

NBP

Narodowy Bank Polski

Nr 1/16, styczeń 2016 r.

Sytuacja gospodarcza w krajach Europy Środkowej i Wschodniej



Nr 1/16, styczeń 2016 r.

Sytuacja gospodarcza w krajach Europy Środkowej i Wschodniej

Autorzy:

Patrycja Beniak

Marcin Grela

Kamila Sławińska

Kamil Wierus

Redakcja:

Marcin Grela

Anna Kosior

Beata Bierut

Sytuacja gospodarcza w krajach Europy Środkowej i Wschodniej jest cyklicznym raportem publikowanym przez Narodowy Bank Polski dwa razy w roku. Materiał ten przedstawia bieżącą i oczekiwaną sytuację ekonomiczną w jedenastu gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej (Bułgaria, Chorwacja, Czechy, Estonia, Litwa, Łotwa, Polska, Rumunia, Słowacja i Słowenia). Materiał zawiera również rozszerzone analizy tematyczne poświęcone wybranym zagadnieniom gospodarczym.

W bieżącej edycji raportu zostały uwzględnione dane dostępne do 8 stycznia 2016 r.

Spis treści

Streszczenie	1
Kraje Europy Środkowej i Wschodniej - aktualna i przewidywana sytuacja makroekonomiczna	2
Konsekwencje afery dot. nadmiernej emisji tlenków azotu przez samochody grupy Volkswagen AG	14
Doświadczenia państw europejskich w zakresie problemu kredytów walutowych i prób jego rozwiązania	19
Czy regulacje rynku produktów w krajach EŚW wspierają wzrost produktywności?	39
Aneks statystyczny	53

Streszczenie

Ożywienie w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW) przyśpieszyło w 2015 r., pomimo słabnącego wzrostu gospodarczego na świecie. Wiązało się to z poprawą koniunktury u głównych partnerów handlowych oraz z umacnianiem się popytu krajowego. Kraje EŚW były beneficjentem trwającego ożywienia w strefie euro, wspomaganego polityką luzowania ilościowego EBC. Jednocześnie, dzięki zmniejszeniu nierównowag zewnętrznych i wewnętrznych w ostatnich latach, stały się one mniej wrażliwe na zawirowania na światowych rynkach finansowych, wynikające m.in. z zapowiedzi podwyżek stóp procentowych przez Fed czy spowolnienia w gospodarkach wschodzących.

Głównym czynnikiem wzrostu gospodarek EŚW pozostawał popyt krajowy, zwłaszcza konsumpcja prywatna. Spożycie indywidualne rosło w całym regionie, czemu sprzyjał wzrost zatrudnienia i wynagrodzeń nominalnych, szczególnie silny w krajach bałtyckich. Siłę nabywczą dochodów gospodarstw domowych zwiększył również spadek cen energii, będący najważniejszym źródłem utrzymywania się deflacji w regionie. W części krajów (Czechy, Słowacja, Litwa, Polska, Rumunia) dynamicznie rosły także nakłady inwestycyjne, co wiązało się z przyspieszeniem inwestycji publicznych, współfinansowanych ze środków unijnych. W gospodarkach charakteryzujących się dobrą sytuacją płynnościową i kapitałową sektora bankowego oraz umiarkowanym zadłużeniem podmiotów prywatnych (Czechy, Polska, Słowacja, kraje bałtyckie) wzrostowi popytu krajowego sprzyjała ponadto zwiększająca się akcja kredytowa. Do wzrostu gospodarczego w 2015 r. przyczyniło się również rozluźnienie polityki fiskalnej oraz utrzymanie łagodnego nastawiania polityki pieniężnej.

Prognozy międzynarodowych instytucji wskazują na stabilizację tempa i struktury ożywienia gospodarczego w regionie w najbliższych latach. Wzrost konkurencyjności cenowej krajów EŚW oraz oczekiwana dalsza stopniowa poprawa koniunktury w strefie euro wpłyną na utrzymanie się relatywnie wysokiej dynamiki eksportu. Konsumpcję gospodarstw domowych w coraz większym stopniu będą wspierać wzrost płac oraz rosnąca dostępność kredytów. Korzystna dla kształtowania się dochodów konsumentów będzie także utrzymująca się niska, aczkolwiek już dodatnia, dynamika cen. Oczekuje się natomiast spowolnienia popytu inwestycyjnego, w związku z mniejszym wydatkowaniem funduszy unijnych. Główne czynniki ryzyka dla wzrostu to spowolnienie gospodarcze na świecie wywołane przez słabnącą koniunkturę w krajach rozwijających się, głównie w Rosji i Chinach, utrudnienia w handlu związane z ograniczeniem swobodnego przepływu towarów wewnątrz strefy Schengen oraz ewentualne ujawnienie się negatywnych konsekwencji afery emisyjnej koncernu Volkswagen.

W opracowaniu znalazły się także szczegółowe analizy ważnych problemów, z jakimi zmagają się kraje EŚW. Analizy te dotyczą:

- oszacowania potencjalnego wpływu afery emisyjnej koncernu Volkswagen na gospodarki regionu,
- opisu doświadczeń krajów europejskich związanych z problemem kredytów walutowych i prób ich rozwiązania,
- oceny możliwości podniesienia produktywności pracy w krajach EŚW poprzez reformy rynku produktów.

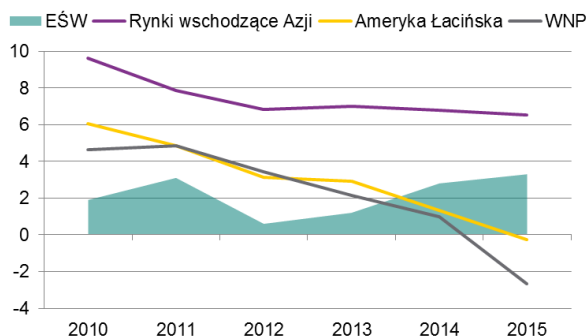
Kraje Europy Środkowej i Wschodniej - aktualna i przewidywana sytuacja makroekonomiczna

Analiza bieżącej sytuacji gospodarczej

Wzrost gospodarczy w krajach EŚW przyspieszył w 2015 r., w odróżnieniu od innych gospodarek wschodzących (Wykres 1.1). Było to związane zarówno z poprawą koniunktury u głównych partnerów handlowych krajów EŚW, jak i dynamicznym wzrostem popytu krajowego w większości tych krajów.

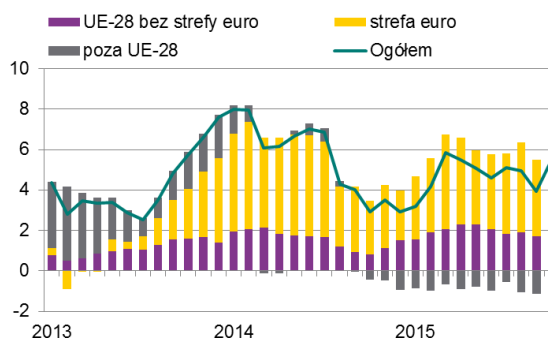
Pomimo osłabienia wzrostu aktywności gospodarczej na świecie, rosł popyt głównych partnerów handlowych krajów EŚW. Dynamika PKB na świecie w ostatnich kwartałach słabła, głównie za sprawą gospodarek wschodzących, zwłaszcza Chin, ale też Brazylii i Rosji. Wyrazem tego był spadek bezpośredniego eksportu krajów EŚW na rynki spoza UE (Wykres 1.2). Wpływ spowolnienia w największych gospodarkach wschodzących na region EŚW był ograniczany przez ogólnie niewielką skalę bezpośrednich powiązań (znaczący wpływ na bieżącą sytuację gospodarczą w regionie EŚW miała jedynie recesja w Rosji, która przyczyniła się do osłabienia koniunktury w silnie powiązanych z nią poprzez handel i inwestycje krajach bałtyckich (Wykres 1.3)) oraz łagodzony przez trwające ożywienie w gospodarkach rozwiniętych, w tym strefie euro, będącej głównym partnerem handlowym krajów EŚW. Sprzedaż na rynki UE, która w ostatnich latach stanowiła blisko 80% całości sprzedaży zagranicznej krajów EŚW, wpłynęła na utrzymanie stosunkowo wysokiej dynamiki eksportu. W 2015 r. nadal rosła sprzedaż towarów finalnych, przede wszystkim konsumpcyjnych na rynek strefy euro. Popyt ze strony strefy euro i jej otoczenia, głównie Stanów Zjednoczonych, sprzyjał także ożywieniu w handlu dobrami pośrednimi, zarówno ze strefą euro, jak i pomiędzy krajami regionu.

Wykres 1.1. PKB w regionie EŚW na tle innych grup krajów wschodzących (% r/r)



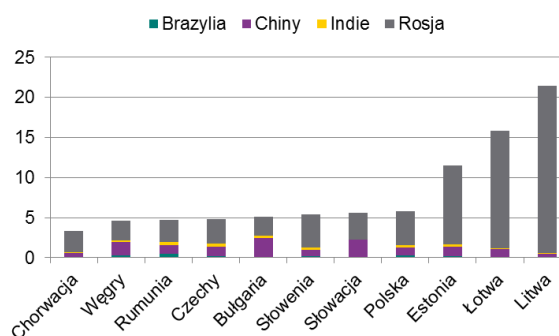
Źródło: Eurostat, MFW

Wykres 1.2. Eksport wg. głównych partnerów (% r/r)



Źródło: Eurostat

Wykres 1.3. Eksport do krajów BRIC w 2014 r. (% eksportu)



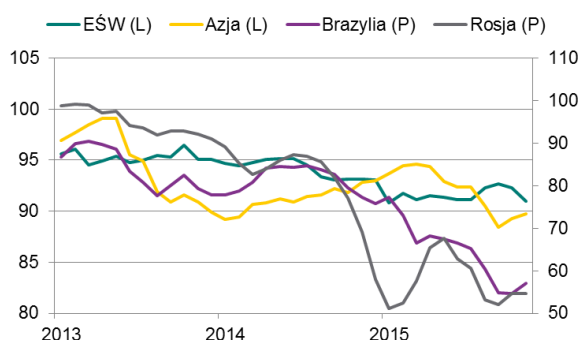
Źródło: Eurostat

Przejęciowe wzrosty zmienności na światowych rynkach finansowych w 2015 r. nie miały istotnego wpływu na sytuację gospodarczą w regionie.

Rynki finansowe krajów EŚW pozostawały relatywnie odporne na takie zdarzenia jak nasilenie się ryzyka wyjścia Grecji ze strefy euro, wzrost obaw o kondycję chińskiej gospodarki, czy też okresowo nasilającą się niepewność co do podwyżek stóp procentowych przez Fed. Stosunkowo niewielką wrażliwość na zawirowania na światowych rynkach finansowych potwierdza sytuacja na rynkach aktywów w krajach EŚW w II poł. 2015 r. W szczególności, w porównaniu do innych krajów wschodzących, gospodarki regionu EŚW doświadczyły znacznie mniejszej skali spadków cen akcji, wzrostu ryzyka kredytowego, czy presji na deprecjację kursów ich walut¹ (Wykres 1.4). Co więcej, Czechy, gdzie rentowności obligacji spadły poniżej poziomu obligacji niemieckich (Wykres 1.5), a bank centralny zmuszony był interweniować na rynku walutowym w celu zapobieżenia nadmiernej aprecjacji korony wobec euro, wydają się stawać „bezpieczną przystanią” dla inwestorów zagranicznych nie tylko w regionie EŚW, ale w całej Europie.

Relatywnie niską wrażliwość na przejściowe wzrosty zmienności na światowych rynkach finansowych można łączyć z wyraźnym ograniczeniem nierównowag w gospodarkach EŚW. Kraje EŚW w okresie pokryzysowym zdołały zmniejszyć nierównowagi zewnętrzne. W wielu z nich na rachunku obrotów bieżących pojawiła się nadwyżka, co przyczyniło się do poprawy relacji międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto do PKB. Udało się również ograniczyć uzależnienie sektora bankowego od finansowania zagranicznego. Prowadzona w regionie EŚW w okresie pokryzysowym konsolidacja fiskalna pomogła zmniejszyć skalę nierównowag sektora finansów publicznych. Dodatkowym czynnikiem ograniczającym wrażliwość krajów EŚW na zawirowania na światowych ryn-

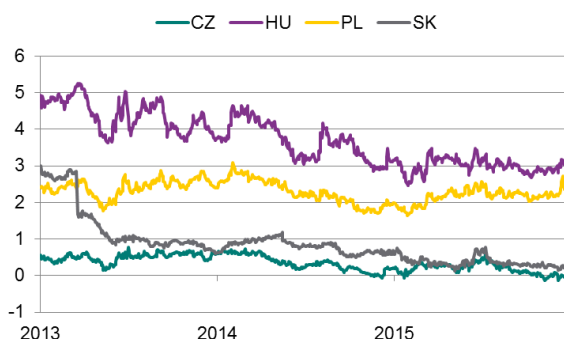
Wykres 1.4. Nominalne efektywne kursy walutowe (2010=100)



Źródło: BIS

Średnie arytmetyczne: EŚW – Polska, Czechy, Węgry, Rumunia, Azja – Indie, Indonezja, Filipiny, Malezja, Tajlandia

Wykres 1.5. Różnice w rentowności 10-letnich obligacji w stosunku do obligacji niemieckich (pkt. proc.)



Źródło: Reuters

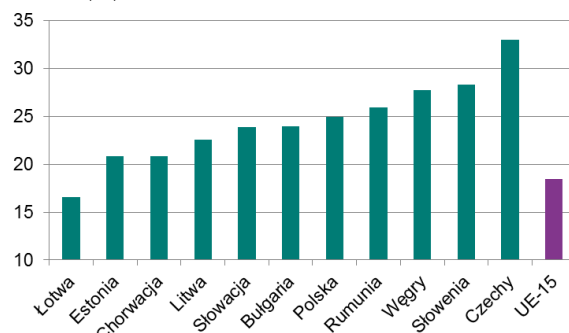
¹ Zob. także Międzynarodowy Fundusz Walutowy, *Central, Eastern, and Southeastern Europe. Reconciling Fiscal Consolidation and Growth*, Regional Economic Issues, November 2015.

kach finansowych było także najprawdopodobniej rozpoczęcie programu skupu aktywów przez Europejski Bank Centralny, które przyczyniło się do poprawy nastawienia inwestorów względem strefy euro i silnie powiązanych z nią gospodarek.

Spadek cen surowców na rynkach światowych wpłynął pozytywnie na konkurencyjność cenową eksportu krajów EŚW i wspierał wzrost popytu krajowego. Kraje EŚW to importerzy netto surowców, zwłaszcza surowców energetycznych. Duży udział produkcji przemysłowej w PKB i eksporcie krajów EŚW powoduje, że spadek cen surowców, w tym energii, w relatywnie większym stopniu wpływa na poprawę konkurencyjności cenowo-kosztowej gospodarek regionu, niż ma to miejsce w przypadku krajów Europy Zachodniej, w większym stopniu specjalizujących się w mniej surowcochłonny eksportie usług (Wykres 1.6). Porównanie kształtowania się realnych efektywnych kursów walutowych, bazujących odpowiednio na deflatorze eksportu i jednostkowych kosztach pracy, sygnalizuje, że w części krajów EŚW, w szczególności krajach bałtyckich, niskie ceny surowców mogły istotnie łagodzić niekorzystny wpływ narastającej presji płacowej na konkurencyjność eksportu (Wykres 1.7). Spadki cen surowców na rynkach światowych obniżyły też krajową inflację, m.in. poprzez spadek cen energii, co zwiększyło siłę nabywczą dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych i sprzyjało wzrostowi ich konsumpcji.

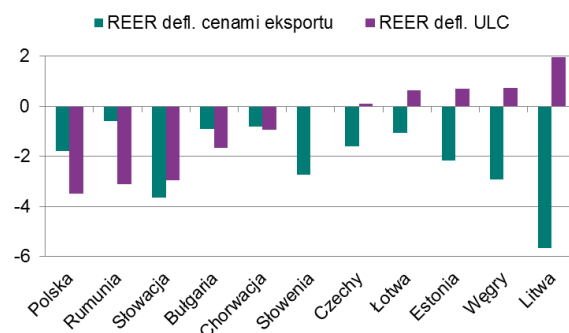
Wzrost eksportu oraz korzystne kształtowanie się terms of trade spowodowały utrwalenie się nadwyżki na rachunku obrotów bieżących. Spadek cen importu w stosunku do cen eksportu w krajach EŚW był ważnym czynnikiem wpływającym na zauważalną poprawę salda na rachunku obrotów bieżących w 2015 r. (Wykres 1.8). Było to kontynuacją obserwowanego w okresie pokryzysowym sukcesywnego zmniejszania się nierównowag zewnętrznych, a w części krajów (Słowenia, Węgry) powstania znaczących nadwyżek w obrotach bieżących. Może to sugerować, że następują zmiany w

Wykres 1.6. Udział przemysłu w wartości dodanej w 2015 r. (%)



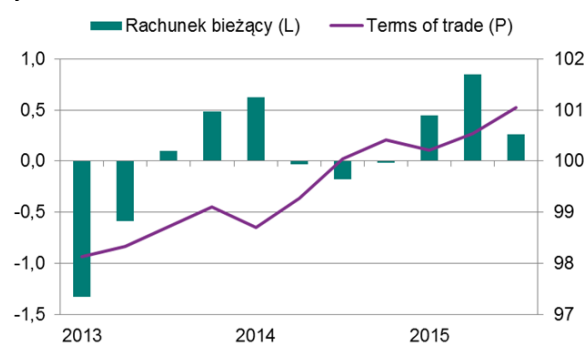
Źródło: Eurostat

Wykres 1.7. Realny efektywny kurs walutowy deflowany cenami eksportu i jednostkowymi kosztami pracy w przemyśle przetwórczym w III kw. 2015 r. (% r/r – wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: Eurostat

Wykres 1.8. Terms of trade i saldo na rachunku bieżącym (% PKB)



Źródło: Eurostat

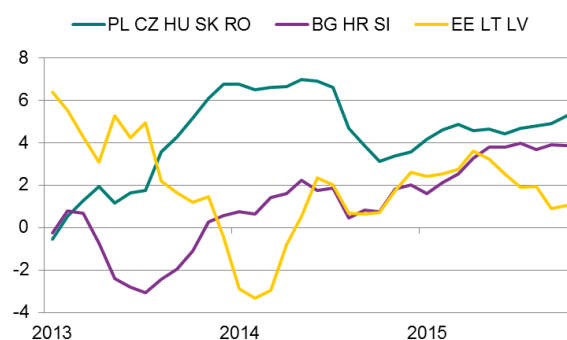
modelu konwergencji krajów EŚW, charakteryzującym się dotychczas dużymi deficytami zewnętrznymi i uzależnieniem od napływu kapitału zagranicznego.

Silny popyt eksportowy sprzyjał dobrej koniunkturze w sektorze przemysłowym.

Produkcja w pro-eksportowo nastawionym sektorze przemysłowym krajów regionu utrzymała wysokie tempo wzrostu w 2015 r. Najszybciej rosła produkcja dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku, zwłaszcza prywatnych środków transportu, skierowanych w dużej części na wewnętrzny rynek UE. Dlatego też, najsilniejszy wzrost produkcji przemysłowej obserwowano w krajach, w których sektor motoryzacyjny ma największy udział w gospodarce, czyli w Czechach, Polsce, Rumunii, na Słowacji i Węgrzech (Wykres 1.9). Na utrzymanie się korzystnej sytuacji w sektorze przemysłowym w nadchodzących kwartałach wskazują odczyty wskaźników nastrojów przedsiębiorców, którzy spodziewają się dalszego wzrostu produkcji w związku z rosnącymi zamówieniami. Oznacza to, że ewentualne negatywne konsekwencje „afery emisyjnej” w grupie Volkswagen dotychczas się nie zmaterializowały, aczkolwiek wciąż stanowią czynnik ryzyka dla wzrostu (zob. rozdział *Konsekwencje afery dot. nadmiernej emisji tlenków azotu przez samochody grupy Volkswagen AG*).

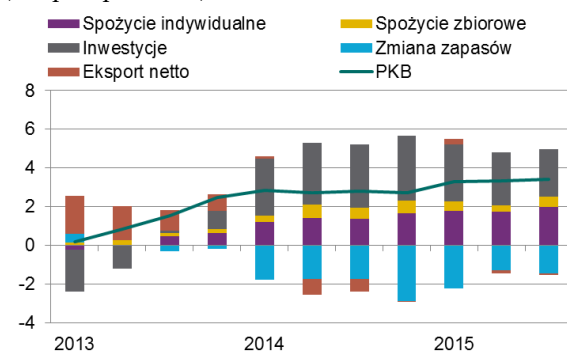
Głównym czynnikiem wzrostu w krajach EŚW pozostawał jednak popyt krajowy. Pomimo dynamicznie rosnącego eksportu, wkład wymiany handlowej z zagranicą do wzrostu gospodarczego w regionie był bliski zera, a w części krajów - ujemny. Wynikało to z dynamicznego wzrostu importu, napędzanego szybko rosnącym popytem krajowym. To właśnie krajowe wydatki konsumpcyjne i inwestycyjne niemal w całości odpowiadały za utrzymanie stabilnego tempa ożywienia gospodarczego w regionie EŚW (Wykres 1.10).

Wykres 1.9. Produkcja przemysłowa w grupach krajów EŚW (% r/r)



Źródło: Eurostat

Wykres 1.10. Struktura wzrostu PKB w regionie EŚW (% i pkt. proc., r/r)

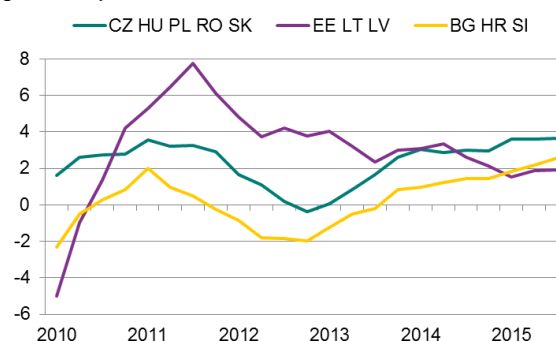


Źródło: Eurostat

Kształtowanie się popytu krajowego było główną przyczyną zróżnicowania dynamiki PKB pomiędzy poszczególnymi krajami EŚW (Wykres 1.11). Czechy, Polska, Rumunia i Słowacja były najszybciej rozwijającymi się gospodarkami regionu w 2015 r. Stał za tym relatywnie szybki wzrost inwestycji, co szczególnie w przypadku Czech i Słowacji było związane z przejściowym, silnym zwiększeniem się absorpcji środków z funduszy UE. W Rumunii ważnym czynnikiem podwyższającym dynamikę PKB w 2015 r. były dodatkowo obniżki podatków oraz zwiększone wydatki na świadczenia socjalne i wynagrodzenia w sektorze usług publicznych, sprzyjające utrzymaniu wysokiego tempa wzrostu konsumpcji. Wzrost prywatnej konsumpcji, a zwłaszcza inwestycji w Chorwacji i Bułgarii były natomiast hamowane przez obserwowane od kilku lat problemy wewnętrzne tych gospodarek (wysokie zadłużenie sektora prywatnego i rządowego, niestabilność systemu bankowego). Stopniowa poprawa koniunktury w tych krajach w 2015 r. to przede wszystkim efekt rosnącego eksportu. Obniżenie się dynamiki inwestycji w efekcie zakończenia dużych projektów inwestycyjnych, w tym finansowanych z funduszy UE, wpłynęło na osłabienie tempa wzrostu na Węgrzech i w Słowenii, w porównaniu z 2014 r. W wolniejszym tempie rosły też gospodarki bałtyckie, przede wszystkim Estonia i Litwa, na co wpłynął jednak nie popyt wewnętrzny, a pogorszenie się koniunktury w sektorze eksportowym, związane z recesją w Rosji i Finlandii.

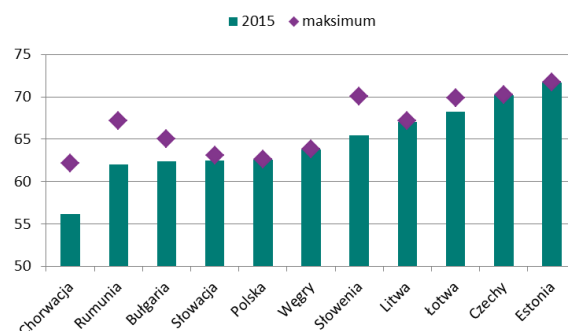
Dynamicznemu wzrostowi konsumpcji sprzyjały stały, choć coraz wolniejszy, wzrost zatrudnienia i rosnące płace. W 2015 r., podobnie jak w poprzednim roku, stopa bezrobocia w krajach EŚW spadała, a liczba pracujących zwiększała się. W efekcie, stopa zatrudnienia w wielu gospodarkach regionu osiągnęła lub zbliżyła się do najwyższych poziomów w post-transformacyjnej historii (Wykres 1.12). Wydaje się, że wzrost zatrudnienia mógłby być wyższy, gdyby nie zmniejszający się zasób wykwalifikowanej siły roboczej w regionie. Zapo-

Wykres 1.11. Dynamika PKB w poszczególnych grupach krajów EŚW (% , r/r)



Źródło: Eurostat

Wykres 1.12. Stopa zatrudnienia w 2015 r. na tle historycznego maksimum (%)



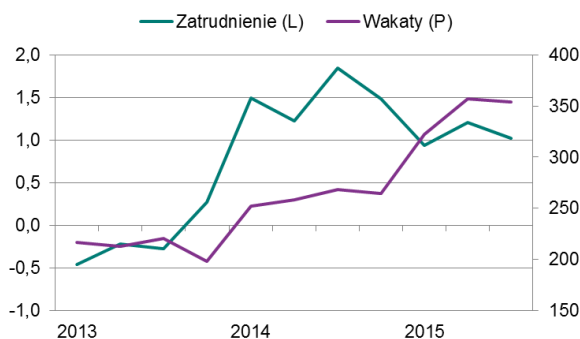
Źródło: Eurostat

trzebowanie na pracowników, wyrażone liczbą wakatów, w 2015 r. wyraźnie wzrosło, osiągając w skali regionu najwyższy poziom w historii, podczas gdy liczba nowozatrudnionych osób zmniejszyła się w porównaniu z poprzednim rokiem (Wykres 1.13). Rosnący popyt na pracę wpłynął na wzrost presji płacowej. Wzrost wynagrodzeń w 2015 r. w większości krajów przyspieszył, a najwyższy był w gospodarkach, gdzie stopa bezrobocia zbliżyła się do naturalnego poziomu (Wykres 1.14). Silny wzrost płac w Estonii, w połączeniu z szybko rosnącymi cenami nieruchomości, skłonił Komisję Europejską do objęcia tego kraju pogłębioną analizą w ramach procedury nadmiernych nierównowag.

Spadek cen zwiększał siłę nabywczą dochodów do dyspozycji. Wzrost realnych dochodów gospodarstw domowych był nie tylko wynikiem wzrostu nominalnych płac, ale również spadku cen konsumpcyjnych. Deflacja, która przynajmniej chwilowo wystąpiła we wszystkich krajach regionu w 2015 r., była wynikiem przede wszystkim spadku cen surowców energetycznych na rynkach światowych, które przełożyły się na spadki cen energii (Wykres 1.15). Dodatkowo, zwłaszcza na początku 2015 r., przeciętny poziom cen konsumpcyjnych był obniżany przez spadek cen żywności. Spadki cen były pogłębiane przez liczne obniżki cen regulowanych. W Rumunii silny spadek inflacji w połowie 2015 r. (o ponad 3 pkt. proc.) był wynikiem obniżki stawki VAT na żywność z 24% do 9%. W wyniku tej decyzji Rumunia z kraju o najwyższej inflacji w regionie EŚW została gospodarką charakteryzującą się najgłębszą deflacją.

