

**NBP**

Narodowy Bank Polski

kwiecień 2017 r.

# Sytuacja gospodarcza w krajach Europy Środkowej i Wschodniej



kwiecień 2017 r.

---

# Sytuacja gospodarcza w krajach Europy Środkowej i Wschodniej

**Autorzy:**

**Marcin Grela**

**Anna Kosior**

**Kamila Sławińska**

**Kamil Wierus**

**Redakcja:**

**Kamil Wierus**

**Beata Bierut**

**Anna Kosior**

**Ewa Rzeszutek**

*Sytuacja gospodarcza w krajach Europy Środkowej i Wschodniej* jest cyklicznym raportem publikowanym przez Narodowy Bank Polski. Materiał ten przedstawia bieżącą i oczekiwaną sytuację ekonomiczną w jedenastu gospodarkach Europy Środkowej i Wschodniej (Bułgaria, Chorwacja, Czechy, Estonia, Litwa, Łotwa, Polska, Rumunia, Słowacja i Słowenia).

W bieżącej edycji raportu zostały uwzględnione dane dostępne do 31 marca 2017 r.

# Lista skrótów

AMECO - annual macro-economic database Komisji Europejskiej  
BIZ – bezpośrednie inwestycje zagraniczne  
B+R – badania i rozwój  
CCI – Consumer Confidence Indicator (wskaźnik ufności konsumenckiej)  
CIT – Corporate Income Tax (podatek dochodowy od osób prawnych)  
CNB – Česká Národní Banka (Narodowy Bank Czech)  
DAE NBP – Departament Analiz Ekonomicznych Narodowego Banku Polskiego  
EBC – Europejski Bank Centralny  
EFSI - European Fund for Strategic Investments (Europejski Fundusz Inwestycji Strategicznych)  
EDP – Excessive Deficit Procedure (Procedura Nadmiernego Deficytu)  
EŚW – Europa Środkowo-Wschodnia  
GVC - Global Value Chains (globalne łańcuchy dostaw)  
HICP – Harmonized Index of Consumer Prices (zharmonizowany wskaźnik cen konsumpcyjnych)  
ICT – Information and Communication Technology (technologie informacyjno-komunikacyjne)  
KE – Komisja Europejska  
LFS – Labour Force Survey (Badanie aktywności ekonomicznej ludności)  
MFW – Międzynarodowy Fundusz Walutowy  
MIP – Macroeconomic Imbalance Procedure (Procedura nierównowag ekonomicznych)  
MNG - Magyar Nemzeti Bank (Narodowy Bank Węgier)  
MŚP – małe i średnie przedsiębiorstwa  
MTO - medium term objective (cel średniookresowy)  
NAWRU - Non-Accelerating Wages Rate of Unemployment (stopa bezrobocia niepowodująca przyspieszenia wzrostu płac)  
NEER – Nominal Effective Exchange Rate (nominalny efektywny kurs walutowy)  
NBS - Národná Banka Slovenska (Narodowy Bank Słowacji)  
OECD - Organisation for Economic Co-operation and Development (Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju)  
PIT – Personal Income Tax (podatek dochodowy od osób fizycznych)  
PKB – Produkt Krajowy Brutto  
REER - Real Effective Exchange Rate (realny efektywny kurs walutowy)  
UE – Unia Europejska  
UE-15 – grupa 15 krajów UE: Austria, Belgia, Dania, Finlandia, Francja, Grecja, Hiszpania, Holandia, Irlandia, Luksemburg, Niemcy, Portugalia, Szwecja, Wielka Brytania oraz Włochy  
UE-28 – grupa 28 krajów UE  
ULC – Unit Labour Costs (jednostkowe koszty pracy)  
USA – United States of America (Stany Zjednoczone Ameryki Północnej)  
USD – United States Dollar (dolar amerykański)  
TLTRO II - Targeted Longer-Term Refinancing Operations II  
VAT – Value Added Tax (podatek od wartości dodanej)  
WDB – wartość dodana brutto

# Streszczenie

*Zewnętrzne uwarunkowania wzrostu gospodarczego w krajach EŚW poprawiają się, po tym jak w 2016 r. dynamika światowego PKB obniżyła się do najniższego poziomu od 2009 r. Poprawa ta wspiera popyt na towary produkowane w krajach EŚW, który spowolnił w ślad za wyhamowaniem obrotów światowego handlu w ubiegłym roku. Wzrost gospodarczy w regionie odbija z obniżonego poziomu, będącego efektem spadku inwestycji, głównie publicznych, do którego doszło w prawie wszystkich analizowanych krajach na skutek przejściowego zmniejszenia się absorpcji funduszy strukturalnych UE. W tych warunkach głównym motorem wzrostu regionu pozostaje konsumpcja prywatna, dynamizowana przez najszybszy od dekady wzrost siły nabywczej gospodarstw domowych. Jest on wynikiem splotu następujących czynników: wzrostu płac w warunkach niskiego bezrobocia, niewielkiej presji cenowej w otoczeniu gospodarek EŚW, jak również wsparcia ze strony polityki fiskalnej i pieniężnej. Obserwowany od połowy ub.r. wzrost cen energii i żywności wpłynął na wyraźne przyspieszenie inflacji w regionie. Jednak inflacja bazowa jest nadal niska, ogranicza ją bowiem umiarkowana presja popytowa i płacowa za granicą, jak również słabe przełożenie sytuacji na rynkach pracy w krajach EŚW na ceny konsumenckie. Wyższe ceny bieżące wpłynęły na wzrost oczekiwań inflacyjnych, jednak nadal kształtują się one na relatywnie niskich poziomach.*

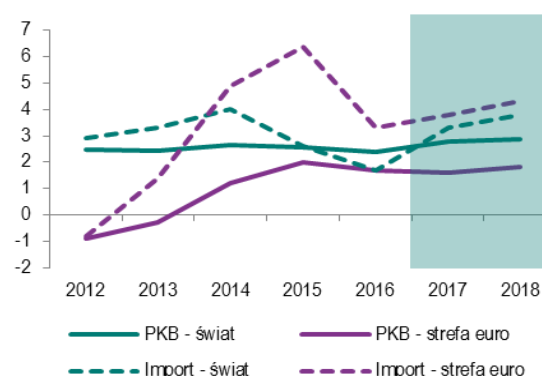
*W większości analizowanych krajów oczekiwane jest umiarkowane przyspieszenie wzrostu gospodarczego w latach 2017-2018 w stosunku do 2016 r. Sprzyjać temu powinny m.in. umacniające się ożywienie w gospodarce globalnej i szybsza mobilizacja funduszy strukturalnych UE. Postępująca od kilku lat poprawa równowagi makroekonomicznej w większości gospodarek EŚW będzie nadal ważnym czynnikiem chroniącym je przed wstrząsami w otoczeniu zewnętrznym. Konsumpcja prywatna pozostanie kluczowym czynnikiem wzrostu. Do przyspieszenia wzrostu przyczyni się także stopniowa odbudowa inwestycji. Inwestycje przedsiębiorstw powinno wspierać postępujące ożywienie w strefie euro i stopniowa poprawa dynamiki handlu światowego, jak również napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, głównie do sektora motoryzacyjnego. Istotnym czynnikiem ryzyka dla wzrostu inwestycji i eksportu w EŚW są bariery podaży pracy. Malejąca dostępność pracowników, w szczególności wykwalifikowanych, wpływa z jednej strony na wzrost płac, a z drugiej ogranicza wydajność pracy. Ważnym czynnikiem ryzyka dla perspektyw wzrostu w regionie jest także utrzymująca się niepewność dotycząca sytuacji gospodarczo-politycznej w otoczeniu zewnętrznym. Prognozy na najbliższe lata wskazują na wzrost inflacji w krajach EŚW, jakkolwiek jej poziom powinien pozostać umiarkowany. Oczekiwany stopniowy wzrost inflacji bazowej jest związany z umacniającą się presją popytową i wzrostem płac, a także wyższą inflacją w otoczeniu regionu.*

# Bieżąca i przewidywana sytuacja makroekonomiczna krajów Europy Środkowej i Wschodniej

*Wzrost globalnego PKB przyspieszył w stosunku do I poł. 2016 r., wspierając eksport dóbr pośrednich z EŚW.*

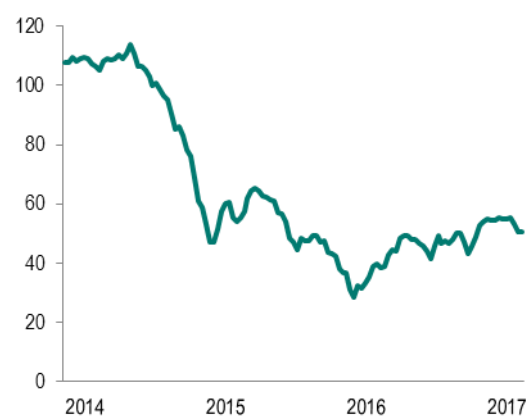
Pod koniec 2016 r. koniunktura w gospodarce globalnej zaczęła się poprawiać po okresie spowolnienia, wywołanego m.in. spadkiem cen surowców na rynkach światowych. Globalny PKB wzrósł w 2016 r. najwolniej od 2009 r. (Wykres 1). Jego dynamikę, odzwierciedlającą niski wzrost potencjalny<sup>1</sup>, ograniczył dodatkowo spadek aktywności w krajach będących eksporterami surowców, dotkniętych silnymi spadkami cen. Pod koniec 2016 r. koniunktura w gospodarce globalnej zaczęła się już jednak poprawiać, czemu sprzyjało odbicie cen ropy naftowej i innych surowców (Wykres 2). Brazylia i Rosja zaczęły wychodzić z recesji, a perspektywy tych gospodarek, podobnie jak innych eksporterów surowców, poprawiły się. W tym czasie wzrost PKB w Chinach pozostawał stabilny, a obroty w sektorze przemysłowym Państwa Środka zwiększyły się sygnalizując poprawę koniunktury w całej Azji. Lepsze dane napływają również z gospodarek rozwiniętych. Wzrost cen ropy naftowej przyczynił się do ponownego wzrostu aktywności w sektorze wydobywczym w USA, której spadek w I poł. ub.r. wyraźnie obniżał dynamikę PKB największej gospodarki świata. Jednocześnie szybszy wzrost popytu globalnego stanowi dodatkowe wsparcie dla koniunktury w strefie euro, która w ub.r. pozostawała relatywnie stabilna dzięki rosnącemu popytowi krajowemu.

Wykres 1. PKB i handel na świecie i w strefie euro (% r/r)



Źródło: KE, MFW.

Wykres 2. Cena ropy Brent (USD/baryłka)



Źródło: Thompson Reuters.

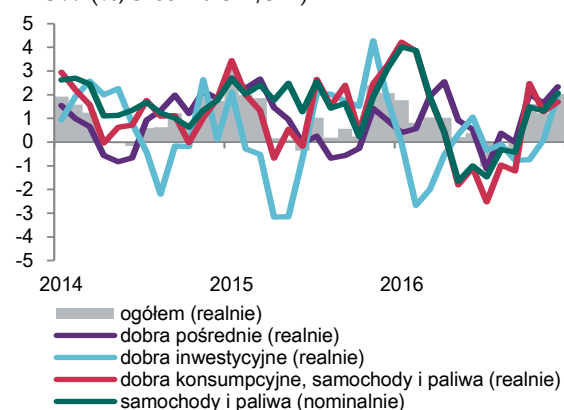
<sup>1</sup> W krajach rozwiniętych dynamikę potencjalnego PKB ograniczają przede wszystkim spadek wydajności pracy, starzenie się społeczeństw oraz niekorzystne uwarunkowania inwestycji: nadal wysokie zadłużenie, niepewność oraz ograniczone perspektywy wzrostu. Z kolei w gospodarkach rozwijających się tempo wzrostu produktu potencjalnego obniża nadmierne zadłużenie, nieefektywna alokacja zasobów i niedostateczna jakość instytucji (MFW, 2016a; OECD, 2017).

