

NBP

Narodowy Bank Polski

Instytut Ekonomiczny  
Biuro Gospodarki Światowej i Europejskiej Integracji Gospodarczej

# Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej

**Czerwiec 2008**

## Spis treści:

Synteza	3
1. Sytuacja gospodarcza krajów Europy Środkowo-Wschodniej na tle gospodarek wschodzących	4
2. Wzrost gospodarczy	6
3. Nierównowagi zewnętrzne	16
4. Rynek pracy	20
5. Inflacja i koszty pracy	21
6. Polityka pieniężna	25
Aneks statystyczny	29

### **Ramki tematyczne**

Porównanie wysokości nakładów inwestycyjnych w „starych” i „nowych” krajach UE	10
Łotwa – nadciągająca stagflacja	13
Węgry – reakcje rynku finansowego	27

### Opracowanie:

Marcin Grela

### Akceptacja:

Ewa Rzeszutek

Zbigniew Żółkiewski

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

## Synteza

W 2007 r. średnie tempo wzrostu w regionie krajów Europy Środkowej i Wschodniej utrzymywało się na relatywnie wysokim poziomie (odpowiednio 6,2% wobec 6,6% w 2006 r.). Dynamika wzrostu nie była jednak jednolita w ramach poszczególnych gospodarek: wyraźnie słabnący wzrost zanotowały kraje bałtyckie oraz Węgry. W pozostałych krajach regionu Europy Środkowej i Wschodniej tempo wzrostu PKB w 2007 r. pozostało stabilne lub lekko wzrosło wobec 2006 r. W I kwartale 2008 r. wzrost gospodarczy w większości krajów EŚW osłabł.

W krajach bałtyckich znacznemu osłabieniu popytu wewnętrznego towarzyszył silny spadek dynamiki akcji kredytowej. Banki zaostrzały normy nadzorcze nie tylko w obliczu symptomów „przegrzania” gospodarek tego regionu, ale wpływał na to także globalny wzrost awersji do ryzyka na skutek międzynarodowego kryzysu kredytowego.

W regionie obejmującym Polskę, Czechy i Słowację w roku 2007 kontynuowana była wysoka dynamika popytu wewnętrznego, co dotyczyło zarówno konsumpcji jak i inwestycji; nadal obniżało się natomiast tempo wzrostu spożycia na Węgrzech przy bardzo niskiej dynamice popytu inwestycyjnego.

Od początku 2008 r. wskaźniki oczekiwań zarówno konsumentów, jak i kół biznesu w całym opisywanym regionie obniżały się, kontynuując tendencję z II połowy 2007 r. Był to efekt w pierwszym rzędzie uwarunkowań globalnych: rosnących cen surowców na rynkach światowych oraz negatywnego klimatu na rynkach finansowych.

W dotychczasowym okresie 2008 r. utrzymywała się wysoka inflacja w całym regionie Europy Środkowej i Wschodniej. Największy wzrost inflacji w analizowanym okresie miał miejsce w Bułgarii, na Litwie i Łotwie. Za wysoki poziom inflacji w dalszym ciągu odpowiadały ceny żywności i energii, jednak ich wkład do wzrostu inflacji w okresie styczeń-maj 2008 r. był w krajach całego regionu mniejszy niż w II połowie 2007 r.

Inflacja netto (z wyłączeniem cen energii i żywności) w większości krajów EŚW (z wyjątkiem Węgier) w okresie pierwszych 5 miesięcy br. wykazywała tendencję wzrostową.

Średnia nominalna dynamika płac w regionie Europy Środkowej i Wschodniej jako całości po okresie wyhamowania w IV kwartale 2007 r. ponownie przyspieszyła w I kwartale 2008 r.

Spadek dynamiki płac w IV kwartale 2007 r. wpłynął na lekkie obniżenie tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy średnio w opisywanym regionie w tym okresie.

Oslabienie popytu gospodarek bałtyckich poprawiło ich salda na rachunku bieżącym bilansu płatniczego, natomiast wyraźnie rosły deficyty w obrotach bieżących Rumunii i Bułgarii.

Sytuacja na rynku pracy w I kwartale br w większości krajów opisywanego regionu była nadal dobra, czemu sprzyjało relatywnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego.

W 2007 r. saldo sektora finansów publicznych poprawiło się w większości krajów EŚW, jednak według prognoz KE w kolejnych latach pogorszy się ono w większości krajów regionu (z wyjątkiem Czech, Słowacji i Węgier).

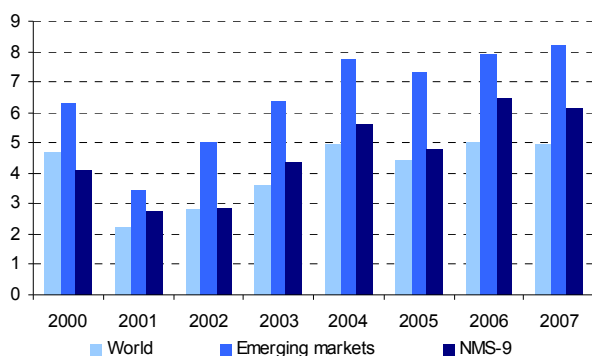
W większości krajów stosujących politykę bezpośredniego celu inflacyjnego w 2008 r. banki centralne zacieśniały politykę pieniężną. Banki centralne Polski, Czech, Węgier i Rumunii zdecydowały się na podwyżki stóp procentowych. Tylko Narodowy Bank Słowacji nie zmienił wysokości stóp procentowych. W Polsce, Czechach, na Węgrzech i w Rumunii zaobserwowano w analizowanym okresie również wzrost 3-miesięcznych rynkowych stóp procentowych. Na Słowacji krótkookresowe stopy procentowe na rynku międzybankowym nie zmieniły się. W krajach bałtyckich, po okresie szybkiego wzrostu 3-miesięcznych stóp procentowych w II połowie 2007 r., w 2008 r. stopy te obniżyły się.

Aktualne prognozy tempa wzrostu gospodarczego dla regionu Europy Środkowej i Wschodniej na 2008 i 2009 r. obniżyły się w porównaniu z prognozami z końca 2007 r. natomiast obecne prognozy inflacji przewidują wyraźniejszy jej wzrost w 2008 r. i spadek w 2009 r.

## 1. Sytuacja gospodarcza krajów Europy Środkowo-Wschodniej na tle gospodarek wschodzących

W roku 2007 kontynuowana była wysoka dynamika globalnego wzrostu gospodarczego. Wyniosła ona 4,9 proc. wobec 5,0 proc. w 2006 r. Przyspieszenie gospodarcze miało miejsce w grupie krajów wschodzących<sup>1</sup>. Dynamika PKB w 2007 r. wzrosła tam do 8,2 proc. wobec 7,9 proc. w 2006 r.

Wykres 1.1. Roczna dynamika PKB.



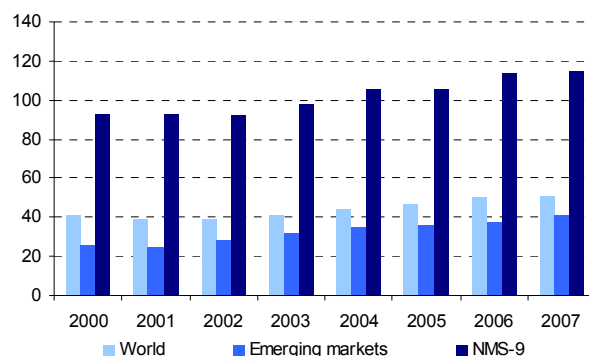
Źródło: IMF WEO, Eurostat, EcoWin Economic.

Od 2003 r. rosła wartość handlu zagranicznego na świecie liczona jako odsetek globalnego PKB<sup>2</sup>. W 2007 r. wartość globalnego handlu wyniosła 51,4 proc. PKB wobec 50,1 proc. PKB w 2006 r. Wartość obrotów handlu zagranicznego w stosunku do PKB wrosła również w grupie krajów wschodzących i wyniosła w 2007 r. 41,4 proc. Region EŚW w 2007 r., podobnie jak w poprzednich latach, charakteryzował się bardzo dużą otwartością gospodarek. Od 2004 r. łączna wartość eksportu i importu w tych krajach była większa od łącznej wartości PKB w tych krajach, a w 2007 r. wyniosła 114,8 proc. PKB. wobec 113,7 proc. PKB w 2006 r.

<sup>1</sup> Argentyna, Brazylia, Chile, Chiny, Filipiny, Indie, Indonezja, Malezja, Meksyk, Rosja, Turcja na wykresach nazwane „Emerging” – zgodnie z klasyfikacją MFW państwa te zaliczane są do grupy krajów wschodzących. Wybrane zostały jako reprezentatywna grupa porównawcza dla państw Europy Środkowo Wschodniej ze względu na ich istotny wpływ na rozwój światowej gospodarki oraz zbliżony poziom PKB per capita do krajów EŚW.

<sup>2</sup> Wartość handlu zagranicznego rozumiana jest jako suma eksportu i importu.

Wykres 1.2. Wolumen handlu zagranicznego w proc. PKB<sup>3</sup>.



Źródło: IMF DOTS, Eurostat, EcoWin Economic.

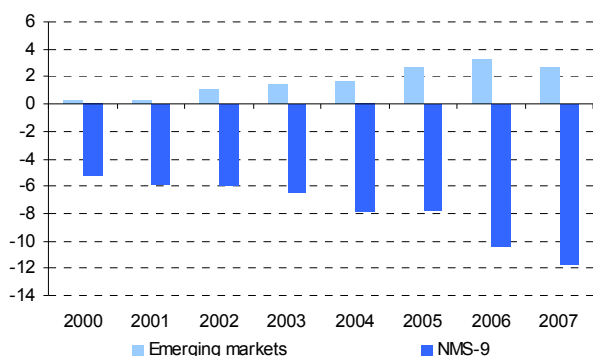
Średni deficyt<sup>4</sup> na rachunku obrotów bieżących w regionie EŚW wyniósł w 2007 r. 11,7 proc., co oznaczało jego wzrost wobec 10,4 proc. PKB w 2006 r. Wysoki deficyt, a także jego wzrost wynikał przede wszystkim z pogorszenia się salda obrotów bieżących w krajach bałtyckich i bałkańskich (średnio -17,3 proc. PKB w 2007 r. i -14,6 proc. PKB w 2006 r.). W grupie krajów obejmującej Polskę, Czechy, Słowację i Węgry deficyt obrotów bieżących był znacznie niższy i dodatkowo zmniejszył się w 2007 r. (odpowiednio -4,3 i -5,4 proc. PKB w 2007 i 2006 r.). Natomiast grupa krajów wschodzących charakteryzowała się w 2007 r., podobnie jak w poprzednich latach nadwyżką na rachunku obrotów bieżących, która wyniosła 2,6 proc. PKB. Oznaczało to jednak spadek w porównaniu do 2006 r. o 0,7 pp. PKB.

Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących w grupie krajów wschodzących wynika z proeksportowego nastawienia rozwijających się gospodarek, głównie azjatyckich. Dodatkowo, niektóre z krajów zaliczonych do tej grupy (np. Rosja, Indonezja) są światowymi eksporterami surowców. Wzrost ogólnoswiatowych cen surowców w ostatnim okresie znacznie wpłynął na poprawę salda handlu zagranicznego w tych krajach.

<sup>3</sup> W przypadku grup Emerging oraz EŚW liczony jako stosunek sumy wartości eksportu i importu wszystkich krajów zaliczanych do danej grupy w relacji do łącznego PKB wszystkich krajów danej grupy.

<sup>4</sup> Średnia arytmetyczna dla krajów EŚW.

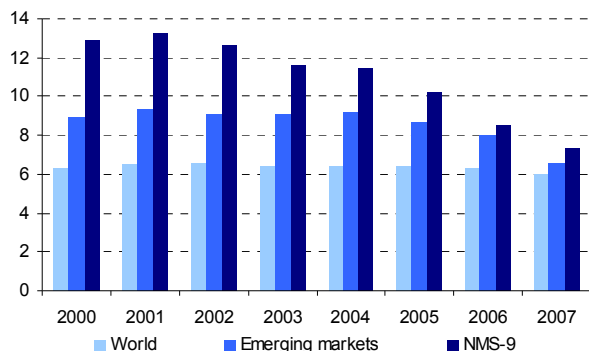
Wykres 1.3. Saldo obrotów bieżących w proc. PKB<sup>5</sup>.



Źródło: IMF WEO, EcoWin Economic, Eurostat.

Utrzymujące się wysokie tempo wzrostu gospodarczego sprzyjało poprawie sytuacji na rynku pracy w krajach wschodzących. W 2007 r. średnia stopa bezrobocia w tej grupie krajów wyniosła 6,6 proc., a w krajach EŚW 7,3 proc. wobec odpowiednio 8,0 proc. i 8,5 proc. w 2006 r. Stopa bezrobocia na świecie również zmniejszyła się w analogicznym okresie z 6,3 proc. do 6,0 proc.

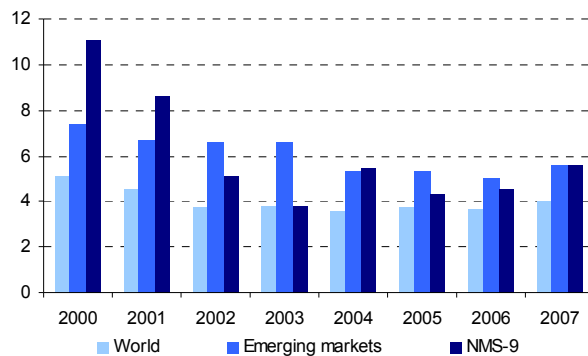
Wykres 1.4 Stopa bezrobocia.



Źródło: ILO, Eurostat, krajowe urzędy statystyczne.

Rok 2007 charakteryzował się wzrostem inflacji na świecie. Zwiększyła się ona z 3,7 proc. w 2006 r. do 4,0 proc. w 2007 r. Wzrost inflacji, jaki miał miejsce w 2007 r., silniej odczuwalny był w regionie EŚW. Średnia inflacja wyniosła tam do 5,6 proc. wobec 4,5 proc. w poprzednim roku. W krajach wschodzących wzrost inflacji był mniejszy. Dynamika cen konsumpcyjnych wzrosła do 5,6 proc. w 2007 r. wobec 5,0 proc. 2006 r.

Wykres 1.5. Inflacja średnioroczna



Źródło: IMF WEO, Eurostat.

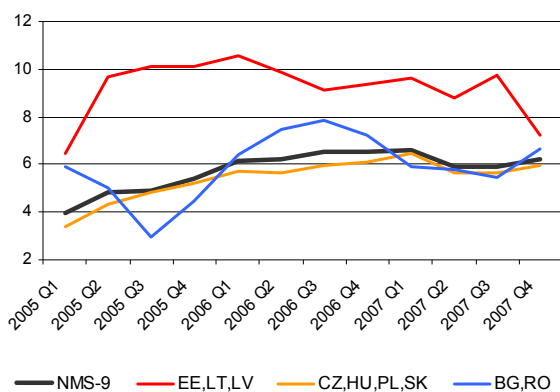
<sup>5</sup> Liczony jako średnia arytmetyczna dla danej grupy krajów.

## 2. Wzrost gospodarczy

W IV kwartale 2007 r. przeciętne tempo wzrostu gospodarczego w krajach EŚW wyniosło 6,2 proc., co oznaczało wzrost w porównaniu z poprzednim kwartałem, kiedy wynosiło ono 5,9 proc. Wyższa dynamika PKB w regionie wynikała przede wszystkim z silnego przyspieszenia wzrostu na Słowacji, gdzie jego tempo w IV kwartale 2007 r. wzrosło o 4,9 pp. w porównaniu z III kwartałem. Dynamika PKB zwiększyła się również w Czechach, Bułgarii i Rumunii, natomiast w pozostałych krajach regionu spadła. W przypadku krajów bałtyckich był to wyraźny spadek, przeciętnie o 2,6 pp. Nieznaczne osłabienie się tempa wzrostu gospodarczego w stosunku do III kwartału 2007 r. miało miejsce w Polsce i na Węgrzech.

W I kwartale 2008 r. dynamika PKB w Polsce utrzymywała się na podobnym poziomie jak w 2007 r. W Czechach i Słowacji miał z kolei miejsce jej spadek. Tendencja spadkowa kontynuowana była także w krajach bałtyckich, natomiast na Węgrzech i w Rumunii tempo wzrostu gospodarczego w I kwartale 2008 r. wzrosło.

Wykres 2.1. Dynamika realnego PKB w regionie EŚW.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Eurostat, EcoWin Economic, narodowe urzędy statystyczne

**W grupie krajów obejmującej Polskę, Czechy, Słowację i Węgry** przeciętna dynamika PKB w IV kwartale 2007 r. wyniosła 6,0 proc., co oznaczało wzrost o 0,4 pp. w porównaniu do III kwartału i wynikało z przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego

w Czechach i na Słowacji. W Czechach dynamika PKB wzrosła do 6,6 proc. w porównaniu z 6,0 w III kwartale 2007 r. W I kwartale 2008 r. miało jednak miejsce jej osłabienie do poziomu 5,4 proc. Na Słowacji tempo wzrostu gospodarczego wzrosło z 9,4 proc. w III kwartale do 14,3 proc. w IV kwartale 2007 r. Wzrost dynamiki PKB na Słowacji wynikał przede wszystkim ze zwiększenia się zapasów, głównie wyrobów tytoniowych, co było reakcją firm z tej branży na podwyżkę stawki akcyzy od początku 2008 r. Był to zatem czynnik o charakterze jednorazowym, który dodatkowo może wpływać na obniżenie dynamiki PKB w kolejnych kwartałach. Potwierdzają to dane za I kwartał 2008 r., kiedy to dynamika PKB na Słowacji wyniosła 8,7 proc.

W Polsce i na Węgrzech w IV kwartale 2007 r. dynamika PKB nieznacznie obniżyła się w porównaniu z poprzednim kwartałem. W Polsce wyniosła 6,4 proc. wobec 6,5 proc. w III kwartale. W I kwartale 2008 r. tempo wzrostu gospodarczego w Polsce ponownie nieznacznie spadło i wyniosło 6,1 proc. **Węgry w dalszym ciągu były najwolniej rozwijającym się krajem regionu EŚW.** Dynamika PKB spadła z 0,9 proc. w III kwartale 2007 r. do 0,8 proc. w IV kwartale 2007 r. Był to już szósty z kolei kwartał, w którym tempo wzrostu gospodarczego na Węgrzech spadało. W I kwartale 2008 r. dynamika PKB na Węgrzech odbiła i wzrosła do poziomu 1,6 proc. r/r. Czynnikiem przyspieszenia dynamiki PKB był eksport netto.

