksporcie krajów EŚW – porównanie z krajami UE-15

Napływ BIZ do regionu EŚW wpłynął na silną zmianę struktury handlu zagranicznego tych krajów. Znalazło to odzwierciedlenie m.in. w relatywnym zmniejszeniu znaczenia usług w eksporcie tych gospodarek.

Znaczenie usług jest jedną z głównych cech różniących struktury eksportu krajów Unii Europejskiej⁴³. W krajach „starej” UE (UE-15)⁴⁴ jest ono wyraźnie większe niż w nowych państwach członkowskich z Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW). Co więcej, podczas gdy w krajach UE-15 od 1995 r. obserwowany był stały wzrost znaczenia usług w eksporcie, to w krajach EŚW dominowała tendencja odwrotna, wyraźna zwłaszcza w okresie bezpośrednio po rozszerzeniu Unii Europejskiej. Na spadek udziału usług w eksporcie EŚW wskazują zarówno tradycyjne statystyki handlu zagranicznego, jak i statystyki wartości dodanej w handlu międzynarodowym.

Usługi odgrywają kluczową rolę w rozwoju handlu międzynarodowego opartego na międzynarodowych sieciach dostaw (*global supply chains* – GSC). Jednocześnie wzrost znaczenia usług w tworzeniu wartości dodanej eksportowanych towarów zwiększa skalę zróżnicowania produktów i decyduje o jakości towarów.

Statystyki tradycyjne

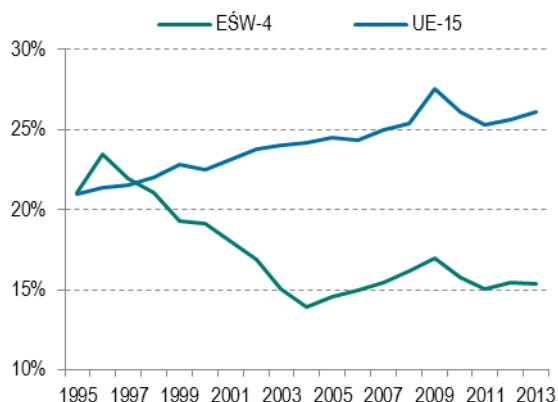
Znaczenie sektora usług w eksporcie analizowanych nowych państw członkowskich w ostatniej dekadzie XX w. i w pierwszej dekadzie XXI w. uległo silnej marginalizacji. Wysokiej dynamice eksportu towarów nie towarzyszył w podobnej skali wzrost eksportu usług (wartość eksportu towarów w krajach EŚW w latach 1995-2013 wzrosła siedmiokrotnie, podczas gdy wartość eksportu usług 4,5-krotnie).

Według statystyki rachunków narodowych Eurostatu, które rozróżniają eksport towarów i usług, te ostatnie stanowiły 15% wartości eksportu EŚW w 2013 r., czyli znacznie mniej niż w 1995 r. i jednocześnie wyraźnie poniżej poziomu obserwowanego w krajach UE-15. W latach 1995-2013 udział usług w eksporcie EŚW zmniejszył się o 6 pkt. proc. (z 21% do 15%), podczas gdy w krajach UE-15 udział usług w eksporcie zwiększył się w tym samym okresie z 21% do 26% (początkowo zatem był on zbliżony do obserwowanego w EŚW).

⁴³ Inne znaczące różnice w eksporcie to udział krajów pozaeuropejskich w strukturze wywozu oraz wysokie zróżnicowanie cen jednostkowych.

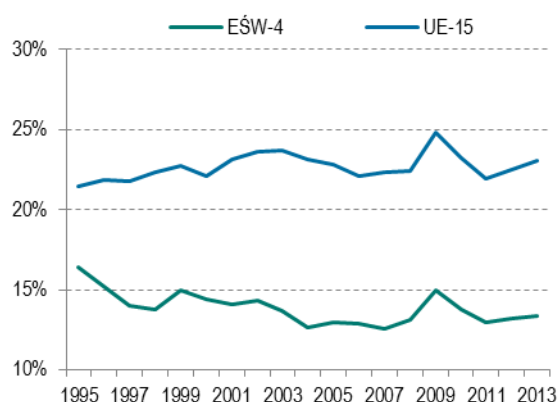
⁴⁴ Liczby podane w tej części dla krajów UE-15 dotyczą państw członkowskich UE w składzie od 1995 r., z pominięciem Grecji i Luksemburga, uczestniczących w międzynarodowych sieciach dostaw w znacznie mniejszym stopniu.

Wykres 2.11. Udział usług w eksporcie krajów EŚW i UE-15 (jako % łącznego eksportu towarów i usług)



Źródło: Eurostat

Wykres 2.12. Udział usług w imporcie krajów EŚW i UE-15 (jako % łącznego importu towarów i usług)

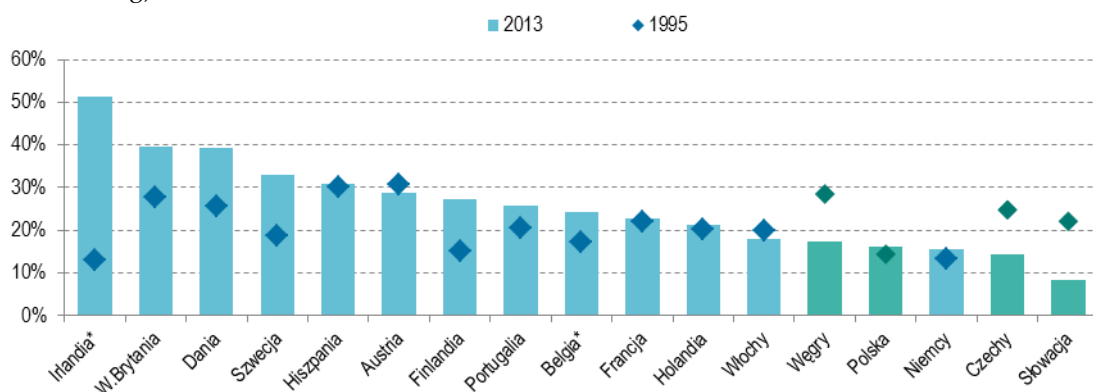


Źródło: Eurostat

Spośród krajów EŚW najwyższy udział usług charakteryzuje eksport Węgier (18%), a najniższy – Słowacji (zaledwie 8%). Między 1995 r. a 2013 r. udział usług w eksporcie zwiększył się tylko w Polsce (o 2 pkt. proc.). Na Słowacji, Węgrzech oraz w Czechach w tych samych latach nastąpił natomiast największy spadek udziału usług (o ponad 10 pkt. proc.).

Nienadążanie rozwoju sektora usług za wzrostem eksportu przetwórstwa przemysłowego w EŚW nie przyczyniło się również do zwiększenia znaczenia usług w imporcie. Chociaż udział usług w imporcie EŚW był w 1995 r. znacznie mniejszy niż w jej eksporcie oraz imporcie UE-15, to w latach 1995-2013 zmniejszył się jeszcze bardziej (z 16% do 13%), podczas gdy w krajach UE-15 wzrósł z 21% do 23%.

Wykres 2.13. Udział usług w eksporcie wybranych krajów Unii Europejskiej (jako % łącznego eksportu towarów i usług)



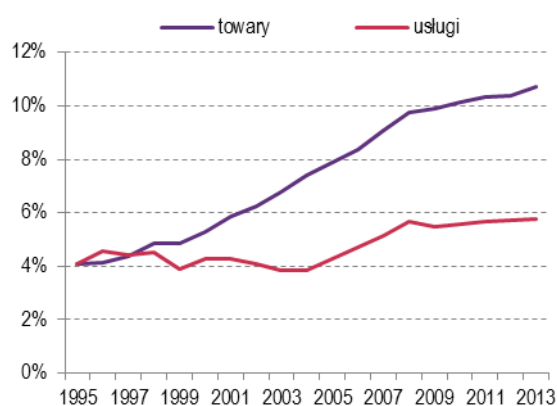
* 2012 r.

Źródło: Eurostat

Ogólnie można stwierdzić, że kraje EŚW znalazły się na peryferiach europejskiego handlu usługami. O ile bowiem udział EŚW w handlu towarami Unii Europejskiej stanowi ok. 11%, to w przypadku usług jest on prawie dwukrotnie mniejszy.

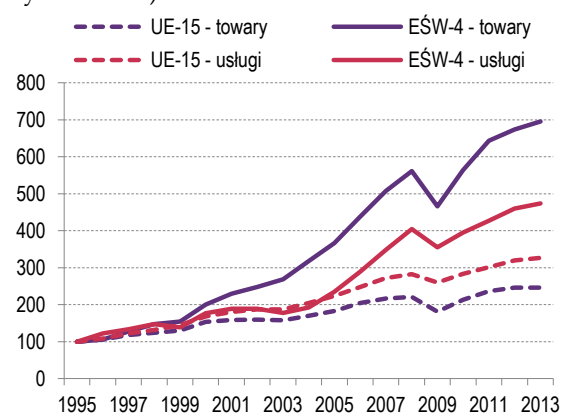
Zróznicowane tendencje w znaczeniu usług w handlu obserwowane między krajami EŚW i UE-15 wskazują, że przenoszenie produkcji do nowych państw członkowskich, jakie nastąpiło pod wpływem działalności korporacji międzynarodowych, zostało w dużym stopniu ograniczone do zadań realizowanych w sektorze przetwórstwa przemysłowego. Natomiast usługi związane z produkcją są w dalszym ciągu realizowane przede wszystkim w krajach Europy Zachodniej (prawdopodobnie część z nich została przesunięta z dużych krajów UE-15 do mniejszych gospodarek). Generalnie wynika to z faktu, że nasilenie się procesów delokalizacji i fragmentaryzacji produkcji spowodowało wzrost stopnia oddzielenia usług od produkcji przemysłowej.

Wykres 2.14. Udział krajów EŚW w eksporcie towarów i usług UE-27



Źródło: Eurostat

Wykres 2.15. Dynamika eksportu towarów i usług w krajach UE-15 i EŚW (rok 1995=100; w cenach bieżących w EUR)



Źródło: Eurostat

Tak więc podział zadań realizowanych w ramach międzynarodowych sieci dostaw jest niesymetryczny na poszczególnych etapach produkcji. O ile bowiem zadania realizowane w procesie przetwórstwa przemysłowego w dużej części przenoszone są do gospodarek rozwijających się (w tym przypadku do EŚW), o tyle usługi związane z funkcjonowaniem międzynarodowych sieci dostaw pozostają zdecydowanie domeną gospodarek rozwiniętych. Biorąc pod uwagę dynamikę tych procesów, w ostatnich latach następuje wyraźna polaryzacja w specjalizacji. W krajach rozwiniętych zwiększa się ona w sektorze usług, a w krajach rozwijających się – w przetwórstwie przemysłowym.

W interpretacji zmian miejsca usług w handlu krajów EŚW i UE-15 duże znaczenie mają statystyki wartości dodanej w handlu międzynarodowym.