Również w handlu światowym widoczne są oznaki poprawy po okresie bardzo słabego wzrostu, co wspiera popyt na dobra pośrednie produkowane w krajach EŚW w ramach globalnych łańcuchów dostaw (ang. *Global Value Chains, GVC*). W 2016 r. dynamika światowego handlu obniżyła się do najniższego poziomu od wybuchu światowego kryzysu finansowego<sup>2</sup>. Słaby popyt na dobra finalne eksportowane z Europy Zachodniej do innych regionów świata doprowadził do wyraźnego osłabienia w I poł. ub.r. dynamiki eksportu dóbr pośrednich z krajów EŚW do UE-15. Dodatkowo, niska aktywność w handlu światowym miała niekorzystny wpływ na popyt inwestycyjny w strefie euro, a przez to na sprzedaż produkowanych w EŚW maszyn i urządzeń (Wykres 3). Obserwowany od końca ub.r. wzrost obrotów handlowych w najważniejszych gospodarkach znajduje odzwierciedlenie w poprawie perspektyw sektora eksportowego krajów EŚW, co sygnalizują w szczególności korzystne nastroje producentów dóbr pośrednich (Wykres 4).

### **Specjalizacja produktowa i geograficzna eksportu krajów EŚW pozostaje korzystna.**

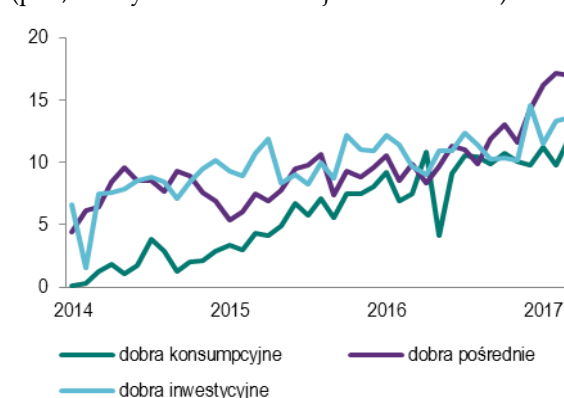
**Sektor eksportowy w regionie EŚW pozostaje beneficjentem ożywienia w strefie euro.** Wzrost PKB w strefie euro jest nadal oparty na konsumpcji indywidualnej, wspieranej przez poprawę na rynku pracy. Przekłada się to pozytywnie na eksport towarów konsumpcyjnych z krajów EŚW. Wzrost eksportu do strefy euro wspiera również sprzedaż samochodów, choć w mniejszym stopniu niż 2015 r. Dynamika sprzedaży pojazdów osobowych w strefie euro osłabła bowiem w II poł. 2016 r. w porównaniu do 2015 r. Na wolniejszy wzrost eksportu pojazdów z EŚW wpłynęły także przejściowe przestoje w produkcji, związane m.in. z wymianą parku maszynowego w Czechach i na Wę-

**Wykres 3.** Dynamika eksportu głównych grup towarów z EŚW (% , średnia 3m/3m)



Źródło: Eurostat.

**Wykres 4.** Wskaźniki zamówień eksportowych w EŚW (pkt., odchylenie od średniej z lat 2008-2016)



Źródło: KE.

<sup>2</sup> Spowolnienie w handlu światowym łączy się z czynnikami strukturalnymi oraz cyklicznymi (MFW, 2016b; OECD, 2016). Do tych pierwszych zalicza się m.in. wygasające efekty przeszłych działań w zakresie liberalizacji handlu, jak również rewolucji związanej z rozwojem technologii informatyczno-telekomunikacyjnych (ang. *Information and Communications Technology, ICT*), która pozwoliła na zdecentralizowanie procesu produkcji i rozwój globalnych sieci produkcyjnych. W ostatnich latach wśród strukturalnych przyczyn spowolnienia handlu światowego wyróżnia się również reorientację gospodarki chińskiej w stronę konsumpcji (mniej importochłonnej niż inwestycje i eksport).



grzech.

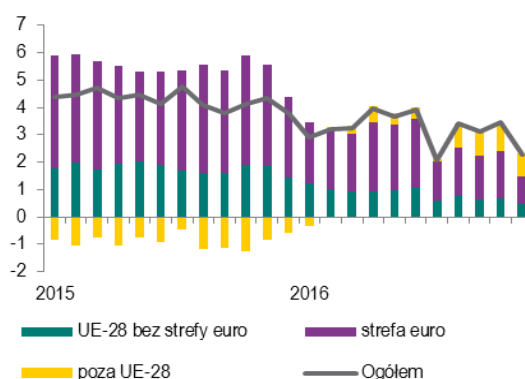
**Od końca ub.r. wzrost eksportu krajów EŚW wspiera odbudowa sprzedaży na rynki wschodnie** (Wykres 5).

Wyraźnie wzrósł eksport na Ukrainę i wyhamował spadek eksportu do Rosji. Wartość eksportu na rynki Europy Wschodniej w 2016 r. wciąż jednak była o ok. 1/3 niższa niż w 2013 r., tj. przed wybuchem wojny na Ukrainie i recesją w Rosji. Pod koniec ub.r. produkcję sektora motoryzacyjnego w EŚW wsparł natomiast wzrost popytu z Chin i Japonii.

**Mimo spadku dynamiki eksportu, w 2016 r. krajom EŚW udało się zwiększyć udział w światowym handlu.**

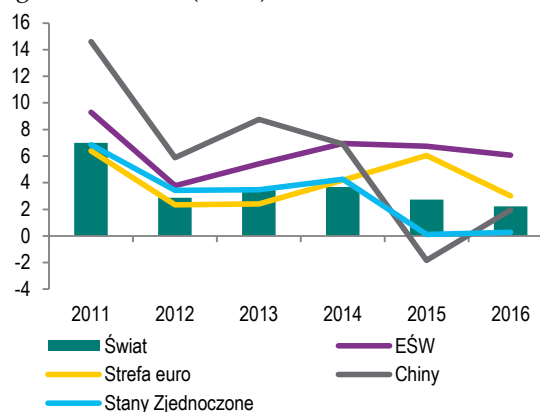
Po pierwsze, specjalizacja eksporterów z EŚW w produkcji towarów konsumpcyjnych i samochodów miała ogólnie korzystny wpływ na dynamikę eksportu, biorąc pod uwagę strukturę wzrostu światowego PKB, opartego głównie na rosnących wydatkach gospodarstw domowych. Po drugie, wzrost udziału EŚW w handlu światowym wynikał w dużej mierze ze słabej aktywności handlowej w innych regionach. Spadek cen surowców i spowolnienie wzrostu w Chinach miały bowiem większy wpływ na handel w Azji i Afryce, podczas gdy region EŚW korzystał z ożywienia popytu w Europie Zachodniej (Wykres 6). Import strefy euro rósł szybciej niż światowy import. Wzrost udziału EŚW w handlu światowym nastąpił, mimo pogorszenia się konkurencyjności cenowo-kosztowej w niektórych krajach regionu<sup>3</sup>.

**Wykres 5.** Eksport do głównych grup partnerów handlowych (% i pkt proc., r/r)



Źródło: Eurostat.

**Wykres 6.** Handel światowy i eksport w wybranych regionach świata (% r/r)



Źródło: MFW.

<sup>3</sup> Pogorszenie się konkurencyjności cenowo-kosztowej nie dotyczyło Chorwacji i Słowenii, które dzięki podjętym dostosowaniom odzyskują rynki zbytu utracone w okresie przedkryzysowego boomu, a także Polski i Słowacji, gdzie wzrost płac pozostaje umiarkowany.

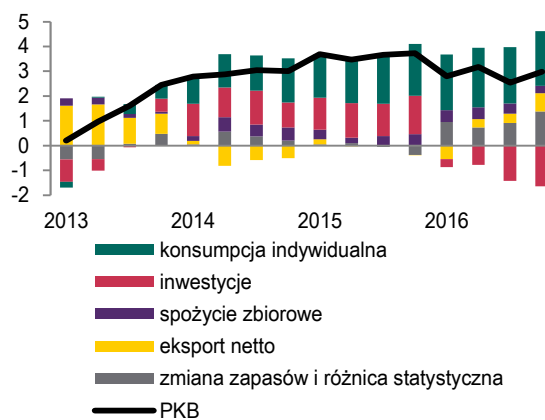


**Wzrost PKB w EŚW odbija z obniżonego poziomu będącego efektem przejściowo zmniejszonej absorpcji funduszy UE.**

Dynamika PKB obniżyła się w 2016 r., jakkolwiek w IV kw. ub.r. nastąpiło już wyhamowanie jej spadkowego trendu (Wykres 7). Spowolnienie wzrostu PKB w stosunku do 2015 r. miało miejsce w krajach Grupy Wyszehradzkiej, w Bułgarii i na Łotwie (Wykres 8). We wszystkich tych krajach za obniżeniem się tempa wzrostu gospodarczego stało zmniejszenie się absorpcji funduszy z UE. Najszybciej rosnącą gospodarską nie tylko w EŚW, ale i całej Europie była Rumunia, gdzie dynamikę PKB podwyższyły stymulacja fiskalna oraz kończące się inwestycje ze starej perspektywy finansowej UE. Przyspieszenie wzrostu miało miejsce także w Słowenii i Chorwacji, które notują przejściowo podwyższone tempo wzrostu po podwójnej recesji.

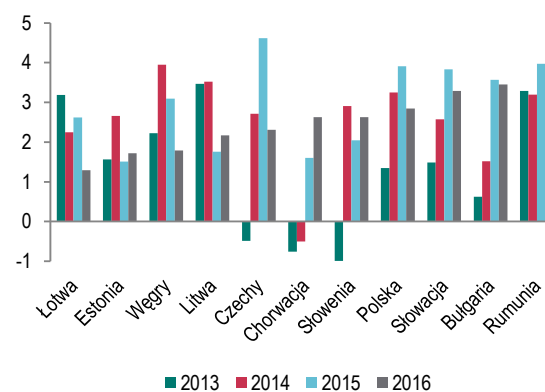
Inwestycje obniżyły się w 2016 r. w prawie wszystkich krajach EŚW. Wynikało to ze spadku inwestycji publicznych wraz z zakończeniem realizacji projektów z perspektywy finansowej UE 2007-2013 i minimalnego wykorzystania funduszy z nowej perspektywy (Wykres 9). Przejściowe obniżenie wydatków na inwestycje współfinansowane ze środków UE jest zjawiskiem typowym dla siedmioletnich perspektyw finansowych UE i wiąże się ze złożonością procedury uruchamiania środków<sup>4</sup>. Spadek inwestycji publicznych w 2016 r. okazał się jednak większy niż prognozowała KE i kraje-beneficjenci Polityki Spójności. Wynikało to z wysokiej bazy odniesienia – w 2015 r. nastąpiła kumulacja najbardziej złożonych projektów finansowanych z poprzedniej perspektywy. Uruchomienie środków spowolniła także konieczność zmian legislacyjnych w krajach-beneficjentach w celu spełnienia tzw. warunków wstępnych (ang. *ex-ante conditionalities*). Jedynymi krajami, które uniknęły w ub.r. spadku nakładów brutto na środki trwałe były Rumunia i Chorwacja (Wykres 10). W I poł. 2016 r. w Rumunii prowadzono jeszcze część projektów finansowa-

**Wykres 7.** Dynamika i dekompozycja zmian PKB w EŚW (% i pkt proc., kw/kw)



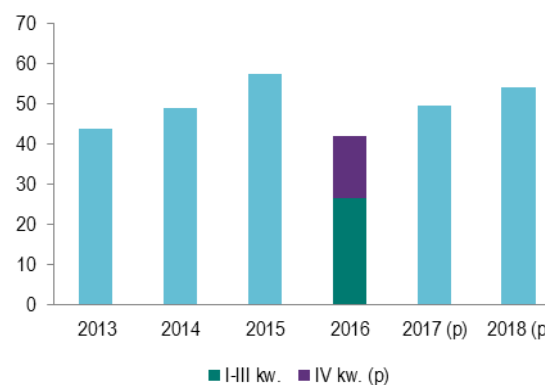
Źródło: Eurostat.

**Wykres 8.** Wzrost PKB w poszczególnych krajach EŚW (% , r/r)



Źródło: Eurostat.

**Wykres 9.** Publiczne nakłady brutto na środki trwałe w EŚW (miliardy euro, ceny stałe z 2010 r.)



Źródło: KE, AMECO.

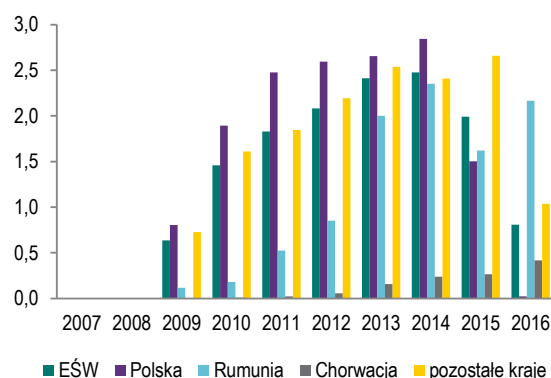
<sup>4</sup> Część etapów procedury ma miejsce już po formalnym rozpoczęciu perspektywy.

nych z poprzedniej perspektywy, natomiast Chorwacja nie doświadczyła negatywnego efektu bazy z powodu znikomej absorpcji funduszy z perspektywy 2007-2013, związanej z późnym przystąpieniem do UE.