Wzrost gospodarczy w opisywanej grupie krajów w dalszym ciągu napędzany był przede wszystkim przez popyt wewnętrzny. W IV kwartale 2007 r. zaobserwowano tu wzrost wkładu nakładów inwestycyjnych do wzrostu PKB, który w IV kwartale wyniósł 2,6 pp. wobec 1,6 pp. w III kwartale. W odróżnieniu od poprzednich kwartałów 2007 r. przewyższył on wkład spożycia ogółem, który w IV kwartale obniżył się do 2,0 pp. z 2,3 pp. w III kwartale 2007 r. Wzrost dynamiki nakładów inwestycyjnych miał miejsce w Czechach, na Słowacji i Węgrzech. Osłabła

ona jedynie w Polsce, jednak Polska w IV kwartale 2007 r. w dalszym ciągu charakteryzowała się największą dynamiką inwestycji w w/w grupie (16,4 proc.). Spadek wkładu konsumpcji do wzrostu gospodarczego w IV kwartale 2007 wynikał ze spadku jej dynamiki w Polsce i na Słowacji.

Wkład eksportu netto do wzrostu gospodarczego w opisywanej grupie krajów był nadal dodatni i nieznacznie wzrósł w IV kwartale 2007 r. Wyniósł on 1,6 pp. wobec 1,1 pp. w poprzednim kwartale<sup>6</sup>. Poprawa wkładu eksportu netto do wzrostu gospodarczego miała miejsce w Polsce i Czechach, na Węgrzech nie zmienił się on w porównaniu z III kwartałem 2007 r., natomiast wyraźnie zmniejszył się on na Słowacji.

W I kwartale 2008 r. dynamika PKB w tej grupie krajów zwolniła do 5,4 proc., do czego przyczynił się spadek wkładu nakładów inwestycyjnych oraz eksportu netto.

Tempo wzrostu gospodarczego w **krajach bałtyckich** w IV kwartale 2007 r. obniżyło się do 6,9 proc. z 9,4 proc. w III kwartale. W I kwartale 2008 r. dynamika PKB ponownie się obniżyła do 3,4 proc. W IV kwartale 2007 r. dynamika PKB na Litwie i Łotwie wyniosła 8,0 proc., co oznaczało spadek o odpowiednio 2,9 pp. oraz 2,8 pp. w porównaniu z poprzednim kwartałem. **Najwolniej rozwijała się Estonia** (4,8 proc.), gdzie dynamika PKB w IV kwartale zmniejszyła się o 1,6 pp. **Tempo wzrostu gospodarczego w Estonii w IV kwartale 2007 r. obniżyło się o 6,2 pp. w porównaniu z IV kwartałem 2006 r. Pierwsze szacunki dynamiki PKB w I kwartale 2008 r. wskazują na kontynuację spowolnienia gospodarczego w krajach bałtyckich. PKB w I kwartale 2008 r. wzrósł na Łotwie o 3,6 proc., na Litwie o 6,9 proc., a w Estonii zaledwie o 0,1 proc.**

Popyt wewnętrzny, pomimo osłabienia w IV kwartale 2007 r. nadal był głównym czynnikiem napędzającym wzrost gospodarczy, zwłaszcza w Estonii i na Litwie.

<sup>6</sup> Dodatni wkład eksportu netto wynikał z poprawy salda handlu zagranicznego, chociaż w dalszym ciągu w powyższej grupie krajów było ono ujemne.

### **Największe osłabienie się popytu wewnętrznego miało miejsce na Łotwie.**

Jego łączny wkład do wzrostu PKB zmniejszył się z 16,1 pp. w III kwartale do 4,6 pp. w IV kwartale 2007 r. Spadek ten został częściowo zrekompensowany wzrostem eksportu netto, którego wkład zwiększył się w analogicznym okresie z -5,3 pp. do 3,7 pp. Wkład spożycia do wzrostu gospodarczego w krajach bałtyckich ogółem obniżył się z 7,0 pp. w III kwartale do 4,4 pp. w IV kwartale 2007 r. Wkład inwestycji w tym okresie zmniejszył się z 2,1 pp. do 1,3 pp. Dynamika nakładów inwestycyjnych spadła na Litwie i Łotwie, natomiast w Estonii wzrosła w porównaniu z III kwartałem 2007 r., kiedy to była ujemna.

W IV kwartale 2007 r. w krajach bałtyckich ponownie wzrósł wkład eksportu netto do wzrostu gospodarczego. Wyniósł on przeciętnie +1,3 pp. wobec -2,1 pp. w III kwartale i -8,7 pp. w I kwartale 2007 r. Wynikało to z większego wkładu eksportu netto do wzrostu gospodarczego na Łotwie i w Estonii. W IV kwartale 2007 r. w Estonii i na Łotwie wzrosła dynamika eksportu i jednocześnie miało miejsce silne obniżenie dynamiki importu. W przypadku Litwy, zarówno dynamika eksportu, jak i importu bardzo się osłabiły.

Poprawa salda handlu zagranicznego to przede wszystkim wynik osłabiającego się popytu wewnętrznego, co spowodowało spadek dynamiki importu i przesunięcie części produkcji na eksport. Spadek aktywności gospodarczej w strefie euro zrekompensowało przyspieszenie gospodarek Szwecji i Rosji, które należą do głównych partnerów handlowych krajów bałtyckich.

Spadek dynamiki PKB w krajach bałtyckich w I kwartale 2008 r. ponownie wynikał z osłabienia się popytu wewnętrznego (z wyjątkiem Łotwy, gdzie wkład zarówno konsumpcji, jak i inwestycji wzrósł w I kwartale 2008 r.). W przeciwieństwie do poprzednich dwóch kwartałów we wszystkich krajach bałtyckich zmniejszył się wkład eksportu netto do wzrostu gospodarczego.

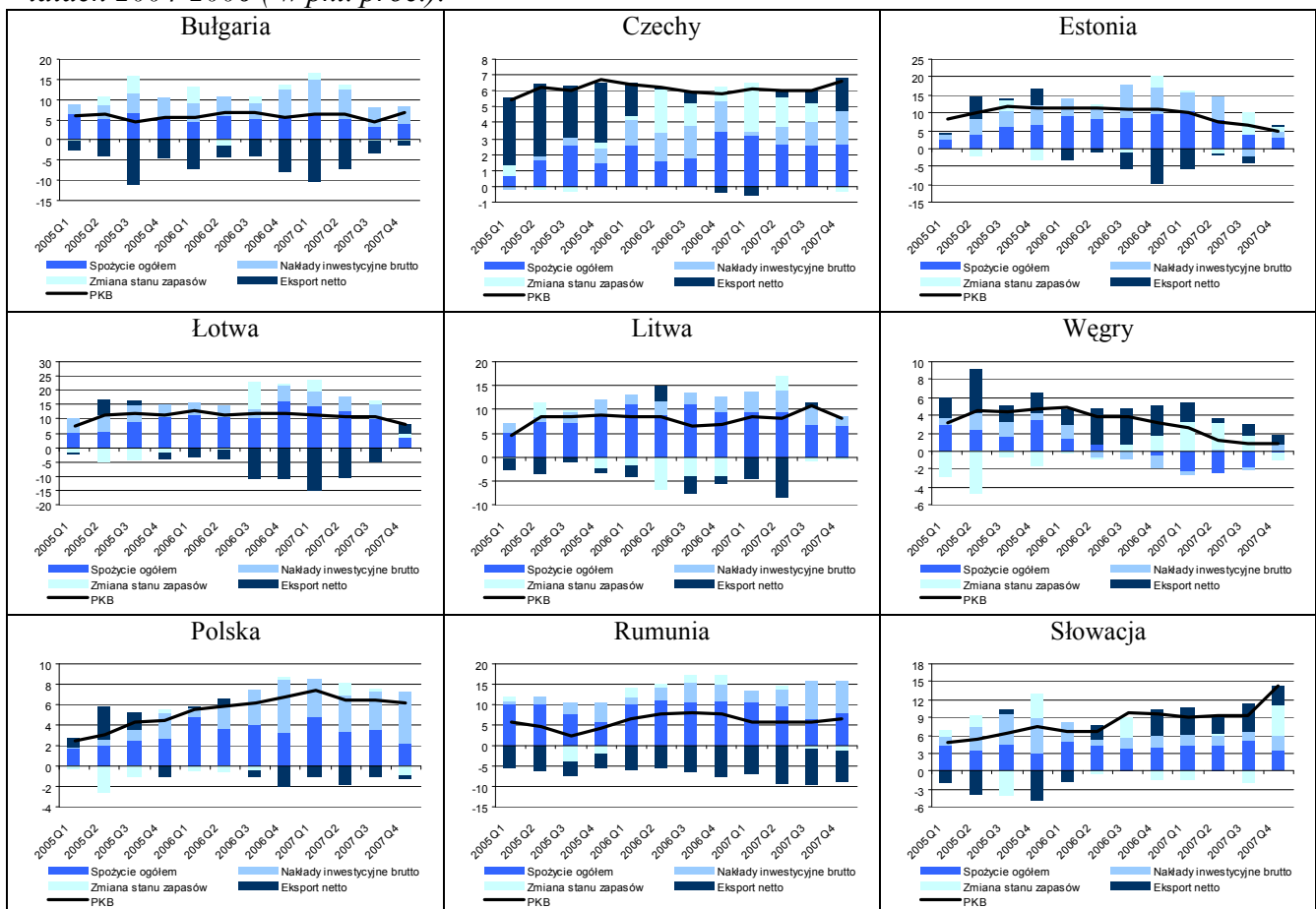
Dynamika realnego PKB w grupie krajów bałkańskich (Bułgarii i Rumunii) wzrosła w IV kwartale 2007 r. Wyniosła ona 6,9 proc. w Bułgarii i 6,6 proc. w Rumunii wobec odpowiednio 4,5 proc. i 5,7 proc. w poprzednim kwartale.

W krajach bałkańskich, podobnie jak w innych krajach regionu, głównym motorem napędzającym wzrost gospodarczy był popyt wewnętrzny. Wkład konsumpcji do wzrostu gospodarczego zwiększył się w IV kwartale 2007 r. dla obu krajów i wyniósł 4,1 pp. w Bułgarii i 8,1 pp. w Rumunii. Z drugiej strony osłabł nieco popyt inwestycyjny, którego wkład obniżył się w obu krajach do poziomu 4,4 pp. w Bułgarii i 7,6 pp. w Rumunii wobec

4,6 pp. i 9,2 pp. w III kwartale. W dalszym ciągu oba kraje, a zwłaszcza Rumunia, charakteryzowały się najwyższą (obok Polski) dynamiką nakładów inwestycyjnych w regionie EŚW w IV kwartale 2007 r. (14 proc. w Bułgarii i 28 proc. w Rumunii).

W Bułgarii i Rumunii w IV kwartale 2007 r. wkład salda handlu zagranicznego do wzrostu gospodarczego był nadal ujemny, ale nastąpiła pewna poprawa. Wyniósł on -1,4 pp. w Bułgarii i -7,6 pp. w Rumunii wobec -3,2 pp. i -8,8 pp. w poprzednim kwartale. W przypadku Bułgarii wzrost ten wynikał ze spadku dynamiki importu, natomiast w Rumunii zaobserwowano znaczący wzrost dynamiki eksportu.

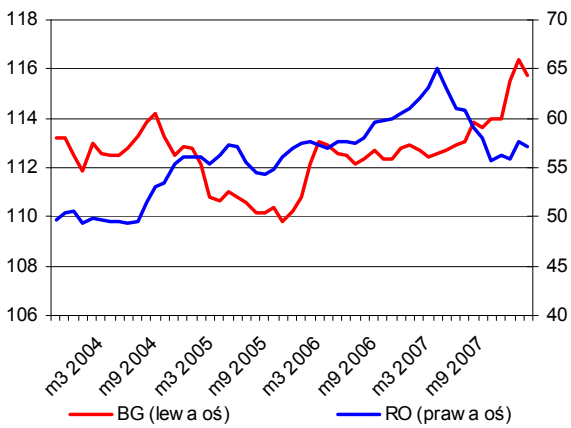
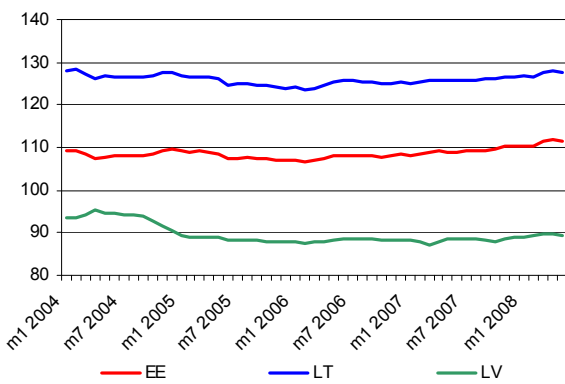
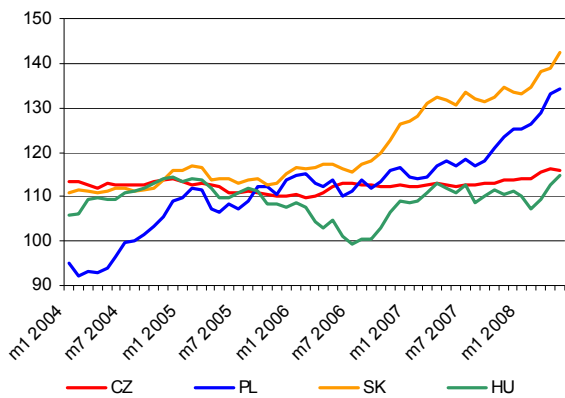
Tabela 2.1. Dekompozycja wzrostu gospodarczego w krajach Europy Środkowo-Wschodniej w latach 2004-2006 (w pkt. proc.).



Źródło: Eurostat, EcoWin, Narodowe Urzędy Statystyczne



Wykres 2.2. Realny efektywny kurs walutowy w krajach EŚW w okresie styczeń 2004 – maj 2008, indeks 2000 r. = 100. (wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie BIS

Ramka 1.

### Porównanie wysokości nakładów inwestycyjnych w „starych” i „nowych” krajach UE

Od momentu wstąpienia krajów Europy Środkowo-Wschodniej do UE w 2004 r. w większości krajów tej grupy miał miejsce wzrost nakładów inwestycyjnych wyrażonych jako proc. PKB. W 2003 r. wynosił on przeciętnie 21,5 proc. PKB, a w 2007 r. już blisko 25 proc. PKB. Największy wzrost nakładów inwestycyjnych do PKB miał miejsce w Rumunii, Bułgarii, na Litwie i Łotwie. Z kolei w Czechach i na Węgrzech udział inwestycji w PKB nieznacznie obniżył się w analizowanym okresie.

W krajach starej UE w latach 2003-2007 również wzrósł udział nakładów inwestycyjnych w PKB, jednak wzrost ten był niższy niż w nowych krajach członkowskich. W 2003 r. inwestycje w krajach UE-15 stanowiły 19,5 proc. PKB, a w 2007 r. 21 proc. PKB.

Tabela 1. Nakłady inwestycyjne brutto w krajach UE w latach 2000-2007 (w proc. PKB)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Austria</b>	22,8	22,1	20,4	21,3	20,7	20,4	20,6	20,7
<b>Belgia</b>	20,8	20,4	19,2	18,8	19,6	20,3	20,7	21,4
<b>Dania</b>	20,2	19,8	19,6	19,3	19,3	19,7	21,6	22,8
<b>Finlandia</b>	19,4	19,5	17,9	18,1	18,2	18,9	19,3	20,3
<b>Francja</b>	19,5	19,5	18,8	18,8	19,3	19,8	20,4	21,0
<b>Grecja</b>	21,6	21,5	22,4	24,3	24,4	23,4	25,8	25,7
<b>Hiszpania</b>	25,8	26,0	26,3	27,2	28,0	29,3	30,4	31,1
<b>Holandia</b>	21,9	21,1	20,0	19,5	18,8	19,0	19,7	19,9
<b>Irlandia</b>	23,4	22,6	21,7	22,3	23,6	26,0	26,3	25,3
<b>Luksemburg</b>	20,8	22,6	22,6	21,6	20,8	20,0	18,4	19,4
<b>Niemcy</b>	21,5	20,0	18,3	17,9	17,5	17,4	18,0	18,5
<b>Portugalia</b>	27,1	26,5	25,0	22,9	22,6	22,2	21,6	21,7
<b>Szwecja</b>	17,6	17,5	16,8	16,3	16,4	17,4	18,1	18,9
<b>Wielka Brytania</b>	17,4	17,1	17,1	16,7	17,1	17,2	17,8	18,2
<b>Włochy</b>	20,3	20,3	20,9	20,4	20,5	20,7	21,0	21,1
<b>EU-15</b>	20,5	20,1	19,5	19,4	19,6	19,9	20,5	21,0
<b>Bulgaria</b>	15,7	18,2	18,2	19,3	20,5	24,2	25,9	29,8
<b>Cypr</b>	17,0	16,7	18,1	17,6	18,7	19,5	20,3	20,8
<b>Czechy</b>	28,0	28,0	27,5	26,7	25,8	25,0	24,6	24,1
<b>Estonia</b>	26,0	26,7	29,8	31,7	31,4	30,6	34,1	31,9
<b>Litwa</b>	18,8	20,1	20,3	21,2	22,3	22,8	24,8	26,6
<b>Łotwa</b>	24,2	24,9	23,8	24,4	27,5	30,6	32,6	31,6
<b>Malta</b>	22,9	20,6	16,3	19,6	19,3	19,5	19,5	18,7
<b>Polska</b>	23,7	20,7	18,7	18,2	18,1	18,2	19,7	22,3
<b>Rumunia</b>	18,9	20,7	21,3	21,4	21,8	23,1	25,6	30,5
<b>Słowacja</b>	25,8	28,6	27,4	24,8	24,0	26,5	26,3	25,7
<b>Słowenia</b>	26,2	24,9	23,4	24,1	25,4	25,5	26,1	28,7
<b>Węgry</b>	23,0	23,0	23,0	22,1	22,4	22,7	21,7	20,9
<b>EU-12</b>	23,5	22,5	21,8	21,5	21,6	22,0	23,0	24,8
<b>EU-27</b>	20,7	20,2	19,6	19,5	19,7	20,0	20,7	21,2

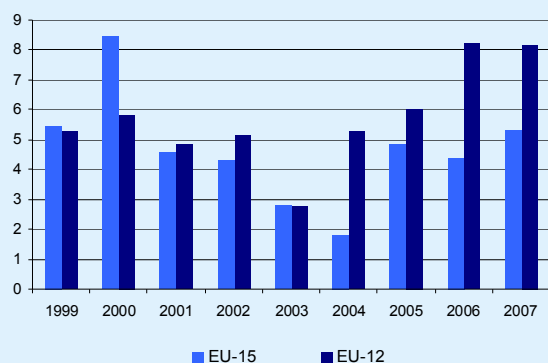
Źródło: Eurostat

Szybszy wzrost stopy inwestycji w nowych krajach UE po 2004 r. można tłumaczyć zwiększonym napływem bezpośrednich inwestycji zagranicznych (FDI) do krajów UE-12 po ich wstąpieniu do UE, a także dobrą koniunkturą gospodarczą w tych krajach.