Statystyki wartości dodanej

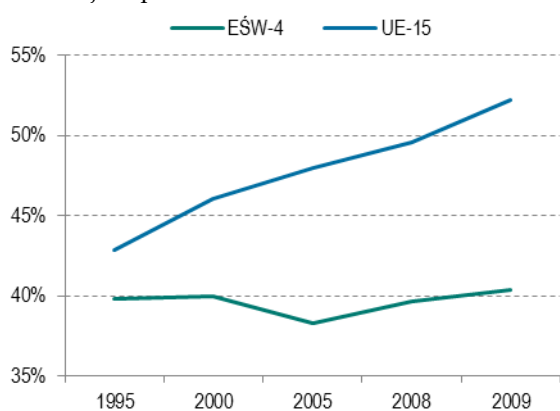
Statystyki wartości dodanej OECD i WTO (*Trade in Value Added - TiVA*) wskazują na znacznie większy rzeczywisty udział usług w eksporcie zarówno w nowych państwach członkowskich UE, jak i w krajach UE-15. Jednakże także według danych TiVA udział usług w eksporcie krajów EŚW pozostaje zdecydowanie niższy w porównaniu z gospodarkami „starej” Unii. W 2009 r. w krajach EŚW w sektorze usług powstawało 40% wartości eksportu brutto, podczas gdy w krajach UE-15 – 52%. Obie grupy krajów odróżnia jednak nie tylko udział usług w eksporcie, ale przede wszystkim

tendencje obserwowane w kształtowaniu się tego udziału. W 1995 r. (pierwszy rok, dla którego dostępne są dane o wartości dodanej w handlu międzynarodowym) udział usług w eksporcie EŚW i UE-15 był względnie podobny (odpowiednio 40% i 43%). Jednak gdy w krajach UE-15 w latach 1995-2009 udział usług w eksporcie systematycznie się powiększał, to w krajach EŚW utrzymywał się praktycznie na stałym poziomie.

Statystyki wartości dodanej pozwalają na wyodrębnienie czterech głównych kategorii usług tworzących wartość dodaną w eksporcie w zależności od pochodzenia (krajowe i zagraniczne) oraz przeznaczenia (tworzenie wartości dodanej w eksporcie towarów i w eksporcie usług).

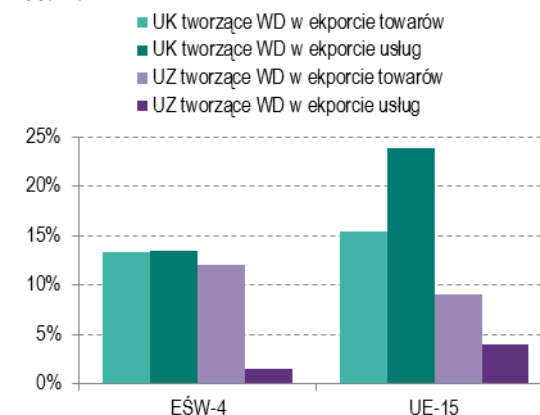
Główną kategorią różnicującą udział usług w eksporcie EŚW, w porównaniu z UE-15, są usługi krajowe tworzące wartość dodaną w eksporcie usług. W 2009 r. przypadało na nie zaledwie 13% eksportu brutto EŚW, podczas gdy w krajach UE-15 stanowiły one 24% eksportu brutto. Kategoria ta w największym stopniu odpowiada także za skrajnie różne w obu grupach krajów tendencje w eksporcie usług. Na początku okresu objętego analizą usługi krajowe tworzące wartość dodaną w eksporcie usług w krajach EŚW stanowiły 19% wartości eksportu brutto (tj. o 6 pkt. proc. więcej niż w 2009 r.), natomiast w krajach UE-15 przypadało na nie wówczas 18% wartości eksportu brutto (tj. o 6 pkt. proc. mniej niż w 2009 r.).

Wykres 2.16. Udział usług w tworzeniu wartości dodanej eksportu brutto



Źródło: OECD

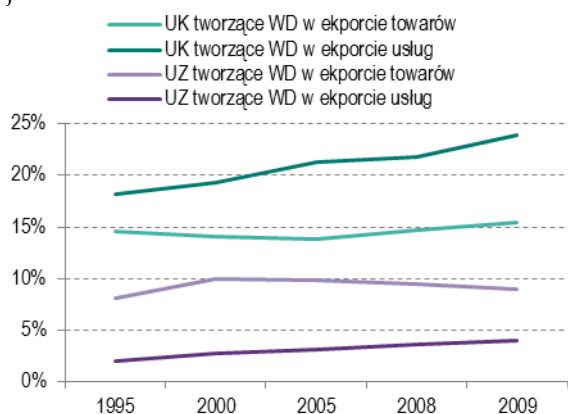
Wykres 2.17. Udział usług w eksporcie brutto w 2009 r.



Źródło: OECD

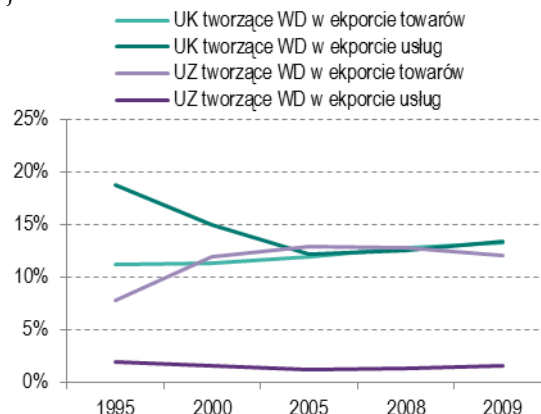
Mimo zwiększającej się w latach 1995-2009 obecności korporacji międzynarodowych w gospodarkach EŚW, udział usług zagranicznych tworzących wartość dodaną (WD) w eksporcie utrzymał się na bardzo niskim poziomie (2%), natomiast w krajach UE-15 udział tej kategorii zwiększył się w tych latach z 2% do 4% eksportu brutto.

Wykres 2.18. Udział usług w eksporcie brutto krajów UE-15



Źródło: OECD

Wykres 2.19. Udział usług w eksporcie brutto krajów EŚW



Źródło: OECD

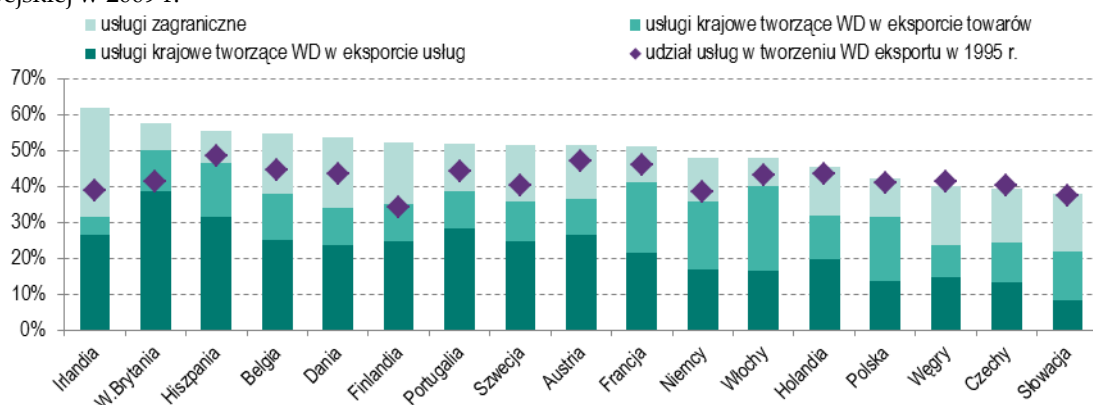
W krajach EŚW zwiększył się natomiast udział usług tworzących wartość dodaną w eksporcie towarów – zarówno usług zagranicznych (z 8% do 12%), jak i krajowych (z 11% do 13%). W krajach UE-15 także nastąpił wzrost tych kategorii w eksporcie brutto, ale w skali wyraźnie mniejszej (w obu kategoriach zaledwie o 1 pkt. proc.). Usługi zagraniczne tworzące wartość dodaną w eksporcie towarów nie tylko były najszybciej rosnącą kategorią usług w EŚW (w latach 1995-2009 ich wartość zwiększyła się przeszło siedmiokrotnie, podczas gdy pozostałych kategorii – czterokrotnie), ale także jedyną której udział w eksporcie brutto krajów EŚW był wyższy w porównaniu z krajami UE-15.

Znaczenie usług (i jego zmiana) wyraźnie dzieli Unię Europejską na gospodarki rozwinięte (UE-15) oraz gospodarki rozwijające się (EŚW oraz pozostałe nowe kraje członkowskie). Co więcej, podział ten od 1995 r. pogłębił się. W zdecydowanej większości krajów UE-15 w usługach powstaje ponad połowa wartości dodanej eksportu (w 2009 r. tylko w Niemczech, we Włoszech i w Holandii usługi stanowiły mniej niż połowę WD w eksporcie). Większy udział usług w kreowaniu wartości dodanej eksportu obserwowany jest na ogół w mniejszych gospodarkach UE-15. W tej grupie krajów nastąpił także najsilniejszy wzrost znaczenia usług w eksporcie (średnio o ponad 9 pkt. proc., w tym w Irlandii o 23 pkt. proc., w Finlandii o 18 pkt. proc.). Mniejsze gospodarki UE-15 od dużych odróżnia przede wszystkim większe znaczenie usług zagranicznych (stanowią one 16% eksportu brutto wobec 10% w dużych gospodarkach UE), a więc importowanej wartości dodanej. W dużych gospodarkach UE (z wyjątkiem Wielkiej Brytanii) udział usług w tworzeniu WD eksportu pozostaje na stosunkowo niższym poziomie. W takich krajach jak Niemcy, Francja i Włochy duże znaczenie mają jednak usługi krajowe, które tworzą wartość dodaną w eksporcie towarów (średnio 20% eksportu brutto).

Spośród krajów EŚW najwyższy udział usług w tworzeniu WD eksportu brutto charakteryzuje eksport Polski (w 2009 r. było to 41% eksportu brutto), jest on jednak niższy niż w kraju Europy Zachodniej o najniższym udziale usług w eksporcie (Holandia – 46%). Co więcej – inaczej niż w krajach UE-15, w EŚW wzrost udziału usług w eksporcie był bardzo niewielki, mimo silnych zmian w strukturze tych gospodarek, jakie dokonały się głównie pod wpływem zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Najbardziej, w porównaniu z 1995 r., znaczenie usług wzrosło w eksporcie Polski (o 2 pkt. proc.), natomiast na Węgrzech i w Czechach, według danych TiVA, udział usług obniżył się w latach

1995-2009 (w obu przypadkach o 1 pkt. proc.) wbrew tendencjom obserwowanym w Europie Zachodniej.

Wykres 2.20. Udział usług w tworzeniu wartości dodanej eksportu brutto w wybranych krajach Unii Europejskiej w 2009 r.



Źródło: OECD

Wspólnym zjawiskiem dla obu grup krajów jest wzrost znaczenia usług w wartości dodanej eksportu towarów. W krajach UE-15 w usługach powstaje 35% wartości dodanej eksportu towarów (wobec 29% w 1995 r.), a w krajach EŚW – 31% (26% w 1995 r.). Jednak o ile w krajach Europy Zachodniej wartość dodaną w eksporcie towarów tworzą głównie usługi krajowe⁴⁵, to w krajach EŚW udział krajowej i zagranicznej WD w eksporcie towarów jest podobny⁴⁶.

W analizowanym okresie (1995-2009) wzrost udziału usług w eksporcie EŚW nastąpił we wszystkich 12 branżach związanych z produkcją towarów (10 branż przemysłu przetwórczego oraz rolnictwo i górnictwo), dla których OECD publikuje dane.