**Tempo uruchamiania funduszy z nowej perspektywy finansowej jest wolniejsze niż w przypadku perspektywy 2007-2013.** Wskaźnik absorpcji funduszy z polityki spójności był w 2016 r. dwukrotnie niższy niż na koniec 2009 r., tj. analogicznego roku obowiązywania poprzedniej perspektywy finansowej (Wykres 11). Zdecydowaną większość funduszy przelanych na konta beneficjentów w 2016 r. stanowiło prefinansowanie na obsługę i rozpoczęcie realizacji programów. Do listopada ub.r. zwroty kosztów poniesionych przez beneficjentów (tzw. płatności okresowe, ang. *interim payments*) wyniosły zaledwie 1% całkowitej alokacji (0,25% PKB EŚW). Podobnie niekorzystny obraz kresła dane o wydatkach kwalifikowanych raportowanych przez beneficjentów, które lepiej odzwierciedlają moment poniesienia kosztów (stan na koniec lutego br., Wykres 12). Największe postępy w mobilizacji funduszy strukturalnych UE z perspektywy 2014-2020 odnotowano do tej pory w Bułgarii i krajach bałtyckich oraz na Węgrzech. Pod względem poniesionych wydatków na tle regionu relatywnie korzystnie wypada również Polska, choć kwota podpisanych umów w relacji do całej alokacji jest niska na tle regionu (Wykres 13). Szczególnie duże opóźnienia w absorpcji funduszy z nowej perspektywy mają miejsce w Rumunii (rząd nie spodziewa się poprawy sytuacji również w 2017 r.). Struktura raportowanych wydatków według obszarów tematycznych wskazuje, że beneficjenci sięgnęli w pierwszej kolejności po łatwiejsze do wykorzystania fundusze: na subsydiowanie zatrudnienia, obsługę techniczną programów operacyjnych oraz na projekty infrastrukturalne (Wykres 14). Wolniej wykorzystywano lub planowano środki na trudniejsze projekty: inwestycje w innowacje, spójność społeczną i redukcję emisji CO<sub>2</sub>.

**Mimo postępów poczynionych w II poł. 2016 r. także zaangażowanie środków z Europejskiego Funduszu Inwestycji Strategicznych** (ang. *European Fund for*

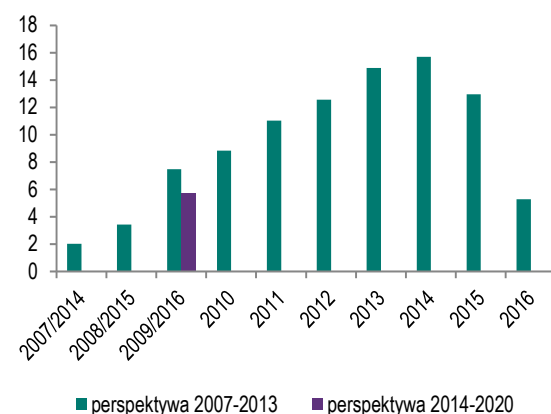
**Wykres 10.** Napływ środków z perspektywy finansowej 2007-2013 (% PKB, nieskumulowany)



*Uwaga: Dane dotyczą momentu płatności, która następuje zwykle z opóźnieniem względem momentu faktycznego poniesienia nakładów.*

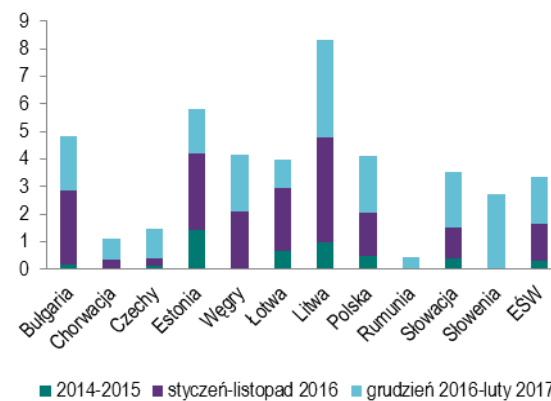
Źródło: KE.

**Wykres 11.** Roczne płatności z perspektywy 2007-2013 i 2014-2020 (% alokacji, nieskumulowane)



Źródło: KE.

**Wykres 12.** Raportowane wydatki z perspektywy 2014-2020 (% alokacji)

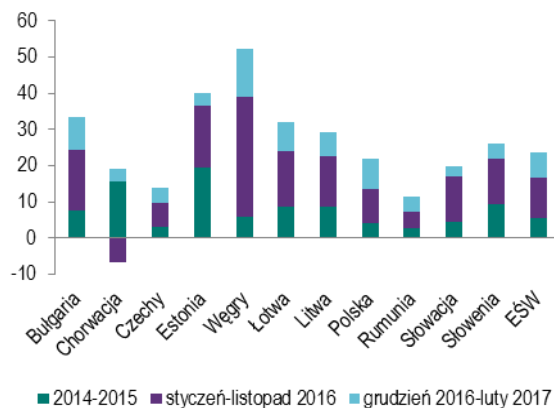


Źródło: KE.

*Strategic Investments, EFSI* w EŚW jest minimalne. 11 ze wszystkich 15 dotychczas podpisanych umów na realizację projektów w EŚW podpisano w II poł. ub.r.; kolejne kilkanaście projektów uzyskało wstępną akceptację Europejskiego Banku Inwestycyjnego. Łączna wartość podpisanych umów wynosi ok. 3 mld euro (ok. 0,25% PKB EŚW), z czego 1,4 mld euro to wkład EFSI. Zaangażowanie funduszy z EFSI ma być największe w Polsce, krajach bałtyckich i Rumunii. Obok inwestycji infrastrukturalnych główny nacisk położono na wsparcie finansowania sektora MŚP.

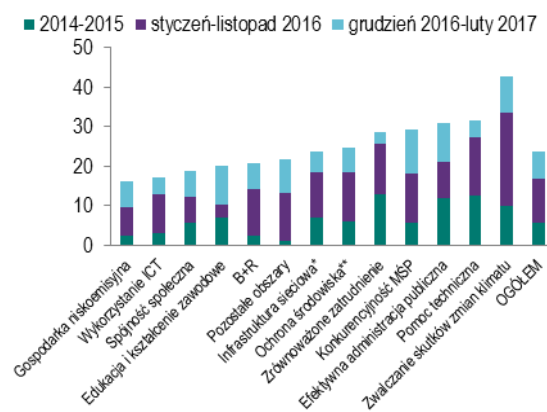
**Zmniejszona absorpcja funduszy UE znalazła odzwierciedlenie także w popycie inwestycyjnym przedsiębiorstw.** Absorpcja funduszy UE wpływa na inwestycje przedsiębiorstw poprzez kilka kanałów. Przede wszystkim, ze względu na komplementarność kapitału publicznego i prywatnego przedsiębiorstwa prywatne (nie będące bezpośrednimi beneficjentami Polityki Spójności) dostosowują swoje moce produkcyjne do zwiększonego poziomu kapitału publicznego. Dostosowania te są rozłożone w czasie - wskutek zwiększenia inwestycji publicznych w danym roku inwestycje prywatne pozostają na podwyższonym poziomie przez kilka kolejnych lat. Zgodnie z szacunkami NBP oczekiwany przez przedsiębiorców wzrost inwestycji publicznych w Polsce o 10 mld zł w ciągu jednego roku powoduje równoczesny wzrost inwestycji prywatnych o 3,3 mld, a w okresie ośmiu lat mobilizację łącznie 14,6 mld zł dodatkowych inwestycji prywatnych<sup>5</sup>. Po drugie, niektóre przedsiębiorstwa nie zaliczane formalnie do sektora jednostek rządowych i samorządowych (np. samorządowe spółki komunalne) są istotnymi beneficjentami wsparcia UE na rzecz rozwoju infrastruktury i ochrony środowiska. Po trzecie, przedsiębiorstwa prywatne finansują część swoich nakładów rozwojowych za pomocą grantów lub preferencyjnych pożyczek ze środków UE. Także badania CNB wskazują, że napływ środków UE jest jednym z ważniejszych determinantów inwestycji prywatnych firm (CNB, 2017). W Czechach w latach

**Wykres 13.** Wartość podpisanych umów na projekty z perspektywy 2014-2020 wg krajów EŚW (% alokacji)



Źródło: KE.

**Wykres 14.** Wartość podpisanych umów na projekty z perspektywy 2014-2020 wg obszarów interwencji (% alokacji)



Uwagi: \*) Infrastruktura sieciowa w transporcie i energetyce, \*\* Ochrona środowiska i efektywne zarządzanie zasobami.

Źródło: KE.

<sup>5</sup> Efekt wypierania inwestycji prywatnych przez publiczne w wyniku wzrostu stopy procentowej jest relatywnie niewielki ze względu na relatywną otwartość gospodarek EŚW oraz utrzymujące się niskie stopy procentowe.

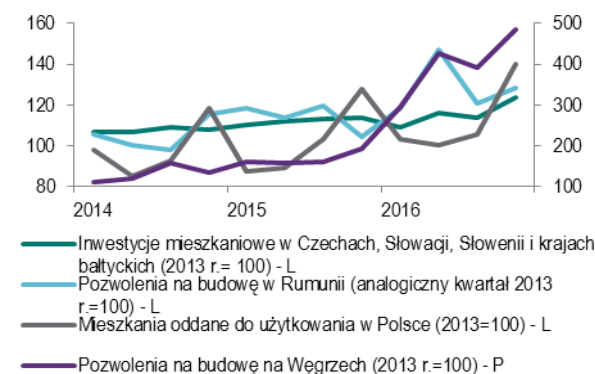
2014-2015 odpowiadał za gros wzrostu nakładów firm na środki trwałe (CNB, 2016).

**Spadek nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw pogłębiły utrzymujące się perspektywy niskiego wzrostu partnerów handlowych EŚW w średnim okresie.** Jak dowodzą m.in. badania CNB (2017), popyt w strefie euro stanowi kluczowy czynnik determinujący poziom inwestycji przedsiębiorstw prywatnych. Oczekiwania co do tempa wzrostu gospodarczego w Europie Zachodniej były w ostatnich latach sukcesywnie rewidowane w dół. Ponadto, w 2016 r. wolniejszy niż w poprzednich latach wzrost wykorzystania mocy produkcyjnych w EŚW dodatkowo zmniejszał motywację do ich rozbudowy.

**Spowolnienie inwestycji nie dotyczyło natomiast sektora samochodowego, gdzie wzrost nakładów na środki trwałe napędzają BIZ koncernów motoryzacyjnych, zwłaszcza na Słowacji (Jaguar/Land Rover) i Węgrzech (Mercedes, Samsung, BYD).** Według szacunków banków centralnych Słowacji (NBS, 2015) i Węgier (MNB, 2016b) inwestycje w przemyśle motoryzacyjnym mogły przyspieszyć wzrost gospodarczy w tych krajach już w 2016 r.