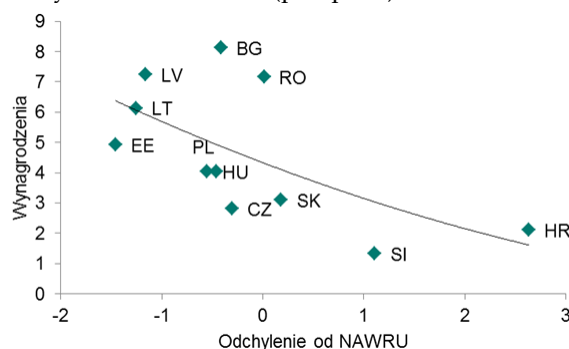
Nakłady inwestycyjne również znacząco przyczyniły się do wzrostu, jednak tylko w części krajów EŚW. Sytuacja w krajach EŚW pod względem dynamiki nakładów inwestycyjnych była silnie zróżnicowana (Wykres 1.16). W dużym stopniu za ten fakt odpowiadały rozbieżności w dynamice inwestycji publicznych, współfinansowanych z funduszy unijnych. W krajach, w których na 2015 r. przypadł okres najsilniejszego wykorzystania

Wykres 1.13. Zatrudnienie (% r/r) i liczba wakatów (tys.)



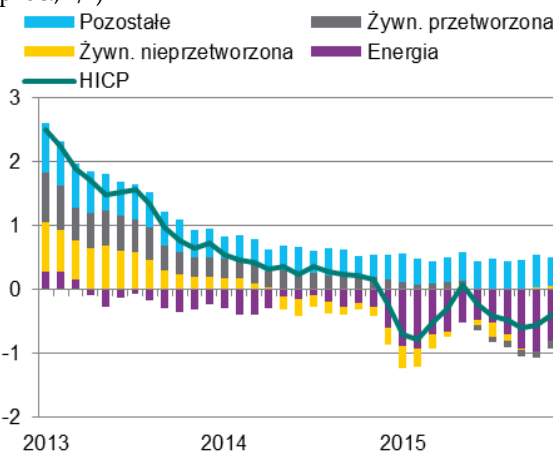
Źródło: Eurostat

Wykres 1.14. Nominalne wynagrodzenia (% r/r) i odchylenie od NAWRU (pkt. proc.) w 2015 r.



Źródło: Eurostat, AMECO

Wykres 1.15. Inflacja HICP i jej składowe (% i pkt. proc., r/r)



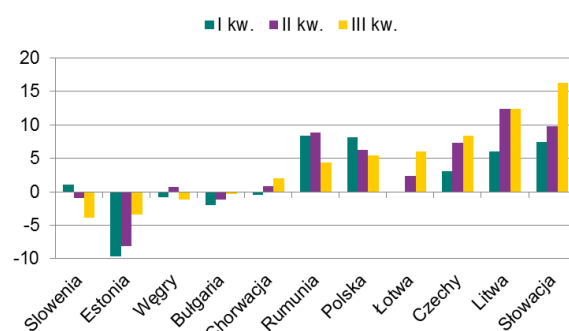
Źródło: Eurostat

środków z kończącej się perspektywy finansowej UE (przede wszystkim w Czechach i na Słowacji) dynamika inwestycji publicznych wyraźnie przyspieszyła (Wykres 1.17). Z kolei, w krajach, w których stopień wykorzystania funduszy spowolnił w porównaniu z poprzednimi latami (w krajach bałtyckich i na Węgrzech) publiczne nakłady inwestycyjne w 2015 r. wyraźnie się zmniejszyły. Ważnymi czynnikami różnicującym sytuację w regionie w przypadku inwestycji przedsiębiorstw był stopień wykorzystania mocy produkcyjnych (Wykres 1.18) oraz dynamika kredytu. Najsilniejszy wzrost nakładów inwestycyjnych firm wśród krajów EŚW miał miejsce w Czechach, na Słowacji, a także w Polsce i Rumunii.

Niski napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych ograniczał dynamikę nakładów inwestycyjnych w regionie. W 2015 r., podobnie jak miało to miejsce od 2009 r., zmniejszał się napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych (Wykres 1.19). Wydaje się, że inwestorzy zagraniczni, zwłaszcza europejscy, wciąż nie są przekonani do trwałości ożywienia w Europie, dlatego też nie rozpoczynają nowych inwestycji nie tylko w swoich macierzystych krajach, ale też nie eksportują kapitału do regionu EŚW. Wyjątkiem wydaje się być sektor motoryzacyjny. W odpowiedzi na rosnący popyt na samochody, międzynarodowe koncerny motoryzacyjne zdecydowały się na budowę lub rozbudowę swoich zakładów w krajach regionu (m.in. Volkswagen w Czechach). Planowane są także budowy fabryk Jaguar Land Rover na Słowacji i Daimler na Węgrzech.

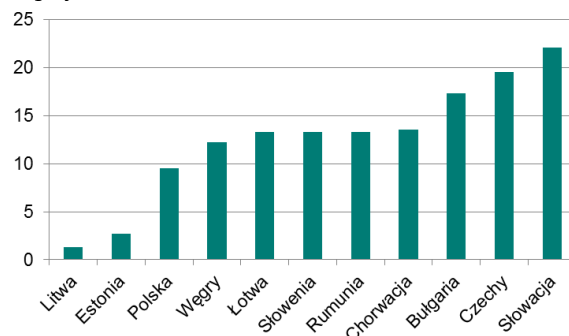
W krajach charakteryzujących się stabilnością sektora bankowego i niskim zadłużeniem podmiotów prywatnych, wzrostowi popytu krajowego sprzyjała rosnąca dynamika akcji kredytowej. Wzrost popytu na kredyt, któremu towarzyszyło złagodzenie warunków jego przyznawania, widoczny był zwłaszcza w krajach „północy” regionu (Polska, Czechy, Słowacja, kraje bałtyckie). W krajach „południa” regionu (Bułgaria, Chorwacja,

Wykres 1.16. Dynamika nakładów inwestycyjnych (% r/r)



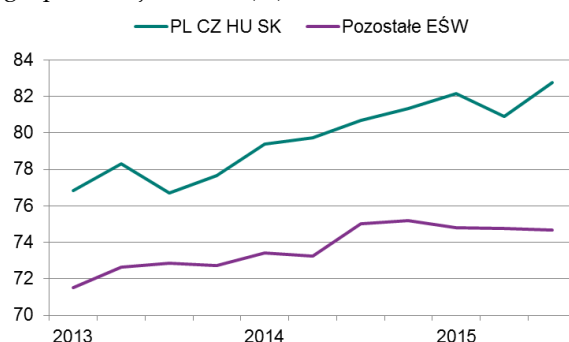
Źródło: Eurostat

Wykres 1.17. Absorpcja środków unijnych z perspektywy finansowej 2007-2013 w 2015 r. (% całości dostępnych środków)



Źródło: Eurostat

Wykres 1.18. Wykorzystanie mocy produkcyjnych w grupach krajów EŚW (%)



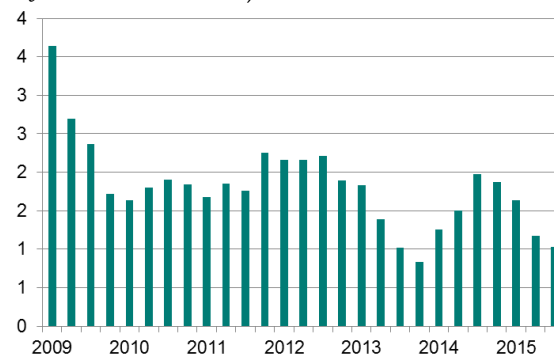
Źródło: Eurostat

Rumunia, Słowenia, Węgry) akcję kredytową hamował proces oddłużania się przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, przekładający się na niski popyt tych podmiotów na kredyt, a także wciąż wysoki poziom kredytów zagrożonych (Wykres 1.20). W Chorwacji i na Węgrzech niska podaż kredytów była też wynikiem obciążeń nałożonych na banki w związku z konwersją kredytów walutowych (zob. rozdział *Doświadczenia państw europejskich w zakresie problemu kredytów walutowych i prób jego rozwiązania*). W II poł. 2015 r., jednak tylko w krajach „północy” regionu, wyraźnie przyspieszyła dynamika kredytu dla przedsiębiorstw, podczas gdy we wcześniejszym okresie wzrost akcji kredytowej wynikał z rosnącego wolumenu kredytów dla gospodarstw domowych (Wykres 1.21).

Skala odpływu kapitału z sektora bankowego za granicę spowolniła. Zarówno dane Banku Rozrachunków Międzynarodowych, jak i dane o przepływach kapitałowych z bilansów płatniczych wskazują na spowolnienie skali zmniejszania się zobowiązań banków z regionu EŚW wobec banków zagranicznych. W części krajów regionu (Polska, Czechy, Słowacja) kapitał zagraniczny nawet ponownie staje się źródłem finansowania akcji kredytowej, jednak jedynie jako uzupełnienie krajowych depozytów, które są wciąż głównym źródłem finansowania przyrostu aktywów banków działających na terenie krajów EŚW.

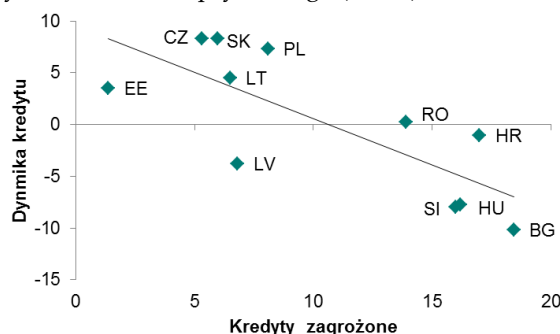
Polityka fiskalna, dodatkowo wspierana wysokim wykorzystaniem funduszy unijnych, przyczyniała się do przyspieszenia wzrostu gospodarczego w regionie. Zgodnie z najnowszymi prognozami Komisji Europejskiej skala rozluźnienia polityki fiskalnej, mierzona zmianą pierwotnego salda strukturalnego w 2015 r., mogła wynieść ok. 0,5% PKB (Wykres 1.22). Mniej restrykcyjna w porównaniu do poprzednich lat polityka fiskalna nie przyczyniła się jednak do pogorszenia salda instytucji rządowych i samorządowych, ze względu na korzystną sytuację makroekonomiczną oraz malejące koszty obsługi długu. W konsekwencji, w 2015 r.

Wykres 1.19. Napływ netto bezpośrednich inwestycji zagranicznych w regionie EŚW (% PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)



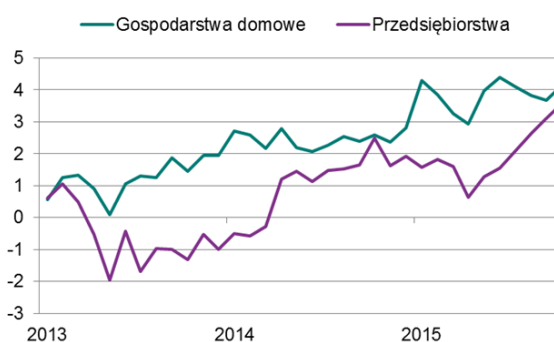
Źródło: Eurostat

Wykres 1.20. Kredyty zagrożone (%) a dynamika kredytów dla sektora prywatnego (% r/r) w 2015 r.



Źródło: Eurostat

Wykres 1.21. Dynamika kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw (% r/r)



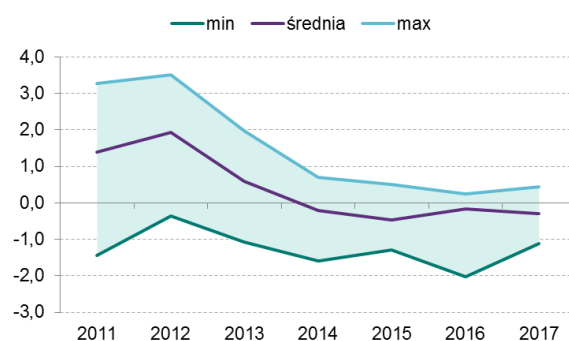
Źródło: Eurostat

we wszystkich krajach, poza Chorwacją, saldo sektora finansów publicznych ukształtowało się powyżej poziomu -3% PKB. Ponadto, w 2015 r. w części krajów regionu wyraźnie przyspieszyło wykorzystanie środków unijnych, jako że był to ostatni rok, w którym realizowane były projekty finansowane z perspektywy 2007-2013.

Polityka pieniężna pozostawała akomodacyjna.

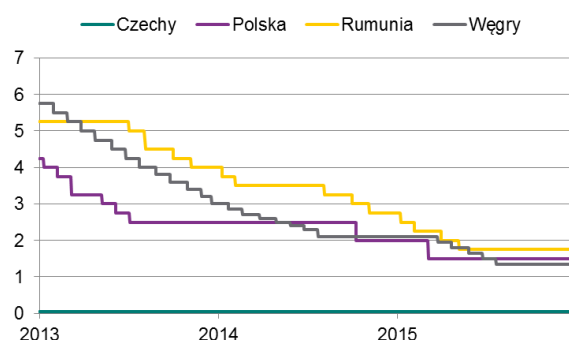
Utrzymująca się niska inflacja, która doprowadziła do spadku oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych, oraz rozszerzanie programu luzowania ilościowego EBC wpłynęły na utrzymanie akomodacyjnej polityki pieniężnej w regionie. Banki centralne Polski, Węgier i Rumunii w 2015 r. kontynuowały serię obniżek stóp procentowych, które osiągały kolejne, historycznie niskie poziomy (Wykres 1.23). Banki centralne Czech (CNB) i Węgier (MNB) stosowały też niestandardowe instrumenty mające na celu łagodzenie polityki monetarnej. CNB zdecydował się na przedłużenie do 2017 r. stosowania asymetrycznego celu kursowego. MNB kontynuował politykę wspierania akcji kredytowej dla małych i średnich firm, jednak zdecydował o stopniowym wygaszaniu programu *Funding for Growth Scheme* (FGS) i zastępowaniu go programem *Market-Based Lending Scheme* (MLS), mającym na celu pomoc bankom w ożywieniu akcji kredytowej w oparciu o finansowanie rynkowe.

Wykres 1.22. Restrykcyjność polityki fiskalnej w krajach regionu w latach 2011-2017, mierzona zmianą pierwotnego salda strukturalnego (pkt. proc. PKB)



Źródło: Eurostat

Wykres 1.23. Główne stopy procentowe banków centralnych w krajach EŚW (%)



Źródło: Banki centralne

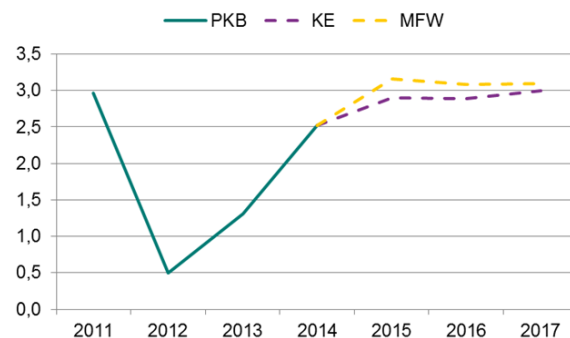
Prognozy

Oczekuje się, że kraje EŚW będą nadal stabilnie rosnać, mimo, że prognozy wzrostu i handlu światowego są obniżane. Instytucje międzynarodowe (MFW, Komisja Europejska, OECD) oczekują utrzymania się tempa wzrostu gospodarczego w krajach EŚW w latach 2016-2017 na poziomie zbliżonym do 2015 r. (Wykres 1.24). Stosunkowo wysoki wzrost gospodarczy, na tle spowalniającej gospodarki światowej, wynika ze struktury geograficznej eksportu krajów EŚW. Niewielka ekspozycja eksportowa na kraje rozwijające się ogranicza wrażliwość gospodarek EŚW na spowolnienie w tych krajach.

Poprawiająca się sytuacja w strefie euro i oczekiwany wzrost konkurencyjności będą napędzać eksport. Oczekiwany w latach 2016-2017 dalszy dynamiczny wzrost eksportu wynikać będzie przede wszystkim z rosnącego popytu zagranicznego. Kraje EŚW będą beneficjentem umacniającego się ożywienia w strefie euro, wynikającego m.in. z polityki luzowania ilościowego EBC. Utrzymywanie się niskich cen surowców będzie sprzyjać konkurencyjności eksportu. Z drugiej strony, stosunkowo niskie inwestycje w rozwój bazy produkcyjnej w ostatnich latach, będące efektem m.in. zmniejszonego napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych, oraz brak finalizacji dużych projektów w horyzoncie prognozy spowoduje, że czynniki poza-popytowe, które napędzały eksport w poprzednich latach, będą stopniowo wygasać (Wykres 1.25).

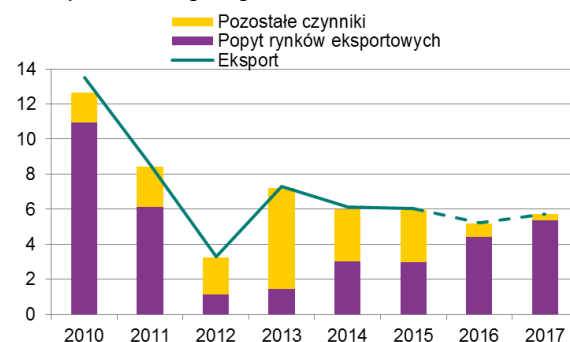
Wzrost popytu krajowego w coraz większym stopniu opierać się będzie na konsumpcji prywatnej. Struktura wzrostu gospodarczego w krajach EŚW będzie zbliżona do tej obserwowanej w ostatnich dwóch latach, tzn. wzrost oparty będzie na popycie krajowym. Oczekiwany wzrost konsumpcji gospodarstw domowych będzie wynikiem dalszej poprawy sytuacji na rynkach pracy. Zatrudnienie powinno nadal rosnać, jednak kształto-

Wykres 1.24. Prognozy wzrostu PKB w regionie EŚW (%)



Źródło: KE, MFW

Wykres 1.25. Główne czynniki wpływające na eksport w krajach EŚW (pkt. proc.)

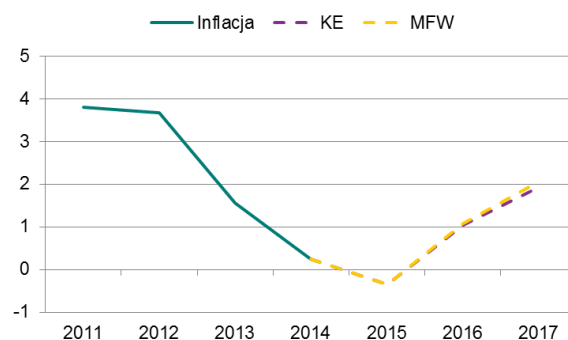


Źródło: KE

wanie się stóp bezrobocia na poziomie zbliżonym do naturalnego sygnalizuje, że tempo wzrostu liczby pracujących będzie hamowane przez ograniczenia strukturalne na rynkach pracy. Jednocześnie oczekiwać można dalszego przyspieszenia płac, zwłaszcza, że w części krajów będą go nasilać planowane podwyżki płacy minimalnej (Estonia, Litwa) i wynagrodzeń w sektorze publicznym (Czechy). Dynamika cen konsumpcyjnych pozostanie niska za sprawą utrzymujących się na niskim poziomie cen surowców, aczkolwiek od 2016 r. będzie ona już dodatnia (Wykres 1.26). Oczekuje się też przyspieszenia akcji kredytowej dla gospodarstw domowych. Wzrostowi konsumpcji prywatnej w części krajów EŚW sprzyjać będzie również ekspansja fiskalna. Dotyczy to zwłaszcza Rumunii (zmniejszenie obciążeń podatkowych) i Polski (wzrost wydatków). W skali całego regionu jej skala będzie jednak mniejsza niż w 2015 r.

Dynamika nakładów inwestycyjnych obniży się w wyniku spowolnienia inwestycji publicznych. Nałożenia się dwóch perspektyw finansowych UE spowoduje przejściowe, zauważalne zwłaszcza w 2016 r., wyhamowanie inwestycji infrastrukturalnych, współfinansowanych z funduszy unijnych. Spowolnienie inwestycji publicznych będzie w części rekompensowane przez wzrost inwestycji prywatnych. Silny popyt krajowy i oczekiwany wzrost zamówień ze strefy euro powinny mieć korzystny wpływ na nastroje przedsiębiorców, zwiększając ich skłonność do inwestowania. W krajach EŚW, zwłaszcza w krajach „północy” regionu, oczekuje się dalszego łagodzenia warunków kredytowych, co przy utrzymującym się akomodacyjnym nastawieniu polityki pieniężnej, ułatwi dostęp do finansowania. Przyspieszenia prywatnych nakładów inwestycyjnych oczekuje się zwłaszcza w sektorze motoryzacyjnym (m.in. zapowiedziane inwestycje na Słowacji i Węgrzech), który wydaje się być największym beneficjentem rosnącego popytu ze strony strefy euro i jej otoczenia zewnętrznego.

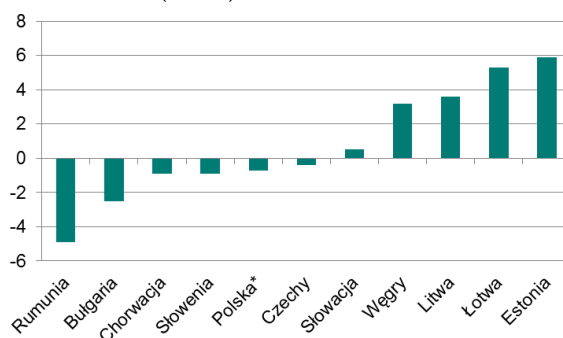
Wykres 1.26. Prognozy inflacji w regionie EŚW (%)



Źródło: KE, MFW

Główne czynniki ryzyka dla wzrostu wiążą się z możliwym spowolnieniem eksportu. Ograniczenie swobodnego przepływu towarów wewnątrz strefy Schengen, jako możliwa konsekwencja kryzysu migracyjnego oraz zamachów terrorystycznych, może mieć niekorzystny wpływ na eksport i koniunkturę w sektorze przemysłowym w większości gospodarek regionu. Najbardziej ucierpieć mogą gospodarki Czech, Słowacji i Węgier, które są zarówno najbardziej otwartymi handlowo, jak i najsilniej włączonymi w europejskie sieci produkcyjne. W przypadku tych trzech gospodarek czynnikiem ryzyka dla wzrostu jest także pojawienie się negatywnych konsekwencji „afery emisyjnej”. Zakłady produkcyjne należące do grupy Volkswagen w Czechach, na Słowacji i Węgrzech należą do największych przedsiębiorstw działających w tych krajach (zob. rozdział *Konsekwencje afery dot. nadmiernej emisji tlenków azotu przez samochody grupy Volkswagen AG*). Dodatkowym zagrożeniem dla krajów bałtyckich wydaje się być przedłużenie oraz pogłębienie recesji w Rosji, w efekcie m.in. słabnącej koniunktury na rynkach surowców, co skutkowałoby dalszym osłabieniem popytu ze strony tej gospodarki. Gospodarki te mogą także ucierpieć w wyniku utraty konkurencyjności eksportu w związku z szybko rosnącymi kosztami pracy, które wyraźnie przewyższają wzrost wydajności (Wykres 1.27).

Wykres 1.27. Nominalne jednostkowe koszty pracy w III kw. 2015 r. (% r/r)



Źródło: Eurostat

* I kw. 2015 r.

Konsekwencje afery dot. nadmiernej emisji tlenków azotu przez samochody grupy Volkswagen AG

Streszczenie

Od 2014 r. grupa Volkswagen AG jest największym na świecie producentem samochodów (10 mln samochodów, tj. 11% światowej produkcji). Jej spółki w Niemczech, Hiszpanii i niektórych krajach EŚW należą do największych pracodawców prywatnych w tych krajach i odpowiadają za istotną część produkcji przemysłowej i eksportu. We wrześniu br. wykryto, że w wyprodukowanych przez nią ok. 11 mln samochodów o napędzie diesla zamontowano oprogramowanie fałszujące wartość emisji szkodliwych substancji. Problemy przedsiębiorstwa mogą obniżyć tempo wzrostu gospodarczego w ww. wymienionych krajach. Celem opracowania jest ocena potencjalnych skutków afery dla działalności koncernu oraz wzrostu gospodarczego w krajach UE. Pozycja finansowa koncernu wydaje się wystarczająco silna, aby pokryć straty wynikające z grożących mu kar regulatorów, roszczeń cywilnych oraz kosztów napraw pojazdów. Większy wpływ na gospodarkę realną może mieć spadek udziału w rynku grupy Volkswagen AG. O ile w skali UE nie należy oczekiwać wyraźnego wpływu na PKB, inwestycje i zatrudnienie ze względu na efekty substytucji, to może być on wyraźnie negatywny dla Węgier, Słowacji i Czech. Według szacunków IE NBP, spośród krajów, w których zlokalizowana jest produkcja koncernu, najmniejszego wpływu wybuchu afery na wzrost gospodarczy należy oczekiwać w Polsce. W szczególności, nawet bardzo silny spadek sprzedaży produkowanych w Polsce silników i pojazdów Volkswagena obniżyłby roczną dynamikę PKB w Polsce o mniej niż 0,1 pkt. proc.

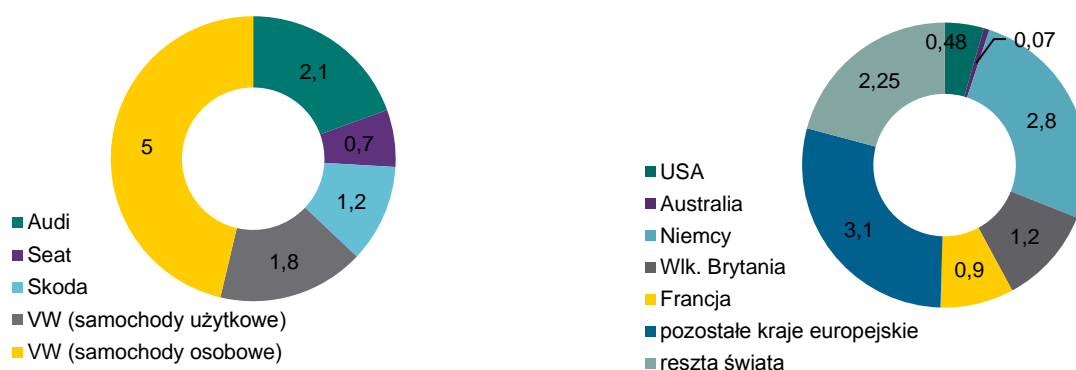
Opis problemu

18 września 2015 r. amerykańska agencja ochrony środowiska (EPA) poinformowała, że faktyczna emisja szkodliwych dla zdrowia tlenków azotu (NO_x) w samochodach grupy Volkswagen AG napędzanych wybranymi modelami silników diesla odbiega od wyników testów laboratoryjnych, znacznie przekraczając dopuszczalne normy dla Stanów Zjednoczonych². Przedstawiciele grupy Volkswagen AG przyznali, że oprogramowanie zostało zainstalowane również w samochodach przeznaczonych na rynek europejski, co oznacza, że z dużym prawdopodobieństwem nie spełniały one także normy obowiązującej w UE. Problem dotyczy samochodów wyprodukowanych do końca sierpnia br., nie zaś aktualnie wytwarzanych pojazdów³. Oprogramowanie fałszujące emisję do celów badania technicznego zainstalowano w ok. 11 mln samochodów osobowych i dostawczych, produkowanych w latach 2008-2015 przez VW, Audi, Skodę i Seatę, przede wszystkim na rynek europejski (Wykres 2. 1).