Spośród branż przemysłowych największe znaczenie usługi mają w eksporcie środków transportu. W 2009 r. w usługach powstawało 40% eksportu UE-15 i 34% eksportu EŚW tej branży. W krajach UE-15 duże znaczenie usługi mają także w eksporcie wyrobów elektronicznych, tekstyliów oraz artykułów spożywczych (we wszystkich tych branżach – 38%). W EŚW udział usług we wszystkich tych branżach jest mniejszy. Relatywnie duże znaczenie usługi odgrywają w eksporcie artykułów spożywczych (33%), natomiast w eksporcie wyrobów elektronicznych i tekstyliów, udział usług kształtuje się na poziomie poniżej średniej.

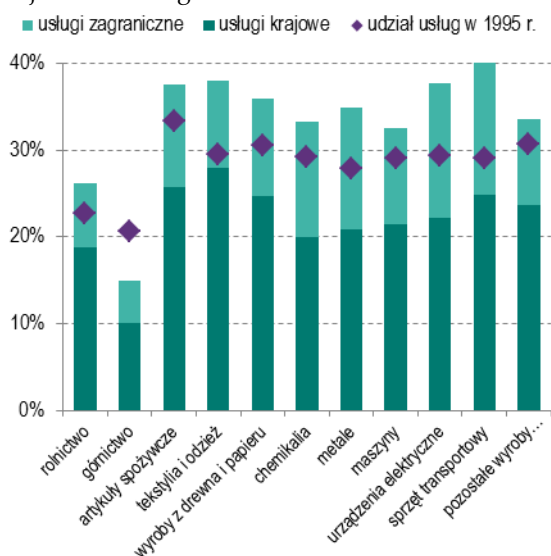
Na strukturalną słabość eksportu (i ogólnie produkcji) w krajach EŚW wskazuje też struktura tworzenia wartości dodanej eksportu w poszczególnych grupach usług. W nowych państwach człon-

⁴⁵ Jest to przede wszystkim wynik dużego znaczenia usług krajowych w tworzeniu WD eksportu towarów w takich krajach jak Francja, Niemcy, Włochy i Wielka Brytania, gdzie usługi krajowe stanowią ponad 2/3 wkładu sektora usług w tworzenie WD eksportowanych dóbr. Natomiast w małych krajach UE-15 udział usług krajowych jest niewiele większy niż usług zagranicznych.

⁴⁶ W 2009 r. na usługi krajowe przypadło 53% wartości dodanej tworzonej w usługach, a będącej częścią eksportu towarów. Od 1995 r. udział usług krajowych stopniowo się zmniejszał (z 59% do 51%).

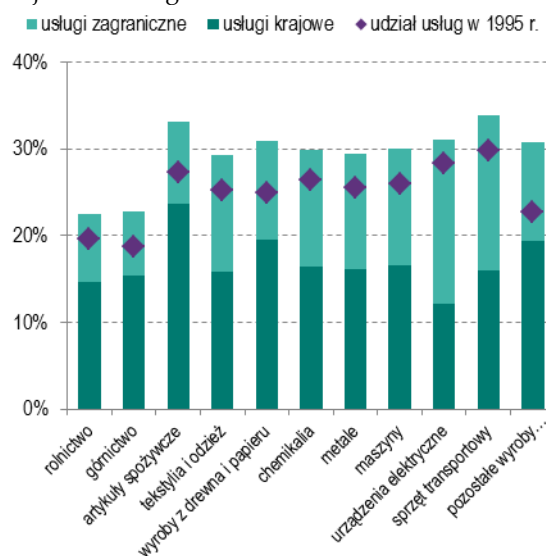
kowskich w eksporcie towarów wykorzystywana jest przede wszystkim wartość dodana tworzona w usługach związanych z handlem (magazynowanie i logistyka), a więc tych, które tworzą mniejszą wartość dodaną. W krajach starej Unii największa część wartości dodanej powstaje natomiast w usługach biznesowych (usługi profesjonalne, naukowe i techniczne), a więc znajdujących się znacznie wyżej w hierarchii łańcuchów wartości dodanej.

Wykres 2.21. Udział usług w eksporcie towarów w krajach UE-15 wg branż



Źródło: OECD

Wykres 2.22. Udział usług w eksporcie towarów w krajach EŚW wg branż



Źródło: OECD

Obie grupy krajów różnią się strukturą tworzenia wartości dodanej eksportu towarów. W eksporcie towarów krajów EŚW największe znaczenie mają usługi klasyfikowane jako handel. W 2009 r. stanowiły one 12% eksportu brutto towarów i 39% wartości dodanej wytworzonej w usługach i wykorzystywanej w eksporcie towarów. Natomiast w krajach UE-15 udział analogicznej grupy usług wyniósł odpowiednio 9% i 26%.

Z kolei w krajach UE-15 największe znaczenie w tworzeniu wartości dodanej w eksporcie towarów mają usługi biznesowe. W 2009 r. stanowiły one 14% eksportu brutto towarów i 41% wartości dodanej wytworzonej w usługach i wykorzystywanej w eksporcie towarów. W krajach EŚW znaczenie tej grupy usług w eksporcie było wyraźnie mniejsze – odpowiednio 9% i 29%.

W krajach EŚW największy udział krajowa wartość dodana (KWD) miała w usługach handlowych (61%), w przypadku pozostałych grup usług w większym stopniu wartość dodaną w eksporcie towarów tworzyły usługi zagraniczne. Najniższy udział krajowej wartości dodanej charakteryzował wkład usług finansowych (39%) i usług biznesowych (44%). Natomiast w krajach UE-15 usługi krajowe stanowiły 63% wartości dodanej usług w eksporcie towarów. Największy udział KWD obserwowany był w usługach biznesowych (68%) i tzw. pozostałych (65%).

W eksporcie wszystkich branż przemysłu przetwórczego udział usług biznesowych jest wyższy w krajach UE-15 w porównaniu z EŚW. Największe różnice mają miejsce w eksporcie środków transportu oraz urządzeń elektronicznych (w obu przypadkach w UE-15 – 17%, podczas gdy w EŚW – 10%), a więc w tych branżach, które w największym stopniu zdominowane zostały przez działalność korporacji międzynarodowych.

W krajach EŚW usługi zagraniczne skierowane są przede wszystkim do sektora przemysłowego (w 2009 r. 89% zagranicznych usług tworzyło wartość dodaną w eksporcie towarów, a zaledwie 11% wartość dodaną w eksporcie usług). Natomiast w małych krajach UE-15 aż 43% zagranicznych usług tworzy wartość dodaną w eksporcie usług (podczas gdy w 1995 r. było to 24%, a więc podobnie jak w EŚW). Tak więc poza faktem, że w krajach EŚW usługi odgrywają znacznie mniejszą rolę w tworzeniu wartości dodanej eksportu towarów, duże znaczenie ma też to, że w eksporcie brutto większe jest znaczenie usług zagranicznych niż krajowych.

W krajach EŚW relatywnie duży w porównaniu z pozostałymi krajami Unii jest też wkład usług zagranicznych w tworzenie wartości dodanej eksportu towarów (12%). Natomiast bardzo niski pozostaje wkład zagranicznej wartości dodanej, która wspiera eksport usług (zaledwie 1,5% eksportu brutto). Taka struktura zagranicznej wartości dodanej może wskazywać, że dla korporacji międzynarodowych korzystniejsze jest przenoszenie przetwórstwa przemysłowego do Europy Środkowo-Wschodniej, natomiast rozwijanie działalności usługowej związanej z eksportem towarów albo pozostawione jest w krajach macierzystych, albo przenoszone jest do mniejszych gospodarek Europy Zachodniej. Stosunkowo wysoki wzrost zagranicznej wartości dodanej (ZWD) w sektorze usług (przeszło czterokrotny w latach 1995-2009) w mniejszych gospodarkach UE-15 może wskazywać, że przynajmniej częściowo usługi związane z rozwijaną w EŚW produkcją przeniesione zostały do tej grupy krajów.

Źródłem ciekawych wniosków może być interpretacja zmian w handlu wartością dodaną, która wykorzystywana jest w eksporcie (*foreign value added content of gross exports*), szczególnie z uwzględnieniem tej części zagranicznej wartości dodanej, która powstała w usługach (*foreign services value added content of gross exports*)⁴⁷.

Dane dotyczące wartości dodanej w handlu wskazują, że wszystkie kraje EŚW są importerami netto WD powstającej w sektorze usług i wykorzystywanej w eksporcie. To znaczy, że krajowa wartość dodana powstała w usługach i eksportowana do krajów trzecich i wykorzystywana w eksporcie tych krajów jest mniejsza w porównaniu z zagraniczną wartością dodaną powstałą w usługach i wykorzystywaną w eksporcie EŚW. Prawdopodobnie wzrost aktywności korporacji międzynarodowych w EŚW miał negatywny wpływ na rozwój sektora usług w nowych państwach członkowskich, szcze-

⁴⁷ Biorąc pod uwagę wartość krajową powstającą w usługach i wykorzystywaną w eksporcie innych krajów, można wskazać na cztery europejskie kraje, które według tego kryterium są największymi organizatorami międzynarodowych sieci dostaw. Są to największe europejskie gospodarki, które stanowią siedzibę największej liczby międzynarodowych korporacji – Niemcy, Francja, Wielka Brytania i Włochy. Kraje te obok Stanów Zjednoczonych i Japonii reprezentują gospodarki o największej mobilności procesów produkcyjnych.

gólnie tych usług, które były przedmiotem eksportu. Z jednej strony, silna zmiana struktury towarowej eksportu spowodowała zmniejszenie tej części usług, które były związane z eksportem branż, których udział znacznie się zmniejszył. Z drugiej natomiast, korporacje międzynarodowe, które organizowały i przejmowały istniejące procesy produkcyjne, zastępowały towarzyszące im usługi krajowe importem.

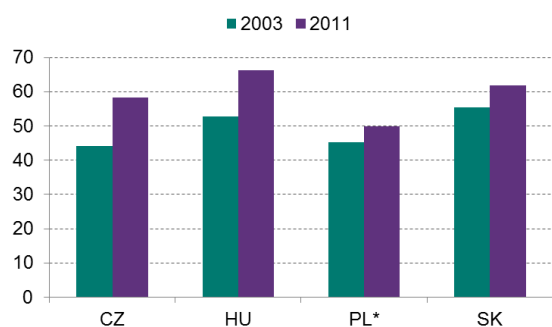
Kraje EŚW stawały się zatem w większym stopniu centrami przemysłu przetwórczego, podczas gdy kraje Europy Zachodniej przesuwały coraz bardziej swoją specjalizację w kierunku sektora usług. Ważnym kierunkiem eksportu usług z UE-15 stały się filie korporacji międzynarodowych w krajach EŚW.

Wpływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych na zmiany w strukturze przedsiębiorstw

Rosnąca rola przedsiębiorstw zagranicznych w przemyśle

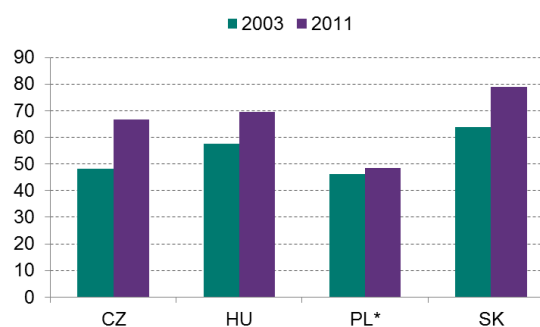
Szybki wzrost produkcji przemysłowej, a także zmiany w jej strukturze, to w bardzo dużym stopniu zasługa przedsiębiorstw zagranicznych. Jeszcze przed formalnym wstąpieniem krajów regionu w struktury UE obecność firm zagranicznych była zauważalna, zwłaszcza w przypadku gałęzi przemysłu przetwórczego najsilniej włączonych w GSC⁴⁸. W 2003 r. firmy z dominującym udziałem kapitału zagranicznego odpowiadały już za tworzenie ponad 40% wartości dodanej w Czechach i ponad 50% na Słowacji i Węgrzech. Po akcesji krajów EŚW do UE aktywność firm zagranicznych jeszcze się zwiększyła. W 2011 r. udział wartości dodanej tworzonej przez przedsiębiorstwa zagraniczne w całości wartości dodanej wzrósł do niemal 60% w Czechach i ponad 60% na Słowacji i Węgrzech. Nieco mniejszy (50%) był on w Polsce, jednak również w tym przypadku można było zaobserwować tendencję wzrostową. Rosnąca dominacja firm zagranicznych była jeszcze wyraźniejsza w przypadku ich udziału w wartości produkcji przemysłowej, który to w 2011 r. na Słowacji sięgał 80%. Jeszcze większy był udział firm zagranicznych w produkcji i wartości dodanej w sektorach najsilniej związanych z GSC. Niemal 100% wartości produkcji i ponad 90% wartości dodanej w sektorze motoryzacyjnym była w 2011 r. wytwarzana przez firmy zagraniczne, a w szczególności pochodzące z Niemiec (odpowiadały one za ponad połowę produkcji w Czechach, na Słowacji i Węgrzech).

Wykres 2.23. Wartość dodana tworzona przez firmy zagraniczne w przemyśle przetwórczym, w % całości wartości dodanej



* dla Polski okres 2007-2011

Wykres 2.24. Wartość produkcji w przemyśle przetwórczym firm zagranicznych, w % całości produkcji przemysłowej



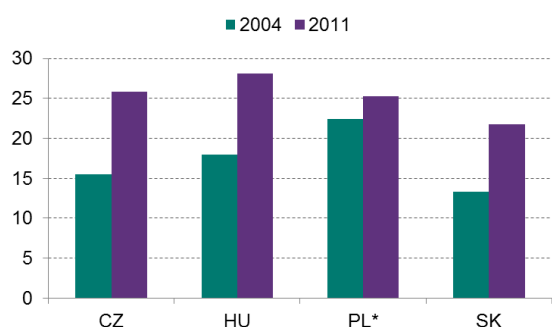
Źródło: Eurostat, obliczenia IE NBP

⁴⁸ Na podobne wnioski, dotyczące rosnącej roli międzynarodowych koncernów i sieci podaży w gospodarkach EŚW wskazuje analiza handlu zagranicznego w tych krajach. Por. *Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej, NBP, styczeń 2014*

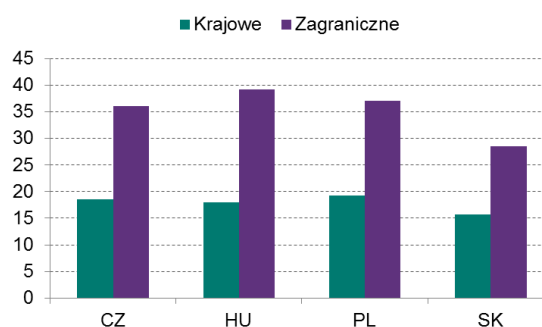
Wpływ firm zagranicznych na wydajność pracy

Napływ inwestycji zagranicznych miał wyraźny wpływ na wzrost wydajności pracy w krajach EŚW, zwłaszcza w przemyśle przetwórczym. W latach 2003-2011 wydajności pracy (wartość dodana przypadająca na jednego pracownika) zwiększyła się o 56% na Węgrzech, o 64% na Słowacji i 66% w Czechach⁴⁹. Wzrost ten wynikał z kilku czynników. Po pierwsze, w analizowanym okresie zwiększała się obecność przedsiębiorstw zagranicznych, które charakteryzowały się wyższą produktywnością. W krajach EŚW wydajność pracy w przedsiębiorstwach zagranicznych była przeciętnie dwukrotnie wyższa niż w przedsiębiorstwach krajowych. Różnica ta jednak zmniejszyła się w latach 2004-2011, gdyż produktywność pracy firm krajowych w przetwórstwie przemysłowym rosła szybciej niż w przypadku firm zagranicznych. Tym samym można zaryzykować stwierdzenie o korzystnym wpływie obecności firm zagranicznych na wydajność w firmach krajowych (*spillover effect*)⁵⁰. Szczególnie widoczne było to na Słowacji i Węgrzech, gdzie wydajność firm krajowych wzrosła w latach 2004-2011 o odpowiednio 84% i 60%, podczas gdy firm zagranicznych o 42% i 22%.

Wykres 2.25. Wydajność pracy w przemyśle przetwórczym (wartość dodana na pracownika)



Wykres 2.26. Wydajność pracy w przemyśle przetwórczym (wartość dodana na pracownika)



* dla Polski okres 2007-2011

Źródło: Eurostat, obliczenia IE NBP

Wzrost wydajności pracy w krajach UE-15 był zdecydowanie mniejszy niż w krajach EŚW. W Niemczech wyniósł on w analizowanym okresie 6%. Z kolei we Francji i Wielkiej Brytanii produktywność w przemyśle w latach 2003-2011 wręcz się zmniejszyła. Pomimo wspomnianego wyraźnego wzrostu wydajności w przemyśle przetwórczym krajów EŚW w ostatnich latach, jej poziom nadal pozostawał zdecydowanie niższy niż w krajach UE-15. W 2011 r. średnia wydajność pracy w krajach EŚW była ponad dwukrotnie niższa niż w Niemczech, Francji, czy nawet Hiszpanii, ale wyższa niż w Portugalii.

⁴⁹ W Polsce wzrost ten wyniósł 12,5% w latach 2007-2011.

⁵⁰ Badania empirycznie nie przedstawiają jednoznacznej oceny *spillover effects* wnikających z napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych na wydajność w przedsiębiorstwach krajowych w krajach EŚW, jednak większość z nich m.in. Monastiriotis (2014), Kolasa (2007), Barrell i Holland (2000) wskazują na istnienie tych efektów, zwłaszcza efektów pionowych, czyli wzrostu produktywności w firmach krajowych połączonych w łańcuchy produkcji z firmami zagranicznymi.

Stosunkowo niskie koszty pracy wciąż atutem krajów EŚW

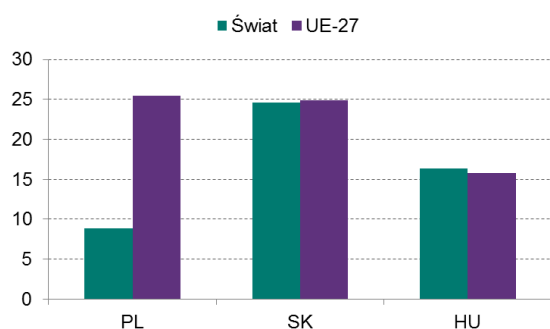
Kraje EŚW nadal wydają się jednak być atrakcyjnym rynkiem dla ekspansji produkcji, ze względu na wciąż relatywnie niską cenę pracy. W 2013 r. koszty pracy w krajach EŚW wciąż były trzykrotnie mniejsze niż średnio w krajach UE i czterokrotnie niższe niż w Niemczech. Koszty pracy były też niemal dwukrotnie niższe niż w krajach peryferyjnych strefy euro.

Uwzględniając udział kosztów pracy w wielkości produkcji, kraje EŚW wciąż są bardziej konkurencyjne na tle innych UE. Całkowite koszty pracy w 2011 r. stanowiły w krajach EŚW niespełna 50% wartości dodanej wytwarzanej przez pracowników, podczas gdy w krajach UE-15 były zdecydowanie wyższe (m.in. ok. 70% wartości dodanej w Niemczech i 75% we Francji). Udział kosztów związanych z zatrudnieniem był też w krajach regionu zdecydowanie niższy niż w krajach peryferyjnych strefy euro, gdzie przekraczał on 60% wartości dodanej w przemyśle.

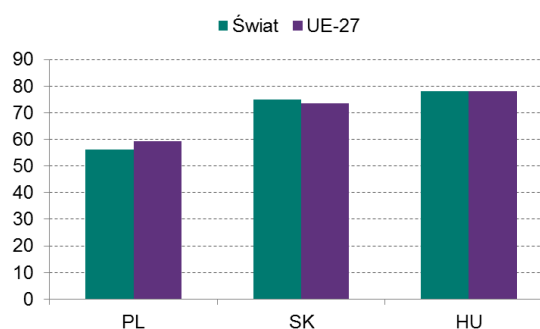
Dominująca rola firm zagranicznych w eksporcie

Firmy zagraniczne (tzn. z dominującym udziałem kapitału zagranicznego), pomimo stosunkowo niewielkiej liczby, mają decydujący wpływ na eksport krajów EŚW⁵¹. Odsetek firm zagranicznych w ogólnej liczbie przedsiębiorstw wahał się w 2011 r. od 8% w Polsce do niespełna 25% na Słowacji. Biorąc jednak pod uwagę wartość eksportu firm krajowych i zagranicznych, to proporcje te niemal się odwracają. W Polsce na firmy zagraniczne przypadała w 2011 r. ponad połowa całości eksportu (56%). W Słowacji i na Węgrzech odsetek ten był jeszcze wyższy i przekraczał ¾ całości eksportu w tych krajach⁵².

Wykres 2.27. Liczba firm eksporterów z dominującym udziałem kapitału zagranicznego, w % całości firm eksporterów, 2011 r.



Wykres 2.28. Wartość eksportu firm z dominującym udziałem kapitału zagranicznego, w % całości eksportu, 2011 r.



Źródło: Comext, obliczenia IE NBP

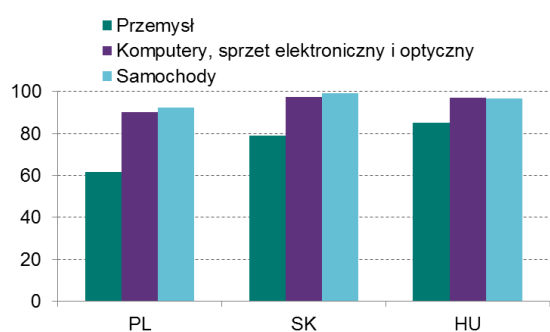
Jeszcze większą dysproporcję można zauważyć w przypadku przedsiębiorstw działających w przemyśle, a zwłaszcza w przemyśle przetwórczym, w którym obecność inwestorów zagranicznych była

⁵¹ Brak porównywalnych danych dla Czech, dlatego też w tej części opracowania opisane zostaną jedynie trzy gospodarki EŚW.

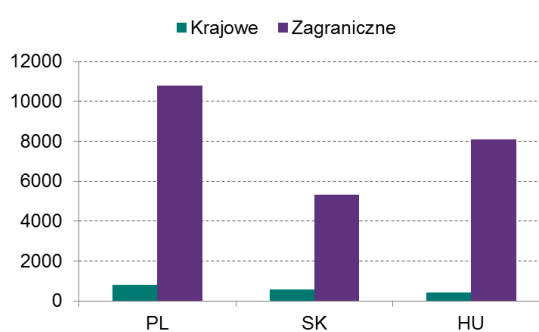
⁵² Relatywnie mniejszy, w porównaniu z pozostałymi opisywanymi gospodarkami, udział firm zagranicznych w polskim eksporcie to wynik większego zaangażowania małych i średnich przedsiębiorstw, w większości krajowych, w handel z krajami b. ZSRR.

najbardziej widoczna. Najlepszym przykładem wydają się być sektory najsilniej zintegrowane w GSC, m.in. produkcja komputerów, urządzeń optycznych i elektronicznych, a także sektor motoryzacyjny. W przypadku ww. sektorów, wartość eksportu firm zagranicznym przekracza 90% całości eksportu przedsiębiorstw. Na Słowacji odsetek ten wyniósł ponad 97%.

