



Narodowy Bank Polski

Instytut Ekonomiczny  
Biuro Gospodarki Światowej i Europejskiej Integracji Gospodarczej

# Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej

Lipiec 2011



Spis treści:

<b>Wprowadzenie</b>	<b>5</b>
<b>Kraje Europy Środkowej i Wschodniej</b>	<b>6</b>
<b>Bułgaria</b>	<b>12</b>
<b>Czechy</b>	<b>16</b>
<b>Estonia</b>	<b>22</b>
<i>Wpływ wprowadzenia euro na inflację w Estonii</i>	<i>26</i>
<b>Litwa</b>	<b>28</b>
<b>Łotwa</b>	<b>33</b>
<b>Polska</b>	<b>38</b>
<b>Rumunia</b>	<b>43</b>
<b>Słowacja</b>	<b>48</b>
<b>Słowenia</b>	<b>53</b>
<b>Węgry</b>	<b>59</b>
Aneksy:	
<b>Plan Kálmána Szélla</b>	<b>65</b>
<b>Kredyty walutowe w krajach Europy Środkowo-Wschodniej – zagrożenia i propozycje rozwiązań na przykładzie Węgier</b>	<b>68</b>
<b>Aneks statystyczny</b>	<b>71</b>

Opracowanie:

Marcin Grela

Marcin Humanicki

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

Tomasz Michałek

Wojciech Mroczek (koordynacja)

Ewa Rakowska

Akceptacja:

Ewa Rzeszutek

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

Jarosław Jakubik

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

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

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

źródło: Eurostat.

Dynamika produktu krajowego brutto (ceny stałe wyrównane sezonowo)

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

źródło: Eurostat.

## **Wprowadzenie**

Głównym czynnikiem, który wprowadził gospodarki Europy Środkowej i Wschodniej na tory ożywienia w 2010 r. był popyt zewnętrzny. W efekcie systematycznie rosnącego tempa eksportu kraje EŚW notowały coraz wyższą dynamikę wzrostu gospodarczego. W 2010 r. PKB w regionie zwiększył się o 2,3%, a w I kw. 2011 r. o 3,4% r/r.

Wzrost eksportu przyczyniał się do zwiększania zapasów (kategorii o statystycznie największym pozytywnym wpływie na wzrost gospodarczy) oraz wydatków inwestycyjnych na maszyny i urządzenia w przedsiębiorstwach zorientowanych na eksport, gdzie wzrost wykorzystania mocy produkcyjnych był najwyższy. Rosnące zamówienia z zagranicy stopniowo przyczyniały się również do stabilizacji sytuacji na rynku pracy – przede wszystkim w wyniku powstrzymania spadkowej tendencji zatrudnienia w sektorze przetwórstwa przemysłowego. W konsekwencji w 2010 r. nastąpił wzrost znaczenia eksportu w produkcie krajowym brutto regionu do historycznie najwyższego poziomu (57,5%).

Wzrost eksportu w 2010 r. nie był jeszcze na tyle silny by pobudzić popyt krajowy. Dynamika wynagrodzeń kształtowała się na bardzo niskim poziomie. Bardzo słaba była wciąż akcja kredytowa. W części krajów kontynuowana była zapaść w sektorze budowlanym. Dodatkowo w kierunku osłabienia popytu oddziaływała konsolidacja finansów publicznych, która obejmowała coraz więcej krajów regionu. Słabszy popyt krajowy powodował także, że wzrost importu był słabszy niż wzrost eksportu (jedynie w dwóch krajach, tj. w Polsce i na Litwie, realny wzrost importu był wyższy niż eksportu).

W porównaniu z pozostałymi głównymi regionami wzrost eksportu Europy Środkowej i Wschodniej okazał się niższy, co odzwierciedla spadek udziału EŚW w światowym eksporcie. Sytuacja taka miała miejsce po raz pierwszy od roku 1999 (kiedy eksport w regionie obniżył się na skutek kryzysu rosyjskiego). Od tego czasu udział EŚW w światowym eksporcie systematycznie się zwiększał, osiągając według danych WTO w 2009 r. poziom 4,0%. W efekcie niższego wzrostu eksportu z krajów EŚW w porównaniu z eksportem światowym w 2010 r. udział ten obniżył się do 3,88%.

Przyczyn wolniejszego wzrostu eksportu z krajów Europy Środkowej i Wschodniej w porównaniu z innymi regionami należy upatrywać w niskim wzroście popytu na najważniejszych rynkach eksportowych, jakim są kraje zachodnioeuropejskie Unii Europejskiej. Wzrost popytu w UE-15 okazał się bowiem wolniejszy niż średnio na świecie (przede wszystkim na skutek zaostrzenia się kryzysu zadłużeniowego) i w dodatku wynikał on w dużej mierze z popytu sektora eksportowego (na co złożyła się relatywnie wysoka dynamika wzrostu gospodarczego w krajach poza europejskich). Ze względu na charakter powiązań gospodarczych krajów UE-15 i EŚW, polegających w dużym stopniu na związkach pomiędzy przedsiębiorstwami macierzystymi i filiami korporacji zlokalizowanymi w EŚW, ożywienie w eksporcie krajów Europy Środkowej i Wschodniej nastąpiło przede wszystkim w kategorii dóbr pośrednich. Natomiast dynamika eksportu dóbr konsumpcyjnych i inwestycyjnych kształtowała się na niższym poziomie.

Wysoką dynamiką dóbr pośrednich odznaczał się zwłaszcza eksport do Niemiec. W wyniku silnego wzrostu wartość eksportu w tej kategorii przekroczyła poziom z roku 2008, co oznacza, że powiązania korporacyjne zostały w tym przypadku odbudowane. Silnie zorientowana na eksport gospodarka niemiecka, szczególnie na rynki odznaczające się najwyższym wzrostem popytu, a więc przede wszystkim azjatyckie kraje rozwijające się, jest głównym łącznikiem między gospodarkami Europy Środkowej i Wschodniej a gospodarką globalną. Ożywienie w skali globalnej stało się także impulsem do odbudowy handlu dobrami pośrednim we wzajemnej wymianie pomiędzy krajami EŚW. Blisko 20% eksportu krajów EŚW przypada właśnie na handel wewnątrz regionu.

## KRAJE EUROPY ŚRODKOWEJ I WSCHODNIEJ

- **Handel zagraniczny motorem ożywienia aktywności w gospodarkach EŚW**
- **Stagnacja na rynku pracy**
- **Wzrost inflacji w wyniku czynników podażowych**
- **Dalszy spadek dynamiki jednostkowych kosztów pracy**
- **Dalszy spadek nierównowagi zewnętrznej regionu**
- **Zmienność kursów walut krajów EŚW pod wpływem eskalacji kryzysu zadłużeniowego w strefie euro**
- **Zróznicowane reakcje polityki pieniężnej**
- **Kontynuacja ograniczania nierównowagi w finansach publicznych**
- **Oczekiwane przyspieszenie tempa wzrostu w latach 2011-2012**

### Wzrost gospodarczy

Ożywienie w krajach Europy Środkowej i Wschodniej (EŚW) rozwijało się od początku 2010 r. Dynamika PKB w każdym kolejnym kwartale była coraz wyższa. W całym regionie PKB w 2010 r. wzrosło o 2,3%, a w I kw. 2011 r. jego roczna dynamika przyspieszyła do 3,4%.

Tempo ożywienia gospodarczego w krajach regionu pozostawało silnie zróżnicowane. Najszybsze tempo wzrostu gospodarczego w 2010 r. odnotowano w tych krajach, które rozwijały się w relatywnie zrównoważony sposób przed wybuchem kryzysu, co umożliwiło im szybszy powrót na ścieżkę wzrostu gospodarczego. Najwyższą roczną dynamiką PKB w 2010 r. charakteryzowały się Słowacja (4,0%) i Polska (3,8%). Natomiast w Czechach do osłabienia dynamiki wzrostu gospodarczego przyczyniły się podjęte działania na rzecz konsolidacji fiskalnej. Dodatkowo tempo wzrostu odnotowano także w większości krajów, które jeszcze przed wybuchem światowego kryzysu przeżywały głębokie problemy wewnętrzne, tj. w Estonii, Słowenii, na Litwie, Węgrzech i w Bułgarii. Na przeciwnym biegunie znajdowały się kraje, które nadal zmagają się z poważnymi nierównowagami wewnętrznymi i zewnętrznymi. Dotyczyło to Łotwy (-0,6%) i w Rumunii (-1,3%), które były jedynymi krajami regionu, w których PKB zmniejszył się w 2010 r.