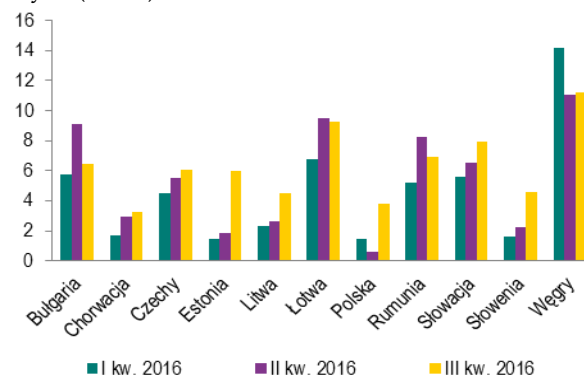
**Inwestycjom mieszkaniowym sprzyjają korzystne uwarunkowania rynku pracy i niskie stopy procentowe<sup>6</sup>.** W 2016 r. liczba oddanych do użytku mieszkań oraz wydanych pozwoleń na budowę ponownie wzrosła (Wykres 15). W konsekwencji rosnącego popytu drożeją nieruchomości mieszkaniowe (Wykres 16). Wyższe ceny nieruchomości podnoszą ich atrakcyjność jako formy lokaty kapitału. W części krajów regionu inwestycje mieszkaniowe napędzały także zachęty podatkowe. Na Węgrzech od 1 stycznia 2016 r. gospodarstwa domowe z trojgiem lub większą liczbą dzieci mogą ubiegać się o bezwrotne świadczenie w wysokości 10 mln forintów (ok. 137 tys. zł) na zakup domu i gwarancję budżetową, że oprocentowanie kredytu mieszkaniowego na 25 lat (do kwoty 10 mln forintów)

**Wykres 15.** Wybrane wskaźniki rynku mieszkaniowego (% , r/r)



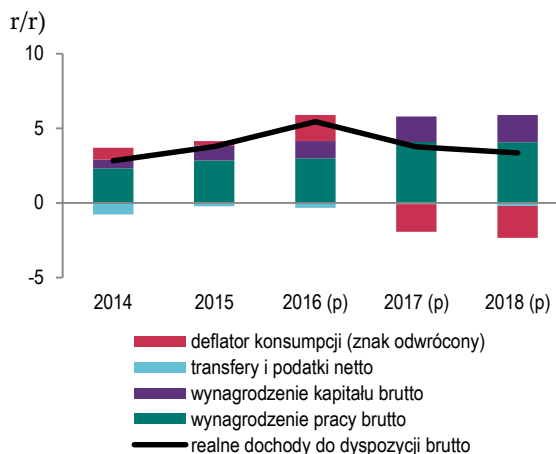
Źródło: Eurostat, krajowe urzędy statystyczne.

**Wykres 16.** Dynamika cen nieruchomości mieszkaniowych (% , r/r)



Źródło: Eurostat.

**Wykres 17.** Dekompozycja realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych (% i pkt proc, r/r)



Źródło: AMECO.

<sup>6</sup> W dłuższym okresie popyt mieszkaniowy napędzają także takie czynniki strukturalne, jak nadal niższa liczba i jakość mieszkań niż w Europie Zachodniej oraz migracja do największych miast.

nie przekroczy 3% rocznie. MNB (2016a) szacuje, że wskutek tej zmiany liczba nowych domów wzrośnie dwukrotnie do końca 2017 r.

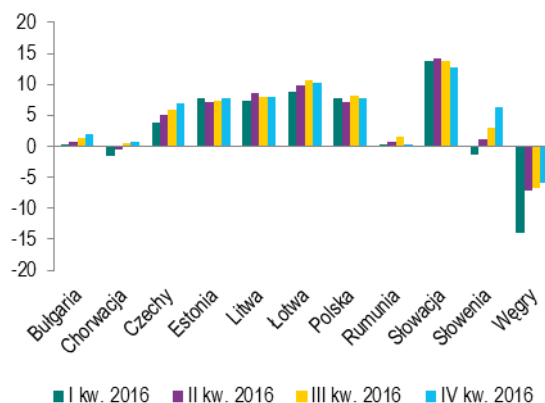
***Spożycie indywidualne jest głównym czynnikiem wzrostu w regionie.***

Spożycie indywidualne wspierał w 2016 r. najszybszy od dekady wzrost siły nabywczej gospodarstw domowych. Był on wynikiem splotu następujących czynników: importowanej deflacji i wzrostu płac w warunkach niskiego bezrobocia (Wykres 17). Czynniki te opisujemy szczegółowo w dalszej części materiału.

Gospodarstwa domowe w większym stopniu korzystały też z kredytów (Wykres 18, Wykres 19). Wzrost popytu na kredyt ze strony gospodarstw domowych był widoczny zwłaszcza w krajach „Południa” regionu EŚW, które doświadczyły w poprzednich latach problemów w sektorze bankowym.

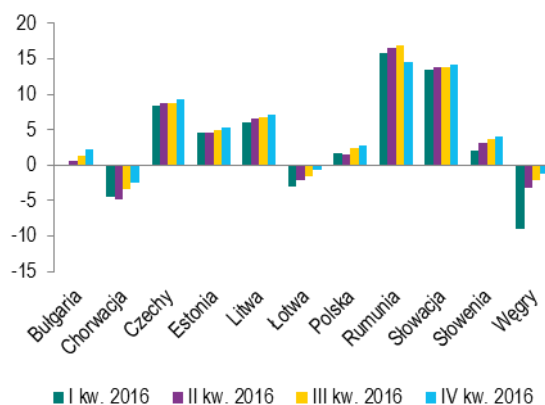
Wzrost spożycia indywidualnego znalazł odzwierciedlenie w poprawie koniunktury w większości sektorów gospodarki, co pozwoliło na utrzymanie relatywnie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w 2016 r. Sprzedaż detaliczna rosła w wysokim i stabilnym tempie; jej dynamika obniżyła się dopiero pod koniec ub.r. w wyniku wzrostu cen (Wykres 20). Również obroty w sektorze usług wzrosły najszybciej od pięciu lat, między innymi dzięki udanemu sezonowi turystycznemu. Także sektor usług dla biznesu utrzymał wysoką dynamikę obserwowaną w ostatnich latach.

**Wykres 18.** Dynamika kredytu konsumpcyjnego (% r/r)



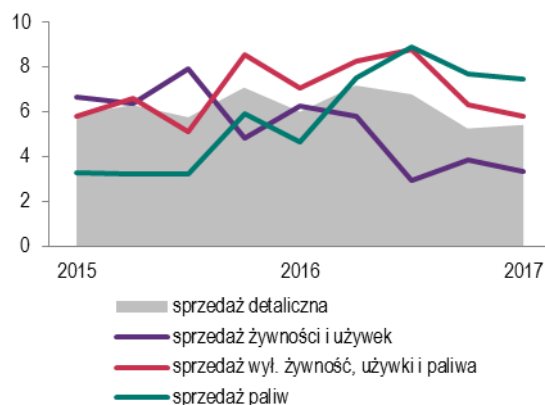
Źródło: EBC.

**Wykres 19.** Dynamika kredytu mieszkaniowego (% r/r)



Źródło: EBC.

**Wykres 20.** Sprzedaż detaliczna w EŚW (% r/r)



Źródło: Eurostat.



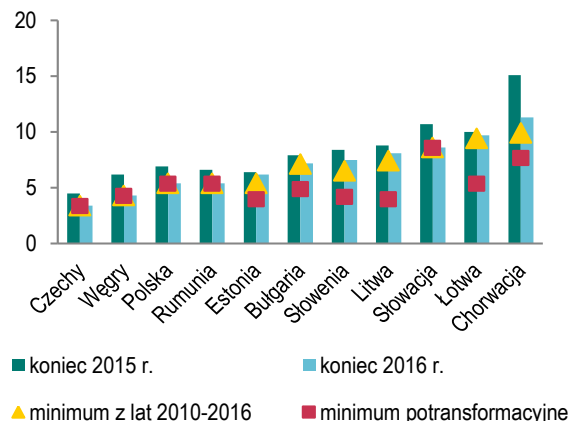
**Ożywienie na rynku pracy napotyka na bariery podaży pracy, co wpływa na wzrost płac.**

Popyt na pracę utrzymuje się na wysokim poziomie, pomimo spowolnienia aktywności gospodarczej w ub.r. W konsekwencji umiarkowanego wzrostu zatrudnienia stopy bezrobocia zbliżyły się do potransformacyjnych lub pokryzysowych minimów (Wykres 21). W 2016 r. spadek liczby bezrobotnych był większy niż wzrost liczby pracujących we wszystkich krajach regionu, poza Czechami i Węgrami, tj. krajami o dodatnim saldzie migracji. Do spadku liczby bezrobotnych przyczyniało się bowiem także wycofywanie się z rynku pracy osób w wieku okołomerytalnym oraz emigracja. W III kw. ub.r. w krajach UE-15 przebywało 615 tys. (tj. o 13%) więcej obywateli EŚW w wieku produkcyjnym niż rok wcześniej.

Podaż pracy w krajach EŚW zmniejsza się w wyniku coraz szybszego spadku liczby ludności w wieku produkcyjnym (Wykres 22). Choć wskaźnik aktywności zawodowej zwiększył się w 2016 r. do rekordowego poziomu, to jego przyrost był wolniejszy niż w poprzednich latach. Co więcej, wzrost wskaźnika aktywności zawodowej osób w wieku 50+ oraz kobiet<sup>7</sup> w znacznej liczbie krajów EŚW przebiegał nawet wolniej niż w UE-15, mimo dużej luki w tym względzie w stosunku do krajów Europy Zachodniej (Wykres 23).

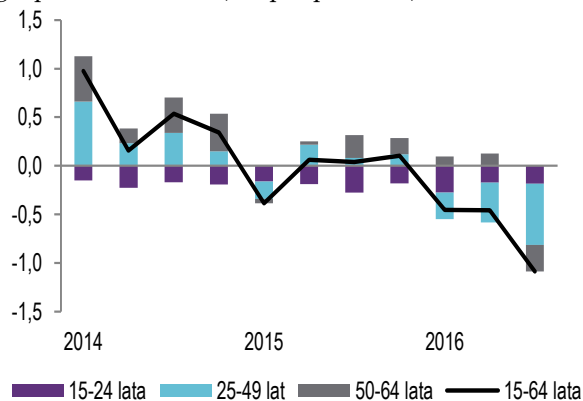
Malejąca dostępność wykwalifikowanych pracowników ogranicza przyrost zatrudnienia i wydajności pracy. Liczba niezapełnionych wakatów wzrosła w ciągu ostatnich dwóch lat o ponad połowę. Brak wykwalifikowanej kadry odczuwalny jest najbardziej w dobrze opłacanych i produktywnych sektorach: *Informacji i komunikacji* oraz usługach profesjonalnych, a w części krajów również w przemyśle (Wykres 24, Wykres 25). Według porównań międzynarodowych Czechy, Estonia i Słowacja należą do krajów o największym niedopasowaniu kwalifikacji pracowników do potrzeb pracodawców (Adalet McGowan i Andrews, 2015).

Wykres 21. Stopy bezrobocia w krajach EŚW (%)



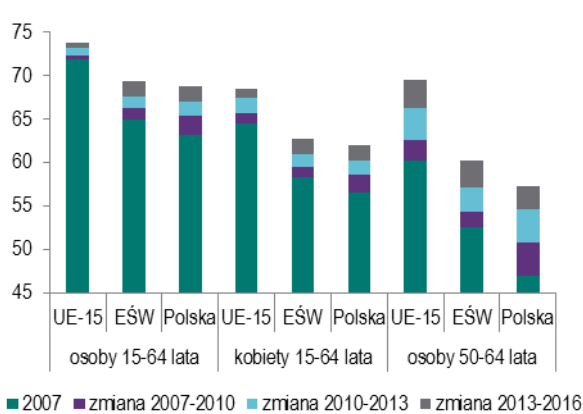
Źródło: Eurostat.

Wykres 22. Zmiana liczby aktywnych zawodowo wg grup wieku w EŚW (% i pkt proc., r/r)



Źródło: Eurostat (LFS).

Wykres 23. Wskaźnik aktywności zawodowej wybranych grup w EŚW i UE-15 (% i pkt. proc.)

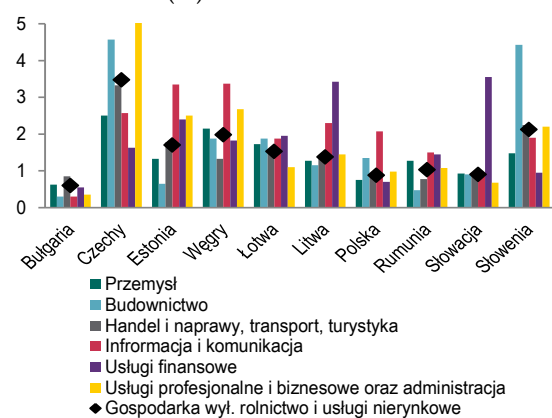


Źródło: Eurostat (LFS).

<sup>7</sup> Kobiety i osoby w wieku 50+ stanowią największą część potencjalnych dodatkowych zasobów pracy.