² Różnica pomiędzy emisją NO_x w warunkach drogowych i laboratoryjnych wynikała z zainstalowania oprogramowania sterującego pracą silnika, wykrywającego fakt badania i obniżającego w tym czasie moc silnika oraz emisję. Dzięki temu możliwe było uzyskanie homologacji w USA dla samochodów wykorzystujących katalizator zasobnikowy (NSC), tj. ten sam system oczyszczania spalin co w UE, gdzie od września 2009 r. do sierpnia 2015 r. obowiązywała łagodniejsza norma Euro 5.

³ W aktualnie produkowanych przez grupę Volkswagen AG pojazdach, spełniających nową normę Euro 6, wykorzystuje się bowiem skuteczniejszy system oczyszczania spalin typu SCR (*Selective Catalytic Reduction*).

Wykres 2. 1 Liczba samochodów, w których zainstalowano oprogramowanie zaniżające emisję (mln sztuk) wg producenta i miejsca sprzedaży



Źródło: Volkswagen AG, informacje prasowe

Wpływ na działalność koncernu Volkswagen AG

Pierwszym skutkiem ujawnienia afery jest konieczność modyfikacji pojazdów przez producenta w celu spełnienia norm środowiskowych⁴. W przypadku części aut modyfikacje te będą skutkować obniżeniem się komfortu użytkowania pojazdów – dotyczy to w szczególności samochodów wyższej klasy⁵. Grupa Volkswagen AG pracuje obecnie nad planem napraw i nie podaje szczegółów do informacji publicznej. Na koszty napraw utworzono rezerwę z zysku w wysokości 6,5 mld euro. Wstępny szacunek IE NBP wskazuje, że całkowite koszty modyfikacji pojazdów mogą sięgnąć ok. 11 mld euro⁶. Proces modyfikacji pojazdów w USA rozpocznie się na początku 2016 r., podczas gdy w Europie - dopiero we wrześniu 2016 r.

Koncern narażony jest na wysokie kary finansowe oraz roszczenia osób prywatnych. Maksymalne kwoty kar, jakie mogą zostać nałożone przez regulatora amerykańskiego szacuje się na ok. 16 mld euro, a australijskiego na ok. 6,7 mld euro. Kluczowe będą decyzje krajowych regulatorów z państw UE, gdzie trafiła zdecydowana większość pojazdów z nadmierną emisją NOx. Wobec wciąż niewyjaśnionej skali przekroczenia normy Euro 5 oraz dużego znaczenia koncernu dla niektórych krajów UE, łączna kwota kar powinna jednak być umiarkowana. Do kar ze strony regulatorów należy doliczyć koszty roszczeń prywatnych: z tytułu utraty zdrowia i życia oraz spadku wartości samochodu. Najbardziej prawdopodobnym rozwiązaniem jest ugoda, w której płatność kar i odszkodowań prywatnych zostanie rozłożona na kilka, a nawet kilkanaście lat.

⁴ W najbardziej prawdopodobnym scenariuszu, w większości przypadków koncern zdecyduje się na wymianę oprogramowania sterującego silnikiem. W przypadku niektórych modeli wyższej klasy konieczne będą jednak modyfikacje wyposażenia.

⁵ Po zmianie oprogramowania prawdopodobne jest nieznacznie obniżenie osiągnięć pojazdu lub zwiększenie spalania, natomiast w samochodach, w których zamontowany zostanie system SCR, konieczne będzie regularne „tankowania” płynu Ad-Blue (wodny roztwór mocznika).

⁶ Wymiana oprogramowania powinna zamknąć się w kwocie kilkudziesięciu euro, lecz wymiana katalizatora zasobnikowego na system oczyszczania spalin typu SCR w gotowym samochodzie (w krajach o wysokich kosztach pracy) może wg opinii ekspertów wynieść ok. 3 tys. euro.

W krótkim okresie spodziewany jest spadek sprzedaży na skutek strat wizerunkowych oraz tymczasowych zakazów sprzedaży i importu wybranych modeli koncernu z napędem diesla, wprowadzanych przez kolejne kraje. Takie ograniczenia wprowadziły do tej pory Belgia, Holandia, Hiszpania, Szwajcaria, Rumunia, Wielka Brytania oraz Włochy. Należy tutaj podkreślić, że zakazy sprzedaży dotyczą wyłącznie zapasów, a nie samochodów produkowanych obecnie. Stan wyprodukowanych, a nie zarejestrowanych do tej pory samochodów z silnikami EA189 wynosi 180 tys. sztuk, co stanowi ok. 3% całości zapasów koncernu. Najprawdopodobniej pojazdy te zostaną, po modyfikacjach, sprzedane ze znacznymi upustami.

Zysk netto koncernu wraz z utworzoną rezerwą zabezpieczają pokrycie kosztów modyfikacji wadliwych samochodów w latach 2016-2017. W przypadku rozłożenia kar i odszkodowań np. na 10 lat, możliwe będzie regulowanie ich z bieżących zysków, przy założeniu restrukturyzacji kosztów oraz zmian w strukturze wydatków. Władze koncernu zapowiedziały przegląd i ograniczenie wydatków, w tym inwestycyjnych w najbliższych latach. Analitycy wskazują na istotną przestrzeń do ograniczenia kosztów funkcjonowania koncernu, zatrudniającego aktualnie ok. 1/3 pracowników więcej niż produkująca podobną liczbę pojazdów Toyota i wydającego na badania i rozwój wyraźnie wyższą część swoich przychodów niż konkurenci⁷. Równocześnie jednak nie ogłoszono dotychczas konkretnych planów redukcji zatrudnienia, bądź wstrzymania inwestycji. W szczególności, według wypowiedzi władz koncernu, niezagrożone są miejsca pracy w głównej fabryce w Wolfsburgu i wart ponad 4 mld euro plan inwestycji w Hiszpanii. Audi potwierdziło dotychczasowe plany produkcji i inwestycji na Węgrzech. Najbardziej zagrożone redukcjami zatrudnienia i cięciami inwestycji wydają się zatem aktualnie zakłady skoncentrowane na produkcji na rynek amerykański, zlokalizowane w Meksyku i USA.

Wpływ na wzrost gospodarczy w wybranych krajach UE

W perspektywie najbliższych lat, największe znaczenie dla gospodarki realnej może mieć spadek popytu na samochody grupy Volkswagen AG napędzane silnikiem wysokoprężnym, czego skutkiem byłaby utrata przez koncern części rynku na rzecz konkurentów. W związku z obniżeniem się komfortu użytkowania zmodyfikowanych pojazdów, część właścicieli samochodów, w których zainstalowano oprogramowanie fałszujące wyniki emisji wybierze podczas następnego zakupu modele konkurencji lub pojazdy z napędem benzynowym lub hybrydowym. Biorąc pod uwagę czas produkcji samochodów z silnikami EA 189 oraz zakładając ośmioletni cykl wymiany nowych samochodów koncernu w Europie i sześcioletni w USA, możliwe jest, że słabszy popyt na samochody grupy Volkswagen AG utrzyma się przynajmniej do końca dekady. W najbliższym czasie, tj. przed rozpoczęciem napraw, prawdopodobne są natomiast przejściowe spadki sprzedaży grupy Volkswagen AG wskutek strat wizerunkowych oraz wprowadzonych tymczasowych zakazów sprzedaży wybranych modeli.

⁷ Według danych PwC (badanie *Innovation 1000 Study*), grupa Volkswagen AG wydała w 2013 r. na badania i rozwój 13,5 mld dolarów (5% przychodów), tj. najwięcej na świecie. Dla porównania, wydatki na R&D Toyoty wyniosły 9,1 mld dolarów (3,9% przychodów), a General Motors - 7,2 mld dolarów (4,6% przychodów).

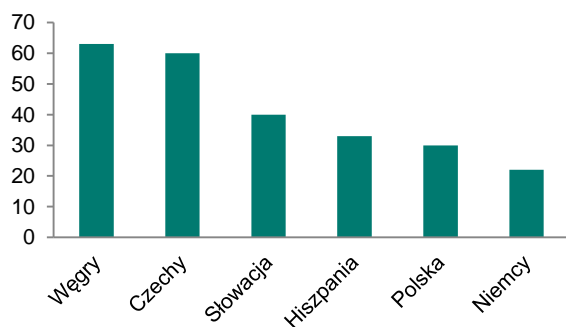
Samochody sprzedawane na rynku europejskim są w ok. 90% produkowane w Europie, dlatego ewentualny spadek sprzedaży VW, Audi, Skody i Seata powinien zostać zrekompenzowany wzrostem sprzedaży u innych europejskich producentów. W przypadku rynku amerykańskiego, gdzie wykryto aferę i gdzie sprzedawano przede wszystkim samochody wysokiej klasy, zastępowalność ta jest jednak niższa. Jeśli chodzi o rynek europejski, potencjalnymi beneficjentami wybuchu afery mogą być, obok konkurujących z Volkswagen AG firm niemieckich, głównie przedsiębiorstwa produkujące we Francji i Wlk. Brytanii. W przypadku USA, afera stawia większe możliwości ekspansji przed amerykańskimi, japońskimi i w mniejszym stopniu innymi niemieckimi producentami samochodów wyższej klasy.

Wpływ wybuchu afery na wzrost poszczególnych gospodarek zależy przede wszystkim od:

- znaczenia grupy Volkswagen AG w krajowej produkcji samochodów i silników,
- udziału produkcji samochodów i silników diesla w eksporcie i PKB,
- głównych kierunków eksportu i segmentu samochodów produkowanych przez Volkswagen AG.

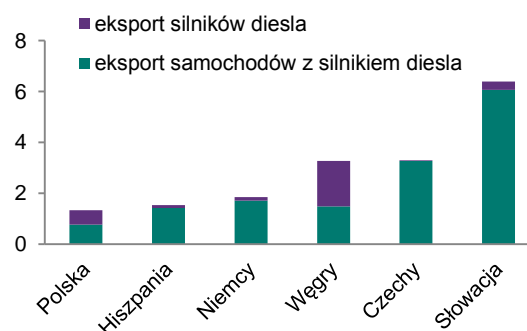
Produkcja Volkswagen AG i jego spółek zależnych w Europie skoncentrowana jest w Niemczech i Hiszpanii oraz krajach Grupy Wyszehradzkiej. W tym kontekście, w szczególnie niekorzystnej sytuacji znajdują się Czechy i Węgry, w których odpowiednio Skoda i Audi odpowiadają za ponad połowę całkowitej produkcji samochodów. Koncern posiada również wysoki udział w produkcji na Słowacji i w Hiszpanii, podczas gdy w Polsce i w Niemczech struktura produkcji jest bardziej zdywersyfikowana (Wykres 2. 2). Co więcej, także udział eksportu samochodów z silnikiem diesla i samych silników w PKB wskazuje na największe zagrożenie dla Słowacji, Czech i Węgier (Wykres 2. 3). Produkcja w Polsce skoncentrowana jest w segmencie tanich samochodów użytkowych, w przypadku których komfort użytkowania ma mniejsze znaczenie dla decyzji o zakupie, podczas gdy istotny udział w produkcji pojazdów na Węgrzech i na Słowacji stanowiły samochody wyższej klasy lub produkowane na rynek amerykański.

Wykres 2. 2. Udział grupy Volkswagen AG w produkcji samochodów w wybranych krajach UE (dane przybliżone)



Źródło: Dane producentów

Wykres 2. 3. Udział eksportu samochodów (bez samochodów ciężarowych) z silnikiem diesla oraz silników diesla w PKB wybranych krajów UE (średnia 2010-2014)



Źródło: Eurostat

Szacunek IE NBP wskazuje, że spadek popytu na samochody grupy Volkswagen AG przełoży się w największym stopniu na wzrost gospodarczy na Węgrzech i na Słowacji oraz w Czechach. Szacunki te oparte są na założeniu, że popyt na napędzane silnikiem diesla samochody wyższej klasy produkowane przez Volkswagen AG obniży się o 20% w latach 2016-2017 i o 10% w 2018 r., a na pozostałe samochody koncernu napędzane silnikiem diesla o 10% w latach 2016-2018. Łączny wpływ tych szoków na wzrost PKB obliczono przybliżając wartość produkcji samochodów i silników diesla danymi dot. ich eksportu oraz korzystając z danych o produkcji poszczególnych modeli samochodów grupy wg krajów w 2014 r.⁸. Otrzymane wyniki wskazują, że tempo wzrostu PKB na Węgrzech i na Słowacji będzie niższe o ok. 0,3 pkt. proc. w 2016 r. i o ok. 0,2 pkt. proc. w latach 2017-2018, a w Czechach o 0,2 pkt. proc. w 2016 r. i o 0,1 pkt. proc. w latach 2017-2018⁹. W przypadku Niemiec i Hiszpanii przewidywany wpływ powinien być wyraźnie mniejszy i wynieść ok. 0,05-0,1 pkt. proc. rocznie w latach 2016-2018.

Spośród krajów UE, w których zlokalizowana jest produkcja koncernu, najmniejszego wpływu wybuchu afery na wzrost gospodarczy należy oczekiwać w Polsce. Przy powyższych założeniach, spadek popytu na produkowane w Polsce pojazdy Volkswagena o 10% rocznie w latach 2016-2018 obniżyłby tempo wzrostu PKB o ok. 0,04 pkt. proc. rocznie.

⁸ Wobec braku danych założono jednakowy udział wartości dodanej we wszystkich modelach samochodów.

⁹ Wstępne szacunki rządu Węgier wskazują na możliwe obniżenie się wzrostu PKB o 0,3-0,5 pkt. proc. w 2016 r., a rządu Czech – o wpływie rzędu 0,1-0,2 pkt. proc. w 2016 r.

Doświadczenia państw europejskich w zakresie problemu kredytów walutowych i prób jego rozwiązania

Streszczenie

Kredyty walutowe powszechnie pojawiły się w krajach rozwijających się Europy na początku XXI w. Ich popularność wynikała z ich zwiększonej podaży w związku z ekspansją banków zachodnioeuropejskich na nowe rynki oraz ich niższym kosztem w porównaniu z kredytami w walutach krajowych. Kredyty walutowe niosą za sobą zagrożenia dla stabilności gospodarczej krajów, m.in. poprzez spadek skuteczności krajowej polityki pieniężnej, przeniesienie ryzyka kursowego na klientów banków i w konsekwencji wzrost ryzyka kredytowego banków. W celu zmniejszenia skali problemu związanego z kredytami walutowymi, zwłaszcza w sytuacji deprecjacji walut krajowych wobec najpopularniejszych walut w których denominowane były kredyty walutowe (przede wszystkim CHF), część krajów zdecydowała się na podjęcie działań minimalizujących skutki problemu. Najszerzej prowadzono działania na Węgrzech, gdzie w latach 2010-2015 udało się praktycznie wyeliminować kredyty walutowe dla gospodarstw domowych z systemu bankowego. Działania w tym kierunku prowadziły także władze Chorwacji, Ukrainy oraz Czarnogóry.

Wprowadzenie

Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie problemu kredytów dla gospodarstw domowych denominowanych w walutach obcych (kredytów walutowych) w krajach europejskich i prób jego rozwiązania. W pierwszej części wyjaśnione zostały przyczyny wzrostu akcji kredytowej w walutach obcych, a następnie wyzwania związane z tego typu kredytami. W ostatniej części opisano działania krajów mające na celu zmniejszenie skali problemu związanego z kredytami walutowymi oraz ich konsekwencje.

Charakterystyka kredytów walutowych i przyczyny ich dużej popularności w krajach europejskich.

Kredyty walutowe – rozumiane jako kredyty udzielone w walutach innych niż waluta krajowa lub udzielone w walucie krajowej, lecz indeksowane do walut obcych – **pojawiły się w rozwijających się krajach europejskich na początku lat 2000.**¹⁰, gdzie – w niektórych przypadkach – stały się bardziej popularne niż kredyty udzielane w walucie krajowej. Największą popularnością kredyty walutowe cieszyły się w krajach bałtyckich, bałkańskich i na Węgrzech, gdzie stanowiły 60-90% całości udzielonych kredytów. Kredyty walutowe były zaciągane głównie przez gospodarstwa domowe, które nie posiadały odpowiedniego zabezpieczenia w postaci dochodów w walutach obcych. Były to głównie kredyty mieszkaniowe, jednak w krajach bałtyckich i na Węgrzech znaczną ich część stanowiły rów-

¹⁰ Kredyty w walutach obcych dla sektora niefinansowego są obecne w krajach rozwiniętych co najmniej od lat 80-tych. Wówczas pojawiły się one w krajach azjatyckich (kredyty dolarowe) i w Australii (kredyty we frankach szwajcarskich), a także w niektórych krajach europejskich (w Szwecji, gdzie zostały zakazane, a następnie w latach 90-tych w Austrii, na Cyprze i w Grecji, ale również w Wielkiej Brytanii). Niemniej w większości krajów działalność związana z kredytami walutowymi stanowiła niewielką część działalności sektora finansowego i gospodarki.

niez kredyty konsumpcyjne. Waluty, w których zaciągnięto zobowiązania, były dość zróżnicowane – w krajach bałtyckich, bałkańskich, Rumunii i na Islandii dominowały kredyty denominowane w euro, w Rosji, Turcji i na Ukrainie – w dolarze amerykańskim, natomiast w Polsce i na Węgrzech – we franku szwajcarskim (Tabela 3.1).

Wzrost popularności kredytów walutowych miał przyczyny zarówno po stronie podażowej, jak i popytowej. Pierwszą z nich była **liberalizacja przepływów kapitałowych** związana z przystąpieniem krajów Europy Środkowo-Wschodniej do Unii Europejskiej, co ułatwiło ekspansję zagranicznych, głównie europejskich grup bankowych na rynki tych krajów. Otwarcie się na rynki środkowoeuropejskie stworzyło nowe możliwości dla zagranicznych grup bankowych. Gospodarstwa domowe (i przedsiębiorstwa) były relatywnie niezadłużone, a stopy zwrotu zdecydowanie wyższe niż w krajach rozwiniętych. Liberalizacja przepływów kapitałowych na świecie ułatwiała pozyskiwanie przez banki krajowe finansowania kredytów walutowych oraz zwiększała dostępność do transakcji zabezpieczających przed ryzykiem kursowym, również w przypadku krajów niebędących członkami Unii Europejskiej. Dodatkowo, w przypadku niektórych z tych krajów kredyty walutowe mogły być finansowane przez depozyty walutowe. Dotyczyło to zdolaryzowanych gospodarek Europy Wschodniej (Rosja, Ukraina) i Turcji, a także silnie zeuroizowanych gospodarek Europy Południowej (Chorwacja, Serbia).

Tabela 3.1. Skala problemu kredytów w walutach obcych w wybranych krajach i ich charakterystyka

	PL	HU	RO	BG	HR	EE	LT	LV	SI	AT	KY	GR	IS	RS	RU	UA	TK
Udział kredytów walutowych w 2010 r. (% kredytów ogółem dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych)	22,7	67,5	61,9	61,3	74,6	89,9	72,8	92,3	4,9	38,8	23,0	9,1	40,0	69,5	11,8	60,2	59,5
Udział kredytów walutowych obecnie (% kredytów ogółem dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych)	18,2	1,8	51,2	57,0	69,3	1,5	0,9	5,0	3,6	27,8	24,1	8,9	20,2	70,8	10,2	58,9	42,6
Dominująca waluta kredytu	CHF	CHF	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	CHF	CHF	USD	b.d.	EUR	EUR	USD	USD	USD
Dominujący sektor, któremu były udzielane kredyty walutowe	GD	GD	P	P	GD	GD	GD	GD	GD	GD	b.d.	P	GD	GD	P	GD	P
Dominujący cel, na który były udzielane kredyty walutowe	M	M	I	b.d.	M	M	M	M	M	M	b.d.	b.d.	M	M	B	K	I

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych banków centralnych

Uwagi: M – kredyty mieszkaniowe, K – kredyty konsumpcyjne, I – kredyty inwestycyjne, B – kredyty bieżące, GD – gospodarstwa domowe, P – przedsiębiorstwa

W przypadku Chorwacji i Serbii również kredyty klasyfikowane jako kredyty w walucie krajowej indeksowane do waluty obcej.

Dla Islandii dane szacunkowe zakładające brak zmian struktury walutowej kredytów, dla Węgier założono, że spadek kredytów mieszkaniowych bez zabezpieczenia hipotecznego pod koniec 2011 r. wynikał wyłącznie z ich przewalutowania, dla Serbii założono, że rozkład kredytu w walutach obcych w zależności od celu jest taki sam, jak w przypadku całości kredytów.

Drugą przyczyną były niższe koszty obsługi kredytów walutowych. Wynikały one z dużego dysparytetu pomiędzy oprocentowaniem kredytów denominowanych w walucie krajowej i walutach obcych. Dodatkowo, długookresowy trend deprecyjny niektórych walut krajów rozwiniętych (dolar amerykański, franka szwajcarskiego, jena japońskiego), a w przypadku krajów o płynnych kursach walutowych również perspektywa dalszej aprecjacji kursu nominalnego związana z procesem konwergencji do krajów rozwiniętych, również przyczyniły się do wzrostu popytu na kredyty walutowe.

Wyzwania związane z kredytami walutowymi

Z kredytami walutowymi wiąże się szereg rodzajów ryzyka dla stabilności finansowej i makroekonomicznej, jak i utrudnień dla krajowej polityki gospodarczej.

Kredyty walutowe przyczyniają się do zwiększenia skali wahań w cyklu koniunkturalnym. Przed globalnym kryzysem finansowym aprecjacja walut krajowych wynikająca z ożywienia gospodarczego (i procesu doganiania) i znaczny dysparytet stóp procentowych powodowały dodatkowy efekt majątkowy dla pożyczkobiorców w walucie obcej i w konsekwencji – wzrost popytu na nowe kredyty walutowe, który przyczyniał się do zwiększenia popytu zagregowanego. Z kolei deprecjacja walut krajowych po globalnym kryzysie finansowym i zmniejszenie skali finansowania w walucie obcej przez zagraniczne banki spowodowały obniżenie akcji kredytowej i wzrost wartości zadłużenia w walucie obcej wyrażonego w walucie krajowej, powodując obniżenie popytu zagregowanego^{11,12}.

Kredyty walutowe mogą przyczyniać się do obniżenia skuteczności krajowej polityki pieniężnej, osłabiając mechanizm transmisji polityki pieniężnej. W sytuacji, gdy w gospodarce są dostępne kredyty walutowe, polityka stóp procentowych może okazać się nieskuteczna. Podwyższanie stóp procentowych zwiększa względną atrakcyjność takich kredytów względem kredytów w walucie krajowej. Nie powoduje ono zatem obniżenia, lecz nawet wzrost akcji kredytowej, a w konsekwencji – popytu zagregowanego i presji inflacyjnej. Ponadto bank centralny w kraju, gdzie udział kredytów walutowych jest znaczny, może być również mniej skłonny do obniżania stóp procentowych, ponieważ może to spowodować presję deprecyjną na kurs waluty, a w konsekwencji – z uwagi na wzrost kosztów obsługi kredytów walutowych – spadek krajowej konsumpcji i inwestycji, a także ryzyko obniżenia się stabilności sektora finansowego.

Znaczny udział kredytów walutowych w akcji kredytowej stanowi wyzwanie dla stabilności systemu finansowego. W zdecydowanej większości przypadków, zwłaszcza gospodarstw domowych, kredyty walutowe były zaciągane przez kredytobiorców, którzy nie posiadali odpowiedniego zabezpieczenia zobowiązania w walucie obcej w formie dochodów z pracy lub transferów w walucie kredytu.

Również banki ponoszą ryzyko kursowe i ryzyko stopy procentowej związane z kredytami walutowymi, jednak są one przed takim ryzykiem zabezpieczone za pomocą swapów walutowych lub

¹¹ Ponadto nie tylko już zaciągnięte kredyty walutowe, ale również przepływy spowodowane przez zaciąganie nowych kredytów walutowych powodują ryzyko makroekonomiczne. Znaczny przyrost nowych kredytów walutowych może powodować aprecjację kursu realnego waluty krajowej, co może spotęgować skalę nierównowag zewnętrznych. W ten sam sposób nagłe obniżenie akcji kredytowej w walutach obcych powoduje dodatkową presję deprecyjną na kurs waluty w trakcie recesji.

¹² Badania z wykorzystaniem modelu DSGE dla Polski wskazują ponadto, że kredyty walutowe mogą oddziaływać negatywnie na dobrobyt jedynie w przypadku, gdy dominującym źródłem szoków w gospodarce są zaburzenia zewnętrzne, przekładające się na deprecjację krajowej waluty. Z kolei w przypadku, gdy dominującym źródłem szoków w gospodarce są zaburzenia krajowe, fakt istnienia kredytów walutowych może przyczyniać się do zwiększenia dobrobytu (zob. szerzej Brzoza-Brzezina i in. 2014).

transakcji CIRS, ale również krótkoterminowych (czasem nawet jednodniowych) depozytów od banków-matek. Nie oznacza to jednak, że zabezpieczenie jest trwałe. W przypadku pogorszenia sentymentu rynkowego, płynność na rynku instrumentów swapowych może znacząco się obniżyć, co – wobec braku dostępu do instrumentów banku centralnego w konkretnej walucie obcej – powoduje wzrost kosztów pozyskiwania finansowania i zabezpieczenia dla kredytów w walucie obcej lub nawet jego uniemożliwienie. Z kolei finansowanie wieloletnich kredytów hipotecznych krótkookresowymi depozytami od banków-matek skutkuje silnym niedopasowaniem terminowym po stronie aktywów i pasywów denominowanych w walutach obcych. Ponadto w trakcie wzrostu awersji do ryzyka lub pogorszenia sytuacji u banków-matek banki krajowe są narażone na ryzyko utraty finansowania i zabezpieczenia swoich kredytów walutowych.

Dodatkowo banki ponoszą ryzyko kredytowe (niespłacenia długu przez kredytobiorcę), **które w przypadku kredytów walutowych jest zależne zarówno od dochodów kredytobiorcy i poziomu stóp procentowych za granicą, jak i od zmian kursu walutowego.** W przypadku kredytów walutowych występują dodatkowe czynniki powodujące wyższe ryzyko kredytowe w porównaniu do kredytów w walucie krajowej, które mogą się zmaterializować w przypadku deprecjacji kursu walutowego:

- wzrost wysokości rat kredytu wyrażonych w walucie krajowej, a w rezultacie wzrost ryzyka jego niespłacenia,
- wzrost zadłużenia wyrażonego w walucie krajowej, a w relacji do zabezpieczenia (wskaźnik LtV).