W I kw. 2011 r. po raz pierwszy od 2008 r. roczna dynamika PKB we wszystkich dziesięciu krajach była dodatnia, a dla całego regionu wyniosła 3,4%. Najwyższa była ona w Estonii (8,6%) i na Litwie (6,8%)<sup>1</sup>, najniższa, aczkolwiek już dodatnia w Rumunii (0,3%).

Do ożywienia aktywności gospodarczej w regionie przyczyniał się przede wszystkim popyt zewnętrzny oraz odbudowa zapasów. Stopniowo coraz większą rolę we

wzroście odgrywał popyt krajowy, w tym przede wszystkim konsumpcja prywatna.

Odbudowa międzynarodowych obrotów handlowych, po ich głębokim załamaniu na przełomie 2008 i 2009 r., stała się motorem ożywienia aktywności gospodarczej w krajach EŚW w 2010 r., a także w I kw. 2011 r. Wartość eksportu w regionie już w II kw. 2010 r. osiągnęła wielkość sprzed kryzysu, podczas gdy w przypadku PKB regionu taką sytuację można było zaobserwować dopiero w I kw. 2011 r. Wynikało to z ze znacznie wolniejszego tempa wzrostu popytu wewnętrznego, zwłaszcza inwestycji w regionie.

Już od początku 2010 r. w krajach EŚW można było zaobserwować szybki wzrost eksportu, co wynikało ze wzrostu obrotów handlowych w ramach regionalnych i globalnych sieci produkcyjnych. Do wzrostu eksportu, zwłaszcza dóbr konsumpcyjnych przyczyniły się programy stymulacji fiskalnej w krajach UE-15 (zwłaszcza dopłaty do zakupu nowych samochodów) oraz przesunięcie struktury importu w krajach Europy Zachodniej, w warunkach obniżonego popytu, w stronę tańszych produktów pochodzących z EŚW. W wyniku tych tendencji w 2010 r. eksport zwiększył w zdecydowanej większości krajów regionu w tempie dwucyfrowym.

Od II kw. 2010 r. szybkiemu wzrostowi eksportu zaczął towarzyszyć również szybki, a często nawet szybszy wzrost importu. Wiązało się z jednej strony z rosnącym popytem sektora eksportowego i odbudową zapasów (co znalazło odzwierciedlenie głównie we wzroście importu dóbr pośrednich), z drugiej z rosnącym popytem krajowym. Tak więc import w 2010 r. zwiększył się w podobnej skali jak eksport ograniczając pozytywny wkład eksportu netto do dynamiki PKB.

W I kw. 2011 r. nadal silny popyt zewnętrzny, zwłaszcza ze strony szybko rozwijającej się gospodarki Niemiec i krajów azjatyckich, spowodował utrzymanie się wysokiego tempa wzrostu eksportu, podczas gdy dynamika importu nieco spadła. Spowodowało to wzrost wkładu eksportu netto do rocznej dynamiki PKB do 1,0 pp.

Tabela 1.1

Dynamika najważniejszych komponentów PKB w regionie Europy Środkowej i Wschodniej (% r/r)

	2009	2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
<b>PKB</b>	<b>-3,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>
Spożycie indywidualne	-3,5	1,2	1,7	1,5	1,8
Spożycie zbiorowe	1,3	1,2	1,6	1,7	-0,3
Nakłady inwestycyjne	-11,7	-2,6	-3,1	0,0	3,2
Eksport	-10,3	14,5	13,5	13,3	14,4
Import	-16,3	14,4	12,9	13,7	12,7

Źródło: Eurostat

W 2010 r. miał miejsce wzrost poziomu zapasów we wszystkich krajach regionu po okresie silnego ich spadku zwłaszcza na przełomie 2008 i 2009 r. Dla całego regionu, wkład zmiany stanu zapasów do dynamiki PKB wyniósł w

<sup>1</sup> W krajach bałtyckich, zwłaszcza w Estonii i na Litwie, w 2010 r. i I kw. 2011 r. można było zauważyć bardzo szybki wzrost rocznej dynamiki PKB. Wynikało to przede wszystkim z efektu bardzo niskiej bazy w 2009 r.

ub.r. 2,6 pp. i był to zdecydowanie największy wkład spośród wszystkich kategorii rachunków narodowych. W I kw. 2011 r. tempo wzrostu zapasów wyraźnie osłabło i wyniosło już tylko 0,6 pp., co może oznaczać, że proces ich odbudowy w krajach EŚW dobiega do końca.

Dodatni wkład do dynamiki PKB w 2010 r. miało również spożycie, zarówno indywidualne, jak i zbiorowe. W ujęciu kwartalnym konsumpcja prywatna wzrastała w każdym z kwartałów 2010 r., podobnie, jak w I kw. 2011 r. Pozytywna dynamika konsumpcji prywatnej w 2010 r. to przede wszystkim efekt jej znacznego wzrostu w Polsce (o 3,0% r/r). Prócz Polski wydatki gospodarstw domowych nieznacznie wzrosły jedynie w Czechach i Słowenii, natomiast w pozostałych krajach regionu obniżyły się w porównaniu z 2009 r. W I kw. br. roczna dynamika konsumpcji prywatnej w regionie wzrosła do 1,8%. Do Polski dołączyły kraje bałtyckie, w których roczna dynamika konsumpcji wyniosła 3,6-5,5%<sup>2</sup>. Z kolei w Czechach, Rumunii, na Słowacji i Węgrzech wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych zmniejszyły się w I kw. 2011 r. w porównaniu z końcem 2010 r.

Czynnikami hamującym wzrost konsumpcji w regionie była bardzo powolna poprawa sytuacji na rynkach pracy krajów EŚW. Odbudowa akcji kredytowej również postępowała bardzo wolno (w krajach bałtyckich i na Węgrzech zarówno w 2010 r., jak i I kw. 2011 r. nadal obserwowano spadek wartości kredytów dla sektora prywatnego). Dodatkowo w krajach regionu rozpoczął się proces konsolidacji finansów publicznych, co dodatkowo wpływało na zahamowanie wzrostu dochodów gospodarstw domowych<sup>3</sup>.

Zacieśnienie polityki fiskalnej miało przede wszystkim wpływ na wydatki konsumpcyjne sektora publicznego. Co prawda w całym regionie, zarówno w 2010 r., jak i I kw. 2011 r. ich roczna dynamika była dodatnia, jednak wpłynął na to przede wszystkim silny wzrost konsumpcji publicznej w Polsce.

Zacieśnienie fiskalne było szczególnie widoczne w krajach, które uzyskały w poprzednich latach pomoc finansową od instytucji międzynarodowych pod auspicjami MFW i UE (Węgry, Łotwa, Rumunia). Zobowiązały się one wówczas do ograniczenia deficytu budżetowego, zarówno w drodze obniżek wydatków, jak i zwiększenia dochodów podatkowych, co istotnie wpłynęło na ograniczenie popytu wewnętrznego, a zwłaszcza konsumpcji, w tych krajach.

<sup>2</sup> Na bardzo powolne ożywienie popytu konsumpcyjnego wskazują dane o obrotach w handlu detalicznym. Sprzedaż detaliczna w regionie, zarówno w 2010 r., jak i w pierwszych czterech miesiącach 2011 r. wzrastała bardzo powoli, a w przypadku Łotwy, Rumunii i Węgier kontynuowała tendencję spadkową. Jej wyraźny wzrost miał miejsce jedynie w Polsce, Estonii i na Litwie.

<sup>3</sup> Wskaźniki zaufania konsumentów w krajach EŚW, po okresie wzrostu w I połowie 2010 r., w II jego połowie i na początku 2011 r. ponownie zaczęły się obniżać. Spadek optymizmu konsumentów wynikał przede wszystkim z pogarszającej się oceny bieżącej i przyszłej sytuacji finansowej gospodarstw domowych w związku ze wzrostem inflacji i trwającą stagnacją na rynku pracy.

W IV kw. 2010 r., po siedmiu kolejnych kwartałach spadku, nastąpił wzrost nakładów inwestycyjnych w regionie. Wzrost wydatków inwestycyjnych umocnił się jeszcze w I kw. 2011 r. i dotyczył coraz większej liczby krajów regionu. Złożył się na to wzrost wykorzystania mocy produkcyjnych w przedsiębiorstwach zorientowanych głównie na eksport. Wzrostowi wydatków na maszyny i urządzenia towarzyszył natomiast spadek inwestycji budowlanych. Negatywny wpływ na dynamikę inwestycji miała zwłaszcza niska akcja kredytowa banków komercyjnych.