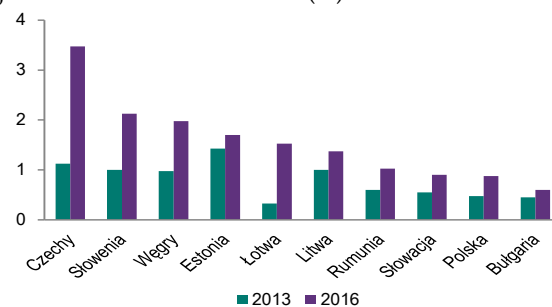
**Ograniczenia podaży pracy i wzrost płacy minimalnej wspierają dynamikę wynagrodzeń.** Tempo wzrostu płac w krajach EŚW w 2016 r. było zróżnicowane. Wynagrodzenia nominalne rosły szybko w Rumunii i krajach bałtyckich, które najbardziej odczuły odpływ siły roboczej do krajów Europy Zachodniej, a najwolniej w Słowenii i Chorwacji, odbudowujących swoją konkurencyjność cenową. Jednocześnie, wydaje się, że spadek bezrobocia poniżej poziomów równowagi<sup>8</sup> nie znalazł pełnego odzwierciedlenia w dynamice płac na Słowacji, w Czechach i w Polsce, gdzie tempo wzrostu wynagrodzeń pozostało umiarkowane. Wzrost płac w regionie EŚW także wspierały znaczne podwyżki płacy minimalnej, przewyższające w 2016 r. wzrost przeciętnych wynagrodzeń we wszystkich krajach poza Słowenią i Estonią (Wykres 26). Na istotne znaczenie wyróżnionych powyżej przyczyn wzrostu płac wskazuje analiza na poziomie sektorów. W 2016 r. w poszczególnych krajach płace rosły najszybciej w tych sektorach, w których panował największy niedobór pracowników<sup>9</sup> oraz w sektorach o najniższych płacach. W niektórych krajach dynamikę wynagrodzeń zwiększyły też podwyżki płac w sektorze publicznym.

**Wykres 24.** Udział wakatów wg sektorów i krajów EŚW w 2016 r. (%)



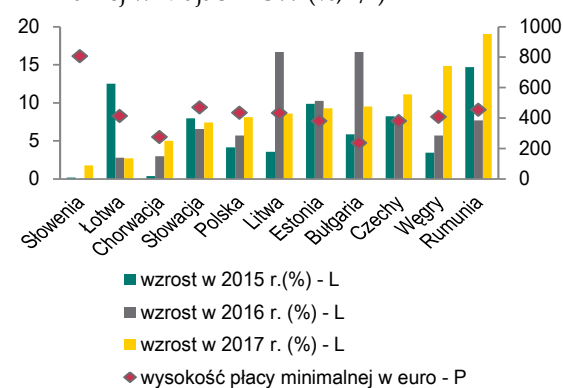
Źródło: Eurostat.

**Wykres 25.** Udział wakatów na rynkach pracy krajów EŚW w 2013 r. i 2016 r. (%)



Źródło: Eurostat.

**Wykres 26.** Wzrost i wysokość ustawowej płacy minimalnej w krajach EŚW (% r/r)



Źródło: Eurostat, obliczenia DAE NBP.

<sup>8</sup> W niniejszym opracowaniu stopa bezrobocia równowagi utożsamiana jest ze stopą NAWRU (ang. *Non-Accelerating Wages Rate of Unemployment*), tj. taką stopą bezrobocia, przy której następuje stabilizacja wzrostu płac. Szacunki NAWRU dla krajów EŚW publikuje m.in. Komisja Europejska.

<sup>9</sup> Ze statystycznego punktu widzenia wzrost przeciętnych płac ograniczył nieco fakt, że stanowiska pracy powstawały w większym stopniu w przemyśle i prostych usługach - w mniejszym zaś w lepiej opłacanych usługach profesjonalnych i biznesowych. Zatrudniono relatywnie więcej pracowników fizycznych i osób słabiej wykształconych niż w poprzednich latach. Z tego powodu w 2016 r. charakterystyki nowych miejsc pracy miały neutralny wpływ na dynamikę wynagrodzeń, w przeciwieństwie do roku 2015, gdy omawiany efekt kompozycyjny wspierał dynamikę średnich płac.



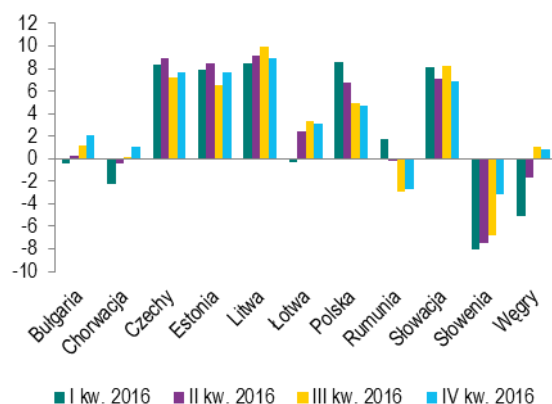
## **Polityka pieniężna i fiskalna wspierają wzrost popytu krajowego.**

### **Polityka pieniężna w EŚW przyczyniła się do spadku kosztu finansowania i poprawy dostępu do kredytu.**

W krajach EŚW należących do strefy euro, warunki monetarne odzwierciedlają bezpośrednio politykę EBC, który utrzymuje stopy procentowe na rekordowo niskim poziomie (w tym ujemną stopę depozytową), prowadzi program wsparcia akcji kredytowej (TLTRO II) i program zakupu aktywów sektora publicznego i prywatnego (w grudniu ub.r. przedłużony przynajmniej do końca 2017 r.). Poza strefą euro od II poł. ub.r. jedyne istotne zmiany w polityce pieniężnej miały miejsce na Węgrzech i w Czechach. Narodowy Bank Węgier kontynuował luzowanie polityki pieniężnej zarówno poprzez obniżkę stopy jednodniowych pożyczek i stopy rezerw obowiązkowych, jak i przy wykorzystaniu niestandardowych narzędzi: programu stymulowania akcji kredytowej czy redukcji limitu depozytów w banku centralnym. Narodowy Bank Czech stosował interwencje walutowe do obrony asymetrycznego celu kursowego<sup>10</sup> do 6 kwietnia br., kiedy wycofał się ze stosowania tego instrumentu. W pierwszych dniach po tej decyzji kurs korony czeskiej względem euro umocnił się jedynie umiarkowanie (o ok. 1,5%). Pozostałe banki centralne w regionie nie dokonały znaczących zmian.

**Poprawiający się dostęp do finansowania bankowego<sup>11</sup> nie przyspieszył dotąd istotnie wzrostu kredytu dla przedsiębiorstw** (Wykres 27). Niska dynamika kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych odzwierciedla słaby popyt inwestycyjny, związany z przejściowym spowolnieniem wykorzystania funduszy UE oraz z niepewnością warunków gospodarowania. W części krajów regionu popyt na kredyt osłabiają także wysokie środki własne przedsiębiorstw. Z kolei, w niektórych krajach regionu EŚW (Bułgaria, Słowenia, Chorwacja i Bułgaria) dynamikę kredytu dla firm

**Wykres 27.** Dynamika kredytu dla przedsiębiorstw niefinansowych (% r/r)



Źródło: EBC.

<sup>10</sup> W lutym br. presja na aprecjację korony czeskiej zmusiła Narodowy Bank Czech do interwencji walutowych na największą skalę od wprowadzenia celu kursowego w listopadzie 2013 r.

<sup>11</sup> Na co wskazują wyniki ankiet kredytowych (EIB, 2016).

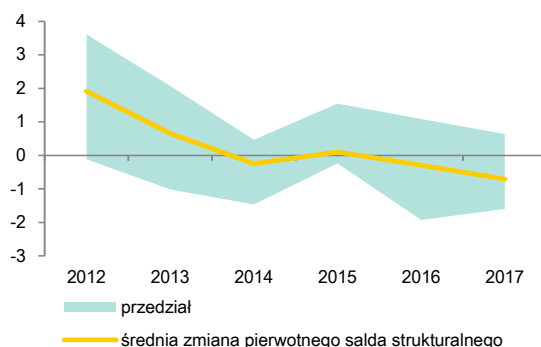
obniża niezakończony proces naprawy bilansów sektora bankowego, wysoki odsetek kredytów zagrożonych i nadmierne zadłużenie przedsiębiorstw.

**Niskie koszty obsługi długu publicznego sprzyjały zwiększaniu pozostałych wydatków publicznych** (Wykres 28, Wykres 29). Spadek rynkowych stóp procentowych w ostatnich latach przyczynił się do zmniejszenia wydatków na obsługę długu publicznego – zgodnie z prognozą Komisji Europejskiej mają one wynieść 1,7% PKB w 2017 r. wobec 2,3% PKB w 2013 r. (w tym samym okresie koszty obsługi długu publicznego w Polsce powinny się obniżyć z 2,5% do 1,6% PKB). Stwarza to przestrzeń do zwiększania wydatków pierwotnych (tj. po wyłączeniu kosztów obsługi długu) i obniżania obciążeń podatkowych bez zwiększania łącznego deficytu finansów publicznych. Utrzymujące się niskie stopy procentowe we wszystkich krajach regionu i w konsekwencji spadek rentowności krajowych obligacji są związane z polityką banków centralnych w regionie i na świecie.

**Zwiększanie wydatków publicznych było również ułatwiane wychodzeniem kolejnych krajów EŚW z procedury nadmiernego deficytu** (ang. *excessive deficit procedure*, EDP; Wykres 30). Zgodnie z zapisami części prewencyjnej Paktu Stabilności i Wzrostu, po zakończeniu EDP kraj formalnie zobowiązany jest do dalszej redukcji deficytu do poziomu celu średniookresowego (ang. *medium term objective*, MTO). Jednak w praktyce, cel średniookresowy jest rzadko osiągnięty – analiza Andrie i in. (2015) pokazuje, że wśród krajów strefy euro w latach 1999-2014 był on osiągnięty w mniej niż 20% przypadków.

**Poprawa ściągальności VAT w ostatnich latach, sprawia, że faktyczna skala poluzowania fiskalnego może być większa niż wynika to ze zmiany pierwotnego salda strukturalnego**<sup>12</sup>. W ostatnich latach wiele krajów podjęło działania mające na celu uszczelnienie systemu podatkowego, które polegały m.in. na stoso-

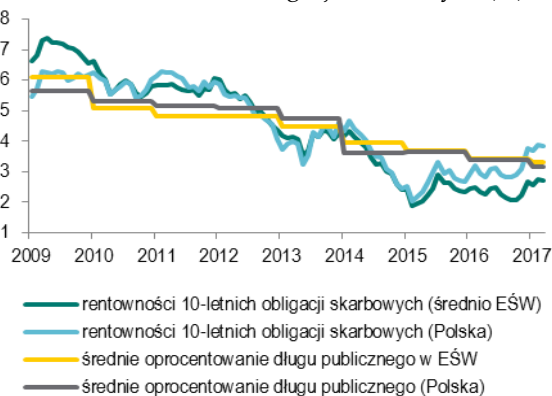
**Wykres 28.** Zmiana roczna pierwotnego salda strukturalnego (w % PKB potencjalnego)



Uwagi: Dodatnie wartości oznaczają zacieśnienie a ujemne - rozluźnienie polityki fiskalnej; przedział - minimalną i maksymalną wartość salda w grupie krajów EŚW.

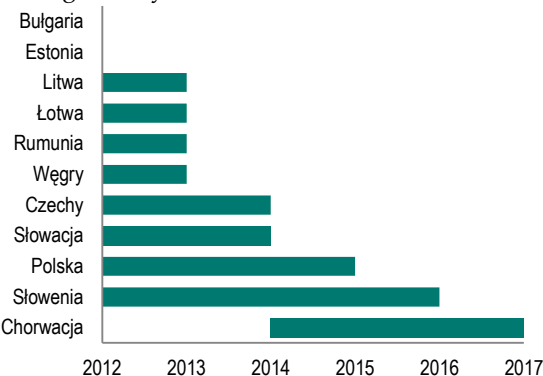
Źródło: AMECO.

**Wykres 29.** Oprocentowanie długu publicznego oraz rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (%)



Źródło: AMECO, Reuters.

**Wykres 30.** Czas pozostawania w procedurze nadmiernego deficytu

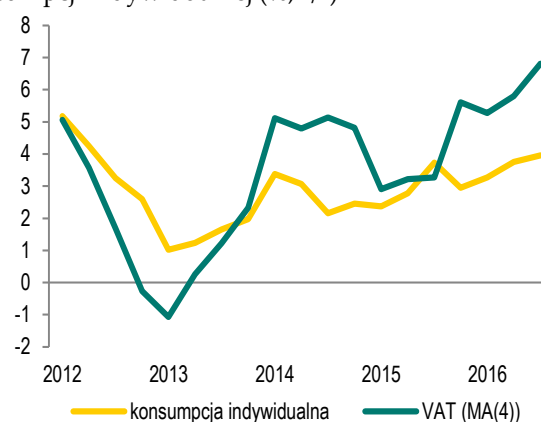


Źródło: KE.