Potencjalne skutki systemowych rozwiązań problemu kredytów walutowych

Przewalutowanie kredytów ma różnokierunkowy wpływ na gospodarkę krajów, które je przeprowadziły, a jego skala jest zależna od rozwiązań przyjętych w poszczególnych krajach. Niemniej można wskazać na kilka wspólnych kanałów wpływu takiego rozwiązania na gospodarki państw, które je przyjęły.

Konwersja kredytów walutowych może oddziaływać w kierunku wyższego popytu konsumpcyjnego, który mógł być obniżany przez niepewność co do przyszłego poziomu rat, jak i rzeczywistych wahań kursowych, szczególnie przy stałym oprocentowaniu kredytu. Niemniej skala wzrostu popytu konsumpcyjnego jest zależna od warunków konwersji kredytu. Gdy kredyt jest przewalutowany po kursie słabszym niż kurs rynkowy¹³, to zmniejsza się wielkość zobowiązania, a tym samym mogą obniżyć się raty kredytu, o ile wzrost oprocentowania nie rekompensuje tego efektu. Natomiast gdy kredyt jest przewalutowany po kursie rynkowym lub nawet preferencyjnym, ale silniejszym niż w dniu zaciągnięcia, a straty wynikające z różnic kursowych są klientom zwracane, efekt przewalutowania kredytu dla klientów będzie najprawdopodobniej mniej znaczący. Wartość zobowiązania bo-

¹³ W większości analizowanych krajów gospodarstwa domowe zaciągały kredyty po kursie zdecydowanie wyższym niż kurs obserwowany w latach 2014-2015.

wiem nie zmniejsza się, a zarazem jego oprocentowanie może być w przyszłości wyższe w porównaniu z oprocentowaniem kredytu walutowego. Skutkuje to wyższym poziomem rat kredytowych i gorszą pozycją bilansową gospodarstwa domowego. W konsekwencji, choć zwrot strat wynikających z różnic kursowych może oddziaływać w kierunku wyższej konsumpcji w krótkim okresie, to wraz z upływem czasu efekt ten będzie pomniejszany przez względnie wyższą wysokość rat¹⁴. Ponadto wzrost konsumpcji może być jednak ograniczany przez wolniejszą akcję kredytową. W przypadku obarczenia banków komercyjnych kosztami konwersji kredytów walutowych i pogorszenia się ich wyników finansowych, mogą być one mniej skłonne do udzielania nowych kredytów, a koncentrować się na odbudowywaniu rezerw kapitałowych.

Wzrostowi popytu konsumpcyjnego w wyniku przewalutowania kredytów walutowych może towarzyszyć obniżenie popytu sektora finansów publicznych wynikające ze spadku dochodów podatkowych banków. Na straty sektora bankowego związane z konwersją składają się straty z różnic kursowych oraz koszty rozwiązania lub zmiany strategii zabezpieczających przed zmianami kursu walutowego. Jednak w relacji do dochodów budżetów poszczególnych krajów skala strat nie powinna być znacząca (0,8-1,2% w Chorwacji i na Węgrzech).

Jednocześnie przewalutowanie kredytów walutowych oddziałuje w kierunku wzmocnienia mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. Ich wyeliminowanie zwiększa siłę zależności pomiędzy poziomem stopy procentowej banku centralnego a akcją kredytową¹⁵.

Konwersja kredytów walutowych może skutkować obniżeniem rezerw walutowych, a w konsekwencji również ich adekwatności. Może to wynikać bezpośrednio z decyzji o pokryciu z rezerw walutowych zapotrzebowania banków na walutę obcą wynikającego z zamykania otwartych pozycji walutowych powstałych po konwersji waluty kredytu (Węgry) lub konieczności interwencji w przypadku, gdy próby pokrycia zapotrzebowania na walutę obcą na rynku prowadzą do nadmiernej deprecjacji waluty, zwłaszcza gdy stabilizowanie kursu jest istotnym elementem strategii polityki pieniężnej w danym kraju (Chorwacja, Ukraina).

Straty w sektorze bankowym, obniżenie dochodów budżetowych, zmiany regulacyjne i zmniejszona adekwatność rezerw walutowych mogą skutkować wzrostem ryzyka reputacyjnego kraju. Może to doprowadzić do deprecjacji kursu walutowego i zmniejszenia napływu inwestycji bezpośrednich i portfelowych, a w konsekwencji – do spadku cen obligacji skarbowych i akcji. Spadek cen

¹⁴ Wydaje się, że w krótkim okresie największy wpływ na wzrost konsumpcji przewalutowanie kredytów będzie miało na Węgrzech (dzięki towarzyszącemu mu planowi zmniejszenia obciążeń dla kredytobiorców). W Chorwacji i Czarnogórze skumulowany efekt przewalutowania w średnim i długim okresie może być większy niż na Węgrzech (szczególnie jako że dokonuje się ono na kredyty w euro, które są niżej oprocentowane od kredytów denominowanych w walutach krajów rozwijających się). W przypadku Ukrainy efekt konsumpcyjny będzie zależny od poziomu stóp procentowych i kursu hrywny w dniu konwersji.

¹⁵ Dodatkowo, wyeliminowanie kredytów walutowych może zwiększać stopień kontroli banku centralnego nad kursem walutowym, jako że jest on w mniejszym stopniu kształtowany przez transakcje związane z finansowaniem kredytów walutowych. Jednak obecność transakcji zabezpieczających przed ryzykiem kursowym wykorzystywanych przez banki w okresie, kiedy udzielanie kredytów walutowych było możliwe, ogranicza siłę tego kanału oddziaływania.

akcji może być wzmacniany przez straty sektora bankowego, natomiast spadek cen obligacji – przez zamykanie pozycji zabezpieczających przed stratami kursowymi¹⁶.

Z drugiej strony, konwersja kredytów walutowych na walutę krajową może prowadzić do obniżenia skali zadłużenia zagranicznego, co może oddziaływać w kierunku wyższej wiarygodności kraju. Jest to związane ze zmniejszeniem się popytu banków krajowych na finansowanie akcji kredytowej przez banki-matki. Przykładowo, wcześniejsza decyzja o konwersji kredytów walutowych mogła oddziaływać ograniczająco na deprecjację kursu forinta węgierskiego po decyzji SNB o porzuceniu asymetrycznego celu kursowego. Dotychczasowe doświadczenia wskazują, że wpływ konwersji na ceny instrumentów finansowych ogranicza się co do zasady do momentu ogłoszenia zamiaru wprowadzenia takich rozwiązań i procesu legislacyjnego i jest największy dla rynku akcji. Należy jednak podkreślić, że dotychczasowe konwersje były przeprowadzane w krajach o reżimie kursu stałego (Chorwacja) lub z wykorzystaniem komplementarnych narzędzi, które miały na celu ograniczenie skali deprecjacji waluty i wzrostu rentowności obligacji skarbowych (Węgry).

Przykłady rozwiązań mających na celu zmniejszenie problemu istniejących kredytów walutowych dla gospodarstw domowych

Przeciwdziałając czynnikom ryzyka wynikającym z kredytów walutowych, które nasiliły się w trakcie globalnego kryzysu finansowego, niektóre kraje, zwłaszcza te o płynnym kursie walutowym, podjęły szereg działań, początkowo jedynie regulacyjnych, mających na celu zmniejszenie skali udzielania nowych kredytów walutowych. Kulminacja tych działań przypadła na lata 2009-11. Działania te obejmowały zarówno te z zakresu polityki pieniężnej, jak i regulacji nadzoru finansowego (Tabela 2). Większość działań była nakierowana na zmniejszenie akcji kredytowej w walutach obcych poprzez stworzenie dodatkowych kosztów dla banków, związanych z utrzymywaniem zobowiązań i aktywów w walutach obcych w ich bilansach.

W wielu przypadkach działania te okazały się początkowo nieskuteczne. Główną przyczyną była utrzymująca się różnica w oprocentowaniu kredytów denominowanych w walucie krajowej i w walucie obcej. W niektórych krajach wyhamowanie akcji kredytowej w walutach obcych nastąpiło dopiero po wprowadzeniu wymogu dochodu w walucie kredytu (Węgry, Polska) lub wręcz całkowitym zakazie ich udzielania (Ukraina, Islandia^{17,18}).

¹⁶ Wynika to ze mechanizmu swapa walutowego, wykorzystywanego w transakcjach zabezpieczających. Otrzymywane przez banki zagraniczne środki walutowe danego kraju w zamian za walutę obcą są zazwyczaj przeznaczane na inwestycje w krajowe obligacje skarbowe. W rezultacie zamykanie swapów walutowych może powodować obniżenie popytu banków zagranicznych na krajowe obligacje skarbowe, oddziałujące w kierunku spadku cen obligacji i wzrostu ich rentowności.

¹⁷ W Islandii Sąd Najwyższy uznał kredyty walutowe za nielegalne, co skutkowało umorzeniem znacznej ich części i przewalutowaniem pozostałości kredytów na walutę krajową, przez co ich stan zmniejszył się znacząco.

¹⁸ Wprowadzenie różnicowania pomiędzy stopą rezerw obowiązkowych od zobowiązań w walucie krajowej i obcej ograniczyło skalę przyrostu kredytów walutowych w Rumunii i w Chorwacji, jednak w dłuższym okresie krajowe kredyty (głównie dla przedsiębiorstw) zostały zastąpione przez kredyty pozyskiwane bezpośrednio od banków-matek, przez co zobowiązania sektora niefinansowego w walutach obcych nadal rosło.

W kolejnych latach zmniejszyło się zastosowanie narzędzi regulacyjnych, choć w niektórych krajach zaczęto sięgać po rozwiązania systemowe, mające na celu obniżenie wielkości zobowiązań w walutach obcych. Wprowadzenie przez SNB asymetrycznego celu kursowego, co znacznie ograniczało ryzyko znacznej deprecjacji krajowych walut względem franka szwajcarskiego, zmniejszało koszty obsługi kredytów denominowanych w tej walucie. W konsekwencji – wobec ograniczenia lub całkowitego wyeliminowania udzielania nowych kredytów walutowych – nie było potrzeby wprowadzania nowych rozwiązań. **Wyjątkiem były Węgry**, gdzie już w 2014 r. przewalutowano niemal całość kredytów walutowych, co było częścią rządowej strategii obniżania zadłużenia zagranicznego tego kraju i wzmacniania krajowego rynku finansowego.

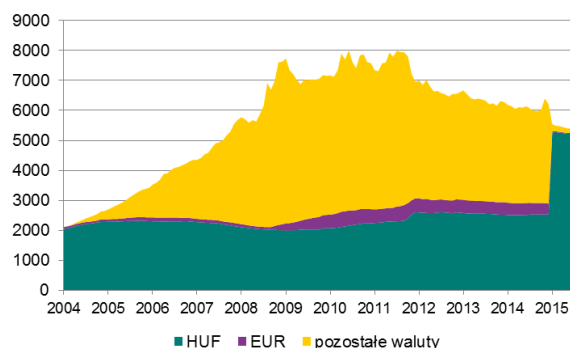
Poza Węgrami, systemowe rozwiązania ograniczające stan kredytów walutowych w portfelach banków były wprowadzane dopiero po decyzji SNB o zaniechaniu asymetrycznego celu kursowego. Silna aprecjacja franka szwajcarskiego wywołała obawy o potencjalne straty banków, a w niektórych krajach nawet ich niewypłacalność w przypadku problemów ze spłatą rat kredytów przez znaczną część kredytobiorców. Rozwiązania systemowe przyjmowane przez poszczególne rządy miały na celu ograniczenie stanu kredytów walutowych, poprzez ich obligatoryjne przewalutowanie lub zmniejszenie kosztów ich obsługi (stabilizacja kursu walutowego lub zamrożenie kursu spłaty kredytu). Rozwiązania systemowe polegające na przewalutowaniu kredytów walutowych były bardzo zróżnicowane, pod względem podziału kosztów, oprocentowania kredytów po konwersji i kursu konwersji, a także obecności komplementarnych działań banku centralnego, mających na celu ograniczenie wynikających z przewalutowania nierównowag.

Poniżej przedstawiono w bardziej poszerzony sposób przykłady systemowych rozwiązań problemu kredytów walutowych.

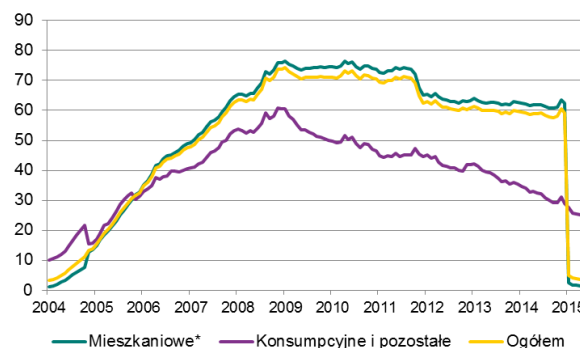
1. Węgry

Po przystąpieniu do UE udział kredytów walutowych w portfelu banków działających na Węgrzech bardzo szybko się zwiększał. O ile w 2004 r. ich udział był niemal niezauważalny, to na początku 2009 r. przekraczał już 70%. Główną walutą, w której udzielano kredytów walutowych gospodarstwom domowym był frank szwajcarski (Wykres 3. 1). Koncentracja kredytów walutowych nie dotyczyła jedynie sektora kredytów hipotecznych, ale też pozostałych kredytów, w tym konsumpcyjnych (Wykres 3. 2). Inną charakterystyczną cechą węgierskich kredytów walutowych był sposób ich oprocentowania, które było arbitralnie ustalane przez banki i nie było w żaden sposób indeksowane do rynkowych stóp procentowych.

Wykres 3. 1. Kredyt dla gospodarstw domowych na Węgrzech według waluty (mld HUF)



Wykres 3. 2. Kredyty walutowe według ich przeznaczenia (udział, proc.)



Źródło: MNB

Uwagi: kredyty mieszkaniowe uwzględniają również niemieszkaniowe kredyty hipoteczne (głównie na cele konsumpcyjne)

W latach 2010-2015 rząd Węgier wraz z Narodowym Bankiem Węgier (MNB) wprowadzały w życie szereg regulacji, które w efekcie doprowadziły do wyeliminowania problemu kredytów walutowych dla gospodarstw domowych w tym kraju.

Pierwszym etapem było ograniczenie podaży nowych kredytów denominowanych w walutach obcych. Decyzję, która w praktyce uniemożliwiła zaciągania nowych kredytów walutowych, parlament Węgier podjął w sierpniu 2010 r. Kredyt walutowy mógł być przyznany jedynie osobom, które mogły udowodnić regularny dochód w walucie udzielanego kredytu, który dodatkowo przekraczał 15-krotność płacy minimalnej na Węgrzech.

Kolejnym krokiem w ramach pomocy dla gospodarstw domowych zadłużonych w walutach obcych była ustawa z września 2011 r. Ustawa umożliwiała im spłatę walutowych kredytów hipotecznych po preferencyjnym kursie, ok. 25% niższym od rynkowego (180 forintów za franka szwajcarskiego, 250 forintów za euro i 2 forinty za japońskiego jena), pod warunkiem, że w momencie zaciągania kredytu kurs nie był wyższy od wymienionego w ustawie. Przedterminowa spłata zadłużenia w walutach obcych mogłaby być refinansowana kredytem w forintach. Gospodarstwa domowe mogły skorzystać z tej możliwości do końca I kw. 2012 r. Skorzystało z niej ok. 180 tys. kredytobiorców, którzy zdecydowali się na spłatę ok. 25% całości nominału kredytów walutowych (1,45 bln HUF z 5,6 bln HUF).

W 2014 r. pojawiły się dwie kolejne ustawy wpływające na zmniejszenie zadłużenia gospodarstw domowych w walutach obcych z tytułu kredytów na cele mieszkaniowe. W lipcu 2014 r. parlament Węgier przegłosował ustawę zmieniającą warunki umów pomiędzy bankami i kredytobiorcami. Władze Węgier uznały, że banki stosowały zawyżone oprocentowanie kredytów walutowych (ustalane przez zarządy banków i nie połączone ze stopami procentowymi na rynku międzybankowym) oraz niekorzystne dla klientów kursy kupna i sprzedaży walut. W konsekwencji banki zobowiązane

zostały do zwrotu klientom skumulowanych wartości tych różnic za lata 2004-2014, poprzez zmniejszenie istniejącego zadłużenia kredytobiorców.

W listopadzie 2014 r. Parlament Węgier przyjął ustawę mającą na celu całkowite wyeliminowanie hipotecznych kredytów walutowych zaciągniętych przez gospodarstw domowe. Zakładała ona niemal obligatoryjną konwersję kredytów z walut obcych na forinty, po kursie rynkowym z 7 listopada 2014 r.¹⁹ Fizyczne rozliczenie kontraktów rozpoczęło się 1 lutego 2015 r. W przypadku większości kredytów zmieniono też sposób naliczania oprocentowania. Wprowadzono oprocentowanie zmienne, połączone z trzymiesięczną stopą BUBOR, o stałej marży, znajdującej się w przedziale 1,0-4,5 pp. (1,0-6,5 pp. dla kredytów hipotecznych na cele nie mieszkaniowe), aczkolwiek możliwe było także pozostanie przy kredycie o stałej stopie procentowej. Wartość marży bądź stałego oprocentowania miała pozostać niezmienna przez 5 lat (pozostała długość kredytu powyżej 16 lat), 4 lata (6-16 lat) lub 3 lata (3-9 lat). Wartość nowopowstałych zobowiązań klientów wobec banków została pomniejszona o wspomnianą powyżej wartość zawyżonego oprocentowania i niekorzystnych kursów kupna/sprzedaży walut obcych.

We wrześniu 2015 r. władze na Węgrzech postanowiły całkowicie rozwiązać problem kredytów walutowych dla gospodarstw domowych, decydując się na konwersję pozostałych kredytów (m.in. na zakup samochodu i konsumpcyjnych). Konwersja ta miała miejsce 1 grudnia 2015 r. W przypadku kredytów denominowanych we franku szwajcarskim konwersja odbyła się po kursie ok. 10% niższym od rynkowego, w przypadku kredytów w EUR po kursie zbliżonym do rynkowego. Koszty związane z tą operacją poniosły banki, aczkolwiek połowę z nich mogą odliczyć od należnego podatku transakcyjnego.

Powyższym działaniom rządu węgierskiego towarzyszyły programy MNB, których celem było ułatwienie przewalutowania kredytów i ograniczenie jego negatywnego wpływu na kurs walutowy i rynek skarbowych papierów wartościowych.

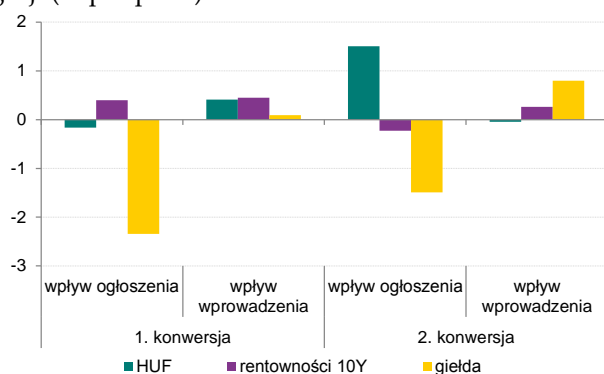
W celu zapewnienia bankom dostępu do walut obcych umożliwiającego zamknięcie otwartych pozycji walutowych, MNB postanowił udostępnić część swoich rezerw walutowych poprzez transakcje warunkowe (*FX swap*) i bezwarunkowe (*CIRS*), zarówno w trakcie pierwszej, jak i drugiej konwersji. W trakcie pierwszej konwersji transakcje z MNB zaspokoili popyt banków na waluty obce w ok. 60%. Pozostałe 40% zostało dostarczone przez macierzyste oddziały banków działających na Węgrzech. W trakcie drugiej konwersji MNB udostępnił znaczną część (25%) swoich rezerw walutowych, jednak zapotrzebowanie na tego typu operacje okazało się niższe od oczekiwań²⁰, a znaczna część (1/3) została pokryta z innych źródeł, m.in. ze środków banków-matek. Druga konwersja nie skutko-

¹⁹ Aby pozostać przy kredycie walutowym, kredytobiorca musiał spełniać jeden z warunków: (1) kredytobiorca uzyskuje regularne dochody w walucie obcej w kwocie zapewniającej spłatę raty kredytu, (2) rata kredytu nie przekraczała 10% dochodów, (3) umowa kredytowa wygasa w 2015 r., (4) oprocentowanie kredytu po zmianach wprowadzonych przez MNB jest wyższe niż przed 19 lipca 2014 r.

²⁰ MNB udostępnił 9 mld EUR, z czego banki nabyły poprzez aukcje 7,83 mld euro.

wała istotnymi kosztami dla sektora bankowego, ponieważ została ona przeprowadzona po kursie rynkowym oraz nie wiązał się z nią zwrot kosztów dla gospodarstw domowych.

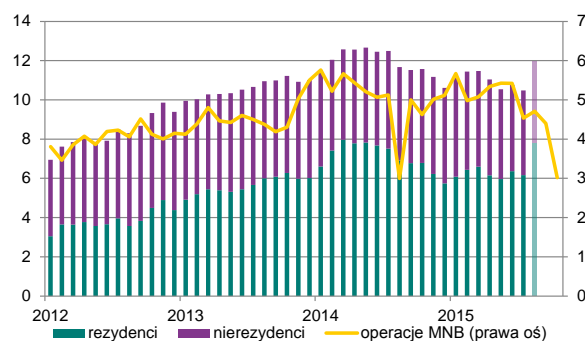
Wykres 3. 3. Wpływ przewalutowania kredytów walutowych na Węgrzech na rynek walutowy (spadek oznacza deprecjację), akcji (w proc.) i obligacji (w pkt proc.)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg

Uwagi: na podstawie event-study wokół głównych wydarzeń związanych z przewalutowaniem kredytów walutowych – ogłoszeniem zmian, skierowaniem do Parlamentu, wejściem w życie i wprowadzeniem, okno 2 dni.

Wykres 3. 4. Zaangażowanie nierezydentów i rezydentów na węgierskim rynku SPW oraz wykorzystanie instrumentów MNB (bln HUF)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych AKK

Uwagi: sierpień 2015 r. – szacunki IE na podstawie danych AKK.

W celu ograniczenia wpływu konwersji na rentowności skarbowych papierów wartościowych, MNB uruchomił program wspierający krajowy popyt na te instrumenty finansowe (ang. *self-financing programme*). W ramach tego programu MNB prowadzi działania ograniczające wykorzystanie własnych instrumentów, co wraz z komplementarnymi działaniami może prowadzić do wzrostu popytu krajowego na węgierskie obligacje skarbowe. W ramach tych działań MNB oferuje bankom *swap* na stopę procentową umożliwiającą zamianę depozytów w banku centralnym na obligacje skarbowe o terminie zapadalności do 10 lat. Ponadto MNB dokonał wydłużenia zapadalności głównego instrumentu polityki pieniężnej do okresu odpowiadającego najkrótszej zapadalności węgierskich obligacji skarbowych (3 miesiące), a także obniżył stopę rezerw obowiązkowych. Działania MNB mogły ograniczać skalę deprecjacji forinta i wzrostu rentowności obligacji skarbowych wynikającego z przewalutowania kredytów, która była nieznaczna i obserwowana jedynie w trakcie prac nad rozwiązaniami (Wykres 3. 3). Działania MNB pomogły w zrównoważeniu spadku zaangażowania nierezydentów na węgierskim rynku skarbowych papierów wartościowych, które w 2015 r. obniżyło się o 15% (Wykres 3. 4).

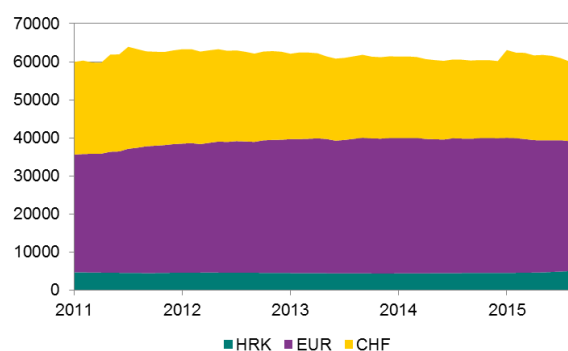
Według szacunków MNB, pierwszy etap konwersji mieszkaniowych kredytów walutowych kosztował banki ok. 300 mld HUF, co stanowiło ok. 10% ich kapitałów własnych. Część tych kosztów (1/3) mogła być jednak odliczona od obowiązującego od 2010 r. podatku od usług finansowych. Koszty poniesione przez banki w związku z przewalutowaniem kredytów wpłynęły na istotne pogorszenie

ich wyniku finansowego w 2011 r., doprowadziły do wyraźnego spadku cen akcji, a w niektórych przypadkach (m.in. Raiffeisen Bank International) konieczne było ich dokapitalizowanie przez zagraniczne spółki-matki). **Zwrócenie klientom różnic kursowych i wynikających z podwyższonego oprocentowania kosztowało – zgodnie z dostępnymi szacunkami – 600 mld HUF.** Straty poniesione przez banki z tytułu tych operacji będą miały niekorzystny wpływ na finanse publiczne. Szacuje się, że dochody sektora finansów publicznych mogą zmniejszyć się o 0,8% z tytułu niższych wpływów z CIT.

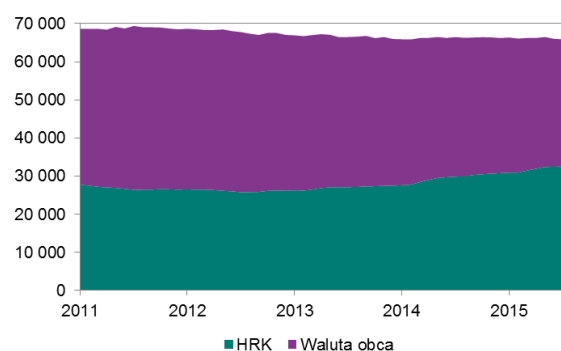
2. Chorwacja

W styczniu 2015 r., w reakcji na decyzję SNB i silne umocnienie się franka szwajcarskiego wobec kury chorwackiej, rząd Chorwacji zdecydował się na zamrożenie kursu pomiędzy tymi walutami na potrzeby spłaty kredytów na poziomie sprzed decyzji SNB, czyli ok. 20% niższym od ówczesnego kursu rynkowego. Decyzja ta dotyczyła ok. 35% kredytów mieszkaniowych w Chorwacji, które były indeksowane do franka szwajcarskiego. W przypadku kredytów konsumpcyjnych udział pożyczek denominowanych w szwajcarskiej walucie był znikomy (Wykres 3. 5 i Wykres 3. 6). Według szacunków Narodowego Banku Chorwacji (HNB) koszt tej operacji dla sektora bankowego wyniósłby 400 mln kun. Zamrożenie kursu miało mieć charakter tymczasowy, obowiązywać przez 12 miesięcy, co dałoby czas na stworzenie systemowego rozwiązania kredytów denominowanych we frankach szwajcarskich.