W ujęciu sektorowym poprawa gospodarcza w krajach EŚW wynikała z silnego wzrostu aktywności w przemyśle, dla którego bodźcem okazał się wzrost popytu zewnętrznego oraz proces odbudowy zapasów. Wzrost produkcji przemysłowej w trakcie 2010 r. miał miejsce we wszystkich krajach regionu. Dotyczył on głównie produkcji środków transportu, maszyn i urządzeń oraz dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku, a więc branż najbardziej zorientowanych na eksport. Od początku 2011 r. proces ten nieco spowolnił, jednak nadal wysoki popyt ze strony szybko rozwijających się największych gospodarek strefy euro, zwłaszcza Niemiec, nadal stanowił bodziec do wzrostu produkcji w przemyśle<sup>4</sup>.

### **Rynek pracy**

Na rynkach pracy w krajach ESW w 2010 r. i I kw. 2011 r. w dalszym ciągu brak było oznak wyraźnej poprawy. Zharmonizowana stopa bezrobocia nadal pozostawała w okolicach najwyższego poziomu w ostatnich latach, a w przypadku Bułgarii, Rumunii, Słowenii i Węgier nawet wzrosła w porównaniu z końcem 2009 r. Jedynie w Estonii i na Łotwie można było zauważyć wyraźny spadek stopy bezrobocia w trakcie 2010 r., w dalszym ciągu należała ona jednak w tych krajach do najwyższych w regionie.

Dane o zatrudnieniu w regionie również wskazują na stagnację na rynku pracy w 2010 r. Liczba zatrudnionych w całej grupie krajów EŚW nieznacznie wzrosła w ub.r. (o 0,2%). W Bułgarii, Czechach, Słowenii i na Litwie w dalszym ciągu zatrudnienie się zmniejszało. Pomimo wzrostu aktywności w przemyśle, zatrudnienie w tym dziale gospodarki spadło w 2010 r. Zmniejszyło się również zatrudnienie w rolnictwie, wzrosło natomiast w sektorze usług.

### **Inflacja i koszty pracy**

Rosnące ceny surowców energetycznych i żywności były główną przyczyną wzrostu inflacji w krajach EŚW w II połowie 2010 r. i I połowie 2011 r. W lipcu 2010 r. roczna inflacja HICP w regionie wynosiła 2,5%, a w maju 2011 r. wzrosła do 4,6%. Pomimo podobnych tendencji panujących wśród krajów EŚW, poziom inflacji w poszczególnych krajach bardzo się różnił. Najniższą dynamikę cen

<sup>4</sup> Wzrost popytu zewnętrznego, a zwłaszcza rosnąca liczba zamówień zagranicznych wpłynęła na znaczącą poprawę nastrojów wśród producentów w 2010 r. Poziom ten został utrzymany w pierwszych miesiącach 2011 r.

konsumpcyjnych w maju 2011 r. można było zaobserwować w Czechach (2,0%), najwyższą w Rumunii (8,5%).

Największy wkład do wzrostu inflacji w regionie miały ceny żywności. Od lipca 2010 r. do maja 2011 r. ich wkład do rocznej dynamiki HICP zwiększył się o 1,5 pp., a jego sukcesywny wzrost można było obserwować przez cały ten okres. W II połowie 2010 r. miał również miejsce wyraźny wzrost dynamiki cen energii, która jednak ustabilizowała się od początku 2011 r. Z kolei inflacja bazowa, która w II połowie 2010 r. utrzymywała się na niskim poziomie w krajach regionu, od początku br. nieco wzrosła. Wynikało to z podwyższenia stawek podatków pośrednich na początku 2011 r., efektu stopniowego przenoszenia wysokich cen żywności i energii na inne grupy towarów i usług. Natomiast nadal nie obserwowano wzrostu presji popytowej, na co wpływ miała wciąż niekorzystna sytuacja na rynku pracy.

Po okresie wyraźnego spadku dynamiki wynagrodzeń w 2009 r., w 2010 r. przeciętna płaca w większości krajów EŚW zaczęła rosnąć. Tendencja ta utrzymała się w I kw. 2011 r.<sup>5</sup> Wzrost nominalnych wynagrodzeń nie był jednak wysoki i w skali całego regionu był on niższy niż stopa inflacji co oznacza, że w ujęciu realnym wynagrodzenia w regionie w 2010 i I kw. 2011 r. w dalszym ciągu ulegały obniżeniu.

Ożywienie gospodarcze, jakie miało miejsce w 2010 i na początku 2011 r., przy utrzymującej się słabej koniunkturze na rynku pracy spowodowały dalszy spadek dynamiki jednostkowych kosztów pracy (ULC). Co prawda od II połowy 2010 r. nominalne wynagrodzenia w krajach EŚW zaczęły powoli rosnąć, jednak ich wzrost był niższy w porównaniu ze wzrostem wydajności pracy.

### **Bilans płatniczy**

Po okresie bardzo szybkiego zmniejszania się deficytów na rachunku obrotów bieżących w krajach EŚW (a w niektórych z ich, m.in. w krajach bałtyckich i na Węgrzech, nawet powstania dużej nadwyżki), proces ten zdecydowanie spowolnił w 2010 r. W całym regionie w 2010 r. deficyt obrotów bieżących obniżył się do 1,7% PKB (wobec 2,1% PKB w 2009 r.), co wynikało z jego spadku w Bułgarii, Rumunii i na Węgrzech. W pozostałych krajach saldo na rachunku obrotów bieżących pogorszyło się w ub.r. W I kw. 2011 r. w dalszym ciągu można było zaobserwować spadek deficytu obrotów bieżących, która miała już miejsce w większości krajów (z wyjątkiem Polski i krajów bałtyckich). Zarówno w 2010, jak i w I kw. 2011 r. poprawa ta wynikała przede wszystkim ze spadku deficytu na rachunku towarów.

Tak jak w przypadku bilansu obrotów bieżących w 2010 r., poprawa salda handlowego miała miejsce jedynie w Bułgarii, na Węgrzech i w krajach bałtyckich. W pozostałych krajach w 2010 r. można już było zauważyć wyraźne przyspieszenie tempa wzrostu importu, co spowodowało obniżenie się salda w handlu towarami i usługami. W I kw.

2011 r. saldo handlu zagranicznego wzrosło dodatkowo w Czechach i na Słowacji, co spowodowało dalszy spadek deficytu na rachunku towarów i usług. Od początku 2010 r. można było również zauważyć odwrócenie się tendencji na rachunku dochodów. Wyższe zyski przedsiębiorstw, a także rosące zaangażowanie inwestorów zagranicznych w instrumenty dłużne krajów EŚW, spowodowały większy odpływ dochodów z tytułu inwestycji zagranicznych, co spowodowało wzrost deficytu na tym rachunku.

W 2010 r. i I kw. 2011 r. można było również zaobserwować dalszy spadek napływu kapitału zagranicznego na rynki krajów EŚW, co dotyczyło rachunku pozostałych inwestycji. W dalszym ciągu obserwowano spadek napływu kredytów zagranicznych, a dodatkowo rezydenci krajów EŚW coraz częściej deponowali swoje oszczędności w instytucjach finansowych spoza regionu. W przypadku bezpośrednich inwestycji zagranicznych, a także inwestycji portfelowych, można było natomiast zaobserwować większy ich napływ. Napływ inwestycji portfelowych, który osiągnął historycznie wysokie poziomy w największych gospodarkach regionu (Polska, Czechy, a także Słowenia) na przełomie 2009 i 2010 r., wyraźnie jednak osłabł w II połowie 2010 r. i I kw. 2011 r.

### **Kursy walutowe i stopy procentowe**

Po okresie osłabienia się walut regionu, jaki miał miejsce w IV kw. 2010 r. (w wyniku wzrostu ryzyka na rynkach finansowych w związku kryzysem zadłużeniowym w krajach peryferyjnych strefy euro), w I kw. 2011 r. miała miejsce ich aprecjacja. Nie dotyczyło to jedynie polskiego złotego, który nadal osłabiał się wobec euro (z powodu negatywnej oceny zmian zachodzących w polskim systemie finansów publicznych).