<sup>12</sup> Zwiększenie ściągальności podatków przekłada się na poprawę salda strukturalnego finansów publicznych, a zatem jest interpretowane jako zwiększenie restrykcyjności polityki fiskalnej. Niemniej eliminowanie nadużyć podatkowych nie jest tożsame z podnoszeniem obciążeń podatkowych i nie powinno negatywnie oddziaływać na normalny obrót gospodarczy.

waniu odwróconego obciążenia dla wybranych grup towarów<sup>13</sup> oraz wprowadzeniu rozwiązań opartych o technologie informatyczne, takich jak jednolity plik kontrolny czy elektroniczny rejestr faktur. Od końca 2013 r. średnia dynamika wpływów z VAT w krajach regionu przewyższa dynamikę konsumpcji indywidualnej gospodarstw domowych, stanowiącą główną składową bazy tego podatku, co może świadczyć o skuteczności podejmowanych działań (Wykres 31).

**Wykres 31.** Tempo wzrostu dochodów z VAT i konsumpcji indywidualnej (% r/r)



*Uwagi: Wzrost dochodów z VAT (MA(4) - średnia ruchoma z czterech okresów) skorygowany o zmiany stawki podstawowej VAT.*

*Źródło: AMECO.*

<sup>13</sup> Odwrócone obciążenie oznacza, że VAT od transakcji sprzedaży rozlicza nie sprzedawca, lecz nabywca.

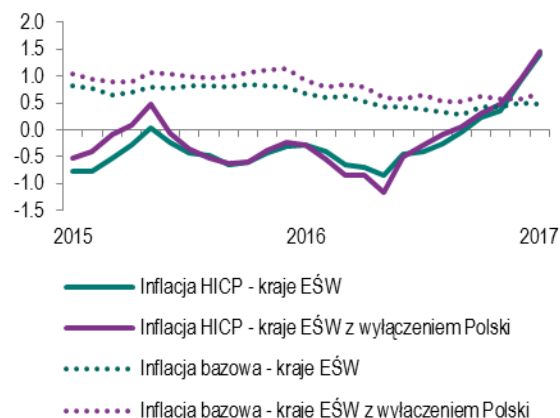
**Inflacja w regionie przyspieszyła wskutek wzrostu cen energii i żywności.**

Wskaźniki inflacji wzrosły wyraźnie w ostatnich miesiącach za sprawą wzrostu cen surowców na rynkach światowych. Po trwającym dwa lata spadku cen konsumpcyjnych w ujęciu rocznym, pod koniec 2016 r. wskaźniki inflacji w gospodarkach EŚW wróciły do dodatnich wartości (Wykres 32). Obserwowany od połowy 2016 r. wzrost wskaźników inflacji odzwierciedlał działanie tych samych czynników, które stały za ich wzrostem w wielu gospodarkach rozwiniętych, tj. zmiany cen surowców energetycznych i żywności na rynkach światowych, oraz związane z nimi efekty bazy (Wykres 33). Zimą 2017 r. wzrost cen żywności w krajach EŚW powiększył dodatkowo nieurodzaj związany z trudnymi warunkami pogodowymi na południu Europy. Wraz ze wzrostem bieżących wskaźników inflacji nastąpił wzrost oczekiwań inflacyjnych w krajach regionu. Nadal jednak odsetek firm planujących podwyżki cen, jak również konsumentów, którzy przewidują zwiększenie się poziomu cen w horyzoncie 12 miesięcy, plasują się na relatywnie niskich poziomach w porównaniu historycznym (Wykres 34, Wykres 35).

**Inflacja bazowa w krajach EŚW jest nadal ograniczana przez niski poziom cen towarów przemysłowych.** Dynamika cen towarów kształtuje się na niskim poziomie, co w dużej mierze można łączyć z niską importowaną inflacją związaną ze słabym średniookresowym trendem wzrostu cen w otoczeniu gospodarek EŚW. Sygnalizuje to utrzymująca się niska dynamika cen importu w sektorach produkcji dóbr inwestycyjnych i konsumpcyjnych trwałego użytku, które nie zależą tak silnie od zmian cen surowców na rynkach światowych jak zmiany cen importu w pozostałych sektorach (Wykres 36).

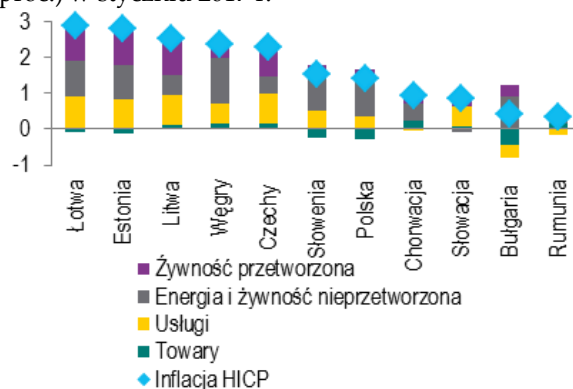
**Sytuacja na rynkach pracy jak dotąd w niewielkim stopniu oddziaływała na poziom inflacji w regionie.** Dynamika cen usług notuje jedynie nieznacznie wyższe wartości w krajach, w których występują silniejsze napięcia na rynku pracy (kraje bałtyckie). Niewielki

**Wykres 32.** Inflacja HICP i inflacja bazowa (% r/r)



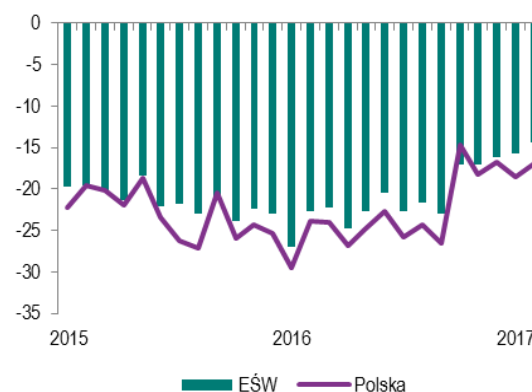
Źródło: Eurostat.

**Wykres 33.** Inflacja (% r/r) i jej komponenty (pkt. proc.) w styczniu 2017 r.



Źródło: Eurostat.

**Wykres 34.** Oczekiwania inflacyjne konsumentów w Polsce i krajach EŚW (pkt. proc.)

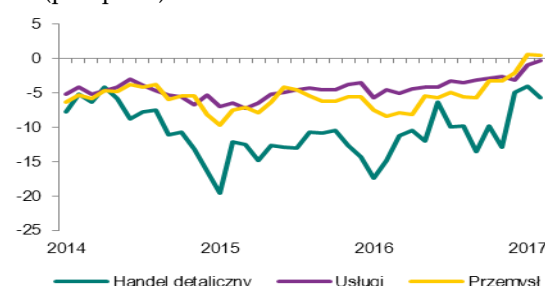


Uwagi: Odsetek netto konsumentów oczekujących wzrostów i spadków cen w horyzoncie najbliższych 12 miesięcy wg ankiety Komisji Europejskiej (odchylenie od wieloletniej średniej). Dla regionu EŚW – średnia ważona udziałem analizowanych krajów w zagregowanym indeksie HICP. Źródło: KE.

wpływ spadku bezrobocia na inflację w części krajów jest związany ze wspomnianym wcześniej relatywnie słabym jego przełożeniem na płace i w efekcie kształtowaniem się dynamiki jednostkowych kosztów pracy na umiarkowanym poziomie. Można to łączyć zarówno z poprawą funkcjonowania rynków pracy i produktów w ciągu ostatniej dekady, która skutkowała obniżeniem się stopy NAWRU, jak i z obserwowanym także w gospodarkach wysokorozwiniętych zjawiskiem „wypłaszczenia się” krzywej Phillipsa. Do przyczyn tego zjawiska zalicza się m.in. zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych w wyniku wiarygodnej polityki celu inflacyjnego oraz spadek siły negocjacyjnej pracowników w wyniku globalizacji i wzrostu elastyczności rynku pracy (m.in. wskutek rozwoju niestandardowych form zatrudnienia)<sup>14</sup>. Natomiast, w tych krajach regionu, w których dynamika płac i ULC kształtuje się na podwyższonych poziomach, ich przełożenie się na ceny konsumenckie mogło być ograniczane przez spadek kosztów energii związany ze spadkiem cen surowców energetycznych.

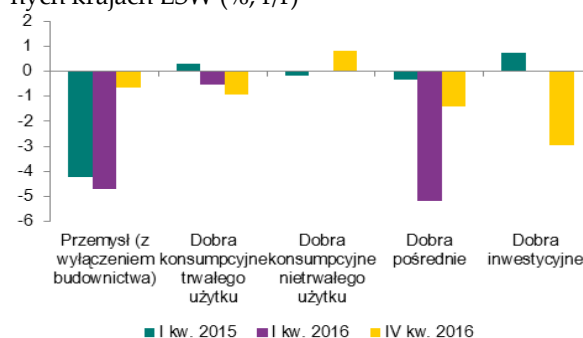
**Powolny wzrost cen w niektórych krajach regionu ma swoje dodatkowe źródło w czynnikach specyficznych dla tych krajów.** W niektórych gospodarkach EŚW wysoka konkurencja w handlu detalicznym, niski poziom regulacji w tej branży oraz rosnąca presja konkurencyjna ze strony handlu internetowego wpływają na spadek marż, co hamuje wzrost cen konsumenckich<sup>15</sup> (sygnałem rosnącej konkurencji w handlu detalicznym mogą być spadające marże zysku, Wykres 37). Ponadto, na Węgrzech i w Rumunii inflację bazową ograniczają obniżki podatku VAT<sup>16</sup>, w Bułgarii – rosnąca konkurencja na rynku usług telekomunikacyjnych, w Słowenii – sezonowy spadek cen usług turystycznych, zaś w Chorwacji jej niski poziom odzwierciedla opóźnione efekty recesji gospodarczej.

**Wykres 35.** Deklaracje firm dot. oczekiwanych zmian cen (pkt. proc.)



Źródło: KE.

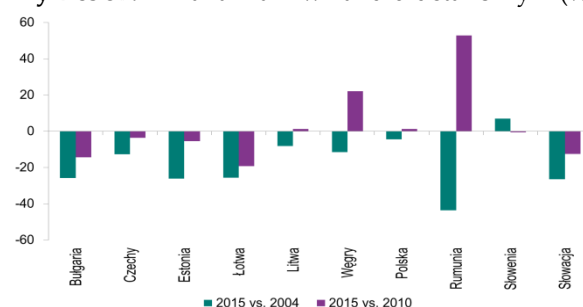
**Wykres 36.** Ceny importu w przemyśle w wybranych krajach EŚW (% , r/r)



Uwagi: Wykres na podstawie danych, które są dostępne jedynie dla krajów regionu EŚW należących do strefy euro. Przyjmuje się, że nie zaledwie 15% obrotów rejestrowanych w przemyśle analizowanych w raporcie krajów EŚW.

Źródło: Eurostat.

**Wykres 37.** Zmiana marż w handlu detalicznym (%)



Uwagi: Marże zysku =  $(1 - (\text{fundusz płac} * \text{współczynnik samozatrudnienia} + \text{inne podatki i subsydia})) / \text{WDB}$ .

Źródło: Eurostat.

<sup>14</sup> Kolejnym wyjaśnieniem „wypłaszczenia się” krzywej Phillipsa jest rewolucja ICT i dynamiczny rozwój GVC, które w poprzednich dwóch dekadach przyczyniły się do wzrostu produktywności, a w konsekwencji do spadku cen.

<sup>15</sup> Na czynnik ten zwraca uwagę w swoim cyklicznym raporcie Bank Słowenii (Banka Slovenije, 2016).

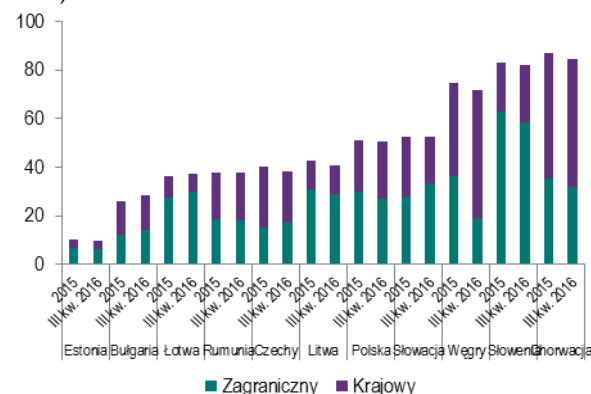
<sup>16</sup> W 2010 r. Rumunia podniosła podstawową stawkę VAT z 19% do 24% w celu utrzymania równowagi finansów publicznych. Wobec poprawy warunków gospodarczych, w 2016 r. stawkę VAT obniżono z 24% do 20%, zaś z początkiem 2017 r. do 19%. W efekcie omawianych zmian Rumunia notowała w ostatnich latach najwyższą zmienność wskaźników inflacji wśród gospodarek EŚW. Z kolei na Węgrzech od 2017 r. zmniejszono stawkę VAT na usługi internetowe z 27% do 18%, a w roku 2018 planowane jest zmniejszenie stawki do 5%. Plany te muszą zostać zaaprobowane przez Komisję Europejską.