W 2007 r., w porównaniu z 2003 r., napływ FDI zwiększył się z 14 mld EUR do blisko 70 mld EUR (odpowiednio 2,7 oraz 8,2 proc. PKB). Wielkość napływu FDI w latach 2004-2007 w porównaniu z czterema poprzednimi latami wzrosła we wszystkich nowych krajach członkowskich, zwłaszcza na Węgrzech, w Bułgarii i Rumunii, gdzie zwiększyła się ona w analizowanym okresie ponad czterokrotnie. Wydaje się więc, że wstąpienie do UE zwiększyło atrakcyjność inwestycyjną krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Lata 2004-2007 były okresem bardzo dobrej koniunktury gospodarczej na świecie. Przeciętne roczne tempo wzrostu światowego PKB w tym okresie to blisko 5 proc., a wolumen handlu zwiększał się przeciętnie o 8,6 proc. rocznie. W połączeniu z tendencją do przenoszenia produkcji do krajów o niskich kosztach wytwarzania wpłynęło to na wzrost światowych przepływów kapitałowych. W tych latach napływ globalnych FDI zwiększył się dwuipółkrotnie (z 560 mld USD w 2003 r. do 1300 mld USD w 2006 r.), z czego skorzystały również kraje Europy Środkowo-Wschodniej.

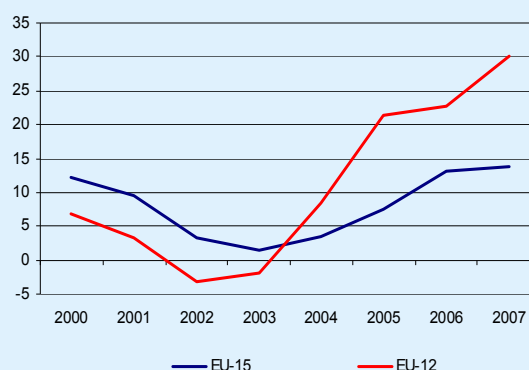
Kolejnym czynnikiem wpływającym na wzrost inwestycji w nowych krajach członkowskich była ich dobra koniunktura gospodarcza, co spowodowało, że przedsiębiorstwa zwiększały swoje zyski i mogły przeznaczyć więcej środków na inwestycje. Dodatkowo w nowych krajach członkowskich UE miał miejsce wyraźny rozwój rynku kredytów dla przedsiębiorstw. Ich dynamika wzrosła z -1,8 proc. w 2003 r. do 30 proc. w 2007 r. Poziom kredytów dla przedsiębiorstw w stosunku do PKB wzrósł w tym okresie z 16,4 proc do 20,6 proc., w dalszym ciągu był jednak dwukrotnie niższy niż w krajach „starej” UE.

Wykres 1. Napływ FDI (w proc. PKB)



Źródło: UNCTAD, Eurostat, banki centralne

Wykres 2. Dynamika kredytu dla przedsiębiorstw (r/r, w proc.)



Źródło: EcoWin Economic, Eurostat, banki centralne

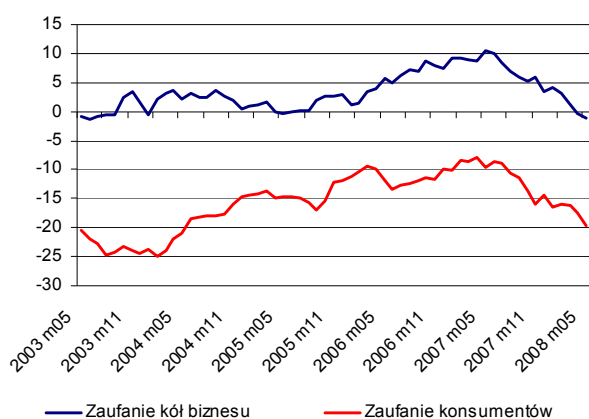
### Koniunktura gospodarcza

W pierwszych pięciu miesiącach 2008 r. wskaźniki oczekiwań zarówno konsumentów, jak i kół biznesu w regionie EŚW dalszym ciągu obniżały się (zob. wykres 2.3), głównie pod wpływem pogorszenia nastrojów w gospodarce światowej. W maju 2008 r. przeciętna wartość wskaźnika zaufania konsumentów dla badanej grupy krajów wyniosła -19,6 wobec -14,5 w grudniu 2007 r. i -8,8 w lipcu 2007 r. Największy spadek miał

miejsce w krajach bałtyckich, na Słowacji i Węgrzech. Jedynie w Polsce nastroje konsumentów w 2008 r. poprawiły się w porównaniu z 2007 r.

Wartość wskaźnika zaufania kół biznesu dla całej grupy krajów również obniżyła się z 3,4 w grudniu 2007 r. do -1,0 w maju 2008 r. Spadek zaufania miał miejsce w większości krajów regionu, jedynie w Bułgarii nastroje wśród przedsiębiorców poprawiły się.

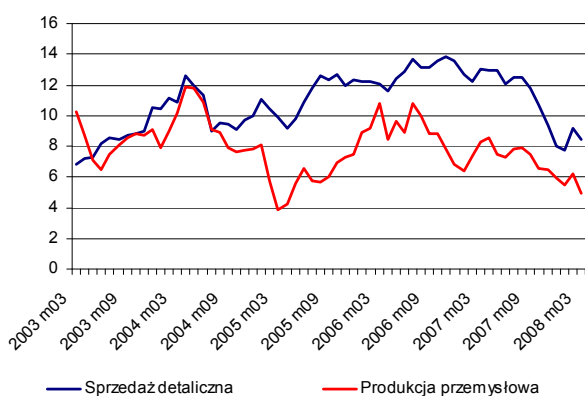
Wykres 2.3. Wskaźniki zaufania w regionie EŚW



Źródło: Komisja Europejska

Dynamika produkcji przemysłowej w krajach EŚW obniżyła się w I kwartale 2008 r. i wyniosła przeciętnie 4,9 proc. wobec 6,0 proc. w IV kwartale 2007 r. Natomiast dynamika sprzedaży detalicznej w tym samym okresie wzrosła. W I kwartale 2008 r. wynosiła ona przeciętnie 8,5 proc. wobec 8,0 proc. w IV kwartale 2007 r. Wzrost dynamiki sprzedaży detalicznej miał miejsce na Słowacji, Litwie, w Polsce i Bułgarii.

Wykres 2.3. Dynamika produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w regionie EŚW (średnia dla 3 kolejnych miesięcy)



Źródło: Narodowe urzędy statystyczne, obliczenia własne

### Prognozy

Według prognoz instytucji zewnętrznych (por. tabele 2.2. i 2.3.) tempo wzrostu gospodarczego w regionie EŚW osłabnie w 2008 i 2009 r. w porównaniu z 2007 r. Jedynie na Węgrzech dynamika PKB nieznacznie

przyspieszy w latach 2008-2009. Ostatnie prognozy tempa wzrostu gospodarczego na 2008 i 2009 r. obniżyły się w porównaniu z prognozami z końca 2007 r. **W największym stopniu spadły prognozy dynamiki PKB w krajach bałtyckich.**

Największymi zagrożeniami dla wzrostu gospodarczego w krajach EŚW wydają się być:

- Osłabienie wzrostu gospodarczego w strefie euro. Kraje EŚW charakteryzują się wysoką otwartością gospodarek i tym samym są podatne na spadek popytu zewnętrznego.
- Przedłużający się kryzys płynności na rynkach finansowych, który w połączeniu z dużym uzależnieniem od finansowania zagranicznego (zwłaszcza w krajach bałtyckich i bałkańskich) może doprowadzić do dalszego ograniczenia akcji kredytowej i osłabić zarówno konsumpcję, jak i inwestycje.
- Reżim sztywnego kursu walutowego i brak możliwości reakcji polityki pieniężnej w krajach bałtyckich i Bułgarii przy niekorzystnych warunkach zewnętrznych może wpłynąć na pogłębienie i przedłużenie spowolnienia gospodarczego w tych krajach.

Tabela 2.2. Prognozy dynamiki PKB w krajach EŚW.

	MFW			Komisja Europejska	
	2007	2008	2009	2008	2009
<b>Czechy</b>	6,5	4,2	4,7	4,7	5,0
<b>Polska</b>	6,6	4,9	4,5	5,3	5,0
<b>Słowacja</b>	10,4	6,6	5,6	7,0	6,2
<b>Węgry</b>	1,3	1,8	2,5	1,9	3,2
<b>Estonia</b>	7,1	3,0	3,7	2,7	4,3
<b>Litwa</b>	8,8	6,5	5,5	6,1	3,7
<b>Łotwa</b>	10,3	3,6	0,5	3,8	2,5
<b>Bulgaria</b>	6,2	5,5	4,8	5,8	5,6
<b>Rumunia</b>	6,0	5,4	4,7	6,2	5,1

Tabela 2.3. Prognozy dynamiki PKB dla krajów OECD.

	2007	2008	2009
<b>Czechy</b>	6,5	4,5	4,8
<b>Polska</b>	6,6	5,9	5,0
<b>Słowacja</b>	10,4	7,3	6,1
<b>Węgry</b>	1,3	2,0	3,1

Źródło: OECD Economic Outlook (czerwiec 2008)

### Łotwa – nadciąga stagflacja

Opinie na temat potencjalnego załamania gospodarczego w krajach bałtyckich krążyły wśród ekonomistów od dłuższego czasu. Istniało co najmniej kilka powodów takiego rozumowania:

- Wysoki poziom nierównowag zewnętrznych (deficyt na rachunku obrotów bieżących wynosił w latach 2006-2007 od 10 do nawet 30 proc. PKB).
- Reżim sztywnego kursu walutowego, a co się z tym wiąże brak w pełni autonomicznej polityki pieniężnej spowodował olbrzymi wzrost inflacji oraz aprecjację kursów realnych.
- Wysoce ujemny poziom realnych stóp procentowych (wynikający z wysokiej inflacji) spowodował ekspansywny rozwój akcji kredytowej i zwiększanie się zadłużenia zagranicznego sektora bankowego.

Patrząc na tempo wzrostu gospodarczego w 2006 i początek 2007 r. nie można było jednak zauważyć oznak spowalniania gospodarek bałtyckich. Pierwsze objawy pojawiły się w II kwartale 2007 r. w Estonii, kiedy to dynamika PKB obniżyła się o 2,5 pp. W pozostałych krajach bałtyckich nadal tempo wzrostu PKB utrzymywało się na poziomie ponad 10 proc. i było najwyższe wśród krajów Europy Środkowo-Wschodniej.

W IV kwartale 2007 r. miało miejsce osłabienie gospodarcze we wszystkich krajach bałtyckich. Dynamika PKB zmniejszyła się przeciętnie o 2,5 pp. Dynamika PKB w największym stopniu zmniejszyła się na Łotwie, gdzie spadła o blisko 3 pp. Wstępne szacunki dynamiki PKB pokazują, że w I kwartale 2008 r. miał miejsce ponowny jej spadek o 4,4 pp. do poziomu 3,6 proc.

Dekompozycja wzrostu gospodarczego w IV kwartale 2007 r. na Łotwie pokazuje załamanie popytu wewnętrznego. Jego łączny wkład do wzrostu PKB zmniejszył się z 16,1 pp. w III kwartale do 4,6 pp. w IV kwartale 2007 r., czyli aż o 11,5 pp. Głównym czynnikiem napędzającym wzrost gospodarczy na Łotwie był, w przeciwieństwie do poprzednich kwartałów, eksport netto. Wzrost ten był wynikiem załamania się importu, co może być dodatkowym czynnikiem świadczącym o osłabieniu gospodarczym na Łotwie.

Jednocześnie inflacja na Łotwie w dalszym ciągu przyspiesza. W kwietniu 2008 r. wzrosła do blisko 18 proc. i była zdecydowanie najwyższa w regionie EŚW.

Tabela 1. Dekompozycja wzrostu gospodarczego na Łotwie w latach 2006-2007

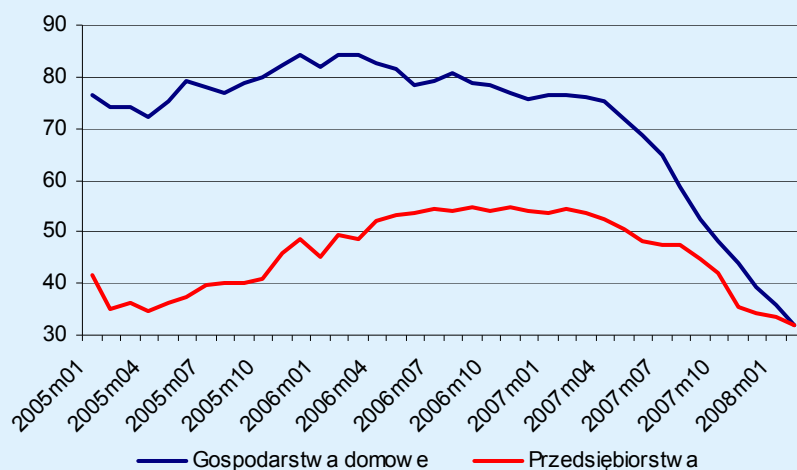
	2006	2006	2006	2006	2007	2007	2007	2007
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
<b>PKB</b>	13,1	11,1	11,9	11,7	11,2	11,0	10,9	8,0
<b>Spżycie ogółem</b>	11,1	11,0	10,3	16,5	14,5	13,2	10,4	3,7
<b>Nakłady inwestycyjne brutto</b>	4,9	3,7	2,9	5,2	5,0	4,6	4,6	0,2
<b>Zmiana stanu zapasów</b>	-0,4	-0,5	9,5	0,8	4,2	0,2	1,1	0,7
<b>Eksport netto</b>	-3,0	-3,4	-11,0	-11,4	-15,0	-10,5	-5,3	3,7

Źródło: Eurostat, obliczenia własne

Wzrost gospodarczy na Łotwie, podobnie jak w innych krajach bałtyckich, opierał się w dużej mierze na kredytach udzielanych zarówno gospodarstwom domowym, jak i przedsiębiorstwom.

Spadek aktywności gospodarczej w IV kwartale może więc w części wynikać ze spadku dynamiki udzielanych kredytów. W 2006 r. i I połowie 2007 r. wynosiła ona ok. 80 proc. r/r w przypadku gospodarstw domowych i 40-50 proc. w przypadku przedsiębiorstw, a w I kwartale 2008 r. zmniejszyła się do ok. 30 proc. r/r. Spadek dynamiki udzielanych kredytów to wynik zaostrzających się norm nadzorczych banków w obliczu przegrzewania się gospodarki Łotwy oraz kryzysu na światowych rynkach finansowych.

Wykres 1. Dynamika kredytów dla sektora prywatnego na Łotwie



Źródło: EcoWin Economic, obliczenia własne

Spadek aktywności gospodarczej może też odbić się na sytuacji fiskalnej na Łotwie. Zatwierdzony w październiku 2007 r. budżet na 2008 przewidywał nadwyżkę w wysokości 1 proc. PKB, ale najprawdopodobniej nie uda się osiągnąć tego celu. Szacując wielkość przychodów podatkowych zakładano tempo wzrostu gospodarczego na poziomie 7,5 proc. podczas gdy najnowsze prognozy pokazują to tempo na poziomie ok. 3-4 proc. Spadkowi dochodów może towarzyszyć również wzrost wydatków. Wysoka inflacja powoduje wzrost presji płacowej ze strony pracowników sektora publicznego, a także powstaje presja na podniesienie wysokości rent, emerytur i innych świadczeń socjalnych.

Prognozy Międzynarodowego Funduszu Walutowego z kwietnia 2008 r. dla Łotwy wskazują na bardzo duże załamanie się wzrostu gospodarczego w 2008 i 2009 r. przy jednocześnie utrzymującej się wysokiej (najwyższej wśród krajów EŚW) inflacji. W 2009 i 2010 r. Łotwa ma być najwolniej rozwijającym się krajem w regionie i jednocześnie dynamika cen będzie tam najwyższa.

Tabela 2. Prognozy MFW dla Łotwy

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PKB r/r	11,9	10,2	3,6	0,5	0,3	1,3	2,2	3,0
CPI r/r średniorocznie	6,5	10,1	15,3	9,2	6,7	4,4	3,7	3,1
CPI r/r na koniec roku	6,8	14,1	11,8	7,9	5,6	4,1	3,4	3,1
Saldo na rach. obrotów bieżących (w proc. PKB)	-22,3	-23,3	-15,0	-10,5	-6,8	-5,3	-4,8	-4,8

Źródło: World Economic Outlook, April 2008

Zdaniem MFW istnieje przynajmniej kilka czynników, które w najbliższych latach mogą wpływać na spowolnienie akcji kredytowej w krajach bałtyckich, w tym także na Łotwie. Są to:

- **Wpływ kryzysu na rynku kredytów hipotecznych w USA.** Bezpośredni wpływ kryzysu na kraje bałtyckie wydaje się nie być zbyt duży, ponieważ banki skandynawskie, które są głównymi graczami na rynkach bałtyckich nie były silnie zaangażowane (przynajmniej według obecnej wiedzy) w instrumenty na rynku kredytów hipotecznych w USA. Dużo poważniejszy wydaje się być pośredni wpływ, poprzez wzrost awersji do ryzyka, a co za tym idzie mniej chętnie finansowanie gospodarek krajów rozwijających się.
- **Spadek konkurencyjności gospodarki.** Bardzo szybki wzrost płac (sięgający na Łotwie nawet 30 proc. r/r), przewyższający znacznie wzrost wydajności pracy, w ostatnich latach spowodował spadek konkurencyjności tej gospodarki na arenie międzynarodowej, a przez to gorsze wyniki finansowe przedsiębiorstw. Kontynuacja tej tendencji na rynku pracy może wpłynąć na osłabienie się motywacji inwestorów zagranicznych i zmniejszanie się napływu kolejnych inwestycji.
- **Zmniejszający się napływ petrodolarów.** Wzrost cen surowców na rynkach światowych i rosnące zyski z handlu nimi spowodowały w ostatnich latach duży napływ inwestycji z krajów-eksporterów surowców do gospodarek rozwijających się, w tym także do krajów Europy Środkowo-Wschodniej. W przypadku zahamowania wzrostu cen surowców, napływ środków finansowych z tego źródła może się bardzo szybko zmniejszyć, ograniczając tym samym napływ finansowania zewnętrznego na Łotwie.<sup>7</sup>

Sytuacja gospodarcza w IV kwartale 2007 r. i I połowie 2008 r., a także prognozy ośrodków zewnętrznych pokazują, że **ryzyko „stagflacji” na Łotwie, zaczyna wzrastać**. Szttywny kurs walutowy i poluzowanie polityki fiskalnej są czynnikami zwiększającymi prawdopodobieństwo wystąpienia tego scenariusza.

**Podobne ryzyka występują również w Estonii.** Według szacunkowych danych dynamika PKB w I kwartale 2008 r. wyniosła w Estonii zaledwie 0,1 proc., podczas gdy rok wcześniej była dwucyfrowa. Jednocześnie inflacja w kwietniu 2008 osiągnęła poziom 11,6 proc., najwyższy od początku lat 90-tych.