Wykres 2.29. Wartość eksportu firm przemysłowych z dominującym udziałem kapitału zagranicznego, w % całości eksportu, 2011



Wykres 2.30. Średnia wartość eksportu pojedynczej firmy, w tys. EUR, 2011



Źródło: Comext, obliczenia IE NBP

Inwestorzy zagraniczni obecni byli przede wszystkim w grupie dużych przedsiębiorstw-eksporterów, podczas gdy małe i średnie firmy to w większości przedsiębiorstwa o kapitale krajowym. Potwierdza to przeciętna wartość eksportu pojedynczych przedsiębiorstw zagranicznych, która była zdecydowanie wyższa niż krajowych. Średnia wartość eksportu przedsiębiorstwa z kapitałem krajowym w krajach EŚW wyniosła w 2011 r. ok. 500 tys. EUR, podczas gdy średnia wartość sprzedaży zagranicznej firm z kapitałem zagranicznym wahała się od ponad 5 mln EUR na Słowacji do ponad 10 mln EUR w Polsce. Największe różnice można było zauważyć w przypadku eksportu produktów elektronicznych i komputerów, gdzie przeciętna wielkość eksportu firmy z kapitałem krajowym była nawet stukrotnie mniejsza niż firmy zagranicznej.

Bibliografia:

- Aizenman J., Sushko V. (2011), Capital flow types, external financing needs and industrial growth: 99 countries, 1991-2007, NBER Working Paper 17228
- Alfaro L., Areendam Ch., Sebnem K.-O., Selin S. (2004), FDI and economic growth: the role of local financial markets, *Journal of International Economics* 64
- Antràs P., Yeaple S. R. (2013), Multinational Firms and the Structure of International Trade, NBER, Working Paper 18775
- Barrell R., Holland D. (2000), Foreign direct investment and enterprise restructuring in Central Europe, *Economics of Transition*, Volume 8 (2), 477-504 pp.
- Bogumił P. (2014), Composition of capital inflows to Central and Eastern Europe (CEE) – is Poland different?, *ECFIN Country Focus* 8/2014
- Borensztein J. E., De Gregorio J., Lee J.-W. (1998), How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth. *Journal of International Economics*, 45(1):115–35
- Damijan J., Kostevc Č., Rojec M. (2013), FDI, Structural Change and Productivity Growth: Global Supply Chains at Work in Central and Eastern European Countries, *LICOS Discussion Paper Series* 332/2013
- De Mello L. R. (1999), Foreign Direct Investment-Led Growth: Evidence from Timeseries and Panel Data. *Oxford Economic Papers*, 51(1): 133–51.
- Dell'Araccia G., Di Giovanni J., Faria A., Kose A., Mauro P., Ostry J., Schindler M., Terrones M., Reaping the Benefits of Financial Globalization, *IMF Occasional Paper No. 264*
- Dunning J.H. (1992), *Multinational Enterprises and the Global Economy*, Addison-Wesley, Wokingham
- Fidrmuc J., Martin R. (2011), FDI, trade and growth in CESEE countries, *ONB Focus on European Economic Integration*, Vol. Q1/2011, pp. 70-89
- Geršl A., Rubene I., Zumer T. (2007), Foreign Direct Investment and Productivity Spillovers: Updated Evidence from Central and Eastern Europe, *CNB Working Papers Series* 8
- Iossifov P. (2014), Cross-Border Production Chains and Business Cycle Co-Movement between Central and Eastern European Countries and Euro Area Member States, *ECB Working Paper*, No 1628
- Kinoshita Y. (2011), Sectoral Composition of Foreign Direct Investment and External Vulnerability in Eastern Europe, *IMF Working Paper WP/11/123*
- Kolasa M., (2007), How does FDI inflow affect productivity of domestic firms? The role of horizontal and vertical spillovers, absorptive capacity and competition, *NBP Working Papers*, No. 42
- Kose M. A., Prasad E. S., Terrones M. E. (2009). Does openness to international financial flows raise productivity growth? *Journal of International Money and Finance*, No. 28
- Lucas R. (1990), Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? *American Economic Review* 80, 92-96.
- Mileva E. (2008), The Impact of Capital Flows on Domestic Investment in Transition Economies, *ECB Working Paper* 871
- Mitra P. (2011), Capital Flows to EU New Member States: Does Sector Destination Matter?, *IMF Working Paper* 11/67

Monastiriotes V. (2014), Origin of FDI and domestic productivity spillovers: does European FDI have a 'productivity advantage' in the ENP countries?, LEQS Paper No. 70

Prasad E. S., Rogoff K., Wei S.-J., Kose M. A. (2003), Effects of financial globalization on developing countries: Some empirical evidence. IMF occasional paper, No. 220

Quinn D. P., Toyoda A. M. (2008), Does capital account liberalization lead to economic growth? An empirical investigation. Review of Financial Studies No 21.

Aneks statystyczny

1. Rachunki narodowe

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

	2012	2013	III 2013	IV 2013	I 2014	II 2014	III 2014
Bułgaria	0,5	1,1	1,1	1,9	1,5	1,8	1,5
Chorwacja	-2,2	-0,9	-0,8	-0,9	-0,4	-1,0	-0,6
Czechy	-1,0	-0,9	-0,5	1,1	2,6	2,3	2,4
Estonia	4,7	1,6	0,5	1,5	0,4	2,4	2,3
Litwa	3,8	3,3	2,9	3,1	3,4	3,3	2,6
Łotwa	4,8	4,2	4,1	4,4	2,3	3,3	2,4
Polska	1,8	1,7	2,1	2,7	3,5	3,4	3,4
Rumunia	0,6	3,5	4,2	5,4	4,0	1,4	3,2
Słowacja	1,6	1,4	1,5	2,0	2,3	2,6	2,4
Słowenia	-2,6	-1,0	-0,8	1,9	1,9	2,8	3,1
Węgry	-1,5	1,5	2,2	3,5	3,5	3,6	3,1

Źródło: Eurostat, dane wyrównane sezonowo, ceny stałe z 2010 r. (dla Czech ceny stałe z 2005 r.), * wyrównanie sezonowe dla Rumunii i Słowacji nie obejmuje ilości dni roboczych.

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

	2012	2013	III 2013	IV 2013	I 2014	II 2014	III 2014
Bułgaria	3,8	-2,3	-2,2	-1,5	2,1	1,0	1,6
Chorwacja	-3,0	-1,3	-0,5	-1,4	-0,4	-1,0	-1,2
Czechy	-2,1	0,1	1,0	1,6	0,9	1,7	1,5
Estonia	5,1	3,8	2,6	3,2	3,7	3,5	5,0
Litwa	3,6	4,2	6,1	6,3	6,0	5,6	3,8
Łotwa	2,7	6,4	6,7	4,4	3,5	2,3	1,4
Polska	1,0	1,1	1,3	1,9	2,5	3,1	3,5
Rumunia*	0,8	0,9	1,5	2,5	6,6	4,1	4,1
Słowacja	-0,5	-0,8	-0,9	-0,7	2,9	2,3	1,6
Słowenia	-2,9	-4,0	-4,1	-1,9	1,0	0,3	1,0
Węgry	-2,0	0,1	0,8	0,7	1,4	1,8	1,6

Źródło: Eurostat, dane wyrównane sezonowo, ceny stałe z 2010 r. (dla Czech ceny stałe z 2005 r.), * wyrównanie sezonowe dla Rumunii i Słowacji nie obejmuje ilości dni roboczych.

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

	2012	2013	III 2013	IV 2013	I 2014	II 2014	III 2014
Bulgaria	2,0	-0,1	2,1	4,2	4,8	5,1	1,8
Chorwacja	-3,3	-1,0	0,2	-3,0	-3,6	-5,2	-3,6
Czechy	-4,5	-3,5	-4,0	0,0	2,4	4,5	3,9
Estonia	10,4	2,5	5,1	1,3	10,5	0,0	-9,9
Litwa	-1,6	7,0	10,0	12,3	12,3	9,6	5,5
Łotwa	14,5	-5,2	-2,1	-3,4	9,3	1,3	-1,0
Polska	-1,5	0,9	2,4	4,6	9,5	9,2	9,9
Rumunia	1,9	-4,9	-1,9	-7,9	-8,1	-12,3	-1,9
Słowacja	-9,3	-2,7	-5,7	5,8	2,1	5,3	7,7
Słowenia	-8,9	1,9	1,2	7,5	4,4	6,8	7,2
Węgry	-4,2	5,2	8,1	12,9	16,9	16,1	14,9

Źródło: Eurostat, dane wyrównane sezonowo, ceny stałe z 2010 r. (dla Czech ceny stałe z 2005 r.), * wyrównanie sezonowe dla Rumunii i Słowacji nie obejmuje ilości dni roboczych.

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

	2012	2013	III 2013	IV 2013	I 2014	II 2014	III 2014
Bulgaria	0,8	9,2	11,5	10,5	2,1	3,0	-1,2
Chorwacja	-0,1	3,0	3,4	7,0	11,7	8,4	3,9
Czechy	4,5	0,2	0,6	5,6	11,3	8,6	6,1
Estonia	6,2	2,4	-0,8	-1,0	-0,8	0,3	5,0
Litwa	12,2	9,4	7,3	3,4	1,5	4,3	4,2
Łotwa	9,8	1,5	0,8	0,5	2,2	1,4	1,2
Polska	4,3	5,0	6,8	6,1	7,1	5,1	4,1
Rumunia	1,0	21,5	28,4	27,6	14,7	7,4	0,5
Słowacja	9,3	5,2	3,3	7,2	12,4	4,9	1,6
Słowenia	0,3	2,6	2,7	3,9	3,7	5,1	6,7
Węgry	-1,5	5,9	7,5	10,7	8,3	9,2	7,8

Źródło: Eurostat, dane wyrównane sezonowo, ceny stałe z 2010 r. (dla Czech ceny stałe z 2005 r.), * wyrównanie sezonowe dla Rumunii i Słowacji nie obejmuje ilości dni roboczych.

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

	2012	2013	III 2013	IV 2013	I 2014	II 2014	III 2014
Bulgaria	4,5	4,9	6,5	6,4	5,5	3,7	-0,9
Chorwacja	-3,0	3,2	5,3	6,2	7,8	1,9	3,3
Czechy	2,3	0,6	1,7	5,5	10,2	10,7	6,9
Estonia	11,8	3,3	2,6	-2,8	3,2	-1,9	2,2
Litwa	6,6	9,0	7,5	6,4	1,2	7,8	3,8
Łotwa	5,4	0,3	1,5	-0,8	0,1	2,0	-0,9
Polska	-0,6	1,8	4,1	5,5	6,9	8,7	7,8
Rumunia	-1,5	8,2	14,2	12,7	12,9	5,1	-0,2
Słowacja	2,6	3,8	1,4	8,4	12,9	6,7	1,7
Słowenia	-3,9	1,4	1,7	4,5	2,6	4,2	5,5
Węgry	-3,3	5,9	6,8	9,8	8,9	10,5	11,0

Źródło: Eurostat, dane wyrównane sezonowo, ceny stałe z 2010 r. (dla Czech ceny stałe z 2005 r.), * wyrównanie sezonowe dla Rumunii i Słowacji nie obejmuje ilości dni roboczych.