Nasilające się obawy dotyczące kryzysu finansów publicznych w Grecji spowodowały w maju 2011 r. ponowny wzrost awersji do ryzyka na światowych rynkach finansowych i wycofywanie się inwestorów z aktywów denominowanych w euro i osłabianie się europejskiej waluty wobec najważniejszych walut świata. Jeszcze większe natężenie proces ten przybrał na rynkach walutowych krajów EŚW. Skutkowało to ponownym osłabieniem walut regionu (z wyjątkiem czeskiej korony) wobec euro, a w jeszcze większym stopniu wobec dolara amerykańskiego i franka szwajcarskiego w maju i czerwcu 2011 r.

W 2010 r. uciły również spekulacje na temat dewaluacji walut krajów bałtyckich, zwłaszcza łotewskiego łata. Krajom tym udało się zwiększyć swoją konkurencyjność na rynkach światowych poprzez tzw. „wewnętrzną dewaluację”, czyli osłabienie realnego kursu walutowego poprzez spadek inflacji oraz kosztów pracy. Szybki wzrost inflacji w krajach bałtyckich, jaki miał miejsce od połowy 2010 r. spowodował, że realny efektywny kurs walutowy w tych krajach ponownie jednak zaczął się umacniać.

Nastawienie polityki monetarnej w 2010 r. i w I połowie 2011 r. w krajach regionu stosujących politykę bezpośredniego celu inflacyjnego zróżnicowało się. W Polsce

<sup>5</sup> Spadek przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce w I kw. 2011 r. (w ujęciu rocznym) nastąpił jedynie w Estonii i Rumunii.



i na Węgrzech, w odpowiedzi na szybko rosnącą inflację, banki centralne zdecydowały się na serie podwyżek stóp procentowych. Narodowy Bank Węgier na przełomie 2010 i 2011 r. trzykrotnie podnosił główną stopę procentową (łącznie o 75 pkt. bazowych), natomiast Narodowy Bank Polski w okresie styczeń-czerwiec 2011 r. uczynił to czterokrotnie (łącznie o 100 pkt. bazowych). Z kolei Narodowy Bank Czech nie zdecydował się w tym okresie na zmianę wysokości stóp procentowych, które pozostają na rekordowo niskim poziomie (0,75%). Uzasadniano to koniecznością wspierania słabego wzrostu gospodarczego, zwłaszcza w perspektywie zacieśniania polityki fiskalnej. Prognozy inflacji w Czechach nie wskazywały natomiast, aby miała się ona w najbliższym kwartale znacząco odchylić od celu inflacyjnego (poniżej 2% r/r).

### Polityka fiskalna

Poziom nierównowagi fiskalnej w krajach Europy Środkowo-Wschodniej w 2010 r. pozostał wysoki i ukształtował się na średnim poziomie 6,1% PKB (z wyjątkiem Estonii<sup>6</sup>) wobec 7,1% PKB w 2009 r. W połowie państw EŚW wynik ten był lepszy<sup>7</sup> niż zakładano to w poszczególnych Programach Konwergencji/Stabilności (Aktualizacja 2010 r.). Wpłynęła na to stopniowa poprawa sytuacji dochodowej, utrzymanie dyscypliny wydatkowej, jak i wprowadzanie dodatkowych działań konsolidacyjnych w trakcie roku (Czechy, Słowenia). Przekroczenie celu budżetowego na 2010 r. nastąpiło w Bułgarii (3,2 pkt. proc.), na Słowacji (2,4 pkt. proc. PKB), w Polsce (o 1,0 pkt. proc. PKB), na Węgrzech (0,4 pkt. proc. PKB) oraz w Rumunii (o 0,1 pkt. proc. PKB).

W 2011 r. kontynuowane będzie obniżanie deficytu sektora finansów publicznych w krajach regionu. W porównaniu z 2010 r. ma się on obniżyć średnio o 2,1 pkt. proc. PKB (z wyjątkiem Estonii). Najsilniejsza poprawa ma mieć miejsce na Węgrzech (o ok. 6 pkt. proc. PKB), co będzie wynikiem głównie działania o charakterze jednorazowym. W br. przekazane zostaną przez OFE środki (ok. 10% PKB) za osoby, które nie zdecydowały się na pozostanie w kapitałowej części systemu emerytalnego. Planowana skala zmniejszenia deficytu budżetowego w 2011 r. będzie istotna także na Łotwie (3,2 pkt. proc. PKB) oraz Słowacji (3,0 pkt. proc. PKB) i w Polsce (2,3 pkt. proc. PKB), przy czym te dwa ostatnie kraje proces ograniczenia nierównowagi fiskalnej rozpoczęły w roku bieżącym. Minimalnemu obniżeniu w br. ulegnie ujemne saldo sektora *general government* w Słowenii (0,1 pkt. proc. PKB), pomimo kontynuacji działań dostosowawczych. Sytuacja ta spowodowana jest

podjęciem decyzji o dokapitalizowaniu jednego ze słoweńskich banków komercyjnych (0,7% PKB).

W 2011 r. upływa termin ograniczenia deficytu budżetowego poniżej wartości referencyjnej (3% PKB) dla Węgier i Bułgarii, w przyszłym roku dla Polski, Rumunii i krajów bałtyckich (z wyjątkiem Estonii), a w 2013 r. dla Czech, Słowacji i Słowenii. Przewidywane przez poszczególne kraje regionu działania konsolidujące finanse publiczne w kolejnych latach są skoncentrowane głównie po stronie wydatkowej. Dotyczą one m.in. racjonalizacji zatrudnienia w sektorze publicznym, przeglądu transferów socjalnych i utrzymania zamrożenia wynagrodzeń w administracji publicznej czy też świadczeń emerytalno-rentowych (m.in. Bułgaria, Czechy, Łotwa, Słowenia). Ponadto na poprawę sytuacji fiskalnej wpłynie prognozowana poprawa sytuacji gospodarczej. Osiągnięcie zakładanych celów budżetowych zapisanych w Programach Konwergencji/Stabilności jest obciążone ryzykiem, z uwagi na zagrożenia związane z implementacją planowanych zmian (wybory parlamentarne, brak szczegółów działań), czy też przyjęciem optymistycznych prognoz makroekonomicznych (w ocenie Komisji Europejskiej dotyczy to Czech, Słowacji i Słowenii).

W celu wsparcia procesu konsolidacji finansów publicznych kraje regionu zamierzają wzmocnić ramy instytucjonalne sektora finansów publicznych, poprzez m.in. na wprowadzeniu reguł fiskalnych (przede wszystkim limity wydatkowe i długu publicznego) czy też powołaniu niezależnych rad budżetowych (Bułgaria, Czechy, Słowacja)<sup>8</sup>.

Dzięki prognozowanej poprawie sytuacji gospodarczej, prowadzonym działaniom konsolidującym i przy założeniu braku wsparcia systemu bankowego, wzrost długu publicznego w kolejnych latach ulegnie spowolnieniu, a w przypadku Polski, Litwy, Rumunii i Węgier obniży się w porównaniu z 2011 r. Jedynie na Węgrzech będzie on przekraczał wartość referencyjną (60% PKB).

### Prognozy

Prognozy Komisji Europejskiej z maja 2011 r. wskazują na kontynuację ożywienia gospodarczego, jaką obserwowano w krajach EŚW w 2010 i I kw. 2011 r., w kolejnych kwartałach. Dynamika PKB w 2011 r. powinna być dodatnia już we wszystkich krajach regionu, a w przypadku Polski, Estonii i Litwy może przekroczyć 4% r/r. W niemal wszystkich gospodarkach regionu dynamika PKB ma być wyższa niż 2010 r. Jedynie w Czechach i na Słowacji może się ona obniżyć w wyniku efektów konsolidacji finansów publicznych. Średnio dla całego regionu dynamika PKB w 2011 r. ma wynieść 3,2%. W 2012 r. KE przewiduje dalsze przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego w regionie, do 3,6%. Co prawda dynamika PKB może nieznacznie spowolnić w Polsce, Estonii i na Litwie, czyli najszybciej

<sup>6</sup> Estonia była jedynym krajem Unii Europejskiej, który odnotował w 2010 r. nadwyżkę sektora *general government*. Wyniosła ona 0,1% PKB wobec deficytu budżetowego na poziomie 1,7% PKB w 2009 r.