---

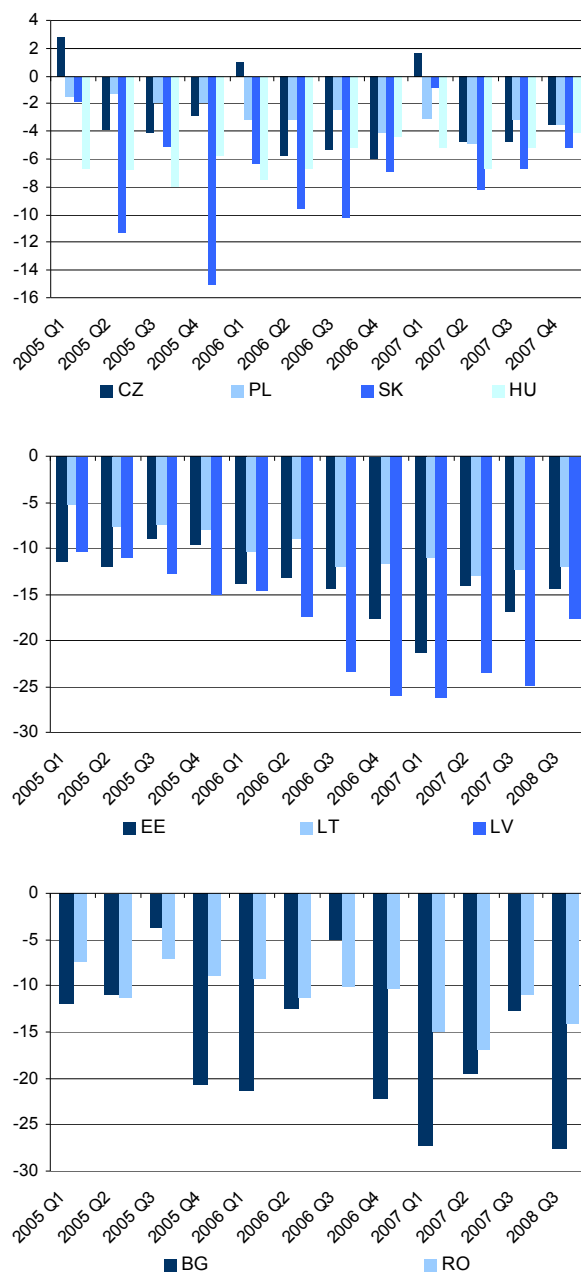
<sup>7</sup> W obliczu silnego wzrostu cen ropy w I połowie 2008 r. i prognoz, które raczej nie przewidują ich spadku w kolejnej części roku siła tego argumentu osłabła.

### 3. Nierównowagi zewnętrzne

W IV kwartale 2007 r. przeciętny deficyt na rachunku obrotów bieżących w krajach EŚW wzrósł do 11,4 proc. PKB w porównaniu z 10,8 proc. PKB w III kwartale 2007 r. Wzrost deficytu wynikał przede wszystkim ze znacznego pogorszenia się salda obrotów bieżących w Bułgarii i Rumunii. Deficyt wzrósł również w Polsce, jednak w znacznie mniejszym stopniu niż w krajach bałkańskich. W pozostałych krajach regionu saldo na rachunku obrotów bieżących poprawiło się. Podobnie jak w poprzednich kwartałach deficyt na rachunku obrotów bieżących w większości krajów wynikał z deficytu w handlu towarami<sup>8</sup> oraz ujemnego salda dochodów. Z wyjątkiem krajów bałkańskich, pozostałe kraje EŚW charakteryzowały się natomiast nadwyżką w handlu usługami. Saldo transferów bieżących w większości krajów (z wyjątkiem Słowacji) również było dodatnie, jednak tylko na Litwie, Łotwie i w Rumunii przekraczało ono 2 proc. PKB.

**Nieziennie najwyższy deficyt na rachunku obrotów bieżących występował w krajach bałtyckich, a także w Rumunii i Bułgarii.** W IV kwartale 2007 r. deficyt ten wyniósł przeciętnie dla powyższej grupy krajów 17,2 proc. PKB, wobec 15,6 proc. PKB w III kwartale 2007 r. Wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących w tej grupie to wynik pogarszającego się salda w krajach bałkańskich (zwłaszcza w Bułgarii, gdzie deficyt sięgnął 27,7 proc. PKB w IV kwartale 2007 r.). **Natomiast we wszystkich krajach bałtyckich miało natomiast miejsce zmniejszenie się deficytu obrotów bieżących jako odsetka PKB,** co wynikało przede wszystkim z załamaniem się importu towarów w Estonii i na Łotwie (por. rozdział 1).

Wykres 3.1. Saldo na rachunku obrotów bieżących w krajach EŚW w latach 2004-2007, w proc. PKB.

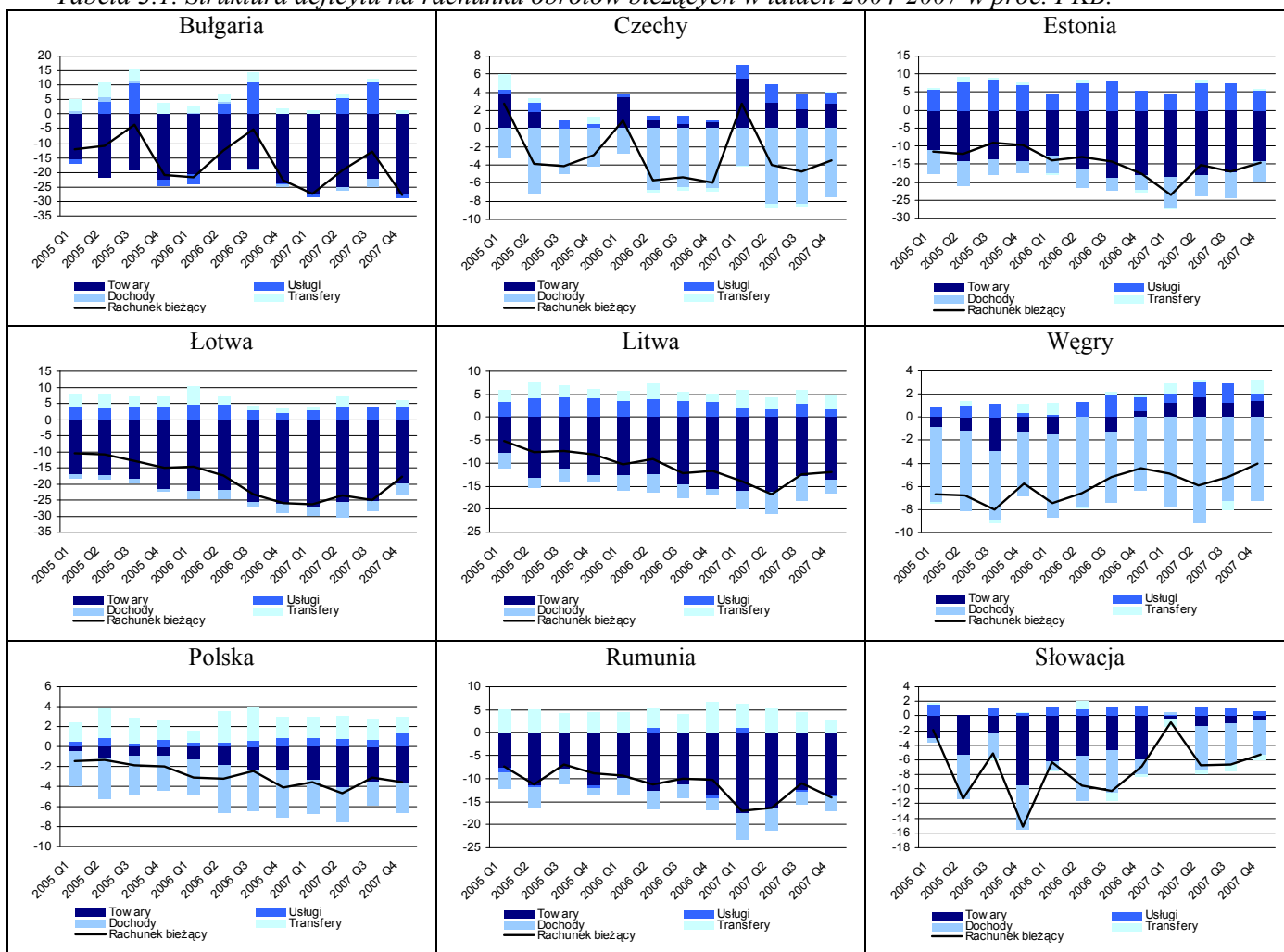


Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Eurostat, narodowe banki centralne

<sup>8</sup> Wyjątkiem od kilku kwartałów są Czechy i Węgry.



Tabela 3.1. Struktura deficytu na rachunku obrotów bieżących w latach 2004-2007 w proc. PKB.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Eurostat, banki centralne

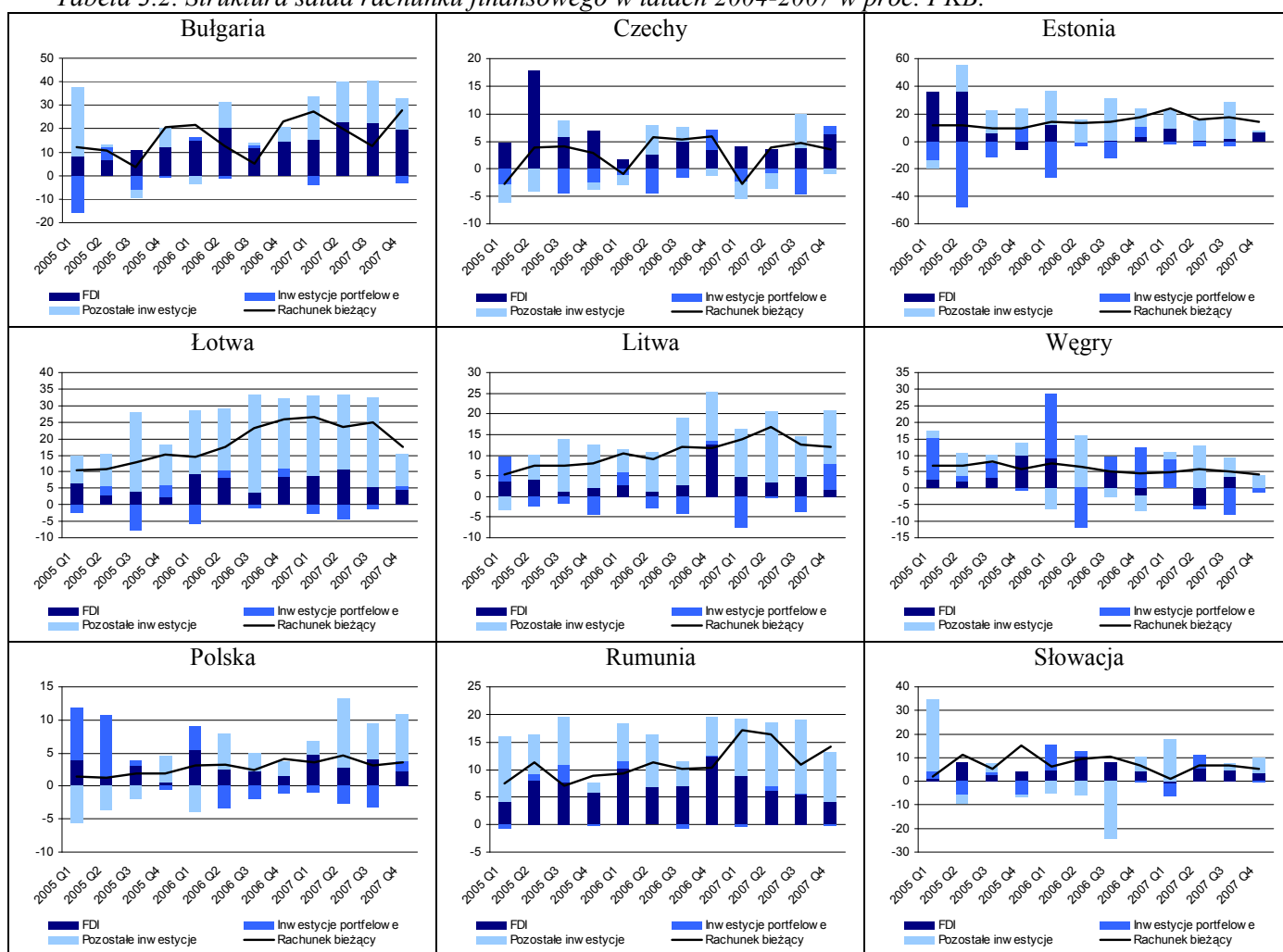
W grupie krajów bałtyckich i bałkańskich deficyt na rachunku obrotów bieżących wynikał przede wszystkim z dużego deficytu w obrocie towarowym. Wyniósł on w IV kwartale 2007 r. 17,9 proc. PKB, co oznaczało poprawę w porównaniu z 18,1 proc. w poprzednim kwartale. W IV kwartale w porównaniu do III kwartału 2007 r. pogorszyło się natomiast saldo usług (odpowiednio 5,0 i 1,8 proc. PKB), co wpłynęło w największym stopniu na pogłębienie się deficytu obrotów bieżących. Największy spadek miał miejsce w Bułgarii, gdzie saldo usług wyniosło -1,4 proc. PKB wobec 11,4 proc. PKB w III kwartale 2007 r. W tej grupie krajów poprawiło się natomiast saldo dochodów oraz saldo transferów bieżących (zob. tabela 3.1.)

Głównym źródłem finansowania deficytu na rachunku bieżącym w grupie krajów bałtyckich i bałkańskich nadal były pozostałe inwestycje, w tym głównie kredyty dla sektora bankowego. Zawirowania na rynkach finansowych i kłopoty z płynnością pod koniec 2007 r. sprawiły jednak, że napływ pozostałych inwestycji do tej grupy krajów, a zwłaszcza do krajów bałtyckich, wyraźnie osłabił. Przeciętny napływ pozostałych inwestycji dla w/w grupy wyniósł w IV kwartale 2007 r. 9 proc. PKB wobec 19 proc. PKB w III kwartale. Nieznacznie zmniejszył się również napływ bezpośrednich inwestycji (FDI), poprawiło się z kolei saldo inwestycji portfelowych (zob. tabela 3.2).

W IV kwartale 2007 r. w grupie obejmującej Polskę, Czechy, Słowację i Węgry saldo na rachunku obrotów bieżących, jako całości, poprawiło się. Dla tej grupy krajów przeciętny deficyt wyniósł w IV kwartale 2007 r. 4,1 proc. PKB w porównaniu do 4,9 proc. PKB w III kwartale 2007 r. Pogłębienie się deficytu obrotów bieżących miało miejsce jedynie w Polsce. Nadal jednak poziom deficytu w polskiej gospodarce należał – obok Czech – do najniższych w całej opisywanej grupie krajów

EŚW. W pozostałych krajach deficyt w IV kwartale zmniejszył się. Podobnie jak w poprzednich kwartałach, największą część deficytu w obrotach bieżących stanowił deficyt na rachunku dochodów. W III kwartale 2007 r. zaobserwowano jednak poprawę jego salda (zob. tabela 3.1). Spadek deficytu na rachunku dochodów, a także deficytu w handlu towarami odpowiadał za poprawę salda na rachunku obrotów bieżących w tej grupie krajów.

Tabela 3.2. Struktura salda rachunku finansowego w latach 2004-2007 w proc. PKB.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Eurostat, banki centralne

W IV kwartale 2007 r. w powyższej grupie krajów deficyt na rachunku obrotów bieżących, podobnie jak w krajach bałtyckich, był finansowany w największym stopniu napływem pozostałych inwestycji, który wyniósł 4,0 proc. PKB. Z kolei napływ FDI w IV kwartale stanowił 3,0 proc. PKB. Oba salda zmniejszyły się w porównaniu z III kwartałem 2007 r., kiedy to wynosiły odpowiednio 5,1 oraz 4,0 proc. PKB. Podobnie jak w krajach bałtyckich, poprawie uległo saldo inwestycji portfelowych, które wyniosło w IV kwartale 0,4 proc. wobec -3,9 proc. w III kwartale 2007 r.

### Rating długoterminowego długu

Tabela 3.1. Rating kredytowy FITCH dla zadłużenia długoterminowego denominowanego w walutach obcych

	2003	2004	2005	2006	2007	Maj 2008
<b>Polska</b>	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	A-	A-
<b>Czechy</b>	A-	A-	A	A	A	A+
<b>Słowacja</b>	BBB	A-	A	A	A	A
<b>Węgry</b>	A-	A-	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
<b>Estonia</b>	A-	A	A	A	A	A
<b>Litwa</b>	BBB	A-	A-	A	A	A
<b>Łotwa</b>	BBB+	A-	A-	A-	BBB+	BBB+
<b>Bulgaria</b>	BB+	BBB-	BBB	BBB	BBB	BBB
<b>Rumunia</b>	BB	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB

Źródło: FitchRatings

Tabela 3.2. Rating kredytowy FITCH dla zadłużenia długoterminowego denominowanego w walutach krajowych

	2003	2004	2005	2006	2007	Maj 2008
<b>Polska</b>	A+	A	A	A	A	A
<b>Czechy</b>	A	A	A+	A+	A+	AA-
<b>Słowacja</b>	A-	A+	A+	A+	A+	A+
<b>Węgry</b>	A+	A+	A-	A-	A-	A-
<b>Estonia</b>	A+	A+	A+	A+	A+	A+
<b>Litwa</b>	A-	A	A	A+	A+	A+
<b>Łotwa</b>	A	A	A	A	A-	A-
<b>Bulgaria</b>	BBB-	BBB	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
<b>Rumunia</b>	BB+	BBB	BBB	BBB+	BBB+	BBB+

Źródło: FitchRatings

W 2008 r. ratingi długoterminowego długu nie zmieniły się dla większości krajów. Jedynie w przypadku Czech agencja Fitch podniosła rating z A do A+ (waluta obca) oraz z A+ do AA- (waluta krajowa). **Pogorszyły się natomiast perspektywy dla długookresowego długu w Bulgarii, Estonii,**

**Łotwy i Rumunii.** 31 stycznia 2008 agencja Fitch zdecydowała się zmienić długookresową perspektywę ze stabilnej na negatywną dla tych krajów.

### Prognozy

Prognozy salda na rachunku obrotów bieżących dla krajów EŚW pokazują jego spadek w relacji do PKB w większości krajów (por. tabele 3.3. i 3.4.). Jedynie w Polsce i Rumunii deficyt obrotów bieżących wzrośnie. Prognozowane osłabienie się popytu wewnętrznego w krajach bałtyckich może być czynnikiem ograniczającym import w tych krajach i tym samym wpłynąć na poprawę salda na rachunku obrotów bieżących.

Tabela 3.3 Prognozy salda na rachunku obrotów bieżących w krajach EŚW.