Wykres 3. 5. Kredyt mieszkaniowy dla gospodarstw domowych w Chorwacji, według waluty (mln HRK)



Wykres 3. 6. Kredyt konsumpcyjny dla gospodarstw domowych w Chorwacji, według waluty (mln HRK)



Źródło: HNB

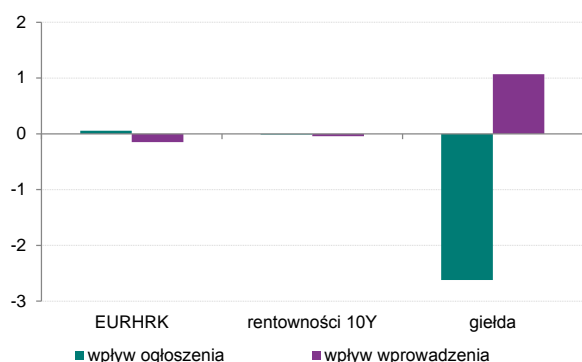
We wrześniu 2015 r. parlament przyjął uchwałę konwertującą kredyty denominowane we franku szwajcarskim na kredyty denominowane w euro²¹. Wybór euro jako waluty docelowej dla takich kredytów jest prawdopodobnie podyktowany ze znaczną euroizacją tego kraju (ok. 60% depozytów

²¹ W październiku 2015 r. trzy banki komercyjne odwołały się do chorwackiego trybunału konstytucyjnego o sprawdzenie legalności ustawy.

denominowanych jest w euro, a znaczna część depozytów w walucie krajowej jest również indeksowana do euro) i wynikającą z tego faktu z istotną rolą stabilizacji kursu walutowego względem euro w strategii polityki pieniężnej tego kraju (w związku z czym reżim kursowy w Chorwacji jest klasyfikowany jako *crawling peg agreement*). W konsekwencji ryzyko kursowe w przypadku kredytów denominowanych w euro jest w tym kraju znacznie niższe niż w wielu innych krajach europejskich, a potrzeba finansowania takich kredytów z wykorzystaniem zewnętrznego finansowania jest niższa.

Konwersja dokonana ma zostać według kursu obowiązującego w dniu udzielenia kredytu, po kursie zaciągnięcia kredytu²². Oprocentowanie kredytu ma być zmienione na oprocentowanie, jakie obowiązywało w przypadku kredytów denominowanych w euro w okresie, kiedy powstało zobowiązanie. Spłacona dotychczas część kredytu również jest przeliczana na euro według kursów z dnia spłaty poszczególnych rat. W związku z tymi ustaleniami, zmienia się również harmonogram spłat i wysokość rat płaconych przez kredytobiorców. Dodatkowo, jeżeli wartość zapłaconych dotychczas rat jest większa niż wynikałoby to z nowego harmonogramu spłat, nadwyżka ta zostaje odjęta od wielkości kolejnych płatności. W przeciwnym przypadku (niedopłaty) różnica ta będzie rozliczona pomiędzy klientem a bankiem.

Wykres 3. 7. Wpływ przewalutowania kredytów walutowych w Chorwacji na rynek walutowy (spadek oznacza deprecjację), akcji (w proc.) i obligacji (w pkt proc.)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg

Uwagi: na podstawie event-study wokół głównych wydarzeń związanych z przewalutowaniem kredytów walutowych – ogłoszeniem zmian, skierowaniem do Parlamentu, wejściem w życie i wprowadzeniem, okno 2 dni.

Szacunki rządu Chorwacji wskazują, że całkowity koszt operacji przewalutowania kredytów denominowanych we franku szwajcarskim wyniesie 6 mld HRK. Szacunki HNB wskazują na wyższą kwotę, 8,52 mld HRK (1,1 mld euro, czyli równowartość trzyletniego zysku sektora bankowego w Chorwacji). Współczynnik wypłacalności (*capital adequacy ratio*) dla sektora bankowego może się zmniejszyć o 3,8 pp. (z 23,5% do 19,7%), jednak wciąż będzie to poziom zdecydowanie przekraczający wymagane minimum, co nie powinno stanowić zagrożenia dla stabilności sektora bankowego. Zgodnie z szacunkami IE, spadek zysku sektora bankowego może obniżyć dochody budżetowe w Chorwacji o ok. 1,2%.

Podobnie jak w przypadku Węgier wpływ przewalutowania na kurs walutowy i rentowności obligacji skarbowych był ograniczony (Wykres 3. 7). W przypadku kursu wynikało to z obowiązującego w Chorwacji reżimu kursowego, a także konwersji na inną walutę obcą.

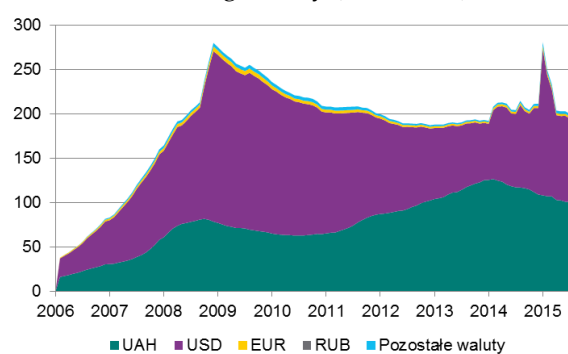
²² Spłacone już raty będą z kolei przeliczane po kursie ustalonym dla spłacających kredyt w euro na dzień spłaty raty.

3. Ukraina

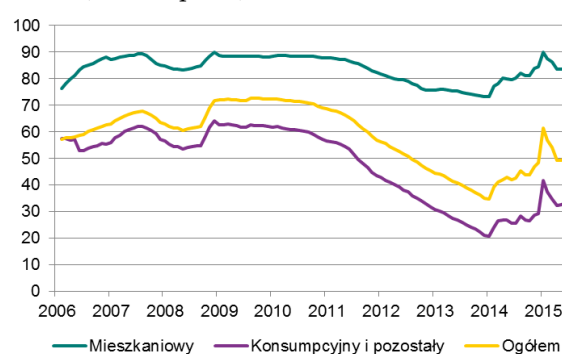
Kredyty walutowe stanowiły znaczącą część kredytów dla gospodarstw domowych (blisko 60%) już w połowie pierwszej dekady XXI w. W kolejnych latach udział ten jeszcze się zwiększył, do ponad 70%, w 2009 r. Dominujący udział kredytów walutowych miał miejsce zarówno w przypadku kredytów mieszkaniowych, gdzie wynosił on blisko 90%, jak i kredytów konsumpcyjnych, z udziałem przekraczającym 60% w 2009 r. (Wykres 3. 9). Zdecydowanie najbardziej popularną walutą w której denominowane były kredyty walutowe na Ukrainie był dolar amerykański (Wykres 3. 8). Udział ten w latach 2006-2015 wynosił średnio 95%.

Pierwszą próbę ograniczenia podaży kredytów walutowych na Ukrainie podjęto w 2009 r. Było to odpowiedzią na silną deprecjację ukraińskiej hrywny (UAH) w wyniku wybuchu globalnego kryzysu finansowego i tym samym wyraźny wzrost ryzyka stabilności sektora bankowego. Uchwalono wówczas ustawę, która zabraniała bankom udzielania kredytów walutowych osobom fizycznym, z wyjątkiem pożyczek pokrywających koszty opieki medycznej lubi edukacji za granicą. W rezultacie, udział kredytów walutowych w całości kredytów dla gospodarstw domowych sukcesywnie się zmniejszał, do 33% na koniec 2013 r.²³

Wykres 3. 8. Kredyt dla gospodarstw domowych na Ukrainie według waluty (mld UAH)



Wykres 3. 9. Kredyty walutowe według przeznaczenia (udział, proc.)



Źródło: NBU

W lipcu 2015 r. parlament Ukrainy przegłosował ustawę nakazującą bankom przewalutowanie kredytów walutowych na kredyty w UAH po kursie po którym zostały one zaciągnięte. W przypadku, gdy większość takich umów kredytowych została podpisana przed 2009 r., kiedy to kurs UAH wobec głównych walut był zdecydowanie mocniejszy (m.in. kurs USD/UAH wynosił 5,05 wobec ok. 23 obecnie) wartość nowopowstałych zobowiązań byłaby ponad czterokrotnie niższa niż przed konwersją. Koszty związane z utratą wartości aktywów zostałyby w pełni poniesione przez banki.

Narodowy Bank Ukrainy (NBU) w oficjalnym oświadczeniu odniósł się krytycznie do decyzji parlamentu. Według szacunków NBU koszt konwersji dla sektora bankowego wyniosłby ok. 100 mld

²³ W wyniku silnej deprecjacji UAH, jaka miała miejsce od początku 2014 r. relatywny udział kredytów denominowanych w walutach obcych ponownie wzrósł do ok. 50%.

UAH, co, zwłaszcza w warunkach dużej niestabilności makroekonomicznej Ukrainy, stwarzałyby poważne zagrożenie dla stabilności sektora finansowego w tym kraju. Jednocześnie NBU, przy współpracy z Niezależnym Zrzeszeniem Banków na Ukrainie i przy wsparciu MFW opracowuje własny projekt restrukturyzacji kredytów walutowych, w mniejszym stopniu obciążający sektor bankowy.

Wejście w życie ustawy o przewalutowaniu kredytów walutowych na Ukrainie stoi pod znakiem zapytania. W grudniu 2015 r. prezydent zawetował ustawę i zasugerował jej odrzucenie.

4. Czarnogóra

W sierpniu 2015 r. parlament Czarnogóry uchwalił ustawę nakazującą bankom konwersję kredytów denominowanych we franku szwajcarskim na kredyty w EUR²⁴. Konwersja miała się odbyć po kursie z dnia powstania zobowiązania. Kredyty mają być oprocentowane według stałej stopy procentowej (8,2%), odpowiadającej maksymalnej stopie oprocentowania kredytów denominowanych w EUR w okresie kiedy zawierane były objęte ustawą umowy kredytowe. **Problem kredytów denominowanych we franku szwajcarskim w Czarnogórze, ze względu na swój niewielki zasięg nie wydaje się stwarzać realnego zagrożenia dla stabilności gospodarki.** Dotyczy on ok. 500 klientów jednego banku (Hypo Alpe Adria Bank).

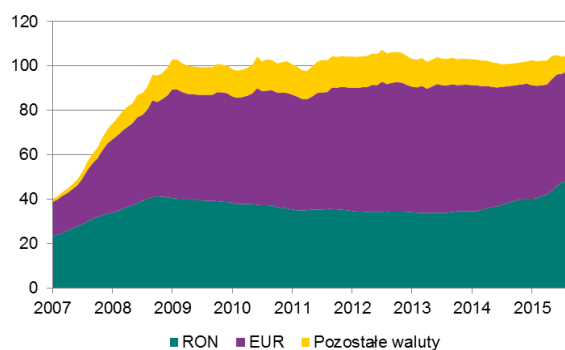
5. Rumunia

Chociaż Rumunia jest gospodarką, w której problem kredytów walutowych wydaje się mieć duże znaczenie dla systemu finansowego, także ze względu na ryzyko kursowe związane z reżimem płynnego kursu walutowego, do października 2015 r. nie zostały podjęte oficjalne działania mające na celu ograniczenia ryzyka związanego z istniejącymi już kredytami denominowanymi w walutach obcych. Podobnie jak w innych nowych krajach członkowskich UE, kredyty walutowe w Rumunii zaczęły pojawiać się w okresie integracji z UE, jednak w przeciwieństwie do innych krajów, ich udział w portfelu kredytów dla gospodarstw domowych zwiększał się aż do 2013 r. (Wykres 3. 11) Główną walutą kredytów w Rumunii było EUR (ok. 85% wszystkich kredytów walutowych dla gospodarstw domowych). Udział kredytów denominowanych we franku szwajcarskim był zdecydowanie mniejszy (ok. 10%) (Wykres 3. 10). W latach 2008-2012 Narodowy Bank Rumunii (NBR) wprowadził szereg regulacji mających na celu zmniejszenie podaży nowych kredytów walutowych (m.in. zmiany regulacyjne, zmiany stopy rezerwy obowiązkowej). Nie zostały natomiast podjęte działania w celu rozwiązania problemu już istniejących kredytów denominowanych w walutach obcych, choć NBR sygnalizuje taką możliwość. NBR sugeruje, że ewentualne działania podjęte w tym kierunku będą skierowane do najbardziej potrzebujących pomocy, nie powinny one jednak stwarzać ryzyka nadużycia i jednocześnie nie zagrażać stabilności systemu finansowego. Jako możliwe do zastosowania instrumenty wymienia się: konwersję kredytów na kredyty w walucie krajowej po kursie zbliżonym

²⁴ W Czarnogórze obowiązującą walutą jest euro, choć kraj nie jest członkiem strefy euro (oficjalna euroizacja).

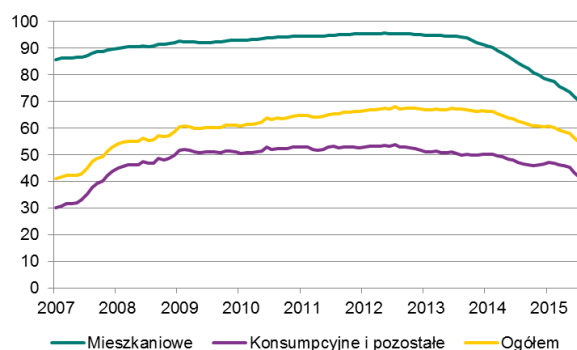
do rynkowego, tymczasowe zmniejszenie stopy oprocentowania kredytu, pomoc państwa dla gospodarstw domowych o najniższym dochodzie.

Wykres 3. 10. Kredyt dla gospodarstw domowych w Rumunii według waluty (mld RON)



Źródło: NBR

Wykres 3. 11. Kredyty walutowe według rodzaju przeznaczenia (udział, proc.)



Aneks

Tabela 3. 2. Działania mające na celu ograniczenie problemu kredytów walutowych w wybranych krajach

	PL	HU	RO	BG	HR	EE	LT	LV	ME	SI	AT	KY	GR	IS	RS	RU	UA	TK
Polityka pieniężna																		
Podniesienie stopy rezerw obowiązkowych dla zobowiązań w walutach obcych			04, 05, 06		04-08										x			11
Wstąpienie do unii walutowej*						11	14	15										
Stabilizowanie kursu walutowego/kursu sztywny			x	x	x	x	x	x								98-14	09-13, 15	
Ograniczenia napływu kapitału															08-15			15
Rekomendacje nadzoru finansowego																		
Wyższe wagi ryzyka	08	08, 09																
Ograniczenia wskaźnika LtV dla kredytów walutowych																		
Ograniczenia wskaźnika Dtl	10, 11		08															
Ograniczenia ilościowe			05									x						
Wymóg posiadania dochodów w walucie kredytu lub inne kryteria dla pożyczkobiorców lub całkowity zakaz ich udzielenia	13	10												10			11	09
Inne rekomendacje dla banków lub klientów	06, 11, 12							07, 08	07	06, 07	03, 08	06	07					
Rozwiązania systemowe																		
Dobrowolne przewalutowanie kredytów		11							15						15			
Obligatoryjne przewalutowanie kredytów		14			15													15
Wsparcie dla banków case-by-case															15			
Zamrożenie kursu dla kredytobiorców		11			15													
Umorzenie części długu, wsparcie bezpośrednie w obsłudze kredytu	08, 15													13				
Zobowiązanie do obniżenia rat kredytu lub jego marży															15			

Źródło: Opracowanie własne na podstawie informacji banków centralnych.

CON/2014/59, CON/2014/72 and CON/2014/76

Literatura:

Bakker B., Gulde A-M., 2010, The Credit Boom in the EU New Member States: Bad Luck or Bad Policies?, IMF Working Paper

Barrell R., Davis P., Fic T., Orazgani A., 2008, Household Debt and Foreign Currency Borrowing in New Member States of the EU, NIESR and Brunel University

Bank for International Settlements, 2011, The global crisis and financial intermediation in emerging market economies, BIS Papers No 54

Balogh C., Gereben A., Karvalits F., Pulai G., 2013, Foreign currency tenders in Hungary: a tailor-made instrument for a unique challenge, BIS Papers No 73

Biedrzycki M., Sapielak P., 2014, Nowe instrumenty walutowe MNB związane z przewalutowaniem kredytów walutowych, NBP mimeo

Brown M., De Haas R., 2010, Foreign currency lending in emerging Europe: bank-level evidence, EBRD Working Paper No. 122

Brzoza-Brzezina M., Kolasa M., Makarski K., 2014, Monetary and macroprudential policy with foreign currency loans, NBP Working Paper No. 184

Csajbók A., Hudecz A., Tamási B., 2010, Foreign currency borrowing of households in new EU member states, MNB Occasional Papers 87

Dübel H. J., 2012, Sector risk, regulation and policy issues in Central and Eastern European transition countries, with a special focus on Romania, Serbia, Croatia, Hungary, Poland and Turkey, Finpolconsult

Endresz M., Harasztosi P., 2014, Corporate Foreign Currency Borrowing and Investment. The Case of Hungary, MNB Working Papers 1

Endresz M., Gyongyosi G., Harasztosi P., 2012, Currency mismatch and the sub-prime crisis: firm-level stylized facts from Hungary, MNB Working Papers 8

Endresz M., Harasztosi P., Lieli R., 2015, The Impact of the Magyar Nemzeti Bank's Funding for Growth Scheme on Firm Level Investment, MNB Working Papers 2

European Systemic Risk Board, 2011, Brief outline of the regulation concerning FX lending in Hungary, ESRB/2011/1

Europejski Bank Centralny, 2010, Developing macro-prudential policy recommendations on bank lending in foreign currency in European Union countries, EBC mimeo

Europejski Bank Centralny, 2011, Opinion of the European Central Bank of 4 November 2011 on foreign currency mortgages and residential property loan agreements (CON/2011/87)

Europejski Bank Centralny, 2012, Opinion of the European Central Bank of 5 April 2012 on foreign currency mortgages and residential property agreements (CON/2012/27)

Europejski Bank Centralny, 2014a, Opinion of the European Central Bank of 16 December 2014 on the conversion of foreign exchange loans (CON/2014/87)

Europejski Bank Centralny, 2014b, Opinion of the European Central Bank of 28 July 2014 on new general measures stemming from the Supreme Court's decision on consumer loan contracts (CON/2014/59)

Europejski Bank Centralny, 2015, Opinion of the European Central Bank of 18 September 2015 on the conversion of Swiss franc loans (CON/2015/32)

Gąsiorowski P., 2015, Działania MNB w ramach operacji przewalutowania części kredytów walutowych w listopadzie 2014 r., NBP mimeo

Haiss P., Paulhart A., Rainer W., 2008, Do Foreign Banks Raise the Risk of Foreign Currency Lending in Central and Eastern Europe? A Survey, Europainstitut Wirtschaftsuniversität Wien

Herrmann S., Mihaljek D., 2010, The determinants of cross-border bank flows to emerging markets: new empirical evidence on the spread of financial crises, BIS Working Papers No 315

Hrvatska Narodna Banka, 2015a, Izvješće o problematici zaduženja građana kreditima u švicarskim francima i prijedlozima mjera za olakšavanje pozicije dužnika u švicarskim francima temeljem zaključka Odbora za financije i državni proračun Hrvatskog sabora

Hrvatska Narodna Banka, 2015b, Some facts about loans in Swiss francs and some options for government intervention, HNB press release 21.01.2015

Jabłecki J., Rogowicz K., 2015, Funding for Growth Scheme – zasady, efekty oraz ryzyko programu, NBP mimeo

Jimenez G., Saurina J., 2006, Credit Cycles, Credit Risk, and Prudential Regulation, International Journal of Central Banking

Jones E., 2005, The Foreign Currency Loan Experience in 1980s Australia with particular reference to the Commonwealth Bank of Australia : bank documents, bank culture, and foreign currency loan litigation, School of Economics and Political Science University of Sydney

Kamil H., Rai K., 2010, The Global Credit Crunch and Foreign Banks' Lending to Emerging Markets: Why Did Latin America Fare Better?, IMF Working Paper

Moreno R., 2011, Policymaking from a “macroprudential” perspective in emerging market economies, BIS Working Papers No 336

Magyar Nemzeti Bank, 2014a, Magyar Nemzeti Bank provides the necessary amount of foreign currency for the conversion of household fx loans into Hungarian forint, MNB press release, 4.11.2014

Magyar Nemzeti Bank, 2014b, The MNB’s foreign currency tender has brought success; banks have almost entirely covered the forint conversion, MNB press release, 10.11.2014

Magyar Nemzeti Bank, 2015a, Changes to the Bank’s policy instruments, MNB press release, 9.10.2015

Magyar Nemzeti Bank, 2015b, MNB harmonises its reserve requirement system with the ECB’s practice, MNB press release, 6.10.2015

Magyar Nemzeti Bank, 2015c, The Magyar Nemzeti Bank’s self-financing programme April 2014 – March 2015

Magyar Nemzeti Bank, 2015d, Notification of the European Systemic Risk Board on the amendment of the requirements regarding the Foreign Exchange Funding Adequacy Ratio and on the regulation of the denomination consistency of the assets and liabilities of credit institutions, Budapest, 14.04.2015

National Bank of Romania, 2015, Analysis on CHF-denominated loans

Nagy M., Palotai D., 2015, The MNB further reduces Hungary’s vulnerability by reforming its policy instruments, portfolio.hu, 3.06.2015

Ólafsson T., Vignisdóttir K. A., 2012, Households’ position in the financial crisis in Iceland, Central Bank of Iceland Working Paper No. 59

Pann J., Seliger R., Übeleis J., 2010, Foreign Currency Lending in Central, Eastern and Southeastern Europe: the Case of Austrian Banks, Oesterreichische Nationalbank Financial Stability Report 20

Pellényi G., Bilek P., 2009, Foreign Currency Borrowing: The Case of Hungary, Working Paper FI-NESS.D.5.4

Puhr C., Schwaiger M., Sigmund M., 2009, Direct Cross-Border Lending by Austrian Banks to Eastern Europe, Oesterreichische Nationalbank Financial Stability Report 17

Rosenberg C., Tírpák M., 2008, Determinants of Foreign Currency Borrowing in the New Member States of the EU, IMF Working Paper

Ranciere R., Tornell A., Vamvakidis A., 2010, Currency Mismatch and Systemic Risk in Emerging Europe, Economic Policy, Vol. 25, No. 64, pp. 597-658

Szpunar P., Głogowski A., 2012, Lending in foreign currencies as a systemic risk, Macro-prudential Commentaries Issue No: 4, December 2012

Towbin P., Weber S., 2010, Limits of Floats: The Role of Foreign Currency Debt and Import Structure, HEID Working Paper No: 01/2010

Vlada Republike Hrvatske, 2015a, Lasting measures for CHF loans to cost banks over EUR 667m, says deputy PM Grcic, Press release

Vlada Republike Hrvatske, 2015 b, Potpredsjednik Vlade Grčić: Trajne mjere za kredite u švicarskim francima stajat će banke više od 5 milijardi kuna, Press release

Vlada Republike Hrvatske, 2015c, Prijedlog zakona o izmjeni i dopunama zakona o potrošačkom Kreditiranju, s konačnim prijedlogom zakona, Press release

Vlada Republike Hrvatske, 2015d, Prime Minister on loans pegged to Swiss francs, Press release

Zakon o konverziji kredita u švajcarskim francima u eure, Sl. List, CG, br. 46/2015

Czy regulacje rynku produktów w krajach EŚW wspierają wzrost produktywności?

Streszczenie

Niniejsze opracowanie jest próbą odpowiedzi na pytanie, w jakim stopniu regulacje i kształt rynku produktów wspierają, a w jakim ograniczają wzrost produktywności w krajach EŚW. Wzrost gospodarczy w regionie z dużym prawdopodobieństwem spowolni w średnim i długim okresie w stosunku do obserwowanego w poprzednich dekadach, wskutek m.in. naturalnego spadku tempa konwergencji w miarę zmniejszania się dystansu do bogatszych krajów UE i narastających presji demograficznych. Negatywny wpływ powyższych czynników na wzrost gospodarczy w EŚW może zostać ograniczony dzięki działaniom na rzecz zwiększenia dynamiki produktywności. Analiza porównawcza wskaźników efektywności i uwarunkowań rynku produktów w krajach EŚW oraz wpływających nań regulacji wskazuje, że:

1. mimo wysokiej w porównaniu z krajami UE15 liczby nowopowstających firm, rozwój przedsiębiorstw w EŚW jest hamowany przez niekorzystne uwarunkowania rynku produktów, w tym regulacje. Dotyczy to zwłaszcza sektora usług;
2. niska efektywność alokacji i wysokie marże w sektorze usług sygnalizują, że wzrost produktywności w krajach EŚW jest ograniczany przez niewystarczającą presję konkurencyjną;
3. na rynku usług istotna część zasobów jest zatrudniona w nisko produktywnych mikroprzedsiębiorstwach o słabych perspektywach rozwoju;
4. zbyt niski poziom konkurencji na rynkach dóbr pośrednich w EŚW może być barierą dla dalszego wzrostu zaangażowania firm w działalność międzynarodową;
5. stabilny rozwój wysoko produktywnych przedsiębiorstw oraz wzrost innowacyjności może hamować niższa niż w UE15 efektywność sądownictwa gospodarczego (egzekucja zobowiązań oraz prawo upadłościowe).

Wprowadzenie

Długookresowe perspektywy wzrostu gospodarczego w EŚW wydają się obecnie mniej korzystne niż przed wybuchem światowego kryzysu finansowego. Za wolniejszym wzrostem produktywności przemawia przede wszystkim naturalne w procesie konwergencji obniżenie się tempa wzrostu wydajności w miarę zmniejszania się dystansu do bogatszych krajów. Na przestrzeni ostatnich 25 lat ważnym źródłem tej konwergencji były reformy, mające upodobnić gospodarki krajów EŚW do gospodarek UE15, takie jak: uwolnienie drobnej przedsiębiorczości, prywatyzacja i podporządkowanie przedsiębiorstw celom ekonomicznym, wzrost powszechności kształcenia, absorpcja technologii niedostępnych w okresie gospodarki planowej, zmiany praktyk menedżerskich, zmniejszeniu barier w przepływie dóbr, kapitału i technologii. Z czasem korzyści z tych reform w postaci dodatkowych przyrostów produktywności wyczerpały się. Wzrost gospodarczy w krajach EŚW będzie również w coraz większym stopniu ograniczany przez starzenie się ludności. Na te procesy nakładają się dodatkowo negatywne konsekwencje kryzysu finansowego. Ponieważ istotna część nowych technologii, które są wdrażane w EŚW jest wytwarzana w UE15, można oczekiwać, że obniżenie się dynamiki

potencjalnego PKB w Europie Zachodniej wpłynie na spowolnienie wzrostu produktywności w naszym regionie. Dodatkowo, w najbliższych latach spodziewany jest mniejszy napływ kapitału w formie bezpośrednich inwestycji zagranicznych, a w kolejnej dekadzie – także w formie funduszy strukturalnych UE, co będzie miało negatywny wpływ na tempo akumulacji kapitału, a prawdopodobnie również produktywności.

Reformy regulacyjne na rynku produktów mogą istotnie zwiększyć dynamikę produktywności i inwestycji w krajach EŚW. Regulacje rynku produktów stanowią nie tylko o łatwości prowadzenia działalności gospodarczej i rozwoju przedsiębiorstw, ale także o efektywności gospodarowania dostępnymi zasobami pracy i kapitału oraz tempie absorpcji i dyfuzji nowych technologii i najlepszych praktyk menedżerskich. W konsekwencji, przyjazne i skuteczne regulacje rynku produktów umożliwiają rozwój "krajowych czempionów", zdolnych do rywalizacji na rynkach zagranicznych.