2. Wskaźniki koniunktury i aktywności gospodarczej

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

	03.2014	04.2014	05.2014	06.2014	07.2014	08.2014	09.2014	10.2014
Bułgaria	3,6	3,7	5,0	0,9	-0,3	-2,0	0,0	0,4
Chorwacja	0,7	0,5	1,4	-1,7	1,4	-4,7	3,8	2,7
Czechy	7,0	8,3	4,6	5,7	5,7	-3,3	5,9	3,2
Estonia	-2,3	3,8	2,2	1,5	2,4	2,6	3,9	2,8
Litwa	-10,1	0,2	10,7	3,4	2,8	-4,5	0,3	1,2
Łotwa	-1,6	1,6	-0,2	-2,0	-1,5	-0,4	1,3	1,6
Polska	5,5	5,6	2,1	1,8	2,4	0,3	1,9	1,6
Rumunia	9,8	2,1	15,2	9,9	5,1	1,9	4,2	3,9
Słowacja	4,1	3,5	4,7	7,5	4,0	3,8	0,4	2,7
Słowenia	2,5	0,8	1,6	2,8	6,0	1,2	1,0	3,9
Węgry	8,1	9,7	10,3	11,4	12,2	2,9	5,1	1,7

Źródło: Eurostat, dane skorygowane o ilość dni pracy.

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

	03.2014	04.2014	05.2014	06.2014	07.2014	08.2014	09.2014	10.2014
Bułgaria	5,6	2,2	1,4	2,3	4,1	4,5	5,4	3,0
Chorwacja	1,0	-1,0	-3,5	-2,2	-3,1	-0,3	1,9	-
Czechy	3,0	3,0	1,1	4,1	1,2	2,7	1,8	4,8
Estonia	5,5	9,3	3,4	7,8	7,6	6,7	8,2	6,9
Litwa	5,7	8,8	4,8	3,1	5,6	4,8	4,9	4,8
Łotwa	4,0	10,4	2,3	2,5	3,7	3,4	3,1	4,7
Polska	1,9	2,2	-0,7	-0,1	0,2	1,1	-1,1	0,6
Rumunia	13,4	4,6	10,3	10,1	6,4	5,0	5,1	5,8
Słowacja	5,7	5,8	1,6	2,5	3,0	1,3	3,0	6,5
Słowenia	-0,2	2,3	-2,1	-2,7	2,8	0,7	4,1	-0,1
Węgry	8,3	6,6	4,8	4,2	2,5	2,5	4,5	5,2

Źródło: Eurostat, dane skorygowane o ilość dni pracy.

Tabela 8. Wskaźnik zaufania konsumentów

	04.2014	05.2014	06.2014	07.2014	08.2014	09.2014	10.2014	11.2014
Bułgaria	-30,5	-31,1	-36	-35,2	-36,9	-39,8	-42,5	-37
Chorwacja	-34,7	-36,2	-34,3	-37,5	-34,1	-34,6	-35,8	-35,9
Czechy	-2,6	-3,4	-1,6	-1,7	-5,0	-6,3	-0,8	0,3
Estonia	-2,7	-5,0	-3,7	-1,4	-4,0	-5,7	-2,7	-0,3
Litwa	-11,5	-12,1	-11,5	-14,6	-21,1	-20,1	-17,0	-16,2
Łotwa	-7,5	-8,0	-9,3	-6,1	-11,7	-13,2	-10,6	-8,3
Polska	-20,2	-15,9	-14,7	-19,3	-20,3	-20,5	-16,2	-14,9
Rumunia	-33,4	-34,1	-30,6	-27,6	-27,5	-29,4	-26,0	-20,9
Słowacja	-13,4	-12,3	-12,6	-12,2	-11,7	-15,5	-11,8	-11,5
Słowenia	-29,0	-23,4	-21,8	-16,8	-20,1	-12,9	-11,5	-18,6
Węgry	-15,1	-17,6	-18,3	-17,6	-21,2	-17,8	-17,0	-19,2

Źródło: Komisja Europejska

Tabela 9. Wskaźnik zaufania w przemyśle

	04.2014	05.2014	06.2014	07.2014	08.2014	09.2014	10.2014	11.2014
Bułgaria	-8,3	-2,2	-0,7	-1,9	-0,4	-2,5	-1,7	0,0
Chorwacja	-3,0	0,7	-1,9	-1,5	5,0	-0,5	-2,5	-2,0
Czechy	2,4	3,5	2,7	1,9	2,8	4,2	3,3	3,0
Estonia	-1,2	-2,0	-3,9	-2,0	-0,5	-3,2	-0,6	0,5
Litwa	-4,9	-6,9	-9,0	-10,2	-8,0	-8,4	-3,4	-5,2
Łotwa	-3,2	-5,5	-4,2	-3,5	-4,7	-4,7	-5,2	-4,2
Polska	-12,6	-12,7	-12,6	-11,5	-12,5	-13,5	-12,0	-11,9
Rumunia	-0,5	-1,0	-1,0	1,4	-0,1	-0,4	0,6	-0,1
Słowacja	2,1	1,1	-2,0	5,3	5,5	4,6	2,4	9,0
Słowenia	1,3	3,2	6,3	7,2	4,8	2,4	5,3	4,3
Węgry	8,7	6,4	3,3	0,7	1,6	2,5	7,9	8,3

Źródło: Komisja Europejska

Tabela 10. Wskaźnik PMI w przemyśle przetwórczym

	05.2014	06.2014	07.2014	08.2014	09.2014	10.2014	11.2014	12.2014
Czechy	57,3	54,7	56,5	54,3	55,6	54,4	55,6	53,3
Polska	50,8	50,3	49,4	49	49,5	51,2	53,2	52,8
Węgry	54,0	51,7	56,7	51,2	52,8	55,0	55,1	50,7

Źródło: Markit Economics

3. Ceny

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

	04.2014	05.2014	06.2014	07.2014	08.2014	09.2014	10.2014	11.2014
Bułgaria	-1,3	-1,8	-1,8	-1,1	-1,0	-1,4	-1,5	-1,9
Chorwacja	-0,1	0,4	0,5	0,5	0,3	0,2	0,5	0,3
Czechy	0,2	0,5	0,0	0,6	0,7	0,8	0,7	0,6
Estonia	0,8	0,6	0,4	0,0	-0,2	0,2	0,5	0,0
Litwa	0,3	0,1	0,3	0,5	0,3	0,0	0,3	0,4
Łotwa	0,8	0,8	0,8	0,6	0,8	1,2	0,7	0,9
Polska	0,3	0,3	0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3
Rumunia	1,6	1,3	0,9	1,5	1,3	1,8	1,8	1,5
Słowacja	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0
Słowenia	0,5	1,0	1,0	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,1
Węgry	-0,2	0,0	-0,1	0,5	0,3	-0,5	-0,3	0,1

Źródło: Eurostat

Tabela 12. HICP – żywność (w tym wyroby alkoholowe i tytoniowe) (w % do analogicznego okresu roku poprzedniego)

	04.2014	05.2014	06.2014	07.2014	08.2014	09.2014	10.2014	11.2014
Bułgaria	-0,5	-1,3	-1,4	0,0	0,2	0,2	-0,1	0,1
Chorwacja	-0,1	-1,3	-1,6	-1,6	-1,9	-1,4	-1,1	-0,4
Czechy	2,9	2,7	0,5	1,7	1,8	2,5	2,4	1,7
Estonia	2,1	0,6	1,1	-0,5	-0,1	0,9	1,2	0,6
Litwa	1,9	1,4	1,3	1,8	1,7	1,8	1,6	1,6
Łotwa	0,8	-0,1	-0,2	-0,3	0,5	0,7	0,1	1,2
Polska	1,4	0,7	0,6	0,0	-0,4	-0,4	-0,5	-0,7
Rumunia	-0,7	-1,6	-1,5	-0,1	-0,3	1,2	1,2	1,0
Słowacja	-0,1	0,2	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-0,8	-0,5
Słowenia	0,6	0,7	0,9	0,1	-0,1	0,8	0,7	0,8
Węgry	1,5	1,4	1,0	1,6	1,5	0,9	0,8	0,3

Źródło: Eurostat

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

	04.2014	05.2014	06.2014	07.2014	08.2014	09.2014	10.2014	11.2014
Bułgaria	-3,4	-3,9	-4,1	-2,0	-2,2	-2,9	-0,8	-3,7
Chorwacja	0,2	3,5	2,8	3,3	1,0	-0,1	2,5	-0,4
Czechy	-5,5	-3,6	-3,7	-2,5	-2,7	-2,7	-2,3	-2,7
Estonia	-4,7	-2,3	-4,8	-2,2	-4,6	-5,0	-4,0	-3,7
Litwa	-2,9	-3,4	-2,8	-3,3	-4,4	-6,1	-4,8	-4,9
Łotwa	-1,8	-1,0	-0,9	-0,4	-1,5	-1,6	-1,0	-2,4
Polska	-1,5	-0,1	-0,5	-0,1	-0,4	-1,4	-1,2	-1,7
Rumunia	4,5	5,1	4,4	3,4	2,9	3,0	2,7	1,3
Słowacja	-2,3	-1,7	-1,6	-1,7	-2,1	-1,8	-1,6	-1,7
Słowenia	-1,6	1,1	1,2	0,1	-2,0	-2,7	-0,9	-0,7
Węgry	-7,3	-6,0	-5,9	-5,5	-6,8	-8,1	-7,2	-3,8

Źródło: Eurostat

Tabela 14. HICP – z wyłączeniem energii, żywności, wyrobów alkoholowych i tytoniowych (w % do analogicznego okresu roku poprzedniego)

	04.2014	05.2014	06.2014	07.2014	08.2014	09.2014	10.2014	11.2014
Bułgaria	-1,2	-1,5	-1,4	-1,5	-1,3	-1,9	-2,4	-2,5
Chorwacja	-0,1	0,5	0,9	0,9	1,3	1,2	0,8	0,9
Czechy	0,3	0,4	0,7	0,7	0,9	0,9	0,7	0,8
Estonia	1,6	1,4	1,3	0,9	1,0	1,3	1,3	0,7
Litwa	0,4	0,3	0,5	0,7	0,8	0,7	0,9	1,0
Łotwa	1,6	1,8	1,8	1,5	1,7	2,3	1,6	1,7
Polska	0,3	0,3	0,4	0,0	0,1	0,1	0,0	0,2
Rumunia	2,7	2,7	2,0	2,2	2,2	2,0	1,9	2,0
Słowacja	0,3	0,3	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Słowenia	1,0	1,0	1,0	0,4	0,5	0,2	0,0	0,0
Węgry	1,1	1,1	1,0	1,7	1,8	1,1	1,3	1,2

Źródło: Eurostat

Tabela 15. PPI (w % do analogicznego okresu roku poprzedniego)

	04.2014	05.2014	06.2014	07.2014	08.2014	09.2014	10.2014	11.2014
Bułgaria	-0,9	-0,6	-0,5	-0,6	-1,0	-0,6	0,8	0,3
Chorwacja	-3,0	-2,4	-2,8	-2,4	-3,2	-3,1	-2,1	-2,2
Czechy	-0,4	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,4	-0,4	-1,7
Estonia	-4,6	0,5	-6,6	0,1	-2,1	-2,0	-3,6	-3,0
Litwa	-3,4	-4,5	-4,5	-5,1	-5,1	-5,5	-5,6	-6,6
Łotwa	0,1	-0,8	0,1	0,2	0,3	0,1	-0,1	-0,3
Polska	-0,5	-0,8	-1,1	-1,4	-1,1	-1,4	-1,5	-1,9
Rumunia	1,0	0,9	0,6	0,2	0,7	0,4	0,5	0,5
Słowacja	-4,6	-3,7	-3,4	-2,9	-3,8	-3,9	-4,0	-3,0
Słowenia	-1,5	-1,5	-1,2	-1,0	-1,2	-1,1	-1,0	-0,9
Węgry	-1,9	-2,4	-2,3	-2,4	-2,9	-2,3	-1,7	-