	MFW			Komisja Europejska	
	2007	2008	2009	2008	2009
<b>Czechy</b>	-2,7	-3,0	-2,8	-2,9	-2,6
<b>Polska</b>	-3,7	-5,0	-5,7	-4,6	-5,5
<b>Słowacja</b>	-5,7	-5,0	-4,7	-4,0	-3,1
<b>Węgry</b>	-4,9	-5,5	-5,1	-4,4	-3,9
<b>Estonia</b>	-17,3	-11,2	-11,2	-11,2	-9,3
<b>Litwa</b>	-13,7	-10,5	-8,8	-12,3	-11,2
<b>Łotwa</b>	-22,9	-15,0	-10,5	-17,7	-15,5
<b>Bulgaria</b>	-21,5	-21,9	-18,9	-21,2	-20,9
<b>Rumunia</b>	-14,1	-14,5	-13,0	-16,1	-16,2

\* mld USD

Eastern Europe Consensus Forecast (maj 2008)

Tabela 3.4. Prognozy salda na rachunku obrotów bieżących dla krajów OECD

	2007	2008	2009
<b>Czechy</b>	-2,7	-2,8	-1,8
<b>Polska</b>	-3,7	-4,5	-5,6
<b>Słowacja</b>	-5,7	-4,3	-3,1
<b>Węgry</b>	-4,9	-4,4	-4,1

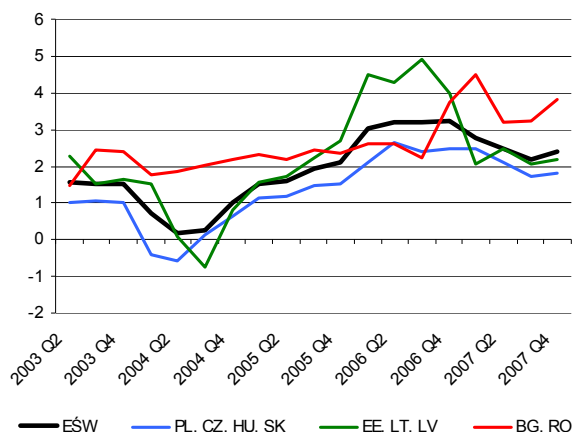
Źródło: OECD Economic Outlook (czerwiec 2008)

## 4. Rynek pracy

**Sytuacja na rynku pracy** w IV kwartale 2007 r. w grupie krajów EŚW jako całości w **dalszym ciągu była dobra**. Wysokie tempo wzrostu gospodarczego sprzyjało rosnącemu zatrudnieniu. Średnia dynamika zatrudnienia w IV kwartale 2007 r. wyniosła w regionie EŚW 2,4 proc. wobec 2,2 proc. w III kwartale. Dynamika zatrudnienia wzrosła w IV kwartale 2007 r. w Polsce, na Słowacji, w Rumunii a także na Łotwie, natomiast obniżyła się w Bułgarii, Estonii i na Litwie, jednak cały czas była dodatnia. **Węgry były jedynym krajem w regionie, który charakteryzował się w tym okresie spadkiem zatrudnienia** (dynamika zatrudnienia spadała z -0,2 proc. w II kwartale 2007 r. do -1,6 proc. w I kwartale 2008 r. W I kwartale br. w większości krajów regionu<sup>9</sup> (z wyjątkiem Węgier) dynamika zatrudnienia ponownie przyspieszyła.

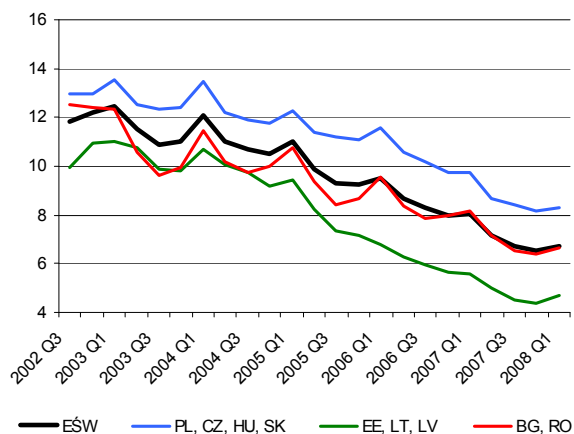
W ostatnim kwartale 2007 r. stopa bezrobocia w krajach EŚW spadła z 6,7 proc. do 6,5 proc. Nie we wszystkich krajach regionu można było jednak zaobserwować spadek bezrobocia. Wzrost stopy bezrobocia miał miejsce w Bułgarii, Rumunii, na Litwie i Węgrzech. W I kwartale 2008 r. stopa bezrobocia w większości krajów regionu nieznacznie wzrosła i średnio dla regionu wyniosła 6,7 proc.. Wzrost bezrobocia w miesiącach zimowych wynikał z ograniczenia zatrudnienia w niektórych sektorach (np. budownictwo) i nie był zjawiskiem zaskakującym.

Wykres 4.1. Dynamika zatrudnienia w latach 2003-2007



Źródło: EcoWin Economic, obliczenia własne

Wykres 4.2. Stopa bezrobocia w latach 2003-2007



Źródło: EcoWin Economic

<sup>9</sup> Ze względu na brak danych dla wszystkich krajów za I kw. 2008 r. analiza nie jest pełna.

## 5. Inflacja i koszty pracy<sup>10</sup>

Pomiędzy styczniem a majem 2008 r. przeciętna inflacja HICP w regionie EŚW wzrosła z 8,8 proc. do 9,5 proc. Największy wzrost inflacji w analizowanym okresie miał miejsce na Litwie, Łotwie i w Bułgarii, gdzie wyniósł on od 2,1 do 2,3 pp.

**Najwyższa inflacja, podobnie jak w 2007 r., wystąpiła w krajach bałtyckich oraz w Bułgarii.** W maju 2008 r. dynamika HICP w tej grupie krajów wyraźnie przekroczyła 10 proc. i wahała się od 11,4 proc. w Estonii do 17,7 proc. na Łotwie. Tak wysoka inflacja w tych krajach nie była notowana od początku lat 90-tych XX w. Wysoka inflacja utrzymywała się w maju 2008 r. również w Rumunii (8,5 proc.), Czechach (6,8 proc.) oraz na Węgrzech (6,9 proc.). W dwóch ostatnich krajach wysoki poziom inflacji w 2008 r. to wynik wzrostu cen regulowanych i podatków pośrednich na początku 2008 r. **Relatywnie najniższą dynamikę HICP obserwowano w Polsce (4,3 proc.) i Słowacji (4,0 proc.).**

Za wysoki poziom inflacji w dalszym ciągu odpowiadały ceny żywności i energii, jednak ich wkład do wzrostu inflacji w okresie styczeń-maj 2008 r. był w krajach EŚW znacznie mniejszy niż w II połowie 2007 r. (por. tabela 4.1). Wyniósł on średnio 0,5 pp. wobec 1,9 pp. w II połowie 2007 r.

Wzrost dynamiki cen energii istotnie przyczynił się do wzrostu inflacji w okresie styczeń-maj 2008 r. jedynie na Łotwie i w Rumunii. W pozostałych krajach wkład dynamiki cen energii do dynamiki HICP był niewielki, a w Czechach i Bułgarii nawet ujemny.

Mniejszy niż w II połowie 2007 r. był również wkład dynamiki cen żywności, zwłaszcza żywności nieprzetworzonej, do wzrostu inflacji w regionie EŚW. Największy wkład dynamiki cen żywności do wzrostu inflacji miał miejsce na Litwie, Łotwie, Bułgarii i Rumunii, czyli w krajach w których inflacja wzrosła najbardziej w analizowanym okresie. Dynamika cen żywności w tej grupie krajów

przyspieszyła jeszcze w 2008 r., podczas gdy w pozostałych krajach regionu zatrzymała się, a nawet spadła. Zatem odmienne kształtowanie się dynamiki cen żywności odpowiadało za odmienny przebieg ścieżki inflacji w krajach EŚW (por. tabela 5.1.).

Inflacja netto (z wyłączeniem cen energii i żywności) w większości krajów EŚW (z wyjątkiem Węgier) w analizowanym okresie wykazywała tendencję wzrostową. Średnio dla krajów EŚW w okresie styczeń-maj 2008 r. wzrosła ona o 0,3 pp.

### Wynagrodzenia i jednostkowe koszty pracy

Nominalna dynamika płac w IV kwartale 2007 r. nieznacznie wyhamowała, jednak w dalszym ciągu utrzymywała się na wysokim poziomie. Dynamika przeciętnego wynagrodzenia wyniosła w IV kwartale 2007 r. 14,1 proc. wobec 14,9 proc. w III kwartale 2007 r. W I kwartale 2008 r. dynamika płac ponownie przyspieszyła do 15,8 proc., głównie za sprawą wzrostu płac w Polsce, Czechach i na Słowacji.

Spadek nominalnej dynamiki wynagrodzeń, a także przyspieszenie gospodarcze jakie miało miejsce w IV kwartale 2007 r. spowodowało obniżenie się dynamiki jednostkowych kosztów pracy (ULC), która jednak nadal utrzymywała się na wysokim poziomie. Dynamika ULC w IV kwartale wyniosła 10,5 proc. wobec 11,7 proc. w III kwartale 2007 r.

Słowacja była jedynym krajem w regionie, w którym dynamika ULC była ujemna. W IV kwartale 2007 r. wyniosła ona -3,0 proc. wobec -0,3 proc. w poprzednim kwartale. Na spadek ten wpłynęło przede wszystkim przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego<sup>11</sup>.

Nie wydaje się, aby w krajach regionu EŚW wystąpiły dotychczas efekty drugiej rundy. Dynamika wynagrodzeń w większości krajów zaczęła rosnąć już na początku 2006 r., a więc

<sup>10</sup> Wszystkie dane opisują inflacje HICP.

<sup>11</sup> Wynikało to jednak z czynników jednorazowych związanych ze wzrostem stanu zapasów. (zob. rozdział 2). Nie uwzględniając tego efektu dynamika ULC w IV kwartale 2007 r. na Słowacji wyniosłaby ok. 1 proc. i w dalszym ciągu byłaby najniższa wśród krajów EŚW.

znacznie wcześniej niż miał miejsce wzrost inflacji w tych krajach wynikający ze wzrostu cen żywności i surowców energetycznych. Dodatkowo dynamika wynagrodzeń w II

połowie 2007 r. ustabilizowała się, a nawet spadła w niektórych krajach (Czechy, Węgry, Estonia)

Tabela 5.1. Dekompozycja dynamiki HICP w w okresie styczeń-maj 2008.

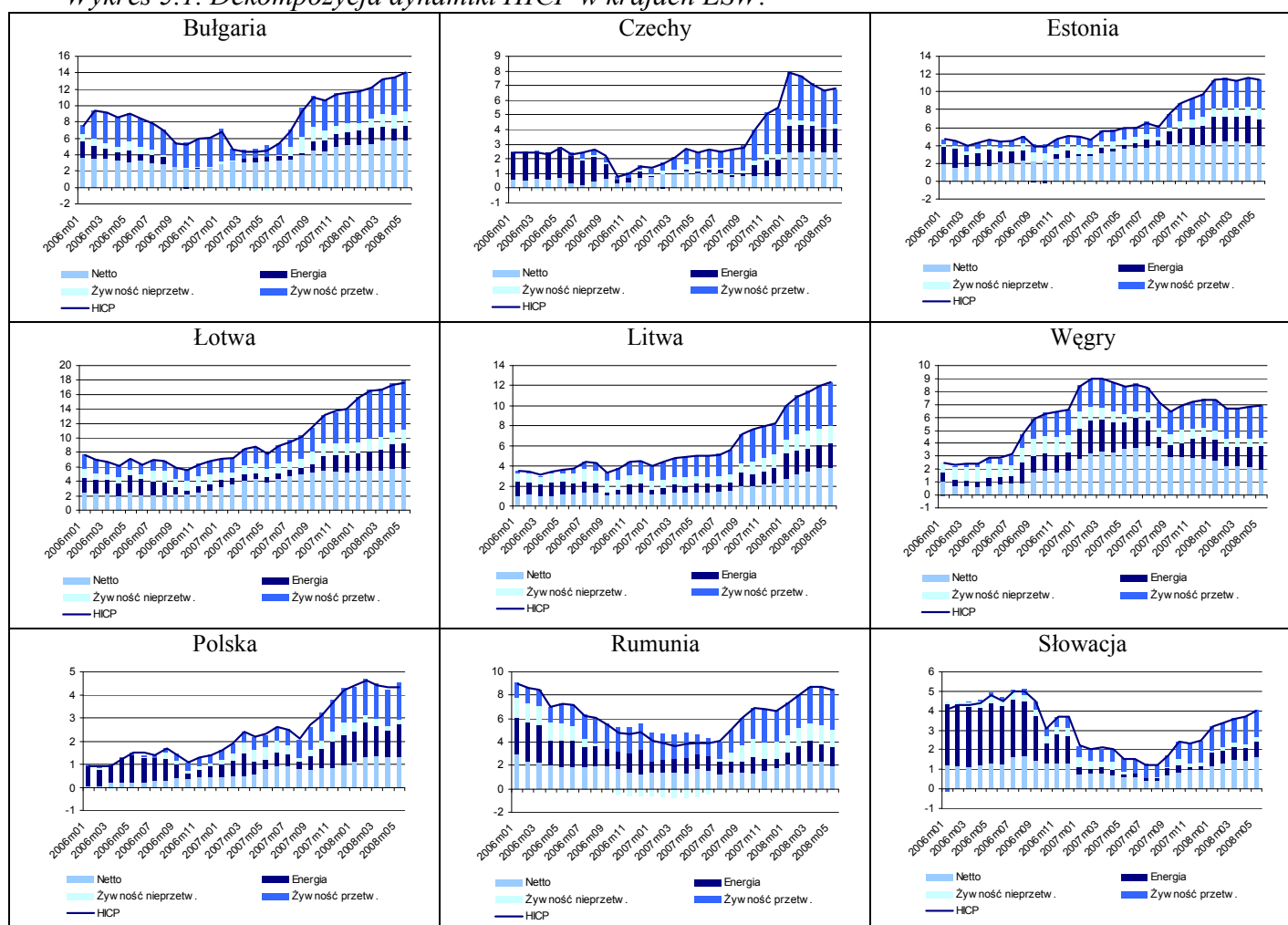
Kraj	Kategoria cen	Wkład do poziomu inflacji		Wkład do zmian		Wagi średnio w okresie w proc.
		01..2007	05.2007	w pkt. proc.	w proc. zmiany inflacji	
	<b>HICP łącznie</b>	<b>7,9</b>	<b>6,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Czechy	Energia	1,8	1,6	-0,2	22,3	14,4
	Żywność nieprzetw.	0,4	0,3	-0,1	6,1	7,4
	Żywność przetw.	3,2	2,3	-0,9	77,4	19,4
	Netto	2,5	2,5	0,0	0,0	58,8
	<b>HICP łącznie</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Polska	Energia	1,3	1,4	0,2	-161,9	16,2
	Żywność nieprzetw.	0,4	0,2	-0,3	273,2	8,8
	Żywność przetw.	1,5	1,6	0,1	-73,1	18,3
	Netto	1,1	1,3	0,2	-170,1	56,7
	<b>HICP łącznie</b>	<b>3,2</b>	<b>4,0</b>	<b>0,8</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Słowacja	Energia	0,7	0,8	0,1	11,5	13,3
	Żywność nieprzetw.	0,1	0,3	0,1	18,6	7,1
	Żywność przetw.	1,2	1,3	0,1	11,2	19,6
	Netto	1,2	1,7	0,5	59,2	60,0
	<b>HICP łącznie</b>	<b>7,4</b>	<b>6,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Węgry	Energia	1,6	1,8	0,1	-23,9	18,8
	Żywność nieprzetw.	0,7	0,6	0,0	10,0	15,8
	Żywność przetw.	2,4	2,5	0,1	-19,6	27,0
	Netto	2,6	2,0	-0,6	120,0	38,4
	<b>HICP łącznie</b>	<b>11,3</b>	<b>11,4</b>	<b>0,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Estonia	Energia	3,0	3,0	0,0	11,4	11,4
	Żywność przetw.	0,9	1,2	0,3	288,4	9,3
	Żywność nieprzetw.	3,1	3,2	0,2	152,9	19,1
	Netto	4,3	3,9	-0,4	-361,2	60,2
	<b>HICP łącznie</b>	<b>10,0</b>	<b>12,3</b>	<b>2,3</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Litwa	Energia	2,5	2,5	0,0	-1,2	11,4
	Żywność nieprzetw.	1,4	1,8	0,4	15,4	11,3
	Żywność przetw.	3,3	4,3	0,9	40,2	20,5
	Netto	2,7	3,8	1,1	46,3	56,8
	<b>HICP łącznie</b>	<b>15,6</b>	<b>17,7</b>	<b>2,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Łotwa	Energia	2,3	3,6	1,3	60,9	13,3
	Żywność nieprzetw.	1,6	1,8	0,3	12,4	11,4
	Żywność przetw.	6,3	6,8	0,5	23,4	22,0
	Netto	5,5	5,7	0,2	8,1	53,2

Źródło: Eurostat, obliczenia własne

Kraj	Kategoria cen	Wkład do poziomu inflacji		Wkład do zmian		Wagi średnio w okresie w proc.
		01..2007	05.2007	w pkt. proc.	w proc. zmiany inflacji	
Bulgaria	<b>HICP łącznie</b>	<b>11,7</b>	<b>14,0</b>	<b>2,3</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
	Energia	1,7	1,6	-0,1	-4,5	12,9
	Żywność nieprzetw.	0,9	1,8	0,8	35,8	9,7
	Żywność przetw.	3,8	4,7	1,0	41,6	19,1
	Netto	5,2	5,9	0,7	30,4	58,3
Rumunia	<b>HICP łącznie</b>	<b>7,3</b>	<b>8,5</b>	<b>1,2</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
	Energia	1,0	1,6	0,6	48,6	18,4
	Żywność nieprzetw.	1,5	1,6	0,1	11,8	7,4
	Żywność przetw.	2,8	3,4	0,7	56,3	15,0
	Netto	2,1	2,0	-0,2	-12,8	59,2
Średnio	<b>HICP łącznie</b>	<b>8,8</b>	<b>9,5</b>	<b>0,8</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
	Energia	1,8	2,0	0,2	26,4	13,3
	Żywność nieprzetw.	0,9	1,1	0,2	22,9	7,1
	Żywność przetw.	3,1	3,4	0,3	36,7	19,6
	Netto	3,0	3,2	0,2	20,6	60,0

Źródło: Eurostat, obliczenia własne

Wykres 5.1. Dekompozycja dynamiki HICP w krajach EŚW.



Źródło: Zestawienie własne na podstawie danych z Eurostatu.