Termin „regulacje rynku produktów” dotyczy zbioru polityk mikroekonomicznych kształtujących warunki prowadzenia działalności gospodarczej przez przedsiębiorstwa. W wąskim sensie, pod tym pojęciem należy rozumieć:

- **ogólne zasady rozpoczynania i kończenia działalności gospodarczej** oraz niepodatkowe obowiązki przedsiębiorstwa wobec państwa (np. sprawozdawcze),
- **politykę konkurencji** (polityka antymonopolowa, zasady pomocy publicznej i prawo zamówień publicznych, zasady funkcjonowania przedsiębiorstw z udziałem sektora publicznego),
- **regulacje dotyczące prowadzenia reglamentowanej działalności gospodarczej** (licencje, koncesje, dopuszczalna forma prawna, kontrola cen).

W praktyce, jakość regulacji rynku produktów rozpatruje się uwzględniając uwarunkowania strukturalne i instytucjonalne funkcjonowania rynku pracy, rynków finansowych, polityki handlowej, polityki wspierania przedsiębiorczości i innowacyjności oraz funkcjonowanie systemu sądownictwa cywilnego, gospodarczego i administracyjnego.

Pomiaru efektywności regulacji rynku produktów dokonuje się poprzez analizę aktów prawnych i metod działania instytucji (wskaźniki *de iure*) oraz rzeczywistych zmiennych ekonomicznych, obrazujących strukturę i dynamikę sektora przedsiębiorstw (wskaźniki wynikowe, *outcome-based indicators*). W niniejszym materiale głównym źródłem wskaźników *de iure* były zestawienia: *Doing Business*, *OECD Indices of Product Market Regulation (OECD PMR)*, *OECD Competition Law and Policy Indicators (OECD CLP)*, *OECD Indicators of Regulatory Management in Network Sectors*. Ponadto, do oceny przedsiębiorczości i poziomu konkurencji w poszczególnych sektorach posłużyły wskaźniki wynikowe, otrzymane w oparciu o dane pochodzące ze zbioru OECD i Eurostatu *Structural and Demographic Business Statistics (SDBS)*.

W materiale opisano trzy kanały, dzięki którym skuteczne i przyjazne regulacje rynku produktu mogą przyczynić się do zwiększenia dynamiki produktywności w krajach EŚW²⁵. Są to kolejno:

- powstawanie nowych przedsiębiorstw i dynamika ich wzrostu,
- kanał realokacji zasobów,
- adaptacja i dyfuzja innowacji.

Wpływ powstawania i wzrostu nowych przedsiębiorstw na produktywność

Nowopowstające przedsiębiorstwa mają wyższą skłonność do eksploatacji nisz rynkowych, dzięki czemu przyczyniają się do wzrostu produktywności poprzez tworzenie lub adaptację innowacji radykalnych. W przeciwieństwie do swoich konkurentów o ugruntowanej pozycji, młode przedsiębiorstwa muszą w krótkim czasie zbudować od podstaw swoją markę i bazę klientów. W tym celu częściej dostarczają na rynek nowe rodzaje dóbr lub poszukują bardziej efektywnych sposobów wytwarzania²⁶.

Wpływ, jaki na poszczególne rynki wywierają nowopowstałe przedsiębiorstwa, jest kombinacją czterech czynników: stopy wejścia, przeżywalności, początkowego rozmiaru firm oraz tempa ich wzrostu w pierwszych latach istnienia. W szczególności, na istnienie barier dla przedsiębiorczości wskazywać mogą: (1) niska stopa wejścia na rynek (tj. stosunek liczby nowopowstałych przedsiębiorstw do liczby istniejących firm)²⁷ lub/i duży początkowy rozmiar nowych przedsiębiorstw, (2) wysoka przeżywalność niskoproduktywnych firm oraz (3) niskie tempo wzrostu młodych przedsiębiorstw²⁸.

Regulacje rynku produktów mają istotny wpływ na dynamikę powstawania nowych firm. W szczególności, stopę wejścia ograniczać mogą licencje i pozwolenia, utrudniony dostęp do finansowania, czy wysoki oczekiwany koszt ewentualnej likwidacji przedsiębiorstwa.

Nowopowstające przedsiębiorstwa mogą wywierać korzystny wpływ na produktywność, gdy albo wykazują w pierwszych latach istnienia bardzo szybki wzrost, pozwalający na osiągnięcie korzyści skali, albo gdy są szybko likwidowane (*up-or-out pattern*). Nowopowstające przedsiębiorstwa są co do zasady wyraźnie mniejsze od istniejących, a osiągnięcie przez nie korzyści skali jest uzależnione od

²⁵ Całościowe omówienie zagadnienia wpływu regulacji rynku produktów na produktywność przekracza ramy niniejszego opracowania. W materiale pominięto te elementy polityki rynku produktów, które są rozstrzygane na poziomie UE oraz kwestie interakcji rynku produktów z rynkiem finansowym i rynkiem pracy. Ponadto, w przypadku niektórych zagadnień brak porównywalnych danych uniemożliwił przeprowadzenie analizy ilościowej.

²⁶ W świetle badań, *start-upy* mają większy wpływ na wzrost produktywności w dynamicznych sektorach usługowych (np. w sektorach silnie wykorzystujących lub dostarczających usługi komunikacyjno-technologiczne), natomiast ich znaczenie dla dynamiki produktywności jest mniejsze na rynkach o wyższych naturalnych barierach wejścia (np. wyższym progu minimalnej opłacalności produkcji) oraz tam, gdzie dominującym modelem innowacyjności jest zmiana o stopniowym charakterze.

²⁷ Należy jednak pamiętać, że wysoka liczba nowopowstających przedsiębiorstw także może być wynikiem nieefektywnych instytucji. Liczbę nowopowstających przedsiębiorstw może zawyżać przykładowo pozorne samozatrudnienie, stanowiące atrakcyjną alternatywę wobec zatrudnienia na umowę o pracę ze względów podatkowych, czy nadmiernie restrykcyjnego prawa pracy.

²⁸ Tempo wzrostu młodych firm należy rozpatrywać w odniesieniu do przeciętnego rozmiaru istniejących przedsiębiorstw. Przykładowo, w sektorze, w którym większość istniejących podmiotów zatrudnia kilkaset osób, nawet bardzo szybki wzrost nowopowstałych mikroprzedsiębiorstw będzie miał ograniczony wpływ na strukturę rynku.

szybkiego wzrostu w pierwszych latach istnienia²⁹. Większy początkowy rozmiar nowego przedsiębiorstwa nie jest, w świetle badań, czynnikiem sukcesu, lecz przeciwnie – jest negatywnie skorelowany z późniejszym wzrostem i świadczy o niedoskonałościach rynku produktów. Na różnice pomiędzy krajami w przeciętnej początkowej wielkości nowych przedsiębiorstw w danym sektorze mogą wpływać: wymagania co do minimalnego poziomu kapitałów własnych, niedostateczne możliwości finansowania dla małych przedsiębiorstw czy wysokie koszty stałe funkcjonowania. Przedsiębiorcy rozpoczynający działalność mogą być zmuszeni do zgromadzenia większych początkowych zasobów także w warunkach niedostatecznej ochrony konkurencji, np. stosowania dumpingu cenowego przez istniejące podmioty. Ponad połowa nowopowstałych przedsiębiorstw likwidowana jest najpóźniej w piątym roku działalności, natomiast wzrost młodych przedsiębiorstw jest silnie asymetryczny - za znaczną jego część odpowiada niewielka liczba nowych firm. Dla wzrostu produktywności w sektorze istotne jest, aby prawdopodobieństwo przeżycia było jak najbardziej skorelowane z produktywnością. Sygnałem niedostatecznej presji konkurencyjnej jest więc duża liczba małych, lecz „starych” firm, tj. niskoproduktywnych i o niewielkim potencjale wzrostu.

Powstawanie i wzrost nowych przedsiębiorstw w EŚW

Wyższa intensywność powstawania nowych przedsiębiorstw w krajach EŚW niż w UE15 dotyczy przemysłu i budownictwa, w mniejszym zaś stopniu – sektora usług. Stopy wejścia do wszystkich głównych sektorów gospodarki są w krajach EŚW wyższe niż w UE15, przy zbliżonej liczbie istniejących przedsiębiorstw na 1000 mieszkańców. Intensywność powstawania przedsiębiorstw w EŚW była jednak wyższa niż w UE15 przede wszystkim w tych sektorach, w których potencjał do wprowadzania innowacji radykalnych jest niższy (przemysł, budownictwo). Co więcej, różnica w stopie wejścia do sekcji *Informacja i komunikacja*, *Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna* oraz *Działalność w zakresie usług administrowania i działalność wspierająca* pomiędzy EŚW i UE15 była relatywnie niewielka, mimo że właśnie w tych sektorach w krajach EŚW działalność prowadziła mniejsza liczba przedsiębiorstw na 1000 mieszkańców. Należy także dodać, że liczbę istniejących przedsiębiorstw powiększa w niektórych krajach EŚW samozatrudnienie, bardziej rozpowszechnione niż w UE15.

Po wyłączeniu przedsiębiorstw niezatrudniających pracowników, przeżywalność przedsiębiorstw w EŚW była podobna, co w UE15. Porównanie przeżywalności przedsiębiorstw, które zatrudniały początkowo więcej niż 9 pracowników, wskazuje, że prawdopodobieństwo przetrwania pierwszych pięciu lat działalności było w EŚW niższe jedynie w sektorze zakwaterowania i wyżywienia, usług profesjonalnych i naukowych oraz przede wszystkim w handlu i naprawach³⁰. Wyraźnie wyższe stopy przeżycia zaobserwowano natomiast w EŚW w górnictwie, energetyce oraz informacji i komunikacji.

Przewaga krajów EŚW pod względem tempa wzrostu najbardziej dynamicznych młodych przedsiębiorstw jest najmniejsza w sektorach, w których konwergencja w rozmiarze przedsiębiorstw

²⁹ Nowopowstałe przedsiębiorstwa w UE28 zatrudniały więcej niż 4 pracowników w mniej niż co dziesiątym sektorze w UE28, a średnia wielkość nowych przedsiębiorstw była czterokrotnie niższa niż średnia wielkość istniejących firm.

³⁰ Podział na sektory wg klasyfikacji NACE Rev. 2.

byłaby najbardziej pożądana. Rozmiar firm w przetwórstwie przemysłowym w krajach EŚW jest zbliżony do przeciętnego w krajach Europy Zachodniej³¹. Średnie i duże przedsiębiorstwa przetwórcze mają w regionie EŚW wysoki udział w zatrudnieniu ogółem i w rynku, co przypomina bardziej strukturę gospodarki niemieckiej niż gospodarek krajów południa strefy euro. W wielu krajach EŚW stosunkowo mało liczna jest jednak grupa firm zatrudniająca 10-19 pracowników w porównaniu do firm liczących poniżej 10 pracowników. Różnica w przeciętnej wielkości przedsiębiorstw w stosunku do UE15 jest zdecydowanie większa w sektorze usług. W szczególności, dużo mniejsze niż w Europie Zachodniej są firmy zatrudniające powyżej 250 osób. Sektor usługowy w krajach EŚW jest zdominowany przez mikro- i małe przedsiębiorstwa, podobnie jak w krajach południa strefy euro. Jednocześnie, w krajach EŚW znacznie wyższy niż w UE15 odsetek „gazel”³², tj. bardzo szybko rosnących młodych firm, odnotowano w przemyśle. Różnica w udziale „gazel” w populacji młodych przedsiębiorstw była natomiast najmniejsza w sektorach, w których przedsiębiorstwa z EŚW są przeciętnie wyraźnie mniejsze niż ich konkurenci z UE15, tj. w sekcjach *Informacja i komunikacja*, *Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna* oraz *Działalność w zakresie usług administrowania i działalność wspierająca*.

Mimo na ogół mniejszego rozmiaru początkowego, przedsiębiorstwa w UE15 osiągają większy rozmiar w ciągu pierwszych lat działalności niż firmy w krajach EŚW. Nowopowstałe firmy są porównywalnych rozmiarów w EŚW i UE15 w istotnej części sektorów usługowych, natomiast w przemyśle, budownictwie oraz informacji i komunikacji firmy w EŚW są przeciętnie większe. Nowe przedsiębiorstwa w UE15 charakteryzują się jednak przeciętnie szybszym tempem wzrostu niż firmy w EŚW. Jest to szczególnie widoczne w informacji i komunikacji, budownictwie, usługach administracyjnych i wspierających, a także usługach profesjonalnych. Wyjątkiem jest sektor transportowy, gdzie początkowo ok. 20% mniejsze przedsiębiorstwa z EŚW były po 5 latach ok. 25% większe niż w UE15. Warto także zauważyć, że początkowa przewaga w wielkości nowych firm przemysłowych zaczynała zmniejszać się po 5 latach. Kombinacja wyraźnie wyższego odsetka „gazel” i niższego tempa średniego wzrostu młodych firm w przemyśle świadczy o tym, że choć stosunkowo duża liczba nowych firm w EŚW zwiększa swój rozmiar, to jednak tylko relatywnie małej ich liczbie udaje się osiągnąć na tyle duży rozmiar, by w pełni wykorzystać korzyści skali.

Analiza wskaźników dotyczących powstawania i wzrostu nowych przedsiębiorstw w krajach EŚW sugeruje istnienie barier dla ich rozwoju, zwłaszcza w sektorze usług. Wyższy niż w UE udział młodych przedsiębiorstw w zatrudnieniu wynika w większym stopniu z bardziej intensywnego ich powstawania oraz większego ich początkowego rozmiaru niż z faktycznej zdolności gospodarek EŚW do tworzenia szybko rosnących, konkurencyjnych przedsiębiorstw. Utrudnia to konwergencję w rozmiarze przedsiębiorstw w krajach EŚW do poziomu UE15. Biorąc pod uwagę, że produktywność mikroprzedsiębiorstw w krajach EŚW jest wyraźnie niższa niż wydajność firm zatrudniających przynajmniej 9 pracowników (por. sekcja *Efektywność alokacji w krajach EŚW*), można ocenić, że bariery wzrostu dla młodych firm w znaczącym stopniu obniżają potencjał wzrostu produktywności w regionie.

³¹ Widoczne jest zróżnicowanie pomiędzy krajami regionu. Firmy przetwórcze były przeciętnie dość duże w krajach bałtyckich, Rumunii i na Słowacji, odwrotnie niż w Czechach i Słowenii.

³² „Gazele” (*gazelles*) to w terminologii OECD i Eurostatu przedsiębiorstwa, którym udało się utrzymać przynajmniej 20-procentowy średnioroczny wzrost zatrudnienia lub obrotów przez trzy poprzedzające lata.

Znaczenie kanału realokacji zasobów

Zagregowaną produktywność grupy przedsiębiorstw można traktować jako złożenie przeciętnego poziomu efektywności, z jaką operujące przedsiębiorstwa wytwarzają dobra, oraz efektywności alokacji zasobów pomiędzy nimi. Taka dekompozycja, zaproponowana przez Olley'a i Pakesa (1996), pozwala oszacować, w jak dużym stopniu różnice w produktywności pomiędzy krajami wynikają ze zróżnicowania w wyposażeniu w technologię oraz kapitał ludzki i fizyczny, a w jak dużym z różnych warunków prowadzenia działalności gospodarczej, które wpływają na efektywność alokacji. Efektywność alokacji utożsamiać można z wysoką dodatnią korelacją pomiędzy produktywnością przedsiębiorstwa a jego udziałem w rynku. O nieefektywności alokacji zasobów na danym rynku świadczy także nadmierna dyspersja produktywności (wskazująca na istnienie grup bardzo nisko produktywnych przedsiębiorstw, niezdolnych do adaptacji rozwiązań stosowanych przez liderów rynku), czy niski odsetek szybko rosnących przedsiębiorstw (sygnalizujący powolne tempo realokacji zasobów).

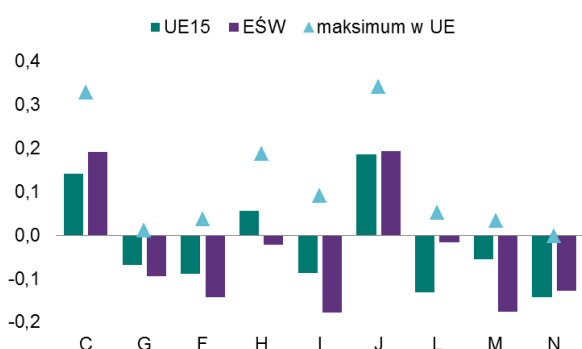
W literaturze ekonomicznej zidentyfikowany został szereg uwarunkowań strukturalnych i regulacyjnych, mogących hamować przepływ zasobów od nisko- do wysoce produktywnych firm. Są to m.in.:

- *niedostateczny poziom konkurencji lub istnienie mechanizmów zaburzających równość szans na rynku (np. prawna ochrona niektórych przedsiębiorstw, mechanizmy subsydowania nierentownych podmiotów).* Rynki, na których presja konkurencyjna jest niska, charakteryzują wysokie marże, niska liczba podmiotów i wysoki poziom koncentracji. Przedsiębiorstwa o dużej sile rynkowej mogą utrzymywać udziały w rynku kosztem bardziej produktywnych, lecz mniejszych podmiotów, np. poprzez wykorzystywanie dominującej pozycji i dumping cenowy. Innym sposobem na zwiększenie zysków kosztem odbiorców końcowych mogą być także porozumienia cenowe.
- *trudności w planowaniu i finansowaniu inwestycji lub bodźce zniechęcające do zwiększania zatrudnienia (np. wysokie koszty zwolnień), niska przewidywalność warunków prowadzenia działalności.* Do najważniejszych instytucji warunkujących planowanie i rozwój firm należą instytucje egzekucji zobowiązań. Wobec ryzyka nieotrzymania zapłaty za dostarczane towary i usługi rośnie ryzyko prowadzenia działalności inwestycyjnej przez przedsiębiorców, którzy muszą tworzyć bufora płynnościowe lub finansować się kredytem kupieckim. Znaczenie sprawnej egzekucji zobowiązań jest w gospodarkach EŚW jest zwiększane przez to, że dostęp do finansowania bankowego i innych form finansowania dłużnego jest w nich bardziej ograniczony niż w UE15.
- *bariery wyjścia.* Przykładem bariery wyjścia z rynku jest nieefektywność postępowań upadłościowych. Wysokie koszty postępowań mogą zmniejszać skłonność do wykorzystywania instytucji upadłości, przedłużając czas, w którym zasoby ulokowane są w nieefektywnym przedsiębiorstwie. Tempo ich realokacji dodatkowo spowalniać może przewlekłość postępowań. Jako efektywne rozwiązania instytucjonalne wskazuje się tutaj dopuszczenie negocjacji pozasądowych lub wczesną restrukturyzację zagrożonego przedsiębiorstwa z udziałem wszystkich zainteresowanych stron.

Realokacja zasobów w krajach EŚW

Efektywność alokacji w krajach EŚW, mierzona wskaźnikiem Olley'a-Pakesa³³, nie tylko wyraźnie odbiega od najwyższych poziomów w UE28, ale jest także niższa niż średnia w krajach UE15. Kraje EŚW wyróżniają się pozytywnie na tle pozostałych krajów UE jedynie pod względem efektywności alokacji w informacji i komunikacji, przetwórstwie przemysłowym oraz wynajmie nieruchomości (Wykres 4.1). W tych dwóch ostatnich sektorach zaobserwowano w EŚW także wyraźnie wyższy odsetek szybko rosnących przedsiębiorstw (Wykres 4.2).

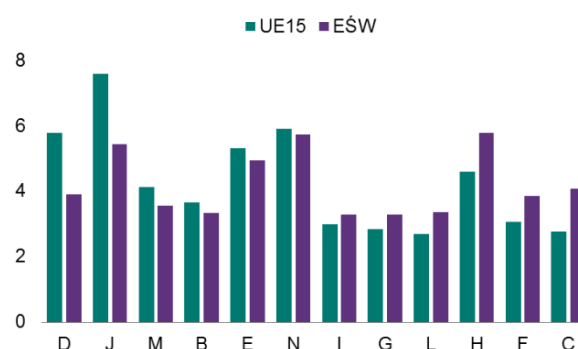
Wykres 4. 1. Wskaźnik Olley'a-Pakesa w EŚW i UE15 wg wybranych sektorów (2010)



Źródło: Komisja Europejska (2013), s. 19

Uwagi: Przybliżona wartość wskaźnika Olley'a-Pakesa w 2010 r., otrzymana na podstawie danych w rozbiciu wg klas wielkości. Sekcje gospodarki wg klasyfikacji NACE Rev. 2: B- Górnictwo i wydobywanie, C- Przetwórstwo przemysłowe, D- Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i powietrze do układów klimatyzacyjnych, E- Dostawa wody; gospodarowanie ściekami i odpadami oraz działalność związana z rekultywacją, F- Budownictwo, G- Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych i motocykli, H- Transport i gospodarka magazynowa, I- Działalność związana z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi, J- Informacja i komunikacja, L- Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości, M- Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna, N- Działalność w zakresie usług administrowania i działalność wspierająca.

Wykres 4. 2. Odsetek szybko rosnących przedsiębiorstw w EŚW i UE15 (średnia 2007-2012)



Źródło: Eurostat

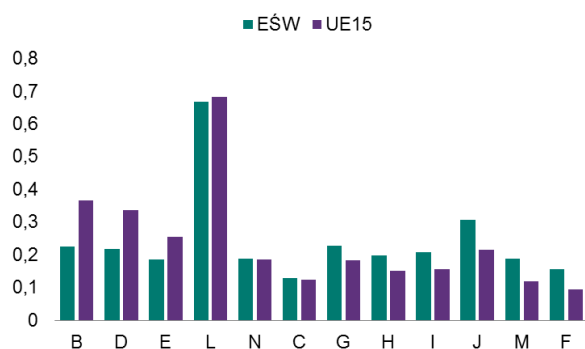
W krajach EŚW w większości sektorów istotna część zasobów jest "uwięziona" w mało produktywnych przedsiębiorstwach. Powiększa to początkową lukę w przeciętnej produktywności w stosunku do UE15, wynikającą z niższego wyposażenia w technologię, *know-how* czy kapitał. Mniej efektywnej niż w UE15 alokacji zasobów w sektorach usługowych towarzyszyły wyraźnie wyższe niż w UE15 marże przedsiębiorstw. Sugeruje to, że realokację zasobów może spowalniać niedostateczna presja konkurencyjna.

Potencjał do istotnej poprawy efektywności alokacji w krajach EŚW istnieje także w tych sektorach, w których wartość wskaźnika Olley'a-Pakesa jest dość wysoka. We wszystkich sektorach poza górnictwem zaobserwowano większą niż w UE15 różnicę pomiędzy produktywnością najbardziej i najmniej efektywnych grup przedsiębiorstw. Dla przykładu, w przetwórstwie przemysłowym oraz informacji i komunikacji, gdzie produktywność jest dodatnio skorelowana z rozmiarem firm, uwagę

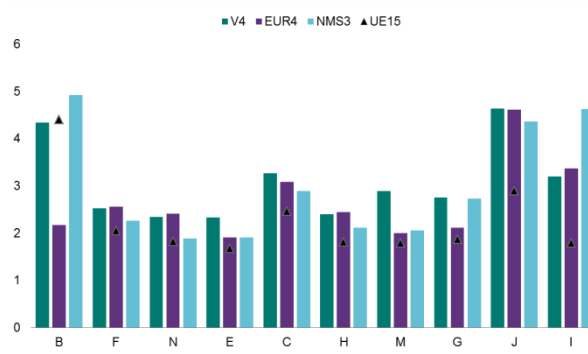
³³ Wskaźnik Olley'a-Pakesa wyraża procentową różnicę zagregowanej produktywności w porównaniu do sytuacji, w której udziały rynkowe wszystkich firm byłyby równe. Wartość wskaźnika powyżej zera oznacza więc alokację efektywniejszą od losowej.

zwraca większy niż w UE15 rozdzźwięk pomiędzy produktywnością mikroprzedsiębiorstw (zatrudniających do 9 pracowników) a produktywnością największych firm. Luka w produktywności mikroprzedsiębiorstw jest szczególnie wyraźna w Polsce. Dodatkowo, największe przedsiębiorstwa przetwórcze na Węgrzech mają szczególnie dużą przewagę w produktywności nad mniejszymi podmiotami, co jest związane z wysokim znaczeniem operujących tam firm zagranicznych. Równocześnie w informacji i komunikacji odnotowano w EŚW w porównaniu do UE15: znacznie wyższe marże (Wykres 4.3), niższy odsetek szybko rosnących przedsiębiorstw oraz bardzo wysoką dyspersję produktywności (Wykres 4.4).

Wykres 4. 3. Przeciętny poziom marży wg sektorów w EŚW i UE15 (2012)



Wykres 4. 4. Dyspersja produktywności przedsiębiorstw różnych klas wielkości w EŚW i UE15 (2012)



Źródło: Obliczenia własne NBP

Uwagi: Przeciętny poziom marży obliczony jako $M = \frac{\text{wartość dodana brutto} - (\text{zatrudnienie ogółem} * \text{przeciętna płaca zatrudnionego})}{\text{produkcja}}$.

Wskaźnik dyspersji produktywności to stosunek przeciętnej produktywności w najbardziej i najmniej produktywnej klasie wielkości (0-9 pracowników, 10-19, 20-49, 50-249 oraz 250 i więcej pracowników). Sekcje gospodarki wg klasyfikacji NACE Rev. 2: B- Górnictwo i wydobywanie, C- Przetwórstwo przemysłowe, D- Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i powietrze do układów klimatyzacyjnych, E- Dostawa wody; gospodarowanie ściekami i odpadami oraz działalność związana z rekultywacją, F- Budownictwo, G- Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych i motocykli, H- Transport i gospodarka magazynowa, I- Działalność związana z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi, J- Informacja i komunikacja, L- Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości, M- Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna, N- Działalność w zakresie usług administrowania i działalność wspierająca.

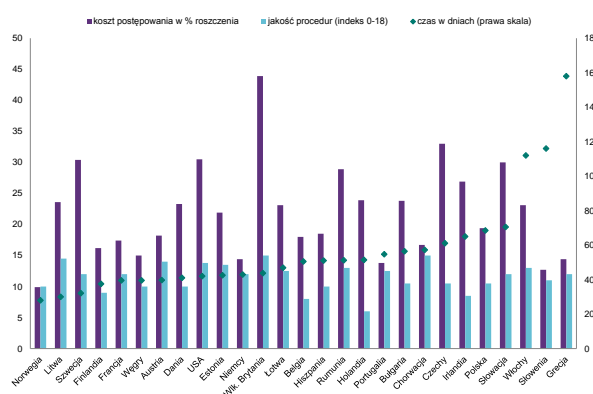
Analiza instytucji ochrony konkurencji w krajach EŚW sygnalizuje, że niską efektywność alokacji w sektorze usług mogłaby zwiększyć poprawa efektywności działań regulatorów. Choć zasady, jakimi kierują się organy ochrony konkurencji są w EŚW podobne co w UE15³⁴, to ich działanie odbiega w niektórych przypadkach od najlepszych praktyk. Porównanie wskaźników OECD CLP sugeruje niższą niż w UE15 przejrzystość działania urzędów udzielających zgody na fuzje, przejęcia i porozumienia producentów. W szczególności, uwagę zwraca gorsza komunikacja z rynkiem oraz mniejsza jawność i przewidywalność reguł. Według wskaźników, niezależność władz antymonopolowych wobec rządu na Węgrzech była mniejsza niż w pozostałych krajach regionu. Ponadto, w niektórych krajach EŚW skuteczność działań regulatorów była niższa niż w UE15. Na Słowenii i w Bułgarii władzom antymonopolowym stosunkowo rzadziej udawało się karać nieuczciwe przedsiębiorstwa. Natomiast na Węgrzech i na Słowacji werdykt urzędu nie zawsze był poprzedzany analizą ekonomiczną.