<sup>7</sup> W Estonii o 2,3 pkt. proc. PKB (dzięki m.in. sprzedaży praw do emisji dwutlenku węgla), na Litwie i Łotwie odpowiednio o: 1,0 i 0,8 pkt. proc. PKB, w Czechach 0,6 pkt. proc. PKB, a w Słowenii o 0,1 pkt. proc. PKB.

<sup>8</sup> Od 2010 r. rada budżetowa funkcjonuje w Rumunii i Słowenii, a od końca 2008 r. na Węgrzech (w 2010 r. zmieniono zasady powoływania jej członków i zlikwidowano zaplecze analityczne w formie osobnego urzędu).

rozwijających się gospodarkach w 2011 r., to jednak powinna ona wzrosnąć we wszystkich pozostałych krajach regionu.

W porównaniu z prognozą z jesieni 2010 r., KE podwyższyła swoje oczekiwania dla regionu. Wpłynęła na to przede wszystkim utrzymująca się dobra kondycja gospodarki strefy euro, a zwłaszcza Niemiec, co stwarza możliwości dalszego utrzymywania się relatywnie wysokiej dynamiki eksportu w krajach EŚW.

Przewidywanemu umacnianiu się ożywienia gospodarczego będzie towarzyszyła zmiana struktury wzrostu gospodarczego. Zwiększy się rola popytu krajowego, natomiast wkład eksportu netto oraz zmiany stanu zapasów będą się obniżać.

Komisja przewiduje ożywienie popytu wewnętrznego już w 2011 r. Zarówno spożycie indywidualne, jak i nakłady inwestycyjne powinny zwiększyć się we wszystkich krajach regionu. Wzrost spożycia indywidualnego w 2011 r. ma mieć miejsce przy umiarkowanym tempie poprawy sytuacji na rynku pracy. Stopa bezrobocia ma nieznacznie się obniżyć, a zatrudnienie w gospodarkach regionu wzrosnąć, jednak z wyjątkiem krajów bałtyckich, nie powinny być to duże zmiany. Ożywienie konsumpcji prywatnej ma być kontynuowane również w 2012 r., kiedy to przewiduje się również szybszą poprawę sytuacji na rynku pracy

Według prognoz KE, konsumpcja publiczna powinna się z kolei obniżyć w 2011 r., co wynikać będzie z prowadzonych ograniczeń w wydatkach publicznych. Oczekuje się, że proces konsolidacji finansów publicznych może ulec spowolnieniu w 2012 r., co znajdzie odzwierciedlenie we wzroście wydatków konsumpcyjnych sektora publicznego w większości krajów regionu.

Przewidywane jest również przyspieszenie wzrostu nakładów inwestycyjnych w 2011 r., za co będzie w części odpowiedzialny efekt niskiej bazy z 2010 r. (szczególnie widoczne będzie to w krajach bałtyckich). W 2012 r. wysoka dynamika inwestycji powinna być kontynuowana. Wzrost nakładów inwestycyjnych dotyczyć ma zarówno inwestycji w budynki, jak i maszyny i urządzenia.

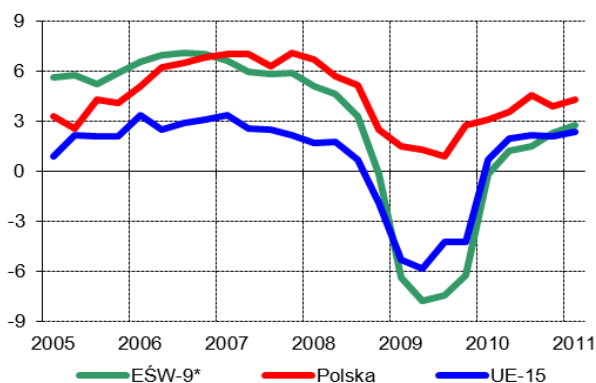
Oczekiwana dynamika eksportu i importu w kolejnych latach nadal powinna być relatywnie wysoka, jednak zdecydowanie niższa niż obserwowana w 2010 r. w wyniku prognozowanego spowolnienia wzrostu obrotów handlowych na świecie. Z kolei rosnący popyt wewnętrzny w krajach regionu, ma być bodźcem dla importu, którego dynamika powinna się zrównać z dynamiką eksportu, co w rezultacie spowoduje spadek wkładu eksportu netto do dynamiki PKB w 2011 i 2012 r. w większości krajów regionu (z wyjątkiem Czech i Słowacji).

Obserwowany w 2011 r. silny wpływ rosnących cen surowców energetycznych i żywności na wyższą inflację powinien wygasać w 2012 r., co znajdzie odzwierciedlenie w spadku dynamiki HICP w regionie. Dodatkowym czynnikiem obniżającym inflację w regionie ma być wygasanie efektu

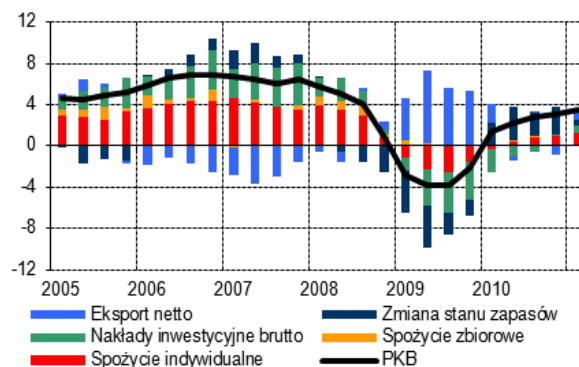
bazy związanego z podwyżkami podatków pośrednich i cen regulowanych, jakie miały miejsce w wielu krajach regionu na początku 2011 r. Natomiast w kierunku wzrostu inflacji bazowej może oddziaływać rosnąca presja popytowa związana z poprawiającą się sytuacją na rynku pracy.

Pogarszające się saldo handlu zagranicznego, a także rosnący deficyt na rachunku dochodów prawdopodobnie będą głównymi czynnikami wpływającymi na pogłębianie się deficytu (lub zmniejszanie nadwyżki w przypadku krajów bałtyckich) na rachunku obrotów bieżących w 2011 i 2012 r. Według Komisji Europejskiej w 2012 r. wszystkie kraje regionu będą wykazywały deficyt obrotów bieżących. Przeciwnie tendencje będzie można zaobserwować jedynie w Czechach i na Słowacji, gdzie deficyt obrotów bieżących w najbliższych latach ma się nieznacznie zmniejszyć z powodu przewidywanej rosnącej nadwyżki w handlu zagranicznym.

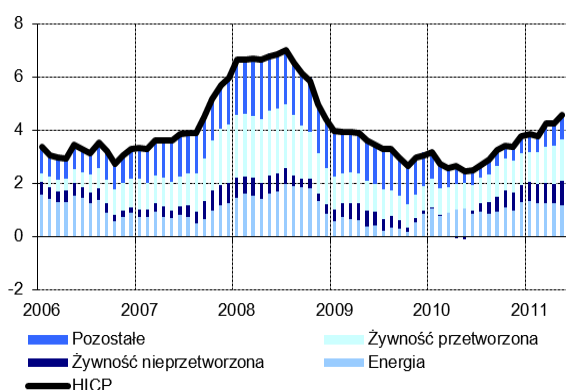
Dynamika PKB (% r/r)



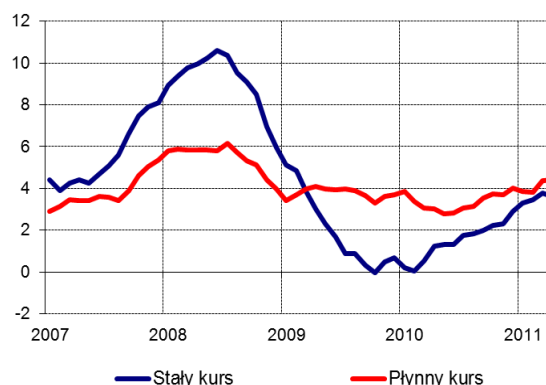
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB w krajach EŚW (pp., r/r)



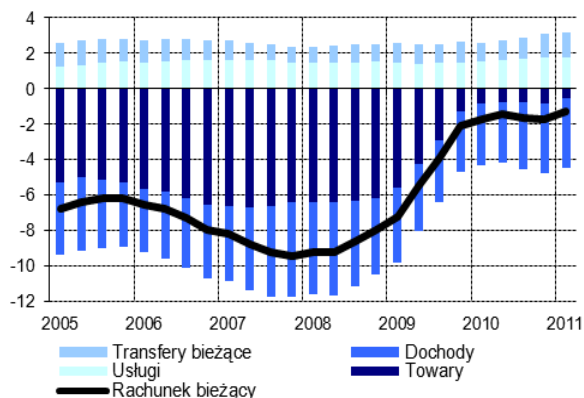
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