**Odporność regionu EŚW na szoki zewnętrzne wzrosła dzięki spadkowi nierównowag.**

Komisja Europejska wskazała na ogólną poprawę równowagi makroekonomicznej<sup>17</sup> w regionie. Podobnie jak w poprzedniej rundzie Semestru Europejskiego, Komisja Europejska zidentyfikowała nierównowagi makroekonomiczne jedynie w trzech krajach regionu: Słowenii (nierównowagi) oraz Bułgarii i Chorwacji (nadmierne nierównowagi). Choć w wymienionych krajach zadłużenie sektora publicznego (oprócz Bułgarii; Wykres 38) i prywatnego jest nadal nadmierne i wciąż występują zagrożenia dla stabilności sektora finansowego, to ich skala sukcesywnie się zmniejsza. Jest to wynikiem m.in. trwającego ożywienia, poprawy wyników sektora finansów publicznych i podjętych działań na rzecz naprawy sektora finansowego i wzrostu konkurencyjności.

Postępujący od kilku lat spadek nierównowag makroekonomicznych w krajach EŚW znalazł odzwierciedlenie w lepszym ich postrzeganiu przez uczestników rynków finansowych, a w konsekwencji - w wyższej odporności na szoki o charakterze zewnętrznym. Zmiany rentowności obligacji rządowych krajów regionu oraz zmienność kursów walutowych złotego polskiego, forinta węgierskiego i leja rumuńskiego w II poł. 2016 r. były ograniczone, mimo serii szoków w otoczeniu EŚW (wynik wyborów prezydenckich w USA i włoskiego referendum konstytucyjnego, podwyżki stóp procentowych Fed). W 2016 r. główne agencje ratingowe zdecydowały się na podniesienie ratingu i perspektyw długoterminowego długu publicznego w Słowenii. Wzrost ratingów kredytowych miał miejsce także na Węgrzech, które po raz pierwszy od 2011 r. otrzymały rating inwestycyjny od wszystkich trzech głównych agencji. W II poł. ub.r. złagodzone też wcześniejsze niekorzystne oceny perspektyw finansów publicznych i stabilności politycznej w Polsce i Chorwacji, a perspektywy ratingów tych

Wykres 38. Krajowy i zagraniczny dług publiczny (% PKB)



Źródło: Eurostat, krajowe ministerstwa finansów.

<sup>17</sup> Ogólna równowaga makroekonomiczna gospodarki obejmuje równowagę wewnętrzną i zewnętrzną. Równowaga wewnętrzna przejawia się we wzroście gospodarki zgodnie ze stabilną ścieżką długookresowego wzrostu. Oznacza to zrównoważenie efektywnego popytu z potencjałem wytwórczym gospodarki. Równowaga zewnętrzna jest zachowana, gdy transakcje z zagranicą (zarówno w sferze realnej, jak i finansowe) są spójne z utrzymaniem równowagi wewnętrznej (NBP, 2016).

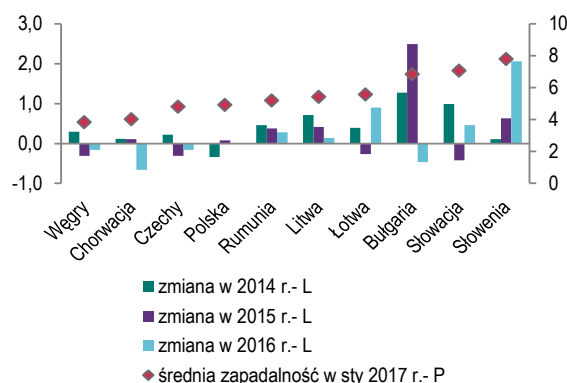


krajów podwyższono do poziomów „stabilnych”.

**Lepsza ocena gospodarek EŚW na rynkach finansowych wynika także z dalszej (choć mniejszej niż w poprzednich latach) poprawy wyników i struktury finansowania sektora finansów publicznych.** Przede wszystkim, deficyt sektora *general government* pogłębił się wyraźnie jedynie w Rumunii. W Chorwacji i Słowenii udało się powstrzymać trwający od lat przyrost długu publicznego (w % PKB). Na Węgrzech inwestorzy krajowi przejęli z rąk podmiotów zagranicznych obligacje skarbowe o wartości ponad 20% PKB, co było efektem działań MNB na rzecz zmniejszenia udziału zadłużenia zagranicznego (Wykres 38). Ponadto, przeciętna zapadalność pozostałych do wykupienia rządowych papierów dłużnych na Słowenii wydłużyła się o dwa lata (Wykres 39).

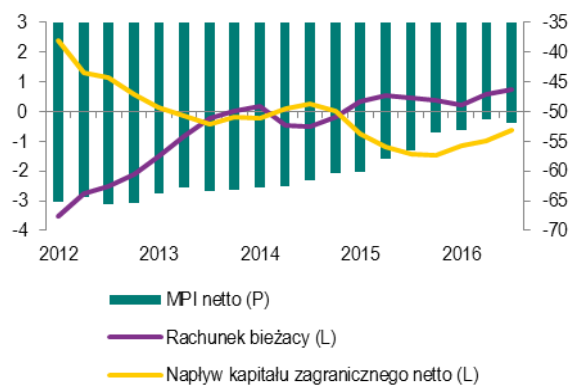
**Utrzymująca się nadwyżka na rachunku obrotów bieżących sprzyjała poprawie międzynarodowej pozycji inwestycyjnej w 2016 r.** (Wykres 40). Dynamika importu, zwłaszcza towarów inwestycyjnych, osłabła w ub.r. w większym stopniu niż tempo wzrostu eksportu, co znalazło odzwierciedlenie w poprawie salda handlowego. Poprawie nadal sprzyjało korzystne kształtowanie się *terms of trade*, aczkolwiek efekt ten wygasał wraz ze wzrostem cen importowanych surowców energetycznych (Wykres 41). W konsekwencji, w regionie EŚW drugi rok z rzędu odnotowano nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących (najwyższą w Chorwacji, Słowenii i na Węgrzech). Nadwyżka w obrotach bieżących w połączeniu ze zmniejszeniem się stanu zobowiązań zagranicznych sektora bankowego wpłynęła na zauważalną poprawę międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. Jednocześnie, napływający do EŚW kapitał miał nadal głównie formę BIZ. Oznacza to, że zobowiązania zagraniczne krajów EŚW wynikające z inwestycji bezpośrednich, a więc teoretycznie najbezpieczniejsze z punktu widzenia stabilności makroekonomicznej, stanowią coraz większą część zobowiązań zagranicznych regionu.

**Wykres 39.** Przeciętna zapadalność obligacji rządowych pozostających do wykupu i jej zmiana (w latach)



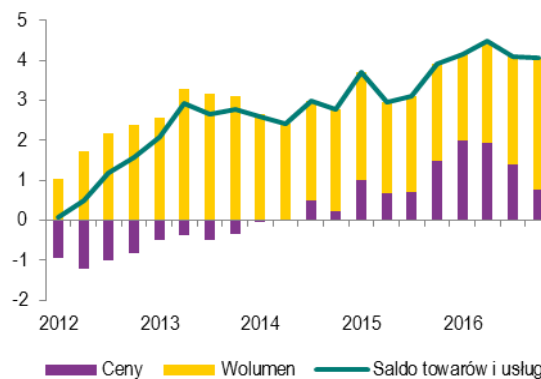
Źródło: EBC.

**Wykres 40.** Salda na rachunkach obrotów bieżących i finansowych oraz zmiana międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (% PKB)



Źródło: Eurostat, obliczenia DAE NBP.

**Wykres 41.** Saldo handlu zagranicznego i jego składowe (% PKB)



Źródło: Eurostat, obliczenia DAE NBP.



*Oczekuje się, że oparty na popycie wewnętrznym wzrost gospodarczy przyspieszy w latach 2017-2018.*

Wzrost gospodarczy w EŚW powinien przyspieszyć w latach 2017-2018 do poziomu nieznacznie powyżej 3% (Tabela 1). Instytucje międzynarodowe i uczestnicy rynków finansowych spodziewają się nieco wolniejszego wzrostu PKB jedynie w gospodarkach rosnących najszybciej w ub.r., tj. Rumunii, Bułgarii i Słowacji. W pozostałych krajach przyspieszenie wzrostu ma wynikać głównie z umiarkowanego ożywienia inwestycji.

**Konsumpcja prywatna pozostanie kluczowym czynnikiem ożywienia dzięki dalszemu wzrostowi dochodów do dyspozycji.** Wynagrodzenia nominalne będą w najbliższym czasie nadal rosnać. Według prognoz KE dynamika płac w latach 2017-2018 przyspieszy w prawie wszystkich krajach regionu wskutek utrzymującego się niedoboru pracowników oraz kolejnych podwyżek płacy minimalnej. Popyt konsumencki będą również wspierać optymistyczne nastroje gospodarstw domowych oraz dostępność kredytu bankowego. Wzrost inflacji i wyższa baza odniesienia sprawią jednak, że dochody do dyspozycji gospodarstw domowych będą rosły wolniej niż w 2016 r.

**Do przyspieszenia wzrostu gospodarczego w regionie przyczyni się stopniowa odbudowa inwestycji.** W 2017 r. i 2018 r. przewiduje się szybszą mobilizację funduszy strukturalnych UE, choć inwestycje publiczne pozostaną na niższym poziomie niż w rekordowych latach 2014-2015. Inwestycje przedsiębiorstw powinno wspierać dalsze ożywienie w strefie euro i stopniowe odbicie dynamiki handlu światowego. Ponadto, koncerny motoryzacyjne zapowiedziały budowę nowych zakładów lub zwiększenie mocy produkcyjnych w Czechach, Polsce, Rumunii i Słowenii w latach 2017-2018. Wydaje się więc, że o ile napływ BIZ do regionu EŚW w kolejnych latach utrzyma się na stosunkowo niskim poziomie w porównaniu z okresem sprzed globalnego kryzysu finansowego, to inwestycje koncernów motoryzacyjnych będą miały nadal wymierny

Tabela 1 Prognozy wzrostu PKB na lata 2017-2018 (%)

	2016	2017	2018
<b>Bułgaria</b>	3,3	2,9	2,8
<b>Chorwacja</b>	2,8	3,1	2,5
<b>Czechy</b>	2,4	2,6	2,7
<b>Estonia</b>	1,1	2,2	2,6
<b>Litwa</b>	2,2	2,9	2,8
<b>Łotwa</b>	1,6	2,8	3,0
<b>Polska</b>	2,8	3,2	3,1
<b>Rumunia</b>	4,9	4,4	3,7
<b>Słowacja</b>	3,3	2,9	3,6
<b>Słowenia</b>	2,5	3,0	3,0
<b>Węgry</b>	1,9	3,5	3,2
<b>EŚW</b>	2,9	3,2	3,1

Źródło: KE.

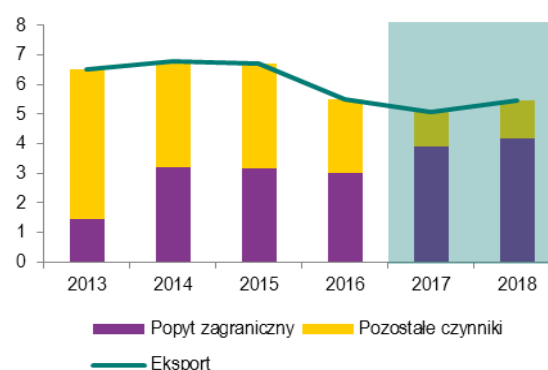
wpływ na część gospodarek regionu. W krótkim okresie przyczynią się do wzrostu nakładów inwestycyjnych, a w dalszej perspektywie do zwiększenia bazy produkcyjnej i eksportu.