Źródło: Eurostat

4. Bilans płatniczy

Tabela 16. Saldo na rachunku obrotów bieżących (w % PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)

	III 2012	IV 2012	I 2013	II 2013	III 2013	IV 2013	I 2014	II 2014
Bułgaria	3,4	3,4	2,1	2,5	2,4	2,8	2,9	2,2
Chorwacja	-0,7	-0,1	0,5	0,6	1,1	0,8	0,5	0,2
Czechy	-1,0	-1,6	-1,9	-2,1	-1,8	-1,4	0,2	-0,2
Estonia	-0,5	-1,8	-1,4	-0,5	-1,3	-1,1	-1,4	-1,8
Litwa	4,2	4,2	2,6	3,0	2,8	3,2	3,3	2,5
Łotwa	-3,5	-3,3	-2,9	-2,1	-2,4	-2,3	-2,5	-3,0
Polska	-4,3	-3,5	-2,9	-2,4	-1,8	-1,3	-1,1	-1,2
Rumunia	-4,5	-4,4	-3,6	-1,9	-1,1	-0,9	-1,1	-1,5
Słowacja	1,0	2,2	2,4	2,9	2,7	2,4	2,5	1,8
Słowenia	1,5	2,8	4,2	5,2	5,8	5,8	5,4	5,2
Węgry	1,8	1,9	2,8	3,0	3,5	4,1	4,3	4,3

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia IE NBP

Tabela 17. Saldo inwestycji bezpośrednich (w % PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)

	III 2012	IV 2012	I 2013	II 2013	III 2013	IV 2013	I 2014	II 2014
Bułgaria	3,4	3,4	3,2	2,5	2,0	1,7	2,4	3,8
Chorwacja	2,2	2,7	3,5	3,0	2,4	2,0	1,0	1,8
Czechy	3,2	3,0	3,3	2,3	1,5	1,4	1,5	2,8
Estonia	2,8	2,5	2,0	-0,1	0,5	2,2	2,0	1,9
Litwa	1,0	0,7	0,6	1,6	1,1	0,9	0,3	0,8
Łotwa	3,1	3,2	2,5	2,6	1,8	1,6	1,1	1,1
Polska	1,5	1,3	1,7	1,6	1,6	0,7	1,2	0,7
Rumunia	2,0	1,7	1,8	2,2	1,2	2,2	2,1	1,9
Słowacja	2,4	2,1	0,9	0,1	0,5	0,5	0,5	0,8
Słowenia	1,3	0,5	-0,2	-2,3	-2,3	-1,7	-1,2	1,8
Węgry	2,2	2,0	2,0	1,5	0,1	0,4	0,4	-0,7

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia IE NBP

Tabela 18. Pokrycie długu zagranicznego oficjalnymi aktywami rezerwowymi* (w %, stan na koniec kwartału)

	IV 2012	I 2013	II 2013	III 2013	IV 2013	I 2014	II 2014	III 2014
Bułgaria	41,3	41,2	38,3	38,8	39,9	37,9	38,5	40,4
Chorwacja	24,9	25,0	25,1	26,2	26,1	26,1	26,8	-
Czechy	41,0	43,8	44,7	42,4	44,4	42,6	43,0	43,2
Estonia	1,4	1,4	1,5	1,2	1,3	1,5	1,7	2,0
Litwa	24,9	26,2	22,5	23,3	25,2	22,4	25,0	25,5
Łotwa	17,8	18,9	18,6	18,5	18,7	8,5	8,0	7,8
Polska	29,7	30,3	29,7	28,1	27,8	26,9	26,1	27,5
Rumunia	37,0	35,5	36,2	35,7	37,0	36,9	37,1	-
Słowacja	3,9	3,5	3,3	3,0	2,6	2,0	1,9	1,9
Słowenia	1,9	1,8	1,6	1,6	1,8	2,5	2,6	2,6
Węgry	26,7	27,1	28,6	27,7	26,3	30,1	29,2	29,9

* stan rezerw według oficjalnych statystyk banków centralnych

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia IE NBP

5. Rynki finansowe i system finansowy

Tabela 19. Stopy procentowe banków centralnych (stan na koniec miesiąca)

	05.2014	06.2014	07.2014	08.2014	09.2014	10.2014	11.2014	12.2014
Chorwacja	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Czechy	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Polska	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,00	2,00	2,00
Rumunia	3,50	3,50	3,50	3,25	3,25	3,00	2,75	2,75
Węgry	2,50	2,40	2,30	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10

Źródło: Banki Centralne, EcoWin Financial

Tabela 20. 3-miesięczne rynkowe stopy procentowe (średniomiesięczne)

	05.2014	06.2014	07.2014	08.2014	09.2014	10.2014	11.2014	12.2014
Bułgaria	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Chorwacja	0,6	0,6	0,6	0,6	0,8	0,9	0,9	0,9
Czechy	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
Estonia	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Litwa	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2
Łotwa	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Polska	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6	2,4	2,1	2,0
Rumunia	3,0	2,9	2,5	2,2	2,2	2,8	2,7	1,8
Słowacja	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Słowenia	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Węgry	2,7	2,5	2,4	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1

Źródło: EcoWin Financial

Tabela 21. Średniomiesięczny kurs walut narodowych do EUR

	05.2014	06.2014	07.2014	08.2014	09.2014	10.2014	11.2014	12.2014
Chorwacja	7,62	7,59	7,58	7,61	7,63	7,62	7,66	7,67
Czechy	27,43	27,43	27,43	27,45	27,80	27,57	27,57	27,65
Polska	4,18	4,18	4,13	4,14	4,19	4,19	4,20	4,21
Rumunia	4,46	4,42	4,39	4,41	4,42	4,41	4,41	4,43
Węgry	306,95	304,23	305,85	309,68	313,64	313,06	307,43	306,64

Źródło: Eurostat

Tabela 22. NEER (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego – wzrost oznacza aprecjację)

	04.2014	05.2014	06.2014	07.2014	08.2014	09.2014	10.2014	11.2014
Bulgaria	4,0	3,5	2,0	1,9	1,1	0,3	0,0	-0,1
Chorwacja	2,2	1,9	0,1	-0,2	-0,7	-0,4	-1,1	-1,2
Czechy	-3,3	-3,4	-5,1	-4,6	-7,0	-7,0	-8,0	-3,5
Estonia	4,0	3,3	1,9	2,0	1,3	0,9	0,7	1,3
Litwa	3,6	3,0	1,4	1,4	1,0	0,7	0,7	1,3
Łotwa	3,1	2,4	1,2	1,3	1,0	0,7	0,9	1,5
Polska	1,7	2,6	5,1	4,5	1,4	1,0	-1,1	-1,1
Rumunia	1,2	0,8	3,8	1,7	1,1	1,2	0,6	-0,1
Słowacja	2,8	2,5	1,2	1,2	0,7	0,2	-0,1	-0,2
Słowenia	2,4	2,0	1,1	1,0	0,5	0,0	-0,3	-0,2
Węgry	0,1	-1,6	-2,2	-3,8	-4,3	-4,6	-5,1	-3,7

Źródło: BIS, obliczenia IE NBP

Tabela 23. REER (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego – wzrost oznacza aprecjację)

	04.2014	05.2014	06.2014	07.2014	08.2014	09.2014	10.2014	11.2014
Bulgaria	0,5	-0,3	-1,6	-0,7	-1,0	-1,9	-1,9	-2,1
Chorwacja	0,6	0,5	-1,4	-1,4	-2,1	-1,5	-1,6	-1,6
Czechy	-4,4	-4,3	-6,3	-5,2	-7,5	-7,2	-8,2	-3,8
Estonia	2,5	1,8	-0,1	0,0	-1,0	-1,1	-0,9	-0,8
Litwa	2,2	1,4	0,1	0,3	-0,2	-0,7	-0,5	0,3
Łotwa	2,4	1,6	0,6	0,7	0,6	0,7	0,3	1,1
Polska	0,9	1,7	4,2	3,2	0,1	-0,3	-2,6	-2,5
Rumunia	1,0	0,3	3,0	1,3	0,7	1,7	0,9	0,3
Słowacja	1,3	1,1	-0,1	-0,2	-0,6	-0,9	-1,2	-1,1
Słowenia	1,4	1,4	0,6	-0,2	-0,9	-1,3	-1,5	-1,5
Węgry	-1,4	-3,1	-3,7	-4,9	-5,3	-6,1	-6,5	-5,3

Źródło: BIS, obliczenia IE NBP

Tabela 24. Kredyt dla sektora prywatnego (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego)

	04.2014	05.2014	06.2014	07.2014	08.2014	09.2014	10.2014	11.2014
Bulgaria	1,6	1,8	2,1	1,8	1,9	2,0	1,9	-7,5
Chorwacja	-1,9	-1,1	-0,6	-0,3	-0,9	-1,5	-0,5	-0,7
Czechy	3,3	3,8	3,7	3,8	3,2	3,1	3,7	2,5
Estonia	1,4	2,2	2,5	3,1	3,3	2,8	3,3	3,1
Litwa	-2,8	-0,4	-0,2	-0,6	-0,4	0,0	-0,4	-1,5
Łotwa	-9,4	-9,8	-8,6	-8,7	-8,4	-7,4	-7,3	-7,4
Polska	6,0	5,3	5,1	5,6	6,2	6,5	6,9	6,1
Rumunia	-1,2	-2,4	-4,3	-3,8	-4,2	-4,9	-3,6	-3,1
Słowacja	6,4	6,4	6,2	7,5	8,0	7,4	7,6	8,4
Słowenia	-17,4	-17,4	-18,2	-18,1	-18,5	-18,6	-20,8	-20,8
Węgry	-4,8	-4,3	-2,5	-3,2	-2,6	-3,9	-3,1	-3,9

Źródło: Banki Centralne

6. Rynek pracy

Tabela 25. Zatrudnienie (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego)

	III 2012	IV 2012	I 2013	II 2013	III 2013	IV 2013	I 2014	II 2014
Bułgaria	-0,6	-0,7	0,0	0,8	-0,4	-1,0	1,0	1,0
Chorwacja	-0,8	-5,2	-0,8	-0,6	0,1	0,5	1,9	1,6
Czechy	0,5	0,6	0,8	1,0	0,4	0,7	0,7	0,2
Estonia	1,1	1,7	1,1	2,5	-0,1	0,4	-0,8	-1,1
Litwa	3,0	0,9	1,6	1,5	1,2	2,1	1,9	1,0
Łotwa	2,2	1,8	3,4	2,5	0,9	0,3	0,3	0,1
Polska	0,2	0,1	-3,8	-1,7	-0,7	-1,9	0,5	1,7
Rumunia	2,4	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,0	-6,8	-7,4
Słowacja	0,5	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,5	0,1	1,1
Słowenia	-2,0	-1,2	-2,9	-2,6	-1,8	-0,7	-0,6	0,6
Węgry	2,1	1,5	0,8	1,5	1,4	2,8	7,0	4,9