³⁴ Ogólne zasady prawa antymonopolowego reguluje bowiem prawo wspólnotowe, a nad równością szans na Wspólnym Rynku czuwa Komisja Europejska.

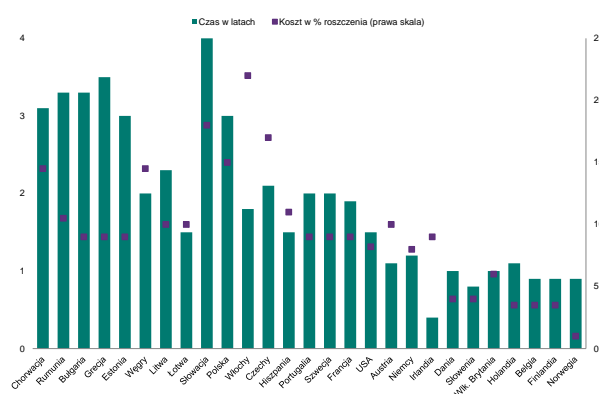
W świetle wskaźników *Doing Business*, relatywnie niska efektywność alokacji w krajach EŚW to także efekt słabej ochrony zobowiązań umownych. Ponadprzeciętną skutecznością egzekucji zobowiązań na tle UE15 wykazują się jedynie kraje bałtyckie oraz Węgry (Wykres 4.5). W pozostałych krajach EŚW jest ona bardziej czasochłonna i kosztowna niż w UE15. W szczególności dotyczy to Polski, Słowenii i Słowacji. W niektórych krajach EŚW od najlepszych praktyk odbiegały także procedury. Niski stopień informatyzacji sądów oraz automatyzmu w ich działaniu utrudniały sprawną egzekucję zobowiązań na Węgrzech, w Polsce i Słowenii, a także w Bułgarii i Rumunii. W Czechach natomiast uwagę zwracał niski stopień specjalizacji sądów i niewykorzystanie potencjału instytucji mediacji.

Przestrzeń do poprawy efektywności alokacji w krajach EŚW jest związana także z istnieniem znaczących barier wyjścia, w postaci nieskutecznych postępowań upadłościowych. W toku postępowań upadłościowych w krajach EŚW udaje się odzyskać znacznie mniejszą część należności niż w UE15. Jedynym krajem regionu, który osiągnął wynik lepszy niż średnia UE28 była Słowenia (Wykres 4.6). Mimo poprawy, jaka nastąpiła w EŚW w ostatnich latach, zarówno czas postępowania, jak ich koszt jest wyższy niż w UE15. W pewnym stopniu wpływa na to kształt procedur. Na Węgrzech, Łotwie i Litwie oraz w Chorwacji, Bułgarii i prawo przewiduje co do zasady sprzedaż aktywów przedsiębiorstwa w częściach, a nie w całości (co wiąże się z reguły z niższą stopą odzyskiwania zobowiązań). Możliwość aktywnego uczestnictwa wierzycieli w postępowaniu jest natomiast ograniczona przez procedury w Polsce i na Słowacji oraz na Węgrzech i na Litwie.

Wykres 4. 5. Wskaźniki jakości egzekucji zobowiązań umownych w EŚW i UE15 (2015)



Wykres 4. 6. Wskaźniki skuteczność postępowań upadłościowych w EŚW i UE15 (2015)



Źródło: *Doing Business*

Znaczenie adaptacji i dyfuzji innowacji dla wzrostu produktywności

Trzecim kanałem, za pośrednictwem którego uwarunkowania rynku produktu wpływają na produktywność, jest tempo adaptacji i dyfuzji innowacji. W świetle badań, nowe technologie wprowadzane przez światową czołówkę technologiczną (*global frontier*) są przyjmowane najpierw przez najbardziej produktywne firmy krajowe (*national frontier*), a dopiero za ich pośrednictwem przez resztę przedsiębiorstw. Poniżej wskazano na najistotniejsze w tym procesie elementy rynku produktu. Podkreślić należy przy tym, że skuteczność adaptacji i dyfuzji innowacji zależy od zdolności gospodarki

do tworzenia konkurencyjnych przedsiębiorstw i istnienia warunków promujących wzrost najbardziej wydajnych podmiotów, omawianych szczegółowo w poprzednich sekcjach.

Na prawdopodobieństwo rozpowszechnienia się światowych standardów produkcji i zarządzania wpływa stopień zaangażowania przedsiębiorstw w działalność międzynarodową. Biorąc pod uwagę istnienie minimalnego progu opłacalności produkcji na rynki zagraniczne, wskazane jest m.in. unikanie progresywności w podatkowych i niepodatkowych obciążeniach dla przedsiębiorstw różnej wielkości czy ograniczenie kosztów działalności międzynarodowej (np. transportu czy biurokracji). Dodatkowym wsparciem może być także system izb handlowych zapewniających pomoc prawną, kontakty handlowe czy możliwość ubezpieczenia transakcji³⁵.

W niektórych sektorach na wzrost skłonności do działalności innowacyjnej krajowych firm może wpłynąć większe otwarcie na konkurencję zagraniczną na rynku krajowym. W świetle badań Aghiona et al. (2007), pojawienie się na rynku podmiotów wykorzystujących najlepsze światowe praktyki przyczynia się do wyższego zaangażowania w działalność badawczo-rozwojową przedsiębiorstw krajowych, operujących w branżach najbliższej światowej granicy technologicznej, które będą dążyć do zachowania udziałów w rynku.

Bezpośredni wpływ na rentowność eksporterów ma efektywność rynków dóbr pośrednich, w szczególności poziom konkurencji wpływający na ceny dóbr pośrednich³⁶. Zapewnienie optymalnego poziomu konkurencji na niektórych rynkach dóbr pośrednich należy do wyspecjalizowanych regulatorów sektorowych. Ich skuteczność zależy m.in. od umocowania prawnego i niezależności oraz dostępnych zasobów. Na poziom konkurencji w sektorach dóbr pośrednich mają wpływ także regulacje dotyczące działalności korporacji zawodowych. Przy nadmiernych uprawnieniach, samorządy zawodowe mogą dążyć do stawiania wyższych od optymalnych wymogów dostępu do danej działalności.

W literaturze wskazuje się na istotne znaczenie zasad kierujących postępowaniami upadłościowymi dla innowacyjności przedsiębiorstw. Prawo upadłościowe nastawione w mniejszym stopniu na sankcje wobec przedsiębiorców zwiększa motywację do podejmowania kolejnych prób, zwiększając stopy wejścia na rynek. Jest to szczególnie istotne w przypadku działalności w bardziej dynamicznych sektorach, obciążonej większym ryzykiem niepowodzenia. Co więcej, równowaga pomiędzy ochroną praw wierzycieli i dłużników może skłaniać przedsiębiorców do eksploracji nowych nisz rynkowych zamiast koncentracji na bezpieczniejszej, lecz mniej dochodowej działalności. Do najistotniejszych w tym kontekście elementów prawa upadłościowego należą ochrona aktywów firmy po złożeniu wniosku o upadłość oraz prawo dotychczasowego zarządu do uczestnictwa w procesie restrukturyzacji.

Na konkurencyjność strukturalną wpływać może także współpraca dostawców i producentów, na którą wpływ ma wymiar sprawiedliwości. Nieefektywność egzekucji zobowiązań umownych osłabia

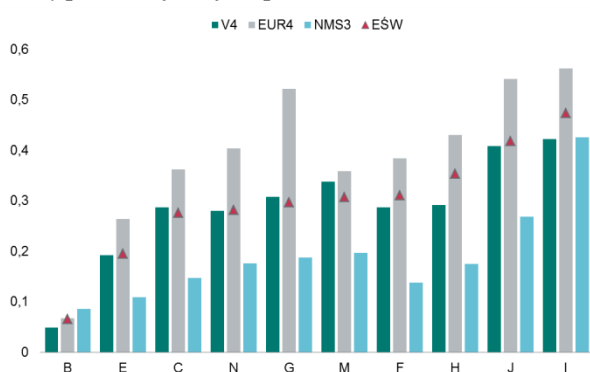
³⁵ Elementy wymienione w tym paragrafie zostały pominięte w dalszej analizie z powodu braku porównywalnych danych.

³⁶ W porównaniu z sektorem dóbr finalnych sektory dóbr pośrednich charakteryzuje zwykle niska efektywność alokacji i konkurencja. Przyczyniają się do tego m.in. naturalne bariery wejścia do sektorów sieciowych (np. energetyka), reglamentacja niektórych rodzajów usług w celu zapewnienia ich minimalnej jakości (np. usług prawniczych) czy specyfika sektora, zmniejszająca presję konkurencyjną z zagranicy.

wzajemne zaufanie, utrudniając budowę długookresowych relacji. W takich warunkach dostawcy dóbr pośrednich są skłonni produkować raczej łatwo zbywalne i wystandaryzowane niż wyspecjalizowane dobra. Utrudnia to producentom dóbr finalnych pozyskiwanie półproduktów potrzebnych do produkcji złożonych towarów i usług: dopasowanych do potrzeb klienta, o niższej elastyczności cenowej popytu i wyższym udziale krajowej wartości dodanej.

Uwarunkowania rynku produktów w krajach EŚW a adaptacja i dyfuzja innowacji

Wykres 4. 7. Stosunek produktywności najbardziej produktywnych przedsiębiorstw EŚW do najbardziej produktywnych przedsiębiorstw UE15 (2012)



Źródło: obliczenia własne NBP

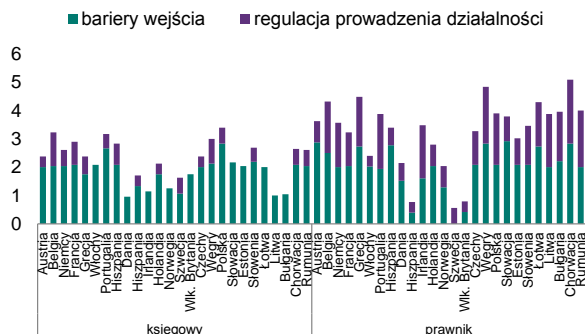
Uwagi: Wartość dla EŚW to średnia produktywność najbardziej produktywnych klas wielkości przedsiębiorstw. Wartość dla UE15 to przeciętna produktywność najbardziej produktywnych klas przedsiębiorstw w najbardziej produktywnym kraju UE15. V4- Czecha, Polska, Słowacja, Węgry; EUR4- Estonia, Litwa, Łotwa, Estonia; NMS3- Bułgaria, Chorwacja, Rumunia. Sekcje gospodarki wg klasyfikacji NACE Rev. 2: B- Górnictwo i wydobywanie, C- Przetwórstwo przemysłowe, D- Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i powietrze do układów klimatyzacyjnych, E- Dostawa wody; gospodarowanie ściekami i odpadami oraz działalność związana z rekultywacją, F- Budownictwo, G- Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych i motocykli, H- Transport i gospodarka magazynowa, I- Działalność związana z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi, J- Informacja i komunikacja, L- Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości, M- Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna, N- Działalność w zakresie usług administrowania i działalność wspierająca.

budownictwie i usługach profesjonalnych przyczyniają się restrykcyjne regulacje. Przykładowo, w przypadku zawodu architekta i zawodów inżynierskich w krajach EŚW konkurencję hamują wyższe niż w UE15 bariery wejścia, mniejsza jest także swoboda prowadzenia działalności przez księgowych i prawników (Wykresy 4.8-4.9). Natomiast w telekomunikacji na wysoki poziom marży w EŚW oddziaływać może struktura rynku: wyraźnie wyższe niż w UE15 znaczenie firm państwowych oraz mniejsza liczba operatorów. Problemy te są szczególnie widoczne w Słowenii oraz na Litwie i Słowacji.

Porównanie odległości poszczególnych sektorów w krajach EŚW od światowej granicy technologicznej wskazuje na potencjalne korzyści z szerszego otwarcia niektórych rynków na konkurencję zagraniczną. W szczególności, relatywnie wysokie marże obserwowane są w EŚW w sektorach operujących najbliżej światowej granicy technologicznej, tj. w informacji i komunikacji, transporcie oraz budownictwie (Wykres 4.7). W tych branżach w zwiększeniu skłonności krajowych liderów do prowadzenia działalności badawczo-rozwojowej pomóc może deregulacja i zmniejszenie barier wejścia dla podmiotów zagranicznych, np. przez ograniczenie „nadmiarowej” transpozycji prawa UE (*gold-plating*) i rozwój Wspólnego Rynku Usług.

Na konkurencyjność eksporterów w krajach EŚW może negatywnie wpływać niedostateczna konkurencja w wybranych sektorach dóbr pośrednich. Do bardzo wysokich marż w

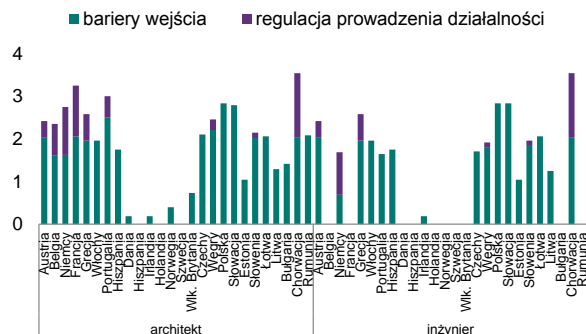
Wykres 4. 8. Wskaźnik regulacji zawodu księgowego i prawnika w EŚW i UE15 (2013)



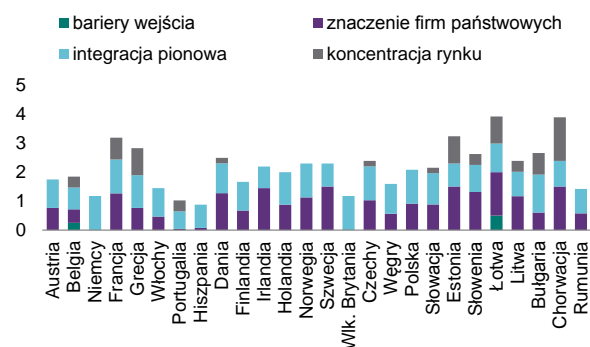
Źródło: OECD PMR

Uwagi: Im wyższy poziom wskaźnika, tym regulacja bardziej restrykcyjna.

Wykres 4. 9. Wskaźnik regulacji zawodu architekta i inżyniera w EŚW i UE15 (2013)



Wykres 4. 10. Wskaźnik regulacji rynku energii elektrycznej w EŚW i UE15 (2013)



Źródło: OECD PMR

Uwagi: Im wyższy poziom wskaźnika, tym regulacja bardziej restrykcyjna.

W krajach EŚW powszechne są także nieefektywności w sektorze energii, utrwalane przez działanie regulatorów rynku. Uwagę zwraca niekorzystna struktura rynku energii elektrycznej i gazu: wysoki stopień integracji pionowej i dominacja jednego podmiotu, często kontrolowanego przez państwo (Wykres 4.10). W części krajów EŚW może dochodzić z tego powodu do zaburzenia mechanizmów rynkowych. Wysokiemu udziałowi firm państwowych w danym rynku nie zawsze bowiem towarzyszy większa niezależność regulatora. Na rynku energii elektrycznej taki stan rzeczy ma miejsce w Chorwacji, Estonii, Słowenii i na Łotwie, a w przypadku rynku gazu – w Bułgarii, Polsce, Słowenii i na Słowacji.

W krajach EŚW regulacje kładą wysoki nacisk na ochronę praw kredytodawców i wierzycieli kosztem dłużników, co zwiększa sankcje dla przedsiębiorcy w przypadku niepowodzenia działalności inwestycyjnej, w tym innowacyjnej. Według wskaźników *Doing Business* Bułgaria, Chorwacja, Litwa i Słowacja należą do krajów, w którym prawa wierzycieli są w postępowaniu upadłościowym szczególnie silne, a ochrona aktywów najslabsza. W większości krajów EŚW wyraźnie wyższy niż w UE15 jest również syntetyczny wskaźnik ochrony praw kredytodawców.

Literatura:

Acharya, V.V., K.V. Subramanian, 2009, Bankruptcy Codes and Innovation, *Review of Financial Studies*, Society for Financial Studies, vol. 22(12), pages 4949-4988, December.

Aghion, P., R. Blundell, R. Griffith, P., S. Prantl, 2009, The effects of entry on incumbent innovation and productivity, *The Review of Economics and Statistics*, February 2009, 91(1): 20–32.

Aleman, E., C. Klein, I. Koske, C. Vitale, I. Wanner, 2013, New Indicators of Competition Law and Policy in 2013 for OECD and non-OECD Countries, OECD Economics Department Working Paper No. 1104/2013.

Andrews, D., C. Criscuolo, C. Menon, 2014, Do Resources Flow to Patenting Firms?: Cross-Country Evidence from Firm Level Data, OECD Economics Department Working Papers, No. 1127, OECD Publishing.

Andrews, D., C. Criscuolo, P.N. Gal, 2015, Frontier firms, technology diffusion and public policy: micro evidence from OECD countries, *The future of productivity: main background papers*, OECD Publishing.

Andrews, D., F. Cingano, 2012, Public Policy and Resource Allocation: Evidence from Firms in OECD Countries, OECD Economics Department Working Papers, No. 996, OECD Publishing.

Bhattacharjee, A., C. Higson, S. Holly, P. Kattuman, 2009, Macroeconomic Instability and Business Exit: Determinants of Failures and Acquisitions of UK Firms, *Economica*, vol. 76, 108–131.

Brandt, N., 2004, Business Dynamics, Regulation and Performance, OECD Science, Technology and Industry Working Papers, 2004/03, OECD Publishing.

Bruegel, 2012, Breaking Down the Barriers to Firm Growth in Europe. The fourth EFIGE policy report, Bruegel, Brussels.

Haltiwanger, J., R.S. Jarmin, J. Miranda, 2013, Who creates jobs? Small versus large versus young, *The Review of Economics and Statistics*, 95(2), pp. 347-361.

Klapper, L., L. Laeven, R. Rajan, 2006, Entry regulation as a barrier to entrepreneurship, *Journal of Financial Economics* 82 (2006) 591–629.

Komisja Europejska, 2013, Product market review 2013: Financing real economy, *European Economy* 8/2013.

Koske, I., I.Wanner, R. Bitetti and O. Barbiero, 2015, The 2013 update of the OECD product market regulation indicators: policy insights for OECD and non-OECD countries, OECD Economics Department Working Papers, 1200/2015.

Nunn, N., 2007, Relationship-specificity, incomplete contracts, and the pattern of trade, *The Quarterly Journal of Economics* (2007) 122 (2): 569-600.

OECD, 2015, *Government at a Glance 2015*, OECD Publishing, Paris.

Olley, S.G., A. Pakes, 1996, The Dynamics of Productivity in the Telecommunications Equipment Industry, *Econometrica*, Econometric Society, vol. 64(6), pages 1263-97, November.

Pelkmans, J., L. Acedo Montoya, A. Maravalle, 2008, How product market reforms lubricate shock adjustment in the euro area, *Economic Papers* 341, October 2008, European Commission.

Aneks statystyczny

1. Rachunki narodowe

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

	2013	2014	III 2014	IV 2014	I 2015	II 2015	III 2015
Bułgaria	0,9	1,7	1,6	1,8	2,6	2,6	2,9
Chorwacja	-0,9	-0,4	-0,4	0,2	0,2	1,5	2,7
Czechy	-0,9	2,0	2,3	1,3	4,1	4,6	4,5
Estonia	0,8	2,1	2,9	3,2	1,4	1,8	0,7
Litwa	3,3	2,9	2,7	1,6	1,4	1,4	1,7
Łotwa	4,1	2,4	2,2	2,2	1,9	2,7	3,3
Polska	1,6	3,4	3,3	3,7	3,6	3,5	3,7
Rumunia	3,5	2,8	2,9	2,6	3,8	3,8	3,6
Słowacja	0,9	2,4	2,5	2,8	3,0	3,3	3,6
Słowenia	-1,1	2,6	3,6	2,5	3,0	2,6	2,1
Węgry	-1,1	3,6	3,6	3,2	3,1	2,4	2,3

Źródło: Eurostat, dane wyrównane sezonowo, ceny stałe z 2010 r., wyrównanie sezonowe dla Słowacji nie obejmuje ilości dni roboczych

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

	2013	2014	III 2014	IV 2014	I 2015	II 2015	III 2015
Bułgaria	-2,3	2,0	2,2	2,0	-0,1	0,0	1,2
Chorwacja	-1,2	-0,7	-1,1	-0,1	0,2	0,5	1,5
Czechy	0,1	1,7	1,4	2,0	2,8	3,0	2,9
Estonia	4,2	4,1	3,5	5,2	5,5	5,7	4,6
Litwa	4,7	5,6	3,1	4,8	4,6	4,9	5,6
Łotwa	5,4	2,3	1,6	2,4	2,7	3,4	4,7
Polska	0,8	3,0	2,8	3,2	3,3	3,2	3,1
Rumunia*	1,3	4,5	3,9	4,4	5,2	4,9	6,5
Słowacja	-0,1	2,2	2,3	2,7	1,8	2,2	2,5
Słowenia	-2,7	0,3	1,0	0,1	0,6	1,0	1,3
Węgry	0,3	1,6	1,7	2,7	3,0	2,4	3,0

Źródło: Eurostat, dane wyrównane sezonowo, ceny stałe z 2010 r., wyrównanie sezonowe dla Słowacji nie obejmuje ilości dni roboczych

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

	2013	2014	III 2014	IV 2014	I 2015	II 2015	III 2015
Bułgaria	-0,3	2,8	3,0	-0,1	-1,9	-1,2	-0,4
Chorwacja	-1,3	-4,0	-3,7	-4,0	-0,5	0,8	2,0
Czechy	-3,5	4,5	2,7	1,9	3,0	7,4	8,3
Estonia	1,1	-2,8	-10,4	-10,6	-9,6	-8,2	-3,4
Litwa	12,8	8,0	3,3	1,5	6,0	12,4	12,4
Łotwa	-4,3	1,3	-0,5	-0,1	0,0	2,4	5,7
Polska	-0,2	9,2	9,9	10,6	8,2	6,3	5,4
Rumunia	4,9	-17,5	-1,3	2,4	8,3	8,9	4,4
Słowacja	-4,3	5,7	3,3	3,4	7,4	9,8	16,2
Słowenia	0,2	4,8	6,5	-3,3	1,1	-0,9	-3,9
Węgry	5,8	11,7	10,1	3,8	-0,8	0,8	-1,1

Źródło: Eurostat, dane wyrównane sezonowo, ceny stałe z 2010 r., wyrównanie sezonowe dla Słowacji nie obejmuje ilości dni roboczych

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

	2013	2014	III 2014	IV 2014	I 2015	II 2015	III 2015
Bułgaria	8,9	2,2	-2,1	3,9	13,6	5,2	5,8
Chorwacja	-1,2	6,3	5,0	5,8	7,2	10,1	8,1
Czechy	0,2	8,8	7,8	7,5	7,1	7,1	8,2
Estonia	1,8	2,9	4,1	4,5	1,7	-0,9	-3,3
Litwa	10,3	3,4	4,4	3,3	3,6	0,8	-0,7
Łotwa	1,0	2,2	2,9	3,8	3,1	1,7	2,0
Polska	4,6	5,7	4,9	7,5	7,5	5,2	4,3
Rumunia	13,5	8,1	8,4	6,8	8,0	5,7	-1,0
Słowacja	4,5	4,6	2,2	-0,4	5,0	6,1	7,4
Słowenia	2,9	6,3	6,4	6,7	6,1	6,2	3,5
Węgry	5,3	8,7	7,3	6,6	10,2	9,3	7,7

Źródło: Eurostat, dane wyrównane sezonowo, ceny stałe z 2010 r., wyrównanie sezonowe dla Słowacji nie obejmuje ilości dni roboczych

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

	2013	2014	III 2014	IV 2014	I 2015	II 2015	III 2015
Bułgaria	5,7	3,8	-2,8	5,5	6,6	4,7	3,3
Chorwacja	-2,0	3,0	5,1	0,8	5,7	6,6	8,0
Czechy	0,6	9,5	8,3	8,3	8,6	8,1	9,1
Estonia	2,6	2,5	1,0	3,5	-0,8	-2,6	-3,3
Litwa	10,3	5,7	3,0	3,4	10,2	9,0	5,3
Łotwa	-1,7	1,6	-1,3	2,6	0,9	2,6	5,4
Polska	1,2	9,1	10,3	10,1	7,2	5,0	2,8
Rumunia	2,4	7,7	7,1	6,1	9,9	10,8	4,2
Słowacja	2,9	5,0	2,1	-1,3	4,8	7,3	10,0
Słowenia	1,3	4,1	5,7	2,8	5,9	3,9	1,0
Węgry	5,3	10,0	9,7	6,6	8,2	7,4	6,8

Źródło: Eurostat, dane wyrównane sezonowo, ceny stałe z 2010 r., wyrównanie sezonowe dla Słowacji nie obejmuje ilości dni roboczych

2. Wskaźniki koniunktury i aktywności gospodarczej

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

	03.2015	04.2015	05.2015	06.2015	07.2015	08.2015	09.2015	10.2015
Bułgaria	3,0	2,3	4,2	5,4	3,5	4,0	1,5	0,7
Chorwacja	3,4	1,3	4,4	1,6	3,8	3,0	5,4	6,3
Czechy	3,9	4,3	5,0	6,3	7,3	7,5	3,6	6,4
Estonia	1,1	-0,3	-2,0	-2,9	-5,8	-2,9	-4,0	-2,1
Litwa	4,7	3,5	3,4	7,1	6,0	5,0	0,7	6,4
Łotwa	8,6	7,3	4,3	4,0	5,3	4,1	2,1	1,7
Polska	5,8	2,7	5,2	5,2	3,7	3,8	4,4	4,8
Rumunia	2,7	3,9	2,6	2,8	3,0	3,7	3,3	2,8
Słowacja	6,5	3,5	3,4	4,4	7,0	2,6	6,7	4,2
Słowenia	4,6	4,7	6,1	3,6	2,8	5,2	6,1	3,4
Węgry	8,6	6,0	6,3	5,6	3,4	6,6	7,8	12,6

Źródło: Eurostat

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

	03.2015	04.2015	05.2015	06.2015	07.2015	08.2015	09.2015	10.2015
Bulgaria	1,7	1,9	2,4	2,2	0,1	-1,2	-1,4	-0,6
Chorwacja	4,6	5,4	6,5	5,7	7,3	4,1	6,5	6,5
Czechy	0,9	3,5	4,5	2,4	5,9	2,6	1,6	4,1
Estonia	3,6	1,7	5,0	4,8	6,9	4,7	4,2	6,4
Litwa	4,8	3,9	5,2	6,4	5,4	5,7	6,0	6,1
Łotwa	6,7	3,2	5,7	7,0	4,7	5,6	4,8	5,2
Polska	8,6	6,4	9,5	7,9	4,7	3,8	4,9	5,6
Rumunia	0,6	7,4	4,6	7,7	8,5	8,7	11,1	12,7
Słowacja	1,1	0,4	2,1	2,5	1,7	1,8	2,1	1,6
Słowenia	0,2	-0,7	2,9	1,8	0,1	-0,1	-0,1	0,6
Węgry	4,9	4,8	5,6	6,3	6,7	5,4	5,2	4,8