## Prognozy

Prognozy inflacji z kwietnia i maja 2008 r. pokazują jej wzrost w 2008 r. w porównaniu z 2007 r. we wszystkich (z wyjątkiem Węgier) krajach EŚW. W 2009 r. inflacja powinna z kolei się obniżyć w całym regionie. Jedynie prognozy OECD dla Polski przewidują wyraźny wzrost inflacji w 2009 r. w porównaniu z 2008 r. W porównaniu z prognozami z końca 2007 r., przewidywana inflacja w EŚW w 2008 r. i 2009 r. wyraźnie wzrosła. Głównym ryzykiem kształtowania się ścieżki inflacji wydaje się być dalszy wzrost cen żywności i surowców energetycznych. Dodatkowo, głównie w krajach bałtyckich, istnieje ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych i nakręcania się spirali cenowo-płacowej.

Tabela 5.2. Prognozy średniorocznej inflacji w krajach EŚW w latach 2008 – 2009.

	MFW			Komisja Europejska*	
	2007	2008	2009	2008	2009
<b>Czechy</b>	2,8	6,0	3,5	6,2	2,7
<b>Polska</b>	2,5	4,1	3,8	4,3	3,4
<b>Słowacja</b>	2,8	3,6	3,8	3,8	3,2
<b>Węgry</b>	8,0	5,9	3,5	6,3	3,7
<b>Estonia</b>	6,6	9,8	4,7	9,5	5,1
<b>Litwa</b>	5,8	8,3	6,1	10,1	7,2
<b>Łotwa</b>	10,1	15,3	9,2	15,8	8,5
<b>Bulgaria</b>	8,4	9,7	6,0	9,9	5,9
<b>Rumunia</b>	4,8	7,0	5,1	7,6	4,8

\* HICP

Tabela 5.3. Prognozy inflacji dla krajów OECD

	2007	2008	2009
<b>Czechy</b>	2,8	6,8	2,9
<b>Polska</b>	2,5	4,5	5,5
<b>Słowacja</b>	2,8	4,0	3,6
<b>Węgry</b>	8,0	6,3	3,7

Źródło: OECD Economic Outlook (czerwiec 2008)

## 6. Polityka pieniężna



W 4 z 5 krajów regionu EŚW, które stosują politykę bezpośredniego celu inflacyjnego<sup>12</sup> w okresie styczeń-czerwiec 2008 r. miało miejsce zacieśnienie polityki pieniężnej.

Banki centralne Polski, Czech i Rumunii rozpoczęły w 2007 r. cykl podwyżek stóp procentowych, który był kontynuowany w 2008 r.

Narodowy Bank Czech (CNB) zdecydował się w lutym 2008 r. na podwyżkę stóp o 25 pkt. bazowych do poziomu 3,75 proc. i od tamtego czasu stopy procentowe w Czechach nie zmieniły się. Majowa projekcja inflacji w Czechach zakładała wyższy poziom inflacji niż lutowa. Dynamika CPI w Czechach na koniec 2008 r. ma się kształtować na poziomie 5,3 proc., jednak po ustąpieniu efektu bazy związanego z podwyżkami cen kontrolowanych i podatków pośrednich, inflacja w 2009 r. powinna spaść do poziomu 2,0 proc. na koniec 2009 r.<sup>13</sup>

Stopy procentowe Narodowego Banku Polskiego w okresie styczeń – czerwiec 2008 r. wzrosły czterokrotnie po 25 pkt. bazowych, z poziomu 5,0 proc. do 6,0 proc.

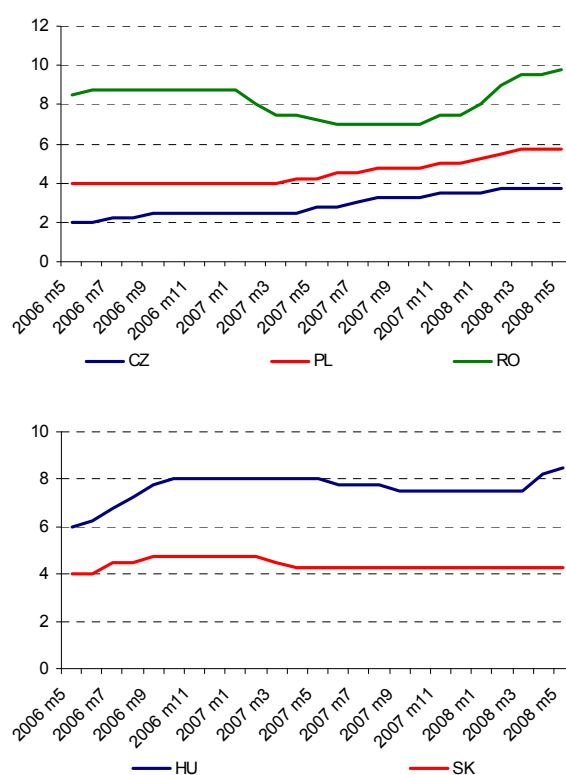
Stopy procentowe w Rumunii wzrosły najbardziej w analizowanej grupie krajów w 2008 r. Główna stopa procentowa wzrosła o 225 pkt. bazowych, z 7,5 proc. w styczniu do 9,75 proc. w czerwcu 2008 r. jako odpowiedź na rosnący popyt konsumpcyjny, napięcia na rynku pracy, utrzymujące się wysokie nierównowagi zewnętrzne, a także deprecjację waluty krajowej. W Rumunii, pomimo wzrostu inflacji w 2008 r., bank centralny prognozuje spadek dynamiki CPI w horyzoncie objętym projekcją. W IV kwartale 2008 r. inflacja powinna kształtować się jeszcze powyżej górnego pasma wahań celu inflacyjnego, jednak już pod koniec I kwartału 2009 r. powinna mieścić się w wyznaczonym celu.

<sup>12</sup> Kraje stosujące strategię bezpośredniego celu inflacyjnego to: Czechy, Polska, Rumunia, Słowacja, Węgry.

<sup>13</sup> 8 marca 2007 r. CNB podjął decyzję o obniżeniu celu inflacyjnego z 3 proc. do 2 proc. od stycznia 2010 r.

Narodowy Bank Węgier (MNB) po serii obniżek stóp procentowych w 2007 r. zdecydował się na ich podniesienie w 2008 r. Podstawowa stopa procentowa MNB wzrosła od stycznia do czerwca 2008 r. z 7,5 proc. do 8,5 proc. MNB uzasadniał swoją decyzję wolniejszym od zakładanego wcześniej spadkiem inflacji, a także przeciwdziałaniem zakotwiczeniu się wysokich oczekiwań inflacyjnych i pojawieniu się efektów drugiej rundy.

Wykres 6.1. Główne stopy proc. w krajach stosujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego.



Źródło: Narodowe banki centralne.

Słowacja była jedynym krajem w grupie, w którym bank centralny nie zdecydował się na podwyżkę stóp procentowych. Wysokość podstawowej stopy procentowej na Słowacji nie zmieniła się od kwietnia 2007 r. i wynosi 4,25 proc. Pomimo wzrostu inflacji w 2008 r. Narodowy Bank Słowacji (NBS) nie zdecydował się podwyższyć stóp procentowych twierdząc, że wzrost ten wynika z czynników o charakterze popytowym, a nie presji popytowej. Ostatnia projekcja NBS nie

zmieniła się znacząco w porównaniu z projekcją lutową i w dalszym ciągu przewiduje kształtowanie się inflacji powyżej celu inflacyjnego w 2008 i 2009 r.

*Tabela 6.1. Projekcje inflacji w krajach stosujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego.*

Kraj	Data projekcji	Wartość inflacji na koniec roku	
		2008	2009
Polska	czerwiec 08	4,2	3,5
Czechy	maj 08	5,3	2,0
Węgry	maj 08	5,5	3,4
Słowacja	maj 08	2,8	3,1
Rumunia	maj 08	6,0	3,5

*Źródło: Narodowe banki centralne.*

Po okresie wzrostu krótkoterminowych stóp procentowych w krajach bałtyckich w II połowie 2007 r., obniżyły się one na początku 2008 r. W okresie grudzień 2007 – maj 2008 3m stopy międzybankowe obniżyły się z 7,3 proc. do 6,5 proc. w Estonii, z 6,6 proc. do 5,2 proc. na Litwie i z 10,5 proc. do 6,0 proc. na Łotwie. Obniżenie się wysokości stóp procentowych w połączeniu z rosnącą inflacją doprowadziło do sytuacji, w której realne stopy procentowe w krajach bałtyckich są ujemne. W maju realna 3m stopa międzybankowa wyniosła -4,4 proc. w Estonii,

-6,3 proc. na Litwie i -9,9 proc. na Łotwie. Spadek nominalnych stóp procentowych na rynkach bałtyckich może oznaczać poprawę płynności na rynku międzybankowym, co z kolei może być skutkiem bardziej restrykcyjnej polityki kredytowej banków, a także osłabiania się kryzysu płynności na rynku globalnym i większego napływu środków z zagranicy.

Z kolei w Bułgarii w analizowanym okresie 2008 r. nie można było zaobserwować obniżania się międzybankowych stóp procentowych. W maju 2008 r. średniomiesięczny 3M Sofibor wzrósł do 6,9 proc. wobec 6,5 proc. w grudniu 2007 r.

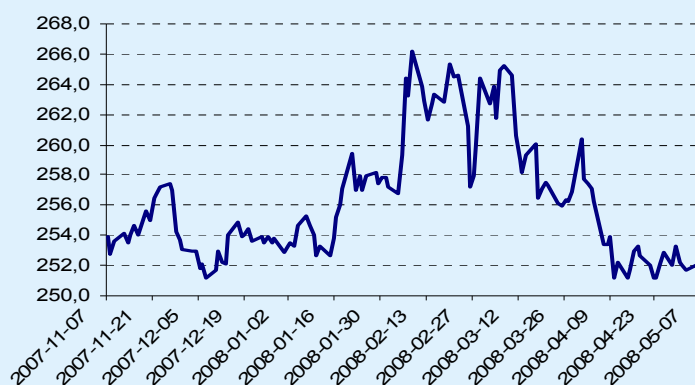
Rynkowe stopy procentowe w okresie styczeń-maj 2008 r. wzrosły również w Polsce, Czechach, Rumunii i na Węgrzech. W przypadku trzech pierwszych krajów wiązało się to z m.in. z aktualną i prognozowaną wysokością stóp procentowych banków centralnych. Na Węgrzech wzrost stóp procentowych wynikał dodatkowo ze wzrostu niestabilności politycznej (zob. Ramka 3.). Jedynie na Słowacji ich wysokość w analizowanym okresie nie zmieniła się.

## Węgry – reakcje rynku finansowego

Od początku 2007 r. gospodarka węgierska zмага się z poważnym osłabieniem wzrostu gospodarczego, wysoką inflacją i nierównowagą zewnętrzną. Dodatkowo od początku 2008 r. wzrastało napięcie na scenie politycznej na Węgrzech, co powodowało wzrost obaw dotyczących kontynuacji reform sektora finansów publicznych. Znajdowało to swoje odzwierciedlenie we wzroście ryzyka kraju i deprecjacji forinta. MNB zdecydował się pod koniec lutego 2008 r. uwolnić kurs forinta i opuścić przedział wahań +/- 15 proc. wokół parytetu centralnego, co oznaczało przesunięcie perspektywy wstąpienia do strefy euro. Jednocześnie od połowy 2007 r. wyraźnie wzrastała awersja do ryzyka na globalnym rynku finansowym na skutek pogłębiającego się kryzysu na rynku amerykańskim.

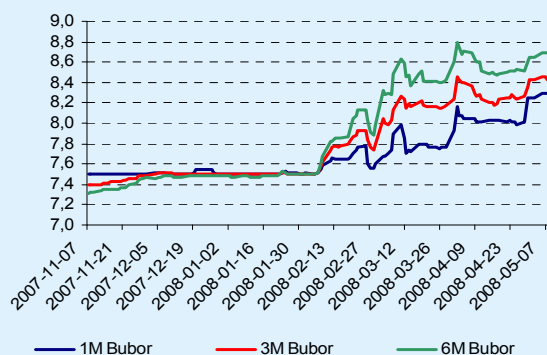
Na przełomie lutego i marca 2008 r. pogarszające się dane o gospodarce węgierskiej, w tym wyższa niż oczekiwana inflacja i wątpliwości co do spełnienia celu inflacyjnego w 2009 r. spowodowały masową wyprzedaż obligacji węgierskich. Dodatkowym czynnikiem zwiększającym niechęć do papierów rządowych były wyniki referendum, w którym społeczeństwo nie poparło projektów ograniczenia wydatków publicznych (m.in. dopłaty do szkolnictwa i służby zdrowia), co zakończyło się rozpadem koalicji rządzącej.

Tabela 1. Kurs EUR/HUF



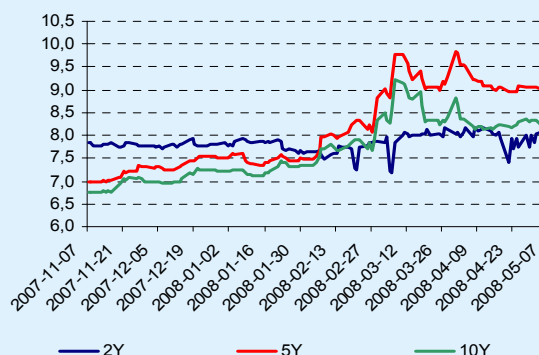
Źródło: EcoWin Economic

Tabela 2. Stopy procentowe na rynku międzybankowym na Węgrzech



Źródło: EcoWin Economic

Tabela 3. Oprocentowanie obligacji rządowych na Węgrzech.



Źródło: EcoWin Economic

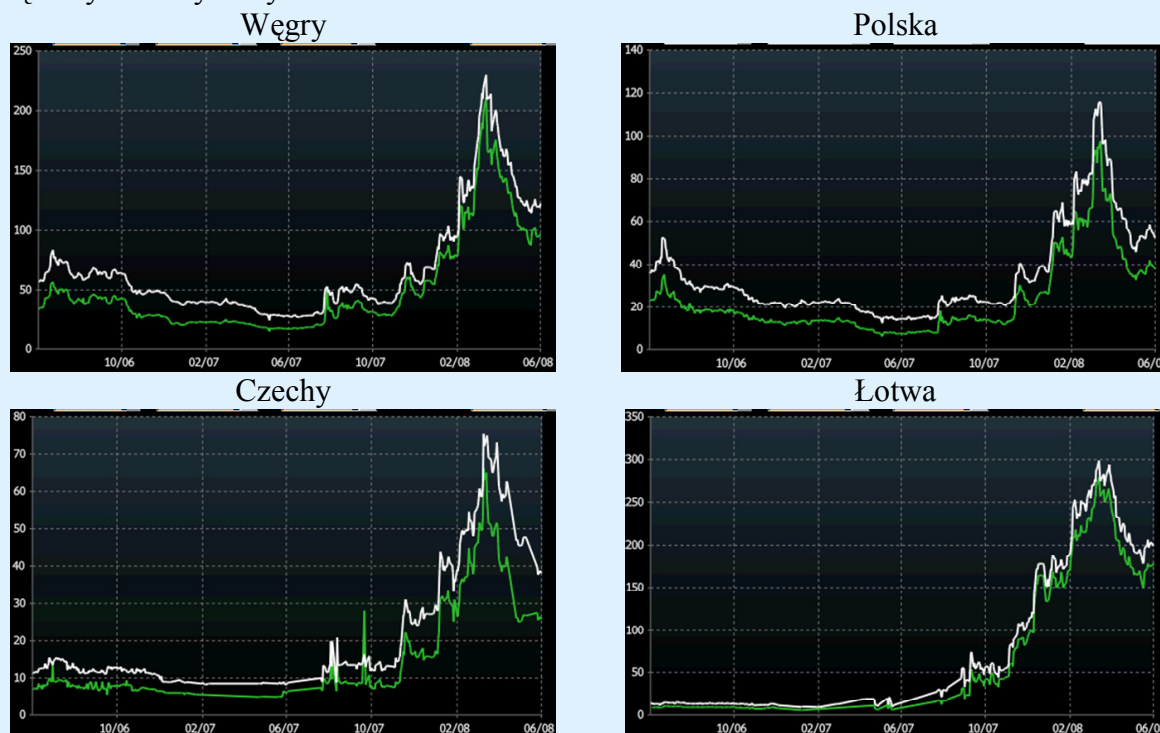
W wyniku wzrostu ryzyka inwestycyjnego od połowy lutego na Węgrzech obserwowano wzrost międzybankowych stóp procentowych, a także wzrost oprocentowania obligacji rządowych. Od

początku lutego do końca marca 2008 r. wartość 3M BUDBOR wzrosła z 7,5 proc. do 8,5 proc. Oprocentowanie obligacji pięcioletnich w okresie 15 lutego-10 marca 2008 r. wzrosła z 8 proc. do 9,8 proc.

Wzrost ryzyka inwestycyjnego w I kwartale 2008 r. można było zauważyć we wszystkich krajach EŚW, jednak na Węgrzech, obok krajów bałtyckich wzrost ten był największy. Credit Default Swap zwiększył się tam o ok. 150 pkt. bazowych (zob. tabela 4.).

W kwietniu i maju 2008 r. sytuacja na rynku obligacji uspokoiła się, co przejawiało się ustabilizowaniem się rentowności 5- i 10 letnich węgierskich papierów skarbowych. Z kolei krótkoterminowe stopy procentowe na Węgrzech w dalszym ciągu rosły. Przyczyną ich wzrostu była reakcja Narodowego Banku Węgier (MNB) na utrzymującą się wysoką inflację. W kwietniu 2008 r. MNB zmienił swoje nastawienie na bardziej restrykcyjne i po serii obniżek, która trwała od połowy 2007 r. zdecydował się podwyższyć stopy procentowe. W kwietniu i maju 2008 r. główna stopa procentowa wzrosła o 0,75 pp. do poziomu 8,50 proc.

Tabela 4. Credit Default Swap dla 5-cio (zielona linia) i 10-cioletnich (biała linia) obligacji rządowych w wybranych NMS-9.



Źródło: Bloomberg

Utrzymująca się w dalszym ciągu wysoka inflacja (dynamika HICP r/r wyniosła w maju 2008 r. 6,9 proc., a CPI 7,0 proc.) najprawdopodobniej skłoni MNB do kolejnych podwyżek stóp proc., co przełoży się na wysokość stóp na rynku finansowym. Dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej może zatem przedłużyć okres spowolnienia gospodarczego na Węgrzech.

Przykład Węgier – gospodarki, charakteryzującej się negatywnymi wskaźnikami makroekonomicznymi i niestabilną polityką gospodarczą – pokazuje, że reakcja rynków finansowych w okresie silnych globalnych turbulencji była tu dużo ostrzejsza w porównaniu do krajów regionu o lepszych fundamentach.