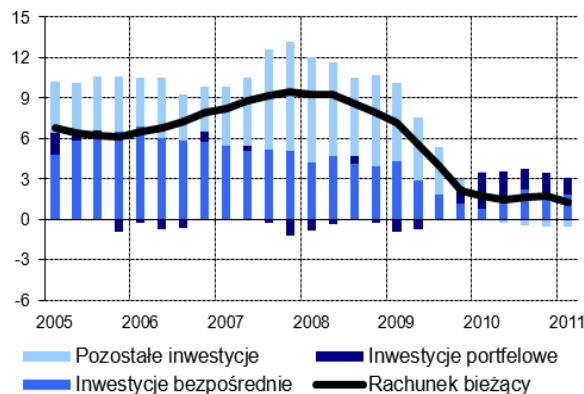
Inflacja HICP (% r/r)



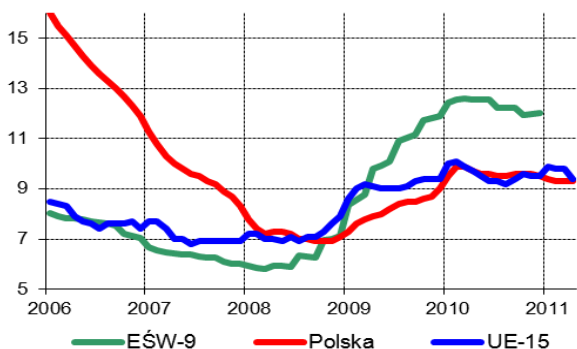
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



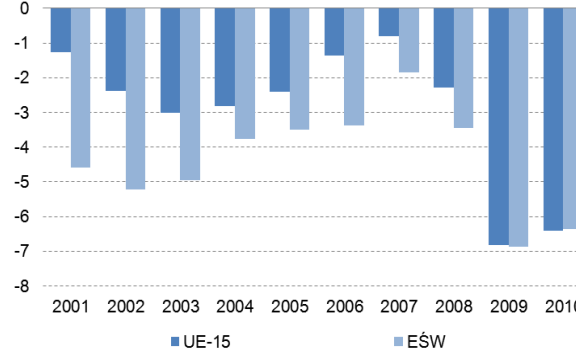
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



Stopa bezrobocia (%)



Saldo sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



## BUŁGARIA

### Wzrost gospodarczy

W II poł. 2010 r. gospodarka Bułgarii zaczęła stopniowo wychodzić z recesji zapoczątkowanej w 2009 r. Wzrost w IV kw. ub.r. sprawił, że w skali całego roku PKB zwiększył się o 0,3%. Dynamika wzrostu gospodarczego w I kw. 2011 r. wskazuje na kontynuację ożywienia w tym kraju. Decydującą rolę we wzroście gospodarczym miał, podobnie jak w roku 2010, eksport netto w wyniku zarówno wysokiej dynamiki eksportu jak i ograniczonego wzrostu importu. Na początku 2011 r. dodatni udział we wzroście miał również popyt krajowy – wydatki inwestycyjne (po raz pierwszy od blisko dwóch lat) oraz konsumpcja prywatna.

Tabela 2.1

Dynamika PKB i jej komponenty (% r/r)

	2009	2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
<b>PKB</b>	<b>-5,5</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>3,8</b>	<b>3,4</b>
Spożycie indywidualne	-7,5	-1,3	-0,7	0,8	0,7
Spożycie zbiorowe	-6,5	-1,0	-2,8	0,2	-2,3
Nakłady inwestycyjne	-17,6	-16,5	-21,2	-1,0	1,6
Eksport	-11,2	16,2	27,6	15,1	20,1
Import	-21,0	4,5	5,3	10,7	8,6

źródło: Eurostat

W kolejnych kwartałach 2010 r. zmniejszała się skala spadku konsumpcji prywatnej. W całym 2010 r. konsumpcja prywatna w Bułgarii obniżyła się wobec 2009 r., jednak już w IV kw. 2010 r. nastąpił jej niewielki wzrost, który został podtrzymany w I kw. 2011 r. Największy wzrost wydatków został odnotowany w przypadku żywności, natomiast najbardziej obniżyły się wydatki na utrzymanie oraz wyposażenie gospodarstw domowych. Na wyhamowanie dynamiki konsumpcji wpływał dalszy wzrost stopy oszczędności (w tym oszczędności o charakterze ostrożnościowym) oraz wysokie bezrobocie.

Utrzymująca się słabość konsumpcji prywatnej znalazła odzwierciedlenie w stosunkowo niskiej dynamice importu. W połączeniu z wysoką dynamiką eksportu spowodowało to duży dodatni udział eksportu netto we wzroście gospodarczym. Tak silny wzrost eksportu odzwierciedlał przede wszystkim odbudowę handlu dobrami pośrednimi, co było możliwe dzięki poprawie sytuacji gospodarczej głównych partnerów handlowych Bułgarii, tj. Niemiec oraz Turcji.

Istotną zmianą na początku 2011 r. był wzrost inwestycji (odnotowany po raz pierwszy od 9 kwartałów). Największy wzrost wydatków inwestycyjnych miał miejsce w przemyśle przetwórczym, w którym dynamiczny wzrost eksportu przyczynił się w największym stopniu do zwiększenia wykorzystania mocy produkcyjnych. Wzrostowi inwestycji sprzyjało także pewne ożywienie na rynku kredytów dla przedsiębiorstw.

W I kw. 2011 r., podobnie jak w roku poprzednim, konsolidacja polityki fiskalnej miała negatywny wpływ na wzrost gospodarczy.

Dane dotyczące sprzedaży detalicznej, która spadała nieprzerwanie do końca 2010 r., zdają się potwierdzać znaczący udział efektu bazy we wzroście spożycia indywidualnego w IV kw. ub.r. Niemniej jednak w I kw. br. sprzedaż detaliczna wzrosła o 2% kw/kw dzięki wysokiej dynamice sprzedaży tekstyliów oraz paliw. Utrzymująca się negatywna roczna dynamika sprzedaży była spowodowana nadal malejącą sprzedażą wyposażenia audiowizualnego, komputerów oraz pozostałego wyposażenia domowego. Wskaźniki koniunktury konsumenckiej, po wyraźnym wzroście w II poł. ub.r., uległy korekcie i spadły w I kw. br. do poziomu obserwowanego na przełomie III i IV kw. ub.r. Pogorszeniu wskaźników koniunktury konsumenckiej towarzyszył czasowy wzrost stopy bezrobocia na początku br.

Produkcja przemysłowa, zależna w znacznym stopniu od popytu z zagranicy, powróciła na trwałą ścieżkę wzrostu w 2010 r. Wzrost produkcji przemysłowej był najbardziej widoczny w przemyśle petrochemicznym, papierniczym, chemicznym oraz maszynowym. Jednocześnie zaufanie kół biznesu wzrosło w 2010 r. i ustabilizowało się w I kw. br. Wzrost optymizmu w biznesie dotyczył większości sektorów poza usługami.

### Rynek pracy

Wysoka stopa bezrobocia była jedną z głównych przyczyn spadku konsumpcji prywatnej; w 2010 r. wzrosła ona z poziomu 8,8% do 11,4%. Dopiero I kw. br. przyniósł stabilizację stopy bezrobocia, co i tak odzwierciedlało w znacznej mierze ustąpienie negatywnych czynników sezonowych z IV kw. ub.r. Nie należy się jednak spodziewać szybkiej poprawy sytuacji na bułgarskim rynku pracy, nadal bowiem utrzymuje się znaczący spadek zatrudnienia (o 4,4% r/r w IV kw. ub.r.), najwyższy w całym regionie EŚW. Dodatkowo znaczący udział bezrobocia długookresowego oraz stosunkowo mało elastyczny rynek pracy zwiększają prawdopodobieństwo występowania zjawiska zniechęcenia do poszukiwania pracy.

Silny wzrost bezrobocia oraz negatywna dynamika zatrudnienia wpłynęły na spadek jednostkowych kosztów pracy zarówno w 2010 r., jak i na początku br. Nominalny spadek płac nastąpił w tym okresie między innymi w przemyśle przetwórczym przyczyniając się do zwiększenia jego konkurencyjności. Natomiast wzrost płac został odnotowany jedynie w sektorze administracji publicznej, edukacji, służbie zdrowia, usługach finansowych oraz usługach kredytowych.