**Zwiększone transfery socjalne i spożycie publiczne w regionie będą w coraz większym stopniu wspierać ożywienie.** W 2017 r. skala poluzowania fiskalnego wyniesie ok. 0,7 pkt. proc. PKB i będzie największa od czasu kryzysu gospodarczego. Najnowsza prognoza KE wskazuje, że w 2017 r. luzowanie fiskalne będzie miało miejsce głównie po stronie wydatkowej i będzie wiązało się ze wzrostem spożycia publicznego, w związku m.in. ze zwiększeniem wynagrodzeń oraz wyższymi świadczeniami socjalnymi, głównie z tytułu emerytur<sup>18</sup>.

**W części krajów dodatkowym impulsem dla popytu krajowego będą obniżki obciążeń podatkowych.** Na Węgrzech od 1 stycznia 2017 wprowadzono niższą, 9-procentową stawkę CIT (uprzednio CIT wynosił 19% dla dużych oraz 10% dla małych i średnich przedsiębiorstw). Jest to najniższa stawka CIT w całej UE. Od 2017 r. na Słowacji przedsiębiorstwa będą mogły rozliczać swoje zobowiązania podatkowe według nowej 21% stawki CIT<sup>19</sup>. W części gospodarek zmniejszono także opodatkowanie dochodów z pracy. W Słowenii dochody ok. 90% pracowników będą podlegały dwóm najniższym stawkom tj. 16% oraz 27%. W Chorwacji od 2017 r. wprowadzono dwie stawki PIT w miejsce trzech. Likwidacji najniższej stawki towarzyszyło jednak korzystne dla najmniej zarabiających znaczne podwyższenie kwoty wolnej.

**Tempo wzrostu eksportu w krajach EŚW w latach 2017-2018 będzie zbliżone do obserwowanego w ubiegłym roku** (Wykres 42). Dynamika eksportu do strefy euro, czyli odbiorcy ponad połowy eksportu krajów regionu, powinna utrzymać się na stabilnym poziomie. Rosnąca inflacja wpłynie na ograniczenie

**Wykres 42.** Dekompozycja wzrostu eksportu EŚW (% i pkt proc., r/r)



Źródło: KE, obliczenia DAE NBP.

<sup>18</sup> Pośród bardziej znaczących zmian można wymienić nowy sposób indeksacji emerytur wprowadzony na Litwie oraz w Czechach, który zwiększy sztywne wydatki na transfery socjalne. Na Słowacji wprowadzona zostanie ad hoc 2% podwyżka świadczeń emerytalnych. W Rumunii emerytury wzrosną od lipca 2017 r.

<sup>19</sup> W przeciwieństwie do wymienionych państw Słowenia podniosła stawkę CIT o 2 pkt. proc. do poziomu 19%.

siły nabywczej gospodarstw domowych u partnerów handlowych gospodarek EŚW i w rezultacie spowolnienie wzrostu eksportu dóbr konsumpcyjnych, co było już widoczne w II poł. 2016 r. Będzie to jednak rekompensowane przez (częściowo już obserwowane) ożywienie eksportu dóbr produkowanych w ramach GVC, związane z prognozowanym wzmocnieniem popytu globalnego, w tym popytu na towary produkowane w ramach europejskich sieci produkcyjnych. Z czasem można spodziewać się także wyższego tempa eksportu dóbr inwestycyjnych - wzrost popytu ze strony krajów rozwijających się powinien zwiększyć aktywność inwestycyjną w strefie euro, a oczekiwany wzrost wydatkowania funduszy unijnych przyczyni się do wyższego popytu na inwestycje wewnątrz regionu. Dodatkowo oczekuje się dalszego przyspieszenia eksportu na rynki wschodnioeuropejskie, w związku z zakończeniem recesji w Rosji oraz umocnieniem się ożywienia na Ukrainie.

**Umiarkowana na tle historycznym dynamika eksportu będzie wynikiem głównie czynników pozapopytowych** (Wykres 42). W najbliższych latach oczekuje się zwiększenia się dynamiki płac w regionie przy powolnym wzroście wydajności pracy. W rezultacie wzrostu eksportu nie będzie mogła wspierać poprawa konkurencyjności cenowo-kosztowej. Dodatkowo, niskie nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw w 2016 r., a prawdopodobnie także w I poł. br., oraz narastający niedobór wyspecjalizowanej siły roboczej będą ograniczać rozbudowę bazy eksportowej.

**Niepewność dotycząca sytuacji gospodarczo-politycznej w otoczeniu zewnętrznym wydaje się być głównym czynnikiem ryzyka dla wzrostu gospodarczego w EŚW.** Niepewność ta dotyczy przede wszystkim wyników zbliżających się wyborów w największych gospodarkach strefy euro (Francja, Niemcy) oraz szczegółów dotyczących warunków opuszczenia Unii Europejskiej przez Wielką Brytanię. Dodatkowym czynnikiem ryzyka jest polityka Stanów Zjednoczonych, a zwłaszcza ryzyko wzrostu protekcjonizmu oraz trudna do oszacowania skala zmian w amerykańskiej polityce fiskalnej i pieniężnej. W dłuższym okre-

się wzrost barier handlowych i dalsze spowolnienie procesów globalizacyjnych stanowiłyby poważne wyzwanie dla gospodarek EŚW, silnie zintegrowanych w ramach GVC i korzystających od ponad dwóch dekad z napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Wśród czynników ryzyka o charakterze wewnętrznym wymienić należy tempo wykorzystywania środków z nowej perspektywy finansowej UE i reakcję na długoterminowe wyzwania fiskalne, w szczególności te związane ze starzeniem się społeczeństw<sup>20</sup>. Potrzeba podjęcia zdecydowanych reform w tym zakresie staje się jeszcze bardziej widoczna biorąc pod uwagę przejściowy charakter czynników, które powiększyły przestrzeń fiskalną w EŚW w ostatnim czasie oraz trudności w budowaniu poparcia społecznego dla reform<sup>21</sup>. W części krajów wyzwaniem może być utrzymanie konkurencyjności eksportu w warunkach szybko rosnących płac, natomiast w krajach „Południa” - dalsza naprawa sektora finansowego.

### ***Inflacja pozostanie umiarkowana w horyzoncie polityki pieniężnej.***

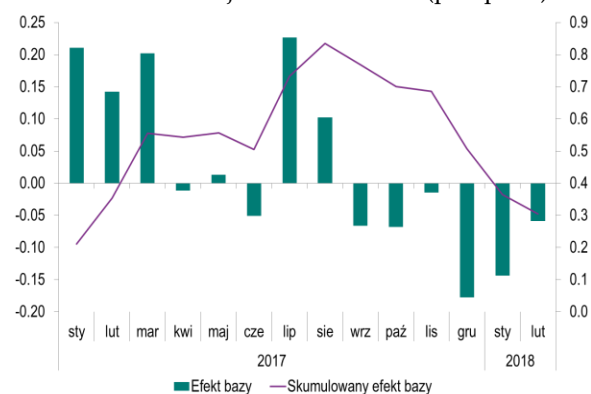
**Prognozy wskazują na stopniowy wzrost inflacji w krajach EŚW w średnim okresie do umiarkowanych poziomów** (Tabela 2). Krótkookresowe perspektywy inflacji w regionie kształtować będą efekty bazy związane ze zmianami cen surowców energetycznych i żywności (Wykres 43). W horyzoncie najbliższych miesięcy w kierunku wzrostu inflacji będzie oddziaływać również wzrost cen metali na rynkach światowych, związany z ograniczaniem ich podaży wskutek zmniejszenia mocy produkcyjnych chińskiego przemysłu metalurgicznego. Jednocześnie można oczekiwać stopniowego wzrostu inflacji bazowej, do którego przyczyniać się będą umacniające się: presja popytowa

**Tabela 2** Prognozy inflacji na lata 2017-2018 (%)

	2016	2017	2018
<b>Bułgaria</b>	-1,3	0,8	1,2
<b>Chorwacja</b>	-0,6	1,7	1,6
<b>Czechy</b>	0,6	2,0	1,8
<b>Estonia</b>	0,8	2,8	2,8
<b>Litwa</b>	0,7	2,1	1,9
<b>Łotwa</b>	0,1	1,9	2,0
<b>Polska</b>	-0,2	2,0	2,1
<b>Rumunia</b>	-1,1	1,6	2,9
<b>Słowacja</b>	-0,5	0,9	1,4
<b>Słowenia</b>	-0,2	1,1	2,3
<b>Węgry</b>	0,4	2,2	3,1

Źródło: KE.

**Wykres 43.** Wpływ efektów bazy zmian cen energii na wskaźniki inflacji w 2017 i 2018 r. (pkt. proc.)



*Uwagi: Efekt bazy wyznaczono zgodnie z metodologią stosowaną przez EBC, jako różnicę między zmianą wskaźnika inflacji w danym miesiącu roku poprzedzającego a jego „typową” zmianą (stanowiącą sumę efektu sezonowego i średniej zmiany wskaźnika w latach 2001-2017).*

Źródło: Eurostat, obliczenia DAE NBP.

<sup>20</sup> W perspektywie średniookresowej wzrost wydatków na emerytury w EŚW będzie ograniczany przez wbudowane w systemy emerytalne powiązanie wysokości emerytur ze stażem pracy i zarobkami w cyklu życia. Jednakże starzenie się społeczeństw będzie skutkowało szybkim wzrostem kosztów leczenia i opieki długoterminowej. Projekcje ścieżki długu publicznego przygotowane przez KE wskazują, że - w scenariuszu braku reform na rzecz dyscypliny fiskalnej - dług publiczny zwiększy się do 2027 r. zwłaszcza w Słowenii, Polsce, i Rumunii. Polska i Rumunia są także jedynymi krajami w regionie, dla których KE oczekuje wzrostu długu publicznego w relacji do PKB już w perspektywie do 2018 r., co jest związane z utrzymaniem relatywnie wysokiego deficytu mimo domkniętej luki popytowej. W lutym br. KE skierowała list do rządu Rumunii, ostrzegający przed prognozowanym na lata 2017-2018 r. przekroczeniem 3% deficytu sektora *general government*.

<sup>21</sup> Przykładowo, propozycja całościowej reformy emerytalnej w Słowenii została w 2011 r. odrzucona w referendum.

i wzrost płac. W kierunku wyższej inflacji w EŚW od-  
działywać będzie także stopniowe przyspieszenie  
wzrostu cen w UE-15. Importowaną inflację w Cze-  
chach będzie obniżać umocnienie się kursu korony  
czeskiej po rezygnacji CNB ze stosowania asymetrycz-  
nego celu kursowego. Źródłem niepewności co do  
perspektyw inflacji jest przede wszystkim kształtowa-  
nie się cen surowców na rynkach światowych, jak  
również stopień, w jakim obserwowane dotąd rela-  
tywnie słabe przełożenie aktywności gospodarczej  
i zacieśniającej się sytuacji na rynku pracy na ceny  
konsumenckie utrzyma się w dalszym horyzoncie  
prognozy.

## Literatura

Adalet McGowan M. i Andrews D. (2015), Labour Market Mismatch And Labour Productivity: Evidence From PIAAC Data, Economics Department Working Papers, No. 1209, OECD Publishing.

Andrle M., Bluedorn J., Eyraud L., Kinda T., Koeva Brooks P., Schwartz G. i Weber A. (2015), Reforming Fiscal Governance in the European Union, IMF Staff Discussion Note, SDN/15/09, International Monetary Fund.

Banka Slovenije (2016), Macroeconomic projections for Slovenia. December 2016, Banka Slovenije.

CNB (2016), Inflation Report IV/2016, Czech National Bank.

CNB (2017), Inflation Report I/2017, Czech National Bank.

EIB (2016), CESEE Bank Lending Survey H2-2016, European Investment Bank.

MFW (2016a), Time for a Supply-Side Boost? Macroeconomic Effects of Labor and Product Market Reforms in Advanced Economies, rozdział 3 w: World Economic Outlook April 2016, International Monetary Fund.

MFW (2016b), Global Trade: What's behind the Slowdown?, rozdział 2 w: World Economic Outlook October 2016, International Monetary Fund.

MNB (2016a), Inflation Report March 2016, Magyar Nemzeti Bank.

MNB (2016b), Inflation Report September 2016, Magyar Nemzeti Bank.

NBP (2016), Raport o stanie równowagi polskiej gospodarki. Materiał dla KSF-M, Narodowy Bank Polski.

NBS (2015), Medium-term Forecast Q3 2015, Národná banka Slovenska.

OECD (2016), OECD Interim Economic Outlook September 2016, Organisation for Economic Co-operation and Development.

OECD (2017), OECD Economic Surveys: China 2017, OECD Publishing.



---

[www.nbp.pl](http://www.nbp.pl)