#### Aneks statystyczny

## 1. Rachunki narodowe

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

	2006	2007	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007	I 2008
Polska	6,2	6,6	7,3	6,5	6,5	6,4	6,1
Czechy	6,4	6,5	6,5	6,5	6,3	6,6	5,2
Słowacja	8,5	10,4	8,3	9,3	9,4	14,3	8,7
Węgry	3,9	1,3	2,7	1,2	0,9	0,8	1,7
Estonia	11,2	7,1	10,1	7,6	6,4	4,8	0,1
Litwa	7,7	8,8	8,1	8,0	10,8	8,0	6,9
Łotwa	12,2	10,3	11,2	11,0	10,9	8,0	3,3
Bułgaria	6,3	6,2	5,5	7,3	4,9	6,9	
Rumunia	7,9	6,0	6,1	5,7	5,7	6,6	8,2

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

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

	2006	2007	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007	I 2008
Polska	4,9	5,2	6,9	5,0	5,1	3,6	5,6
Czechy	5,4	5,7	6,8	6,3	5,7	4,2	2,7
Słowacja	5,9	7,1	6,3	7,8	8,3	5,9	8,4
Węgry	1,9	-0,3	0,3	-0,6	-0,8	-0,2	0,4
Estonia	15,1	8,9	16,7	12,0	5,1	3,3	-0,4
Litwa	11,8	11,5	18,0	11,0	9,2	9,4	12,2
Łotwa	21,4	14,0	20,4	18,4	14,4	0,0	2,3
Bułgaria	9,5	5,3	7,0	5,4	4,9	3,4	
Rumunia	12,6	10,4	11,5	11,5	9,4	9,2	14,5

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

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

	2006	2007	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007	I 2008
Polska	15,6	19,3	23,8	19,0	18,3	15,2	15,7
Czechy	5,5	6,1	5,3	5,2	5,5	7,5	2,0
Słowacja	8,1	8,2	11,0	5,9	6,5	8,9	2,4
Węgry	-2,5	0,7	1,9	0,8	-1,8	2,6	-5,4
Estonia	22,4	7,8	15,0	21,8	-5,7	5,6	5,2
Litwa	17,4	15,8	24,4	18,7	15,3	8,4	10,7
Łotwa	16,4	8,4	17,9	14,4	12,7	2,6	5,1
Bułgaria	14,7	21,7	35,9	24,7	19,7	14,0	
Rumunia	19,3	28,9	23,5	28,4	32,2	28,0	33,2

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

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

	2006	2007	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007	I 2008
Polska	14,6	8,4	10,2	7,2	8,2	8,2	13,4
Czechy	14,4	14,5	16,1	14,5	15,7	13,2	12,3
Słowacja	21,0	16,0	22,7	18,1	8,5	16,0	12,2
Węgry	19,0	14,2	17,5	14,8	15,0	10,4	13,9
Estonia	8,3	1,5	6,5	3,3	-2,9	-0,2	-5,4
Litwa	12,2	4,7	3,5	3,2	13,0	1,1	8,5
Łotwa	6,5	11,1	8,4	8,7	11,1	17,1	6,5
Bułgaria	8,7	5,2	3,7	5,3	5,4	6,0	
Rumunia	10,6	8,8	12,0	3,5	4,8	14,9	24,6

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

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

	2006	2007	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007	I 2008
Polska	17,4	12,4	15,4	13,8	12,9	8,2	13,7

Czechy	13,8	13,7	15,9	14,3	15,2	10,9	10,8
Słowacja	17,7	10,4	14,5	13,2	3,0	11,6	12,9
Węgry	14,7	12,1	13,1	13,4	13,6	9,1	10,2
Estonia	17,1	2,8	9,8	3,5	-0,4	-0,7	-3,8
Litwa	13,8	9,1	10,6	14,7	9,5	2,5	14,5
Łotwa	19,3	15,0	29,5	23,0	15,5	-1,8	-1,6
Bułgaria	14,0	9,9	14,7	11,1	9,3	5,7	
Rumunia	22,4	26,1	28,5	22,7	24,7	28,6	35,2

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

## 2. Wskaźniki koniunktury i aktywności gospodarczej

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

	2006	2007	11.2007	12.2007	01.2008	02.2008	03.2008	04.2008
Polska	12,0	9,7	8,4	6,4	10,6	15,0	1,0	14,9
Czechy	11,2	8,3	6,7	2,9	9,1	11,3	-2,1	
Słowacja	9,8	13,1	13,3	5,2	8,8	14,0	-1,4	
Węgry	10,3	8,3	5,6	5,3	6,6	13,0	1,7	
Estonia	7,4	6,8	6,1	0,5	4,0	3,9	-10,7	
Litwa	7,4	4,1	3,6	7,2	6,5	11,4	4,5	15,7
Łotwa	7,8	0,4	1,0	-5,1	0,7	-4,2	-5,7	
Bułgaria	6,1	9,2	9,0	5,0	8,2	5,4	-2,0	
Rumunia	7,2	5,4	4,5	2,6	6,0	7,6	3,0	

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

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

	2006	2007	10.2007	11.2007	12.2007	01.2008	02.2008	03.2008
Polska	11,9	14,6	16,3	15,1	8,1	16,1	19,2	11,7
Czechy	6,5	7,8	9,4	5,9	5,4	4,0	6,3	-2,9
Słowacja	6,5	5,4	4,8	4,7	7,7	15,6	16,6	10,5
Węgry	4,4	-2,8	-3,6	-4,3	-4,0	-3,0	-2,6	-3,7
Estonia	19,0	15,2	-4,1	5,9	4,7	-0,9	4,9	-4,6
Litwa	14,5	17,7	9,4	11,9	8,0	21,6	27,7	12,4
Łotwa	19,8	19,9	14,8	11,0	1,4	-0,6	1,0	-3,4
Bułgaria	6,6	4,9	9,1	2,1	2,3	4,8	11,2	4,0
Rumunia	24,3	16,4	3,9	19,2	20,1	13,2	24,4	11,2

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

**Tabela 8. Wskaźnik zaufania konsumentów**

	2006	2007	12.2007	01.2008	02.2008	03.2008	04.2008	05.2008
Polska	-12,7	-5,0	-1,3	-3,1	-2,1	-2,0	-0,3	-1,0
Czechy	1,9	-2,2	-12,6	-10,9	-1,9	-1,4	-1,3	-5,9
Słowacja	-9,8	-0,2	-4,8	-4,0	-8,1	-8,8	-10,8	-14,0
Węgry	-32,9	-48,3	-44,7	-45,1	-45,1	-49,4	-52,2	-49,5
Estonia	10,1	2,8	-7,6	-12,5	-15,4	-14,1	-16,7	-19,2
Litwa	0,4	4,6	-3,7	-5,3	-4,6	-6,6	-11,1	-14,9
Łotwa	-5,0	-7,8	-14,0	-18,0	-17,7	-17,7	-21,9	-22,9
Bułgaria	-31,1	-26,4	-29,5	-28,9	-27,7	-30,1	-29,3	-29,5
Rumunia	-22,9	-14,3	-12,6	-19,8	-20,4	-15,7	-13,8	

Źródło: Komisja Europejska

**Tabela 9. Wskaźnik zaufania w przemyśle**

	2006	2007	12.2007	01.2008	02.2008	03.2008	04.2008	05.2008
Polska	-8,0	-0,7	-0,9	-1,4	-1,3	-1,5	-3,5	-4,5
Czechy	10,8	15,4	14,7	15,4	14,1	12,2	11,6	9,8
Słowacja	9,0	14,2	3,0	4,4	5,8	5,2	4,0	-6,0
Węgry	-0,7	0,3	-2,4	-5,2	-2,8	-4,2	-5,3	-1,9
Estonia	20,1	15,1	1,1	4,0	2,4	-0,4	-3,9	-5,5
Litwa	5,1	5,7	4,7	5,3	-1,7	-5,2	-9,4	-3,6
Łotwa	6,0	4,8	-0,1	-1,2	-3,5	-7,6	-9,5	-10,1
Bułgaria	4,8	11,7	9,6	13,7	12,3	11,0	11,7	13,2
Rumunia	2,1	3,0	1,1	2,3	3,0	0,9	1,5	-0,6

Źródło: Komisja Europejska

**Tabela 10. Wskaźnik PMI w przemyśle przetwórczym**

	2006	2007	12.2007	01.2008	02.2008	03.2008	04.2008	05.2008
Polska	53,9	52,9	50,8	51,9	53,1	52,4	50,6	49,3
Czechy	55,7	56,8	55,0	56,1	56,5	57,4	54,1	51,8
Węgry	54,0	53,6	53,8	56,9	50,6	52,5	52,7	51,6

Źródło: EcoWin Economic

### 3. Ceny

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

	10.2007	11.2007	12.2007	01.2008	02.2008	03.2008	04.2008	05.2008
Polska	3,0	3,6	4,0	4,0	4,2	4,1	4,0	4,4
Czechy	4,0	5,0	5,4	7,5	7,5	7,1	6,8	6,8
Słowacja	3,3	3,1	3,4	3,8	4,0	4,2	4,3	4,6
Węgry	6,7	7,1	7,4	7,1	6,9	6,7	6,6	7,0
Estonia	8,5	9,1	9,6	11,0	11,3	10,9	11,4	11,3
Litwa	7,6	7,8	8,1	9,9	10,8	11,3	11,7	12,0
Łotwa	13,2	13,7	14,1	15,7	16,7	16,7	17,4	17,9
Bułgaria	12,4	12,6	12,5	12,5	13,2	14,2	14,6	15,0
Rumunia	6,8	6,7	6,6	7,3	8,0	8,6	8,6	8,5

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

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

	10.2007	11.2007	12.2007	01.2008	02.2008	03.2008	04.2008	05.2008
Polska	2,0	2,5	2,3	2,9	3,2	2,9	2,5	
Czechy	4,4	5,4	5,3	6,0	5,6	5,4	4,8	5,1
Słowacja	1,8	2,0	2,8	4,4	5,1	5,3	5,8	
Węgry	-1,4	0,4	1,6	4,3	4,9	5,7	6,5	
Estonia	9,1	8,6	8,7	8,3	8,3	8,0	7,2	
Litwa	13,4	17,2	19,4	21,8	22,3	20,8	19,7	20,7
Łotwa	15,9	13,9	13,1	11,0	11,4	10,5	12,1	
Bułgaria	11,3	13,2	11,3	12,9	13,9	15,4	13,6	
Rumunia	8,2	9,2	10,5	13,0	14,7	15,6	15,5	

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

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

	10.2007	11.2007	12.2007	01.2008	02.2008	03.2008	04.2008	05.2008
Polska	3,1	3,7	4,2	4,4	4,6	4,4	4,3	4,3
Czechy	4,0	5,1	5,5	7,9	7,6	7,1	6,7	6,8
Słowacja	2,4	2,3	2,5	3,2	3,4	3,6	3,7	4,0
Węgry	6,9	7,2	7,4	7,4	6,7	6,7	6,8	6,9
Estonia	8,7	9,3	9,7	11,3	11,5	11,2	11,6	11,4
Litwa	7,6	7,9	8,2	10,0	10,9	11,4	11,9	12,3
Łotwa	13,2	13,7	14,0	15,6	16,5	16,6	17,4	17,7
Bułgaria	10,6	11,4	11,6	11,7	12,2	13,2	13,4	14,0
Rumunia	6,9	6,8	6,7	7,3	8,0	8,7	8,7	8,5

Źródło: Eurostat

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

	10.2007	11.2007	12.2007	01.2008	02.2008	03.2008	04.2008	05.2008
Polska	3,6	5,0	5,5	5,1	3,8	3,0	2,3	2,0
Czechy	4,7	6,2	4,8	5,6	4,1	3,3	1,0	4,7
Słowacja	4,8	3,3	2,6	1,7	1,6	2,5	1,8	3,7
Węgry	14,4	11,0	10,0	9,7	8,6	9,3	9,1	9,0
Estonia	7,8	10,9	11,0	10,0	10,8	10,5	10,6	13,1
Litwa	12,3	11,4	11,9	12,4	13,9	15,9	14,3	15,5
Łotwa	15,0	15,1	14,9	13,7	14,0	14,3	14,0	16,0
Bułgaria	12,6	10,9	9,7	9,7	12,3	16,2	17,6	18,2
Rumunia	10,0	9,3	9,0	9,3	9,4	10,2	10,4	10,2

Źródło: Eurostat

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

	10.2007	11.2007	12.2007	01.2008	02.2008	03.2008	04.2008	05.2008
Polska	6,6	7,4	8,1	8,4	8,5	8,5	8,7	8,8



Czechy	10,8	14,5	16,0	16,4	15,4	13,7	13,4	12,0
Słowacja	5,6	6,5	7,4	8,3	8,6	8,6	9,3	8,9
Węgry	9,3	10,4	11,3	12,1	12,1	11,5	12,4	12,6
Estonia	10,7	12,3	13,4	16,1	16,8	15,9	16,9	16,9
Litwa	14,4	14,1	14,0	15,2	17,3	17,7	19,0	19,4
Łotwa	19,3	21,2	23,0	31,0	33,6	33,0	33,3	33,4
Bułgaria	19,7	20,1	20,2	19,7	19,8	22,0	23,5	24,7
Rumunia	9,6	10,0	9,9	10,2	10,7	11,3	12,1	12,7

Źródło: Eurostat

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

	10.2007	11.2007	12.2007	01.2008	02.2008	03.2008	04.2008	05.2008
Polska	3,3	5,2	7,0	8,2	7,8	9,3	8,1	8,8
Czechy	5,3	7,1	7,6	12,6	13,0	12,1	11,0	10,9
Słowacja	2,1	0,8	1,2	3,6	3,7	3,8	3,6	4,1
Węgry	8,0	11,2	12,6	12,3	10,7	11,5	11,8	13,2
Estonia	14,8	15,9	18,2	26,2	25,0	24,6	26,9	26,3
Litwa	8,4	9,9	11,3	19,1	18,4	17,3	17,5	18,9
Łotwa	18,0	18,9	20,2	20,5	22,9	25,0	31,1	31,7
Bułgaria	9,3	11,8	12,0	13,5	14,7	13,6	11,3	12,7
Rumunia	5,6	7,1	5,3	4,0	5,3	8,1	9,1	8,4

Źródło: Eurostat

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

	10.2007	11.2007	12.2007	01.2008	02.2008	03.2008	04.2008	05.2008
Polska	1,5	1,5	1,7	2,0	2,3	2,4	2,4	2,3
Czechy	1,4	1,5	1,5	4,2	4,2	4,3	4,2	4,2
Słowacja	1,4	1,6	1,6	2,0	2,2	2,5	2,5	2,8
Węgry	4,9	4,8	4,7	4,4	3,8	3,7	3,6	3,4
Estonia	7,1	6,8	6,8	7,1	7,4	7,4	7,2	6,5
Litwa	3,7	4,1	4,3	5,1	5,8	6,5	7,1	7,1
Łotwa	9,7	9,6	9,4	9,7	9,9	9,9	10,0	10,0
Bułgaria	7,7	8,6	9,0	8,9	9,2	9,8	9,9	10,1
Rumunia	3,6	4,1	4,7	5,5	5,6	6,1	5,9	5,1

Źródło: Eurostat

#### 4. Bilans płatniczy

**Tabela 18. Saldo na rachunku obrotów bieżących** (w % PKB)

	I 2006	II 2006	III 2006	IV 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007
--	--------	---------	----------	---------	--------	---------	----------	---------

Polska	-3,1	-3,2	-2,4	-4,1	-3,1	-4,9	-3,1	-3,6
Czechy	0,9	-5,7	-5,4	-6,0	1,6	-4,8	-4,7	-3,5
Słowacja	-6,3	-9,6	-10,3	-6,9	-0,9	-8,2	-6,6	-5,3
Węgry	-7,4	-6,6	-5,2	-4,4	-5,2	-6,6	-5,2	-4,1
Estonia	-14,0	-13,2	-14,4	-17,6	-21,3	-14,1	-17,0	-14,5
Litwa	-10,4	-9,0	-12,1	-11,6	-11,0	-13,0	-12,4	-12,0
Łotwa	-14,5	-17,4	-23,3	-26,1	-26,3	-23,5	-24,8	-17,7
Bułgaria	-21,4	-12,5	-5,1	-22,2	-27,3	-19,6	-12,7	-27,7
Rumunia	-9,3	-11,2	-10,1	-10,2	-15,1	-16,8	-11,0	-14,2

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

**Tabela 19. Polska: składowe salda bilansu płatniczego (w % PKB)**

	I 2006	II 2006	III 2006	IV 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007
Rachunek bieżący	-3,1	-3,2	-2,4	-4,1	-3,6	-4,7	-3,1	-3,6
Towary	-1,3	-1,9	-2,4	-2,4	-3,4	-4,1	-3,5	-3,6
Usługi	0,5	0,5	0,6	0,9	0,9	0,7	0,6	1,4
Dochody	-3,4	-4,8	-4,0	-4,7	-3,3	-3,5	-2,4	-3,0
Transfery	1,1	3,0	3,4	2,1	2,1	2,2	2,2	1,6
Rachunek kapitałowy	0,6	0,3	0,8	0,8	0,6	0,7	1,1	1,8
Rachunek finansowy	3,5	1,3	1,0	5,0	3,4	7,1	3,9	5,4
Inwestycje bezpośrednie	5,4	2,6	2,3	1,7	4,7	2,8	4,1	2,2
Inwestycji portfelowe	3,6	-3,5	-2,0	-1,0	-0,9	-2,6	-3,2	1,6
Pozostałe inwestycje	-4,0	5,3	2,6	2,1	2,0	10,4	5,4	7,0

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

**Tabela 20. Czechy: składowe salda bilansu płatniczego (w % PKB)**

	I 2006	II 2006	III 2006	IV 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007
Rachunek bieżący	0,9	-5,7	-5,4	-6,0	2,7	-4,0	-4,7	-3,5
Towary	3,5	0,9	0,6	0,8	5,6	2,9	2,1	2,9
Usługi	0,2	0,4	0,8	0,1	1,5	2,0	1,7	1,1
Dochody	-2,8	-6,8	-6,4	-6,6	-4,1	-8,3	-8,3	-7,6
Transfery	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,5	-0,3	0,1
Rachunek kapitałowy	0,3	-0,2	0,3	0,6	0,3	0,0	0,4	1,5
Rachunek finansowy	-0,8	3,3	4,5	5,2	-0,8	2,2	3,6	4,6
Inwestycje bezpośrednie	1,8	2,6	5,0	3,5	4,2	3,5	3,8	6,3
Inwestycji portfelowe	-1,1	-4,4	-1,5	3,5	-2,4	-0,7	-4,5	1,4
Pozostałe inwestycje	-1,9	5,2	2,6	-1,2	-2,9	-2,8	6,2	-0,9