Źródło: Eurostat

Tabela 8. Wskaźnik zaufania konsumentów

	04.2015	05.2015	06.2015	07.2015	08.2015	09.2015	10.2015	11.2015
Bulgaria	-32,8	-29,4	-32,4	-33,3	-29,3	-30,6	-28,7	-29,9
Chorwacja	-32,5	-34,0	-28,7	-27,3	-26,3	-26,3	-27,9	-25,1
Czechy	1,6	1,1	2,9	1,3	0,5	-0,9	0,7	2,9
Estonia	-3,8	-8,8	-7,3	-8,4	-7,4	-5,9	-5,2	-5,6
Litwa	-5,8	-6,0	-8,3	-8,7	-8,0	-10,4	-7,5	-7,3
Łotwa	-4,0	-5,5	-9,1	-7,0	-7,0	-11,5	-8,3	-8,9
Polska	-10,1	-13,5	-12,0	-14,6	-14,3	-15,6	-13,4	-11,5
Rumunia	-17,5	-17,3	-16,2	-17,5	-16,6	-16,8	-15,2	-17,8
Słowacja	-7,7	-17,2	-14,3	-17,0	-14,8	-15,3	-10,6	-12,5
Słowenia	-10,8	-9,7	-6,2	-12,5	-4,2	-5,2	-9,3	-11,2
Węgry	-23,6	-21,1	-25,2	-23,8	-21,4	-26,1	-17,5	-17,9

Źródło: Komisja Europejska, CNB

Tabela 9. Wskaźnik zaufania w przemyśle

	04.2015	05.2015	06.2015	07.2015	08.2015	09.2015	10.2015	11.2015
Bulgaria	1,2	0,2	1,4	1,0	1,0	-0,5	-0,4	1,1
Chorwacja	10,0	10,0	13,0	13,0	13,0	22,0	22,0	22,0
Czechy	3,6	3,9	5,2	4,9	3,0	3,1	1,2	1,1
Estonia	-3,1	-2,4	-4,9	-2,0	-4,5	-4,6	-1,6	-1,6
Litwa	-3,6	-11,1	-13,0	-14,2	-13,8	-7,3	-3,7	-1,5
Łotwa	-5,4	-6,2	-7,7	-6,5	-4,4	-6,8	-5,4	-7,1
Polska	-11,5	-12,0	-12,9	-12,7	-11,3	-11,8	-11,1	-11,5
Rumunia	-0,2	1,6	-0,8	0,7	1,0	-0,3	-0,1	0,0
Słowacja	6,9	-1,3	5,3	-0,2	4,6	-0,7	7,4	-0,6
Słowenia	5,0	5,5	4,5	5,6	8,6	5,2	8,6	7,0
Węgry	6,8	2,8	6,0	5,6	5,9	7,6	6,4	6,5

Źródło: Komisja Europejska, OeKB

3. Ceny

Tabela 10. HICP (w % do analogicznego okresu roku poprzedniego)

	04.2015	05.2015	06.2015	07.2015	08.2015	09.2015	10.2015	11.2015
Bulgaria	-0,9	-0,3	-0,6	-1,0	-0,8	-0,9	-1,2	-0,9
Chorwacja	-0,1	0,0	0,1	-0,2	-0,1	-0,5	-0,5	-0,4
Czechy	0,5	0,7	0,9	0,4	0,2	0,2	0,2	0,0
Estonia	0,4	0,5	0,3	0,1	0,2	-0,3	0,0	0,5
Litwa	-0,6	-0,1	-0,2	-0,2	-1,0	-0,8	-0,4	-0,5
Łotwa	0,6	1,2	0,7	-0,2	0,2	-0,4	-0,1	0,0
Polska	-0,9	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4	-0,6	-0,6	-0,5
Rumunia	0,6	1,3	-0,9	-1,4	-1,7	-1,5	-1,4	-0,9
Słowacja	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,5	-0,5	-0,4
Słowenia	-0,7	-0,8	-0,9	-0,7	-0,6	-1,0	-1,1	-0,9
Węgry	0,0	0,6	0,7	0,5	0,1	-0,1	0,2	0,6

Źródło: Eurostat

Tabela 11. HICP – żywność (w tym wyroby alkoholowe i tytoniowe) (w % do analogicznego okresu roku poprzedniego)

	04.2015	05.2015	06.2015	07.2015	08.2015	09.2015	10.2015	11.2015
Bulgaria	1,4	1,6	0,9	-0,2	0,6	1,1	0,6	0,6
Chorwacja	0,9	0,8	1,0	0,7	1,0	0,4	1,0	0,6
Czechy	1,6	1,8	2,6	1,4	1,1	1,6	1,2	0,9
Estonia	1,7	1,5	1,6	2,3	2,2	1,6	1,4	1,8
Litwa	0,9	0,5	-0,3	-0,9	-1,0	-0,6	0,4	0,2
Łotwa	-0,8	0,2	-1,2	-1,2	-0,2	-0,6	0,2	0,5
Polska	-1,4	-1,2	-0,9	-0,9	-0,2	0,1	0,5	0,4
Rumunia	0,9	1,9	-4,4	-5,5	-5,4	-4,5	-4,5	-3,9
Słowacja	0,4	0,3	0,4	-0,1	0,1	0,4	0,5	0,3
Słowenia	1,6	1,0	0,8	1,2	1,4	0,8	0,8	0,7
Węgry	0,9	1,6	1,9	1,6	1,5	1,5	2,2	2,4

Źródło: Eurostat

Tabela 12. HICP - energia (w % do analogicznego okresu roku poprzedniego)

	04.2015	05.2015	06.2015	07.2015	08.2015	09.2015	10.2015	11.2015
Bulgaria	-5,3	-2,9	-2,1	-4,3	-5,1	-8,4	-10,1	-8,7
Chorwacja	-4,7	-3,5	-4,0	-5,5	-7,0	-8,0	-8,0	-6,6
Czechy	-2,0	-1,6	-1,6	-2,5	-2,9	-3,8	-4,3	-4,4
Estonia	-4,4	-3,5	-5,6	-7,3	-7,5	-9,2	-9,5	-8,6
Litwa	-12,4	-8,5	-7,7	-7,2	-11,5	-12,9	-13,5	-14,2
Łotwa	-0,9	-0,1	-0,3	-2,6	-4,1	-5,9	-6,3	-5,0
Polska	-4,5	-4,0	-3,4	-3,4	-4,3	-6,0	-6,5	-5,2
Rumunia	-3,5	-2,2	-2,2	-1,5	-3,4	-4,5	-4,1	-2,3
Słowacja	-2,8	-2,9	-2,9	-3,1	-3,6	-5,6	-5,7	-5,1
Słowenia	-7,2	-5,8	-6,3	-7,4	-7,2	-9,2	-9,6	-9,9
Węgry	-7,4	-5,2	-4,8	-5,3	-7,3	-9,1	-8,6	-6,5

Źródło: Eurostat

Tabela 13. HICP – z wyłączeniem energii, żywności, wyrobów alkoholowych i tytoniowych (w % do analogicznego okresu roku poprzedniego)

	04.2015	05.2015	06.2015	07.2015	08.2015	09.2015	10.2015	11.2015
Bulgaria	-1,0	-0,7	-1,0	-0,6	-0,6	-0,3	0,1	0,1
Chorwacja	0,7	0,7	0,7	0,8	1,2	1,1	0,8	0,7
Czechy	0,6	0,8	0,6	0,7	0,6	0,6	0,8	0,6
Estonia	0,9	1,1	1,1	0,9	1,0	0,9	1,6	2,2
Litwa	1,7	1,9	1,7	2,0	1,7	2,1	2,4	2,5
Łotwa	1,7	2,1	2,0	1,1	1,6	1,3	1,4	1,1
Polska	0,4	0,4	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4
Rumunia	1,5	1,8	2,0	1,6	1,4	1,4	1,5	1,5
Słowacja	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5
Słowenia	-0,1	-0,2	-0,3	0,3	0,2	0,3	0,1	0,6
Węgry	1,8	1,9	1,7	1,7	1,6	1,8	1,9	1,7

Źródło: Eurostat

4. Bilans płatniczy

Tabela 14. Saldo na rachunku obrotów bieżących (w % PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)

	IV 2013	I 2014	II 2014	III 2014	IV 2014	I 2015	II 2015	III 2015
Bulgaria	1,8	2,4	1,2	1,3	1,2	1,7	1,3	1,4
Chorwacja	1,0	0,7	0,5	0,4	0,8	1,4	2,2	4,7
Czechy	-0,5	1,0	0,4	0,4	0,6	0,8	1,1	1,2
Estonia	-1,0	-1,7	-1,5	-0,9	-0,2	0,4	1,4	1,6
Litwa	1,5	1,5	1,3	3,0	3,6	2,6	0,9	-1,1
Łotwa	-2,4	-2,3	-2,4	-2,0	-2,0	-1,6	-1,7	-1,8
Polska	-1,3	-1,3	-2,0	-2,3	-2,0	-1,3	-0,4	-0,5
Rumunia	-1,1	-0,9	-1,5	-1,2	-0,5	-0,2	-0,2	-0,3
Słowacja	2,0	1,3	0,4	0,1	0,1	0,2	-0,4	-1,4
Słowenia	5,6	5,6	5,8	6,4	7,0	6,8	7,1	7,8
Węgry	4,0	3,9	3,2	2,8	2,3	2,9	3,7	4,2

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia IE NBP

Tabela 15. Saldo inwestycji bezpośrednich (w % PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)

	IV 2013	I 2014	II 2014	III 2014	IV 2014	I 2015	II 2015	III 2015
Bulgaria	-3,0	-2,8	-2,4	-1,3	-2,0	-2,7	-3,0	-4,1
Chorwacja	-1,9	-1,1	-2,0	-2,8	-3,0	-3,1	-2,4	-1,5
Czechy	0,2	-0,8	-2,2	-3,0	-3,2	-2,3	-1,0	0,0
Estonia	-0,5	-1,6	-0,9	-1,7	-2,8	-2,6	-0,1	0,0
Litwa	-0,6	-0,2	-0,9	-0,2	0,4	0,2	0,4	-0,3
Łotwa	-1,6	-1,3	-1,2	-1,4	-1,0	-1,9	-2,1	-2,3
Polska	-0,8	-1,5	-1,3	-2,1	-2,0	-1,6	-1,1	-1,4
Rumunia	-2,0	-1,8	-2,3	-2,4	-1,8	-1,8	-1,9	-2,0
Słowacja	0,3	0,0	-0,3	0,6	0,2	-1,0	-0,8	-0,8
Słowenia	-0,1	0,0	-1,9	-2,6	-1,6	-2,8	-1,2	-0,5
Węgry	-1,0	-1,5	-0,9	-2,7	-2,6	-1,4	-1,5	-0,9

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia IE NBP

Tabela 16. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna (w % PKB, stan na koniec kwartału)

	IV 2013	I 2014	II 2014	III 2014	IV 2014	I 2015	II 2015	III 2015
Bulgaria	-73,6	-79,2	-79,3	-76,7	-76,2	-72,0	-63,5	-63,9
Chorwacja	-88,4	-91,3	-92,9	-88,4	-88,5	-89,8	-89,2	-77,4
Czechy	-39,6	-36,3	-36,5	-37,0	-35,5	-30,8	-30,3	-31,9
Estonia	-46,9	-47,4	-46,6	-44,6	-42,7	-40,0	-39,3	-38,7
Litwa	-47,0	-47,0	-47,0	-46,6	-46,2	-48,4	-47,6	-47,5
Łotwa	-65,1	-66,2	-64,6	-64,4	-60,9	-61,7	-60,0	-
Polska	-69,8	-69,6	-68,7	-69,4	-67,2	-68,6	-65,7	-64,0
Rumunia	-61,5	-59,0	-59,3	-58,2	-57,0	-54,7	-53,3	-52,6
Słowacja	-63,6	-66,4	-68,2	-68,2	-69,9	-70,8	-69,1	-
Słowenia	-45,8	-47,1	-46,2	-44,7	-43,7	-42,3	-40,3	-
Węgry	-91,3	-89,3	-88,1	-83,3	-79,8	-81,8	-75,0	-72,0

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia IE NBP

Tabela 17. Pokrycie długu zagranicznego oficjalnymi aktywami rezerwowymi* (w %, stan na koniec kwartału)

	IV 2013	I 2014	II 2014	III 2014	IV 2014	I 2015	II 2015	III 2015
Bulgaria	39,1	37,4	38,3	40,4	42,2	48,1	54,0	58,6
Chorwacja	28,1	25,9	26,6	26,0	27,2	28,8	28,1	28,6
Czechy	40,9	42,6	43,0	42,6	43,6	46,3	47,7	48,7
Estonia	1,3	1,5	1,7	2,0	1,9	2,2	1,7	1,9
Litwa	23,9	22,1	24,6	25,1	27,9	3,5	7,4	7,0
Łotwa	19,0	8,4	7,9	7,8	7,9	8,5	8,7	9,1
Polska	27,7	27,0	26,1	27,3	28,2	29,5	30,3	29,4
Rumunia	36,1	36,3	36,2	36,4	37,5	37,0	37,0	36,4
Słowacja	2,6	3,0	2,5	2,6	3,2	5,2	3,6	-
Słowenia	1,6	1,9	1,9	1,8	1,8	1,9	2,0	1,9
Węgry	28,2	30,0	29,4	29,6	29,0	29,2	28,3	27,6

* stan rezerw według oficjalnych statystyk banków centralnych

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia IE NBP

5. Rynki finansowe i system finansowy

Tabela 18. Stopy procentowe banków centralnych (stan na koniec miesiąca)

	05.2015	06.2015	07.2015	08.2015	09.2015	10.2015	11.2015	12.2015
Czechy	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Polska	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Rumunia	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Węgry	1,65	1,5	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35

Źródło: Banki Centralne, Reuters

Tabela 19. 3-miesięczne rynkowe stopy procentowe (średniomiesięczne)

	05.2015	06.2015	07.2015	08.2015	09.2015	10.2015	11.2015	12.2015
Bulgaria	0,55	0,53	0,51	0,52	0,52	0,49	0,49	0,43
Chorwacja	0,69	0,74	0,85	1,22	1,65	1,41	1,07	0,92
Czechy	0,31	0,31	0,31	0,31	0,29	0,29	0,29	0,29
Estonia	-0,01	-0,01	-0,02	-0,03	-0,04	-0,05	-0,09	-
Litwa	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	-
Łotwa	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26
Polska	1,68	1,72	1,72	1,72	1,73	1,73	1,73	1,72
Rumunia	1,27	1,35	1,32	1,50	1,50	1,18	1,07	1,02
Słowacja	-0,01	-0,01	-0,02	-0,03	-0,04	-0,07	-0,11	-0,13
Słowenia	-0,01	-0,01	-0,02	-0,03	-0,04	-0,07	-0,11	-0,13
Węgry	1,54	1,41	1,36	1,36	1,35	1,35	1,35	1,35

Źródło: Reuters

Tabela 20. REER (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego – wzrost oznacza aprecjację)

	04.2015	05.2015	06.2015	07.2015	08.2015	09.2015	10.2015	11.2015
Bulgaria	-5,2	-3,6	-2,9	-3,8	-1,8	-0,2	-1,3	-2,6
Chorwacja	-5,4	-4,2	-3,8	-4,0	-2,3	-1,7	-1,9	-2,7
Czechy	-6,5	-5,0	-3,4	-3,1	-0,1	0,6	0,2	-0,9
Estonia	-4,8	-3,7	-2,4	-2,7	-0,4	0,3	-0,4	-2,0
Litwa	-4,6	-3,4	-1,8	-1,7	-0,5	0,6	0,0	-1,5
Łotwa	-2,7	-1,5	-0,5	-1,0	1,4	1,0	0,5	-1,0
Polska	-3,5	-3,9	-5,7	-5,5	-3,7	-3,1	-3,6	-4,9
Rumunia	-3,8	-3,8	-6,5	-5,9	-4,0	-2,9	-2,8	-3,8
Słowacja	-5,6	-4,5	-3,4	-3,7	-2,3	-1,4	-1,8	-3,1
Słowenia	-5,2	-4,3	-3,4	-3,3	-1,9	-1,2	-1,8	-2,5
Węgry	-4,4	-5,5	-5,6	-4,6	-2,2	-1,9	-2,6	-4,3

Źródło: BIS, obliczenia IE NBP

Tabela 21. Kredyt dla sektora prywatnego (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego)

	04.2015	05.2015	06.2015	07.2015	08.2015	09.2015	10.2015	11.2015
Bulgaria	-9,2	-9,8	-10,7	-10,2	-10,2	-10,0	-10,1	-10,2
Chorwacja	0,9	0,8	1,1	0,9	-0,2	-1,0	-0,5	-1,0
Czechy	4,1	4,3	4,8	5,6	6,7	7,9	8,4	8,3
Estonia	2,7	2,6	3,0	2,8	4,2	3,6	3,7	3,5
Litwa	-0,1	1,0	1,1	1,3	3,5	3,7	3,5	4,5
Łotwa	-5,1	-5,0	-4,3	-4,3	-4,1	-4,1	-4,3	-3,8
Polska	7,4	6,1	7,2	7,6	7,3	7,0	6,8	7,3
Rumunia	-3,6	-3,7	-1,8	-0,5	-0,8	0,1	0,4	0,2
Słowacja	7,8	7,5	8,1	8,7	7,7	7,4	8,2	8,3
Słowenia	-11,6	-12,0	-11,7	-11,1	-11,4	-11,2	-11,6	-8,0
Węgry	-6,7	-6,9	-5,9	-8,3	-8,4	-9,1	-9,3	-7,7

Źródło: Banki Centralne

6. Rynek pracy

Tabela 22. Zatrudnienie (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego)

	III 2013	IV 2013	I 2014	II 2014	III 2014	IV 2014	I 2015	II 2015
Bulgaria	-0,4	-1,0	1,0	1,0	1,4	1,9	1,8	1,0
Chorwacja	0,1	0,5	1,9	1,6	1,9	1,9	1,6	1,4
Czechy	0,4	0,7	0,7	0,2	0,9	1,3	1,2	1,4
Estonia	-0,1	0,4	-0,8	-0,2	1,0	1,9	2,3	1,4
Litwa	1,2	2,1	1,9	1,0	2,9	1,7	1,6	1,6
Łotwa	0,9	0,3	0,3	0,1	-2,4	-1,5	0,1	0,8
Polska	-0,7	-1,9	0,5	1,7	-0,5	0,3	0,5	0,5
Rumunia	-0,8	-0,5	1,0	0,4	1,4	0,8	-1,4	0,5
Słowacja	-0,4	0,5	0,1	1,1	1,7	2,6	2,4	2,5
Słowenia	-1,8	-0,7	-0,6	0,6	1,1	1,1	1,8	0,7
Węgry	1,4	2,7	7,1	4,9	5,4	4,5	2,0	3,0

Źródło: Eurostat

Tabela 23. Stopa bezrobocia (w % siły roboczej)

	04.2015	05.2015	06.2015	07.2015	08.2015	09.2015	10.2015	11.2015
Bulgaria	10,0	9,9	9,6	9,2	9,0	8,7	8,7	8,8
Chorwacja	16,6	16,4	16,3	16,3	16,3	16,2	16,5	16,6
Czechy	5,3	5,1	5,0	5,0	4,8	4,8	4,7	4,6
Estonia	6,5	6,4	6,1	5,8	5,8	6,0	6,3	-
Litwa	9,5	9,5	9,5	9,1	9,0	9,0	8,9	8,4
Łotwa	9,5	9,7	10,1	10,1	10,0	9,9	9,9	10,0
Polska	7,6	7,6	7,5	7,5	7,5	7,4	7,3	7,2
Rumunia	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,9	6,8	6,7
Słowacja	11,7	11,5	11,4	11,4	11,4	11,3	11,1	10,8
Słowenia	9,4	9,5	9,4	9,1	9,0	8,8	8,7	8,6
Węgry	7,1	7,0	6,9	6,8	6,5	6,5	6,4	-

Źródło: Eurostat

Tabela 24. Nominalne wynagrodzenie (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego)

	III 2013	IV 2013	I 2014	II 2014	III 2014	IV 2014	I 2015	II 2015
Bulgaria	5,1	6,5	5,2	4,6	6,7	8,2	8,0	8,2
Chorwacja	1,1	-2,1	0,1	0,1	-0,2	2,7	3,0	0,6
Czechy	-0,5	2,8	2,2	0,8	2,8	3,2	2,7	2,6
Estonia	7,2	6,6	7,6	5,5	5,8	3,9	5,0	5,8
Litwa	5,9	4,1	5,6	4,3	4,8	6,3	5,0	7,0
Łotwa	5,4	6,1	9,5	6,5	7,3	7,2	6,8	7,6
Polska	5,4	4,5	4,0	3,0	2,2	5,4	2,6	4,1
Rumunia	3,0	6,2	6,0	6,2	8,7	7,1	7,6	6,8
Słowacja	-0,3	4,3	7,3	6,4	4,9	3,8	2,9	2,6
Słowenia	2,6	3,4	3,0	2,4	1,4	2,4	2,5	-0,9
Węgry	4,0	3,3	4,1	3,4	2,4	3,9	4,0	4,2

Źródło: Eurostat

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

	III 2013	IV 2013	I 2014	II 2014	III 2014	IV 2014	I 2015	II 2015
Bulgaria	1,4	2,2	6,0	4,3	4,4	6,8	7,4	6,3
Chorwacja	2,6	2,6	0,2	2,2	2,4	1,5	4,1	2,9
Czechy	-2,0	-1,2	1,4	0,2	-0,7	2,8	0,3	-0,4
Estonia	6,2	5,5	3,3	4,1	3,6	4,4	4,9	4,7
Litwa	2,6	3,8	3,9	6,7	6,8	7,4	7,5	7,1
Łotwa	2,2	3,2	2,1	2,4	-0,5	1,0	4,5	3,1
Polska	-1,3	-1,6	0,7	1,6	-1,3	-1,9	-0,6	-0,5
Rumunia	-2,2	-2,2	3,4	4,1	4,7	6,9	1,7	4,2
Słowacja	-1,8	-1,8	2,1	5,8	5,5	4,7	3,1	2,1
Słowenia	1,5	2,6	1,6	1,4	0,5	0,8	4,2	0,7
Węgry	1,7	3,1	6,7	4,9	5,3	3,7	2,4	4,4

Źródło: Eurostat, obliczenia IE NBP

7. Finanse publiczne

Tabela 26. Saldo sektora finansów publicznych wg ESA'95 (w % PKB)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Bulgaria	-3,2	-2,0	-0,6	-0,8	-5,8	-2,8	-2,7	-2,7
Chorwacja	-5,9	-7,8	-5,3	-5,4	-5,6	-4,9	-4,7	-4,1
Czechy	-4,4	-2,7	-4,0	-1,3	-1,9	-1,9	-1,3	-1,1
Estonia	0,2	1,2	-0,3	-0,1	0,7	0,2	0,2	0,1
Litwa	-6,9	-8,9	-3,1	-2,6	-0,7	-1,0	-1,1	-0,2
Łotwa	-8,5	-3,4	-0,8	-0,9	-1,5	-1,5	-1,2	-1,1
Polska	-7,5	-4,9	-3,7	-4,0	-3,3	-2,8	-2,8	-2,8
Rumunia	-6,9	-5,4	-3,2	-2,2	-1,4	-1,2	-2,8	-3,7
Słowacja	-7,5	-4,1	-4,2	-2,6	-2,8	-2,7	-2,4	-2,0
Słowenia	-5,6	-6,6	-4,1	-15,0	-5,0	-2,9	-2,4	-2,0
Węgry	-4,5	-5,5	-2,3	-2,5	-2,5	-2,3	-2,1	-2,0

p – prognoza Komisji Europejskiej z listopada 2015 r.

Źródło: Eurostat, Komisja Europejska

Tabela 27. Dług publiczny wg ESA'95 (w % PKB)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Bulgaria	15,5	15,3	17,6	18,0	27,0	31,8	32,8	33,6
Chorwacja	57,0	63,7	69,2	80,8	85,1	89,2	91,7	92,9
Czechy	38,2	39,9	44,7	45,2	42,7	41,0	41,0	40,5
Estonia	6,6	5,9	9,5	9,9	10,4	10,0	9,6	9,2
Litwa	36,2	37,2	39,8	38,8	40,7	42,9	40,8	42,5
Łotwa	47,5	42,8	41,4	39,1	40,6	38,3	41,1	37,6
Polska	53,3	54,4	54,0	55,9	50,4	51,4	52,4	53,5
Rumunia	29,9	34,2	37,4	38,0	39,9	39,4	40,9	42,8
Słowacja	40,8	43,3	51,9	54,6	53,5	52,7	52,6	52,2
Słowenia	38,2	46,4	53,7	70,8	80,8	84,2	80,9	78,3
Węgry	80,6	80,8	78,3	76,8	76,2	75,8	74,5	72,6

p – prognoza Komisji Europejskiej z listopada 2015 r.

Źródło: Eurostat, Komisja Europejska

8. Prognozy

Tabela 28. Prognozy tempa wzrostu gospodarczego (w %, r/r)

	2014	Komisja Europejska			MFW		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Bułgaria	1,7	1,7	1,5	2,0	1,7	1,9	2,0
Chorwacja	-0,4	1,1	1,4	1,7	0,8	1,0	1,7
Czechy	2,0	4,3	2,2	2,7	3,9	2,6	2,6
Estonia	2,1	1,9	2,6	2,6	2,0	2,9	3,0
Litwa	2,9	1,7	2,9	3,4	1,8	2,6	3,0
Łotwa	2,4	2,4	3,0	3,3	2,2	3,3	3,7
Polska	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,6
Rumunia	2,8	3,5	4,1	3,6	3,4	3,9	3,4
Słowacja	2,4	3,2	2,9	3,3	3,2	3,6	3,6
Słowenia	2,6	2,6	1,9	2,5	2,3	1,8	2,0
Węgry	3,6	2,9	2,2	2,5	3,0	2,5	2,3

Tabela 29. Prognozy inflacji (w %, r/r)

	2014	Komisja Europejska			MFW		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Bułgaria	-1,6	-0,8	0,7	1,1	-0,8	0,6	1,2
Chorwacja	0,2	-0,1	0,9	1,7	-0,4	1,1	1,4
Czechy	0,4	0,4	1,0	1,6	0,4	1,5	2,0
Estonia	0,5	0,1	1,8	2,9	0,2	1,6	2,0
Litwa	0,2	-0,8	0,6	2,2	-0,4	1,6	1,7
Łotwa	0,7	0,2	1,4	2,1	0,4	1,8	2,3
Polska	0,1	-0,6	1,4	1,9	-0,8	1,0	2,0
Rumunia	1,4	-0,4	-0,3	2,3	-0,4	-0,2	2,5
Słowacja	-0,1	-0,2	1,0	1,6	-0,1	1,4	1,8
Słowenia	0,4	-0,6	0,8	1,4	-0,4	0,7	1,5
Węgry	0,0	0,1	1,9	2,5	0,3	2,3	2,9
EŚW	0,2	-0,4	1,0	1,9	-0,4	1,1	2,1

Źródła dla tabel 28-29: Komisja Europejska (11.2015), MFW (10.2015)

www.nbp.pl