## Inflacja i koszty pracy

W I kw. br. inflacja mierzona wskaźnikiem HICP kontynuowała wzrost z 2010 r. i wyniosła 4,6% w marcu br. Zarówno w 2010 r. jak i w bieżącym roku, głównymi czynnikami zwiększającymi inflację były, podążające za cenami na rynkach światowych ceny żywności oraz energii. Jednak w ubiegłym roku oprócz tych czynników zewnętrznych istotną rolę odegrały czynniki wewnętrzne, takie jak wzrost akcyzy na wyroby tytoniowe oraz wzrost niektórych cen kontrolowanych administracyjnie. Natomiast inflacja bazowa, odzwierciedlająca między innymi słabość popytu wewnętrznego oraz spadek jednostkowych kosztów pracy, nie miała istotnego wpływu na główny wskaźnik inflacji w tym okresie. Dane dotyczące kwietnia i maja br. wskazują na spadek inflacji, co było jednak w decydującej mierze zdeterminowane wygaśnięciem efektu podwyżki akcyzy na wyroby tytoniowe w kwietniu 2010 r.

Tabela 2.2

Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)

	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	maj- 11
<b>HICP</b>	<b>2,8</b>	<b>3,3</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>	<b>3,4</b>
<i>Kategorie mające największy wpływ na inflację (w pkt proc.)</i>					
Żywność i napoje bezalkoholowe	-0,6	0,0	0,9	1,2	1,9
Transport	1,2	1,1	1,1	1,5	1,2
Zdrowie	0,2	0,1	0,0	0,2	0,2
Utrzymanie mieszkania	-0,1	0,2	0,4	0,3	0,2
Pozostałe	0,5	0,3	0,3	0,3	0,1

źródło: Eurostat

## Bilans płatniczy

W I kw. br. po raz pierwszy od momentu rozpoczęcia publikacji danych o bilansie płatniczym w 1998 r., Bułgaria osiągnęła dodatnie saldo na rachunku obrotów bieżących. Wpłynęła na to znaczna nadwyżka w bilansie handlowym. Podobnie jak w poprzednich kwartałach, do osiągnięcia nadwyżki przyczyniły się: silny popyt ze strony głównych partnerów handlowych Bułgarii, wzrost konkurencyjności oraz stosunkowo słaby popyt krajowy. Wzrost deficytu na rachunku dochodów oraz spadek nadwyżki transferów bieżących (wynikający z niższego napływu transferów z Unii Europejskiej) nie zdołały w pełni zastopować poprawy salda na rachunku bieżącym.

Na początku 2011 r. nastąpił odpływ kapitału zagranicznego z Bułgarii. Oprócz spadków inwestycji portfelowych oraz pozostałych inwestycji, związanych głównie ze spadkiem depozytów i spłatą pożyczek zagranicznych przez banki, nastąpił odpływ netto inwestycji bezpośrednich. Był on spowodowany między innymi dalszym wycofywaniem się z inwestycji w usługach związanych z rynkiem nieruchomości oraz zmniejszeniem inwestycji w sektorze energetycznym.

Tabela 2.3

Bilans płatniczy, saldo (% PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)

	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
<b>Rachunek bieżący</b>	<b>-6,9</b>	<b>-4,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,1</b>
Towary	-10,3	-8,9	-6,7	-6,7	-4,9
Usługi	3,9	4,4	5,2	5,3	5,5
Dochody	-3,7	-3,3	-3,8	-3,9	-3,6
Transfer bieżący	3,2	3,6	4,1	4,3	4,1
<b>Rachunek kapitałowy</b>	<b>1,0</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>
<b>Rachunek finansowy</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,1</b>
Inwestycje bezpośrednie	5,4	5,4	5,5	4,0	3,7
Inwestycje portfelowe	-0,6	-1,2	-1,4	-1,8	-1,9
Pozostałe inwestycje	-2,0	-2,8	-2,9	-2,1	-2,5

źródło: Eurostat

## Stopy procentowe

Nominalne stopy procentowe na bułgarskim rynku międzybankowym utrzymywały się w I kw. br. na stabilnym poziomie - stawka trzymiesięcznego SOFIBID nie przekraczała poziomu 2,12%. Dodatkowo, w kwietniu br. nastąpił ich spadek do poziomu poniżej 2%, pomimo podwyżki stóp procentowych w strefie euro, co świadczy o rosnącej płynności bułgarskiego systemu finansowego.

## Polityka fiskalna

Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w Bułgarii w 2010 r. ukształtował się na poziomie 3,2% PKB, tj. niższe niż przewidywano to w nowelizacji ustawy budżetowej (3,8% PKB). Zgodnie z najnowszą aktualizacją bułgarskiego Programu Konwergencji, ma on zostać ograniczony w 2011 r. do 2,5% PKB wobec 2,7% prognozowanych przez Komisję Europejską. Cel ten ma zostać osiągnięty dzięki m.in. zakładanej poprawie sytuacji gospodarczej, uszczelnianiu systemu podatkowego oraz podniesieniu składki emerytalnej o 1,8 pkt. proc.<sup>9</sup>, przy utrzymaniu zamrożenia wydatków bieżących (w tym wynagrodzenia w administracji publicznej) i majątkowych budżetu państwa, a także świadczeń emerytalnych. Zgodnie z opinią Komisji Europejskiej, działania te są wystarczające do ograniczenia nierównowagi fiskalnej poniżej 3% PKB w br., tj. zgodnie z terminem wyznaczonym w ramach procedury nadmiernego deficytu, choć poniżej rekomendowanej przez Radę Unii Europejskiej skali zacieśnienia fiskalnego (¾% PKB).

W 2012 r. nierównowaga fiskalna w Bułgarii ma zostać zmniejszona o 1,0 pkt. proc. PKB, a w kolejnych dwóch latach o 0,5 proc. PKB rocznie. Zakładane jest dalsze ograniczenie tempa wzrostu wydatków budżetowych (m.in. utrzymanie zamrożenia wynagrodzeń i świadczeń emerytalno-rentowych do 2013 r., brak jednak szczegółów proponowanych działań)<sup>10</sup>. Rząd nie planuje

<sup>9</sup> Wśród innych zmian po stronie dochodowej wymienić można wzrost stawki VAT na zorganizowane usługi turystyczne z 7% do 9%.

<sup>10</sup> Część działań ograniczających wydatki budżetowe wygasa z końcem br., m.in. tymczasowe opłacanie pierwszych trzech dni

istotnych zmian systemowych po stronie dochodowej (z wyjątkiem podwyżek akcyzy). Władze bułgarskie zadeklarowały dążenie do osiągnięcia średniookresowego celu budżetowego na poziomie -0,6% PKB w 2014, tj. poniżej minimalnego poziomu -1,34% PKB, wymaganego przez Pakt Stabilności i Rozwoju<sup>11</sup>.

Konsolidacja finansów publicznych ma być wspierana przyjęciem Paktu Stabilności Finansowej (PSF), uchwalonym pod koniec czerwca br. Przewiduje on wprowadzenie reguł fiskalnych limitujących poziom deficytu budżetowego (nie więcej niż 2% PKB) i wydatków budżetowych (nie więcej niż 40% PKB). Ponadto zmiany stawek podatków bezpośrednich będą możliwe przy poparciu 2/3 deputowanych, a nie jak obecnie zwykłej większości głosów. Zgodnie z Paktem utworzona zostanie rada budżetowa. Wejście w życie PSF przewidziane jest w 2012 r.

Poziom długu publicznego Bułgarii pozostanie, obok Estonii, na najniższym poziomie wśród krajów Unii Europejskiej. Władze prognozują, że wyniesie on 16,4% PKB na koniec 2011 r. i 19,0% PKB na koniec 2012 r. W kolejnych latach przewiduje się ustabilizowanie zadłużenia sektora *general government* na poziomie 17% PKB. Fundusz rezerwy, którego środki ograniczyły narastanie długu publicznego w okresie 2009-2010, ma być stopniowo odbudowywany, począwszy od 2013 r.