Źródło: Eurostat

Tabela 26. Stopa bezrobocia (w % siły roboczej)

	03.2014	04.2014	05.2014	06.2014	07.2014	08.2014	09.2014	10.2014
Bułgaria	13,0	11,5	11,5	11,4	11,3	11,2	11,2	11,1
Chorwacja	17,2	16,8	16,8	16,6	16,5	16,4	16,1	16,0
Czechy	6,6	6,1	6,1	6,0	5,8	6,3	5,7	5,7
Estonia	7,7	7,5	7,5	7,4	7,6	7,7	7,5	-
Litwa	11,9	11,4	11,4	11,4	10,3	9,8	9,7	9,9
Łotwa	11,5	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	-
Polska	9,8	9,2	9,2	9,0	8,8	8,6	8,5	8,3
Rumunia	7,2	6,9	6,9	7,0	6,8	6,8	6,7	6,7
Słowacja	14,0	13,4	13,4	13,3	13,2	13,2	13,0	12,9
Słowenia	9,6	9,5	9,5	9,3	9,1	9,1	9,0	8,8
Węgry	7,8	8,1	8,1	8,1	7,7	7,5	7,3	-

Źródło: Eurostat

Tabela 27. Nominalne wynagrodzenie (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego)

	IV 2012	I 2013	II 2013	III 2013	IV 2013	I 2014	II 2014	III 2014
Bułgaria	3,6	9,2	8,7	7,2	8,7	2,9	3,1	2,6
Chorwacja	1,8	1,7	-0,4	0,3	-0,2	-1,3	0,4	-
Czechy	2,1	-0,5	1,2	1,4	-1,7	3,3	2,3	1,8
Estonia	4,1	8,0	8,6	8,0	7,6	7,6	7,4	6,3
Litwa	2,7	6,2	5,3	6,5	5,1	3,6	5,2	3,3
Łotwa	3,0	4,9	4,7	6,4	6,7	7,8	7,3	6,4
Polska	3,4	3,4	2,2	3,0	4,9	5,1	5,0	3,9
Rumunia	7,0	8,1	6,0	4,2	3,2	5,3	5,0	5,2
Słowacja	2,1	4,7	3,0	1,6	0,8	3,5	6,0	5,6
Słowenia	3,9	-3,8	-5,9	-0,5	2,2	2,9	2,5	2,0
Węgry	4,9	5,4	3,7	3,0	4,6	3,0	4,9	3,6

Źródło: Eurostat

Tabela 28. ULC (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego)

	III 2012	IV 2012	I 2013	II 2013	III 2013	IV 2013	I 2014	II 2014
Bułgaria	2,9	1,0	8,8	9,0	5,7	6,3	2,6	2,5
Chorwacja	3,5	4,1	1,9	-0,4	0,8	0,9	1,2	2,5
Czechy	3,1	5,1	2,7	3,9	2,8	-2,1	1,2	-0,2
Estonia	4,0	4,5	5,0	9,6	5,9	6,4	6,4	3,3
Litwa	-0,1	0,6	2,4	2,1	5,1	5,4	6,5	5,0
Łotwa	1,7	-0,9	2,8	3,2	3,2	1,7	1,5	1,7
Polska	-3,7	-3,2	-7,9	-8,7	-3,1	-2,2	-0,1	0,9
Rumunia	11,2	9,2	5,6	4,4	-0,1	-1,8	-5,3	-4,3
Słowacja	1,2	2,2	4,4	2,1	0,3	-0,2	1,4	4,6
Słowenia	4,5	3,5	3,6	1,2	2,0	2,2	2,9	3,7
Węgry	9,3	8,9	6,7	4,7	2,6	4,5	6,7	6,1

Źródło: Eurostat, obliczenia IE NBP

7. Finanse publiczne

Tabela 29. Saldo sektora finansów publicznych wg ESA2010 (w % PKB)

	2010	2011	2012	2013	2014p	2015p	2016p
Bułgaria	-3,2	-2,0	-0,5	-1,2	-3,6	-3,7	-3,8
Chorwacja	-6,0	-7,7	-5,6	-5,2	-5,6	-5,5	-5,6
Czechy	-4,4	-2,9	-4,0	-1,3	-1,4	-2,1	-1,7
Estonia	0,2	1,0	-0,3	-0,5	-0,4	-0,6	-0,5
Litwa	-6,9	-9,0	-3,2	-2,6	-1,1	-1,2	-0,6
Łotwa	-8,2	-3,4	-0,8	-0,9	-1,1	-1,2	-0,9
Polska	-7,6	-4,9	-3,7	-4,0	-3,4	-2,9	-2,8
Rumunia	-6,6	-5,5	-3,0	-2,2	-2,1	-2,8	-2,5
Słowacja	-7,5	-4,1	-4,2	-2,6	-3,0	-2,6	-2,3
Słowenia	-5,7	-6,2	-3,7	-14,6	-4,4	-2,9	-2,7
Węgry	-4,5	-5,5	-2,3	-2,4	-2,9	-2,8	-2,5

p –prognoza Komisji Europejskiej z listopada 2014 r.

Źródło: Eurostat, Komisja Europejska

Tabela 30. Dług publiczny wg ESA2010 (w % PKB)

	2010	2011	2012	2013	2014p	2015p	2016p
Bułgaria	15,9	15,7	18,0	18,3	25,3	26,8	30,2
Chorwacja	52,8	59,9	64,4	75,7	81,7	84,9	89,0
Czechy	38,2	41,0	45,5	45,7	44,4	44,7	45,2
Estonia	6,5	6,0	9,7	10,1	9,9	9,6	9,5
Litwa	36,3	37,3	39,9	39,0	41,3	41,6	41,3
Łotwa	46,8	42,7	40,9	38,2	40,3	36,3	35,1
Polska	53,6	54,8	54,4	55,7	49,1	50,2	50,1
Rumunia	29,9	34,2	37,3	37,9	39,4	40,4	41,1
Słowacja	41,1	43,5	52,1	54,6	54,1	54,9	54,7
Słowenia	37,9	46,2	53,4	70,4	82,2	82,9	80,6
Węgry	80,9	81,0	78,5	77,3	76,9	76,4	75,2

p –prognoza Komisji Europejskiej z listopada 2014 r.

Źródło: Eurostat, Komisja Europejska

Tabela 31. Termin korekty nadmiernego deficytu budżetowego (EDP)

	Rok
Bułgaria	nie objęta EDP
Czechy	nie objęta EDP
Chorwacja	2016
Estonia	nie objęta EDP
Litwa	nie objęta EDP
Łotwa	nie objęta EDP
Polska	2015
Rumunia	nie objęta EDP
Słowacja	nie objęta EDP
Słowenia	2015
Węgry	nie objęte EDP

Źródło: Komisja Europejska

8. Prognozy

Tabela 32. Prognozy tempa wzrostu gospodarczego (w %, r/r)

	2013	Komisja Europejska			MFW			Źródła krajowe		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Bułgaria	1,1	1,2	0,6	1,0	1,4	2,0	2,5	-	-	-
Chorwacja	-0,9	-0,7	0,2	1,1	-0,8	0,5	1,4	-0,5	0,7	-
Czechy	-0,7	2,5	2,7	2,7	2,5	2,5	2,4	2,5	2,5	2,8
Estonia	1,6	1,9	2,0	2,7	1,3	2,5	3,5	1,9	2,1	3,3
Litwa	3,2	2,7	3,1	3,4	3,0	3,3	3,7	2,9	3,1	-
Łotwa	4,2	2,6	2,9	3,6	2,7	3,2	3,4	2,8	2,7	-
Polska	1,7	3,0	2,8	3,3	3,2	3,3	3,5	3,2	3,0	3,3
Rumunia	3,5	2,0	2,4	2,8	2,4	2,5	2,8	2,6	2,5	3,0
Słowacja	1,4	2,4	2,5	3,3	2,4	2,7	2,9	2,3	2,6	3,3
Słowenia	-1,0	2,4	1,7	2,5	1,4	1,4	1,5	1,6	1,3	1,8
Węgry	1,5	3,2	2,5	2,0	2,8	2,3	1,8	3,3	2,3	2,1

Tabela 33. Prognozy inflacji (w %, r/r)

	2013	Komisja Europejska			MFW			Źródła krajowe		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Bułgaria	0,4	-1,4	0,4	1,0	-1,2	0,7	1,8	-	-	-
Chorwacja	2,3	0,2	0,6	1,1	-0,3	0,2	1,0	0,3	1,6	-
Czechy	1,4	0,5	1,4	1,8	0,6	1,9	2,0	0,4	1,2	2,2
Estonia	3,2	0,7	1,6	2,2	0,8	1,5	2,1	0,6	1,1	2,4
Litwa	1,2	0,3	1,3	1,9	0,3	1,3	2,0	0,3	0,9	-
Łotwa	0,0	0,8	1,8	2,5	0,7	1,6	1,9	0,7	1,4	-
Polska	0,8	0,2	1,1	1,9	0,1	0,8	2,0	0,1	1,1	1,6
Rumunia	4,0	1,5	2,1	2,7	1,5	2,9	2,9	1,2	2,2	3,0
Słowacja	1,5	-0,1	0,7	1,4	0,1	1,3	1,5	-0,1	0,5	1,8
Słowenia	1,9	0,4	1,0	1,5	0,5	1,0	1,7	0,5	0,7	1,2
Węgry	1,7	0,1	2,5	3,0	0,3	2,3	3,0	-0,2	0,9	2,9

Tabela 34. Prognozy salda na rachunku obrotów bieżących (w % PKB)

	2013	Komisja Europejska			MFW			Źródła krajowe		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Bulgaria	2,2	2,1	2,3	1,9	-0,2	-2,3	-2,9	-	-	-
Chorwacja	0,4	0,3	1,6	1,8	2,2	2,2	1,8	1,4	1,1	-
Czechy	-1,4	-1,3	-0,9	-0,4	-0,2	-0,3	-0,4	0,0	0,0	0,2
Estonia	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,2	-2,4	-2,5	-0,3	-0,7	-1,1
Litwa	1,6	0,8	-0,4	-1,4	0,9	0,1	-0,4	0,7	0,2	-
Łotwa	-2,2	-2,2	-2,3	-2,8	-0,1	-1,5	-1,8	-	-	-
Polska	-1,4	-2,0	-2,4	-2,8	-1,5	-2,1	-2,5	1,4*	0,6*	-0,9
Rumunia	-0,8	-1,2	-1,4	-1,5	-1,2	-1,8	-2,2	-1,0	-1,4	-1,5
Słowacja	0,9	0,5	0,2	0,3	1,9	2,2	2,4	0,6	0,6	0,7
Słowenia	5,8	6,2	6,1	5,9	5,9	5,8	5,5	5,2	4,8	4,6
Węgry	4,1	4,3	4,3	4,3	2,5	2,0	1,2	4,2	5,1	6,0

* - saldo na rachunku bieżącym i kapitałowym

Źródła dla tabel 32-34: Komisja Europejska (11.2014), MFW (10.2014), Narodowy Bank Polski (11.2014), Ceska Narodni Banka (11.2014), Narodna Banka Slovenska (11.2014), Magyar Nemzeti Bank (12.2014), Comisia Națională de Prognoză (11.2014), Banka Slovenije (10.2014), EestiPank (12.2014), Latvijas Banka (12.2014), Lietuvos Bankas (12.2014), Ekonomski Institut, Zagreb (06.2014).

www.nbp.pl