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

**Tabela 21. Słowacja: składowe salda bilansu płatniczego (w % PKB)**

	I 2006	II 2006	III 2006	IV 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007
Rachunek bieżący	-6,3	-9,6	-10,3	-6,9	-0,9	-6,8	-6,6	-5,3
Towary	-6,2	-5,6	-4,7	-6,0	-0,4	-1,4	-1,0	-0,7
Usługi	1,2	0,9	1,3	1,4	0,3	1,3	0,9	0,7
Dochody	-1,2	-6,0	-5,9	-1,9	0,3	-5,9	-5,6	-4,6
Transfery	-0,1	1,1	-1,1	-0,3	-1,0	-0,7	-0,9	-0,7
Rachunek kapitałowy	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	1,0	0,3	0,1	1,1
Rachunek finansowy	4,0	10,1	3,3	9,2	-5,9	6,0	8,1	7,0
Inwestycje bezpośrednie	4,9	10,2	8,0	4,4	-0,7	5,7	4,6	3,4
Inwestycji portfelowe	10,8	2,3	-0,2	-0,2	-5,5	5,6	0,2	-0,3
Pozostałe inwestycje	-4,9	-6,2	-24,3	5,9	17,9	0,0	3,0	6,5

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

**Tabela 22. Węgry: składowe salda bilansu płatniczego (w % PKB)**

	I 2006	II 2006	III 2006	IV 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007
Rachunek bieżący	-7,4	-6,6	-5,2	-4,4	-4,9	-5,9	-5,2	-4,1
Towary	-1,5	0,0	-1,3	0,6	1,2	1,7	1,2	1,4

Usługi	0,2	1,3	1,9	1,1	0,8	1,4	1,6	0,6
Dochody	-7,2	-7,8	-6,1	-6,3	-7,7	-9,2	-7,3	-7,3
Transfery	1,0	-0,1	0,4	0,1	0,8	0,1	-0,8	1,1
Rachunek kapitałowy	0,1	0,2	0,9	1,3	0,2	0,1	2,4	1,3
Rachunek finansowy	11,2	10,5	8,9	6,8	8,9	9,0	4,2	4,8
Inwestycje bezpośrednie	9,0	0,5	5,1	-2,3	0,2	-5,4	3,6	0,2
Inwestycji portfelowe	19,4	-11,8	4,5	12,3	8,6	-0,8	-8,1	-1,1
Pozostałe inwestycje	-6,2	15,5	-2,6	-4,8	2,1	13,0	5,7	3,5

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

**Tabela 23. Estonia: składowe salda bilansu płatniczego (w % PKB)**

	I 2006	II 2006	III 2006	IV 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007
Rachunek bieżący	-14,0	-13,2	-14,4	-17,6	-23,4	-15,3	-17,0	-14,5
Towary	-12,6	-16,5	-18,9	-17,8	-18,5	-18,0	-17,3	-14,4
Usługi	4,1	7,6	7,8	5,3	4,2	7,7	7,4	5,3
Dochody	-5,2	-5,2	-3,5	-4,5	-8,7	-6,0	-7,0	-5,7
Transfery	-0,3	1,0	0,1	-0,5	-0,4	1,0	0,0	0,3
Rachunek kapitałowy	2,7	1,4	2,3	2,6	0,8	1,3	0,5	3,5
Rachunek finansowy	12,2	10,4	11,1	18,0	21,3	11,4	15,6	11,6
Inwestycje bezpośrednie	12,7	-1,0	0,6	2,9	9,2	0,4	1,7	6,9
Inwestycji portfelowe	-26,2	-2,5	-12,1	7,7	-2,2	-4,0	-3,4	-0,3
Pozostałe inwestycje	23,7	15,7	30,0	13,1	13,3	14,9	26,9	0,6

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

**Tabela 24. Litwa: składowe salda bilansu płatniczego (w % PKB)**

	I 2006	II 2006	III 2006	IV 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007
Rachunek bieżący	-10,4	-9,0	-12,1	-11,6	-14,0	-16,8	-12,4	-12,0
Towary	-12,8	-12,4	-14,6	-15,5	-16,0	-16,4	-13,0	-13,7
Usługi	3,5	4,0	3,5	3,5	2,1	1,7	3,0	1,7
Dochody	-3,2	-3,9	-2,9	-1,3	-4,0	-4,7	-5,3	-3,0
Transfery	2,2	3,3	1,9	1,6	3,9	2,6	2,9	2,9
Rachunek kapitałowy	1,4	0,7	1,0	1,6	1,1	1,7	2,3	1,8
Rachunek finansowy	9,1	7,5	13,0	11,9	11,9	15,4	8,9	13,6
Inwestycje bezpośrednie	2,8	1,2	2,7	12,5	4,8	3,4	4,6	1,6
Inwestycji portfelowe	3,2	-2,7	-4,1	1,0	-7,5	-0,3	-3,8	6,5
Pozostałe inwestycje	5,5	9,4	16,3	12,0	11,6	17,2	9,7	12,8

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

**Tabela 25. Łotwa: składowe salda bilansu płatniczego (w % PKB)**

	I 2006	II 2006	III 2006	IV 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007
Rachunek bieżący	-14,5	-17,4	-23,3	-26,1	-26,4	-23,5	-24,8	-17,7
Towary	-22,3	-21,8	-25,6	-26,2	-27,2	-25,8	-25,4	-20,3
Usługi	4,7	4,7	2,8	1,9	3,0	4,0	3,7	3,8
Dochody	-2,2	-2,8	-1,9	-2,9	-2,7	-4,8	-3,1	-3,4
Transfery	5,3	2,4	1,4	1,2	0,4	3,1	0,0	2,3
Rachunek kapitałowy	1,7	1,4	0,8	1,0	2,1	0,8	0,6	4,6
Rachunek finansowy	16,2	18,4	22,0	24,4	30,0	25,2	26,9	14,3
Inwestycje bezpośrednie	9,4	8,0	3,8	8,5	8,8	10,7	5,3	4,5
Inwestycji portfelowe	-5,6	2,6	-1,1	2,5	-2,5	-4,2	-1,3	1,4
Pozostałe inwestycje	19,2	18,2	29,3	21,1	24,2	22,7	27,2	9,6

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

**Tabela 26. Bułgaria: składowe salda bilansu płatniczego (w % PKB)**

	I 2006	II 2006	III 2006	IV 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007
Rachunek bieżący	-21,4	-12,5	-5,1	-22,8	-27,3	-19,5	-12,7	-27,7
Towary	-20,6	-19,3	-18,9	-24,0	-27,3	-25,1	-22,3	-27,5

Usługi	-3,5	3,5	10,9	-0,3	-1,0	5,5	11,4	-1,4
Dochody	0,4	0,7	-0,3	-0,5	-0,2	-1,2	-2,7	-0,1
Transfery	2,3	2,6	3,2	2,1	1,2	1,2	0,9	1,3
Rachunek kapitałowy	0,4	0,8	0,7	0,9	0,5	0,6	0,9	2,5
Rachunek finansowy	30,0	21,7	11,7	19,8	29,0	27,0	14,5	27,7
Inwestycje bezpośrednie	15,0	20,5	11,6	14,7	15,7	23,0	22,3	19,9
Inwestycji portfelowe	1,4	-1,3	1,7	0,0	-4,1	-0,4	-0,1	-3,2
Pozostałe inwestycje	-3,5	11,2	0,7	6,1	18,3	16,8	18,2	13,2

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

**Tabela 27. Rumunia: składowe salda bilansu płatniczego (w % PKB)**

	I 2006	II 2006	III 2006	IV 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007
Rachunek bieżący	-9,3	-11,2	-10,1	-10,2	-17,1	-16,3	-11,0	-14,2
Towary	-9,9	-12,6	-11,2	-13,6	-17,6	-16,4	-12,5	-13,5
Usługi	0,1	1,0	0,2	-0,9	1,0	0,2	-0,3	-0,4
Dochody	-3,7	-4,0	-2,9	-2,4	-5,6	-5,0	-2,8	-3,0
Transfery	4,2	4,4	3,8	6,6	5,1	4,9	4,3	2,8
Rachunek kapitałowy	0,7	-2,4	0,3	0,9	0,4	0,7	0,5	0,9
Rachunek finansowy	7,5	13,3	6,8	10,6	17,7	16,1	9,4	12,7
Inwestycje bezpośrednie	10,3	6,8	7,0	12,3	9,0	6,1	5,5	4,1
Inwestycji portfelowe	1,2	0,1	-0,9	0,2	-0,3	1,0	0,2	-0,2
Pozostałe inwestycje	6,8	9,5	4,6	7,0	10,1	11,3	13,4	9,0

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

## 5. Stopy procentowe i kursy

**Tabela 28. Stopy procentowe banków centralnych (stan na koniec miesiąca)**

	11.2007	12.2007	01.2008	02.2008	03.2008	04.2008	05.2008	06.2008
Polska	5,00	5,00	5,25	5,50	5,75	5,75	5,75	6,00
Czechy	3,50	3,50	3,50	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Słowacja	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
Węgry	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	8,25	8,50	8,50
Rumunia	7,50	7,50	8,00	9,00	9,50	9,50	9,75	9,75

Źródło: Banki Centralne, EcoWin Financial

**Tabela 29. Średniomiesięczne rynkowe stopy procentowe (3M)**

	10.2007	11.2007	12.2007	01.2008	02.2008	03.2008	04.2008	05.2008
Polska	5,21	5,56	5,68	5,65	5,94	6,15	6,34	6,48
Czechy	3,58	3,93	4,11	3,92	3,96	4,10	4,13	4,16
Słowacja	4,34	4,33	4,30	4,30	4,28	4,28	4,30	4,36
Węgry	7,39	7,49	7,50	7,50	7,80	8,23	8,43	8,71
Estonia	5,17	6,25	7,30	6,73	6,60	6,35	6,32	6,47
Litwa	6,23	6,82	6,65	5,20	4,83	4,95	5,07	5,19
Łotwa	12,64	11,37	10,53	8,08	7,09	6,00	5,78	6,04
Bułgaria	6,03	6,46	6,54	6,65	6,65	6,72	6,82	6,89
Rumunia	7,83	8,17	8,38	9,31	10,70	10,96	11,87	

Źródło: EcoWin Financial

**Tabela 30. Średniomiesięczny kurs walut narodowych do EUR**

	10.2007	11.2007	12.2007	01.2008	02.2008	03.2008	04.2008	05.2008
Polska	3,64	3,61	3,59	3,62	3,53	3,54	3,44	3,40
Czechy	26,97	26,26	26,63	26,07	25,23	25,21	25,06	25,10

Słowacja	33,33	33,16	33,58	33,78	32,53	32,50	32,37	31,47
Węgry	251,41	253,00	253,73	259,46	264,15	259,94	253,75	247,69
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65
Litwa	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45
Łotwa	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
Bułgaria	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96
Rumunia	3,34	3,49	3,61	3,72	3,73	3,72	3,64	3,66

Źródło: Eurostat

**Tabela 31. Zmiany kursów walut narodowych do EUR (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego)**

	10.2007	11.2007	12.2007	01.2008	02.2008	03.2008	04.2008	05.2008
Polska	-6,1	-5,2	-6,2	-7,7	-9,9	-9,0	-9,8	-10,0
Czechy	-4,4	-6,1	-3,1	-7,4	-10,8	-10,2	-10,5	-11,1
Słowacja	-8,2	-6,7	-2,5	-3,8	-5,5	-3,9	-3,3	-6,7
Węgry	-3,4	-1,3	0,8	0,9	3,7	4,0	3,2	-0,3
Rumunia	-5,2	1,5	6,6	9,2	9,9	10,4	9,3	11,4

Źródło: Eurostat, obliczenia własne

**Tabela 32. NEER (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego)**

	10.2007	11.2007	12.2007	01.2008	02.2008	03.2008	04.2008	05.2008
Polska	6,6	6,4	7,4	9,5	10,7	12,6	13,7	13,7
Czechy	4,8	6,7	7,0	8,9	13,1	14,0	14,6	14,9
Słowacja	10,6	9,4	5,6	4,8	4,9	5,4	4,8	8,3
Węgry	8,3	3,9	1,9	1,2	-1,7	-1,4	-0,5	2,8
Estonia	1,6	2,1	1,8	2,1	1,7	2,3	2,4	2,2
Litwa	0,8	1,3	0,9	1,3	1,0	1,6	1,8	1,6
Łotwa	-0,3	0,7	1,0	1,2	1,5	2,5	3,0	2,7
Bułgaria	0,8	1,3	0,8	1,5	1,4	3,1	2,4	1,0
Rumunia	5,9	1,9	-2,6	-6,6	-6,0	-7,5	-5,6	-7,9

Źródło: BIS, obliczenia własne

**Tabela 33. REER (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego)**

	10.2007	11.2007	12.2007	01.2008	02.2008	03.2008	04.2008	05.2008
Polska	6,0	6,1	7,5	9,8	10,8	12,4	13,6	13,6
Czechy	5,8	8,3	9,0	12,8	16,9	17,2	17,5	17,9
Słowacja	10,6	8,7	5,1	4,4	4,6	5,2	4,7	8,2
Węgry	12,1	7,4	5,7	4,5	1,0	1,0	1,9	5,2
Estonia	6,3	6,9	7,0	7,5	7,1	8,1	8,7	8,5
Litwa	4,4	4,7	4,5	6,2	6,6	7,6	8,1	7,9
Łotwa	8,7	9,7	10,3	11,7	12,8	11,9	13,1	12,7
Bułgaria	9,5	9,7	9,0	9,6	9,8	14,4	14,3	12,7
Rumunia	9,6	4,7	0,0	-3,6	-2,5	-3,6	-1,6	-4,0

Źródło: BIS, obliczenia własne

## 6. Rynek pracy

**Tabela 34. Zatrudnienie (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego)**

	II 2006	III 2006	IV 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007	I 2008
Polska	3,7	3,8	3,6	4,2	4,2	4,4	4,6	5,5
Czechy	1,3	1,5	1,9	1,8	1,5	1,4	1,4	
Słowacja	4,5	3,8	3,5	3,1	1,9	2,0	2,8	
Węgry	1,1	0,5	0,9	0,5	0,1	-0,2	-1,2	-1,6
Estonia	6,7	6,2	5,9	1,9	1,3	1,9	0,5	1,5
Litwa	1,9	1,3	0,9	1,6	2,8	3,2	1,8	
Łotwa	4,2	7,2	5,1	2,6	3,4	1,1	4,3	4,9
Bułgaria	4,3	3,3	5,9	4,9	3,0	2,1	1,6	3,3
Rumunia	0,8	1,2	1,6	2,3	2,8	2,9	3,0	2,3

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne, obliczenia własne

**Tabela 35. Stopa bezrobocia (w % siły roboczej)**

	10.2007	11.2007	12.2007	01.2008	02.2008	03.2008	04.2008	05.2008
Polska	11,3	11,2	11,4	11,7	11,5	11,1	10,5	
Czechy	5,8	5,6	6,0	6,1	5,9	5,6	5,2	5,0
Słowacja	7,9	7,8	8,0	8,1	7,8	7,6	7,4	
Węgry	7,5	7,7	8,1	8,0	8,0	7,7		
Estonia	4,1	4,1	4,1	4,2	4,2	4,2		
Litwa	4,2	4,2	4,2	4,9	4,9	4,9		
Łotwa	4,9	4,8	4,9	5,0	5,0	4,9	4,8	4,8
Bułgaria	6,7	6,6	6,9	7,4	7,3	6,8	6,5	
Rumunia	4,1	4,2	4,1	4,3	4,3	4,2	3,9	3,8

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

**Tabela 36. Nominalne wynagrodzenie (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego)**

	II 2006	III 2006	IV 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007	I 2008
Polska	4,7	5,0	5,3	7,8	8,9	9,8	10,0	11,5
Czechy	6,6	5,9	6,1	7,9	7,4	7,5	6,8	
Słowacja	9,5	8,3	8,6	6,9	7,0	7,1	8,5	
Węgry	7,1	9,0	9,4	7,1	8,9	8,8	7,3	6,5
Estonia	15,0	16,5	17,5	20,4	21,6	20,2	20,3	19,4
Litwa	14,1	19,9	19,1	20,9	20,2	17,9	18,5	23,8
Łotwa	21,8	22,8	29,3	31,6	32,2	32,9	29,9	28,1
Bułgaria	17,8	19,0	32,1	17,6	19,6	21,7	23,2	24,4
Rumunia	9,8	12,0	14,1	20,0	23,5	24,1	22,7	24,4

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne, obliczenia własne

**Tabela 37. ULC (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego)**

	I 2006	II 2006	III 2006	IV 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007
Polska	2,5	2,6	2,2	1,8	4,3	7,3	6,8	7,0
Czechy	1,6	1,5	1,1	1,8	3,6	2,9	2,8	1,5
Słowacja	2,7	6,0	3,1	3,8	1,0	-0,6	-0,3	-3,0
Węgry	3,3	4,7	5,6	6,6	4,9	7,9	7,9	5,4
Estonia	11,0	10,5	11,6	12,4	12,0	14,9	15,7	15,8
Litwa	7,6	7,0	14,9	12,7	11,3	12,0	10,2	12,3
Łotwa	8,8	14,9	18,1	22,7	26,7	28,8	22,7	21,3
Bułgaria	7,8	7,8	8,7	14,4	18,4	16,7	19,2	21,5
Rumunia	13,7	10,8	11,8	26,1	20,8	21,1	20,1	13,3

Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne, obliczenia własne

## 7. Finanse publiczne

**Tabela 38. Saldo sektora finansów publicznych (w % PKB)**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Polska	-3,0	-5,1	-5,0	-6,3	-5,7	-4,3	-3,8	-2,0
Czechy	-3,7	-5,7	-6,8	-6,6	-3,0	-3,6	-2,7	-1,6
Słowacja	-12,2	-6,5	-8,2	-2,7	-2,4	-2,8	-3,6	-2,2
Węgry	-2,9	-4,0	-8,9	-7,2	-6,5	-7,8	-9,2	-5,5
Estonia	-0,2	-0,1	0,4	1,8	1,6	1,8	3,4	2,8
Litwa	-3,2	-3,6	-1,9	-1,3	-1,5	-0,5	-0,5	-1,2
Łotwa	-2,8	-2,1	-2,3	-1,6	-1,0	-0,4	-0,2	0,0
Bułgaria	:	0,4	-1,0	-0,5	1,4	1,8	3,0	3,4
Rumunia	-4,4	-3,5	-2,0	-1,5	-1,2	-1,2	-2,2	-2,5

Źródło: Eurostat

**Tabela 39. Dług publiczny (w % PKB)**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Polska	36,8	37,6	42,2	47,1	45,7	47,1	47,6	45,2
Czechy	18,5	25,1	28,5	30,1	30,4	29,7	29,4	28,7
Słowacja	50,4	49,0	43,4	42,4	41,4	34,2	30,4	29,4
Węgry	54,3	52,1	55,7	58,0	59,4	61,6	65,6	66,0
Estonia	5,2	4,8	5,6	5,5	5,1	4,5	4,2	3,4
Litwa	23,7	23,1	22,4	21,2	19,4	18,6	18,2	17,3
Łotwa	12,3	14,0	13,5	14,6	14,9	12,4	10,7	9,7
Bułgaria	74,3	67,3	53,6	45,9	37,9	29,2	22,7	18,2
Rumunia	24,7	26,0	25,0	21,5	18,8	15,8	12,4	13,0

Źródło: Eurostat