### Prognozy

Prognozy przewidują powrót gospodarki na zrównoważoną ścieżkę wzrostu opierającego się zarówno na popycie wewnętrznym jak i zewnętrznym. Według prognoz Komisji Europejskiej, wzrost PKB wyniesie w Bułgarii 2,8% w 2011 r. oraz 3,8% w 2012 r. Prognozy bułgarskiego ministerstwa finansów<sup>12</sup>, mimo, że opierają się na podobnych założeniach dotyczących głównych czynników wzrostu, zdają się być bardziej optymistyczne i przewidują wzrost o odpowiednio 3,6% i 4,1% w 2011 r. i 2012 r. W porównaniu do modelu wzrostu sprzed kryzysu, mniejszą rolę będzie odgrywać spożycie indywidualne, które będzie ograniczane przez niski wzrost zarobków, umiarkowaną akcję kredytową, stosunkowo niski poziom zatrudnienia oraz konsolidację fiskalną. Umiarkowana dynamika popytu wewnętrznego oraz stabilny popyt zewnętrzny zapewnią istotny udział eksportu netto we wzroście PKB w prognozowanym okresie.

Oczekuje się również poprawy sytuacji na rynku pracy; według prognoz Komisji Europejskiej stopa bezrobocia ma spaść do poziomu 9,4% w 2011 r. oraz 8,5% w 2012 r. Niemniej jednak spodziewany jest szczególnie powolny spadek bezrobocia w sektorach niehandlowych oraz w przypadku najmłodszych oraz najniżej wykwalifikowanych pracowników. W tym kontekście realizacja prognoz

bułgarskiego ministerstwa finansów, zakładających spadek bezrobocia średnio o 0,1 pkt. proc w 2011 r. zdaje się być bardziej prawdopodobna.

Ze względu na umiarkowaną presję inflacyjną ze strony popytu konsumpcyjnego, inflacja będzie w decydującej mierze zależała od czynników zewnętrznych. Według Komisji Europejskiej ma ona wzrosnąć do poziomu 4,3% w 2011 r., a następnie spaść do 3,4% w 2012 r.

Według większości prognoz bilans ryzyk zdaje się być zrównoważony. Głównymi zagrożeniami dla wzrostu mogą być: wolniejsze od oczekiwanego ożywienie gospodarcze wśród partnerów handlowych, stagnacja na rynku pracy oraz ograniczona dostępność kredytów. Natomiast szansami dla większego wzrostu mogą okazać się większy napływ kapitału wspierający wzrost inwestycji oraz dynamiczne zmniejszenie stopy oszczędności w świetle lepszych perspektyw na rynku pracy.

Tabela 2.4

Prognozy najważniejszych wskaźników makroekonomicznych

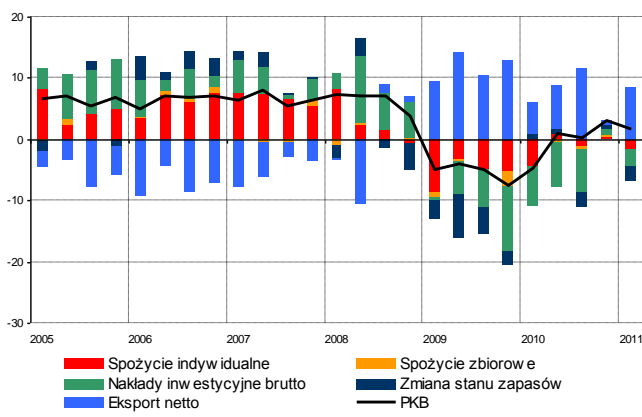
	KE	MFW	Consensus Economics
	05.2011 (11.2010)	04.2011 (10.2010)	06.2011 (12.2010)
<b>PKB, w %, r/r</b>			
2011	2,8 (2,6)	3,0 (2,0)	2,7 (2,6)
2012	3,7 (3,8)	3,5 (4,0)	3,6
2013		4,0 (4,0)	
<b>Inflacja, w %, r/r</b>			
2011	4,3 (3,2)	4,8 (2,9)	4,4 (3,4)
2012	3,4 (3,1)	3,7 (3,0)	3,6
2013		2,7 (3,0)	
<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących, w % PKB</b>			
2011	-2,0 (-2,5)	-1,5 (-3,1)	
2012	-2,6 (-2,3)	-2,0 (-3,5)	
2013		-2,5 (-3,7)	

absencji chorobowej przez pracodawcę oraz zamrożenie wydatków na administrację publiczną.

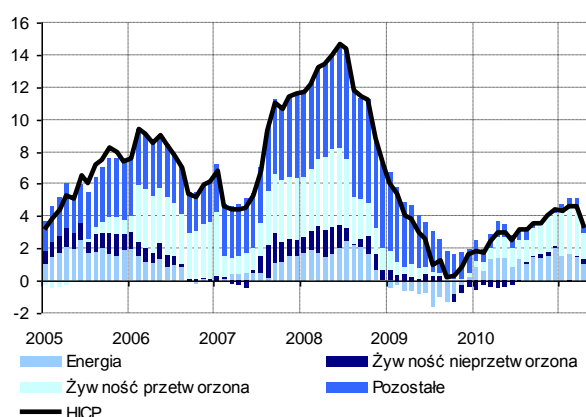
<sup>11</sup> W przypadku krajów strefy euro i uczestniczących w ERM-II wielkość ta wynosi co najwyżej 1% PKB.

<sup>12</sup> Program Konwergencji Bułgarii dla lat 2011 – 2014 (15.04.2011).

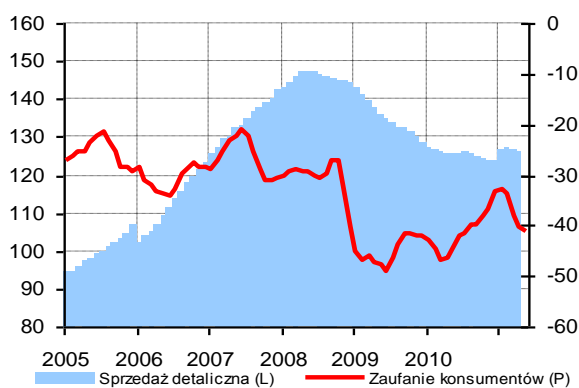
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



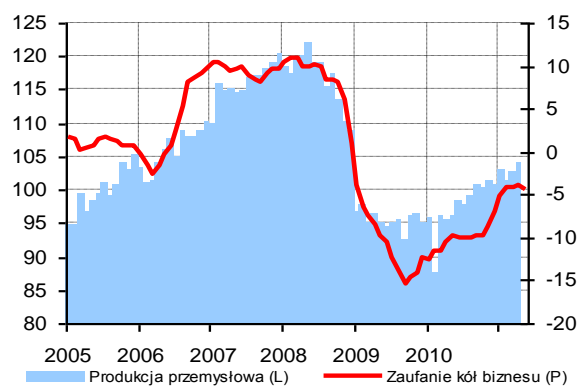
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



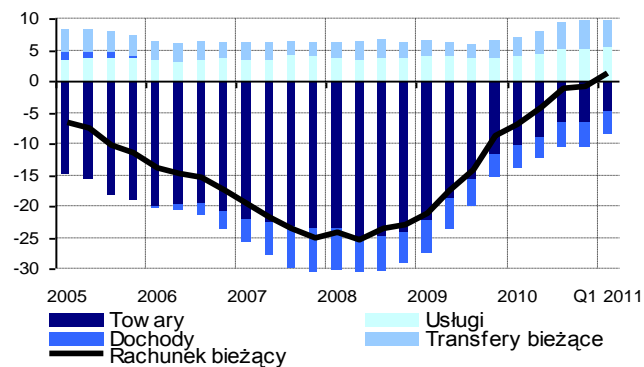
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźnik zaufania konsumentów



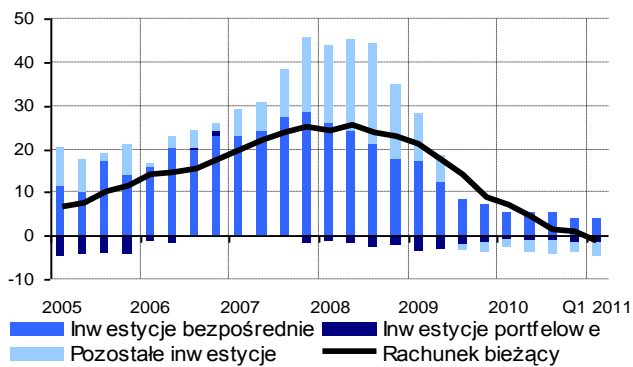
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania kół biznesu



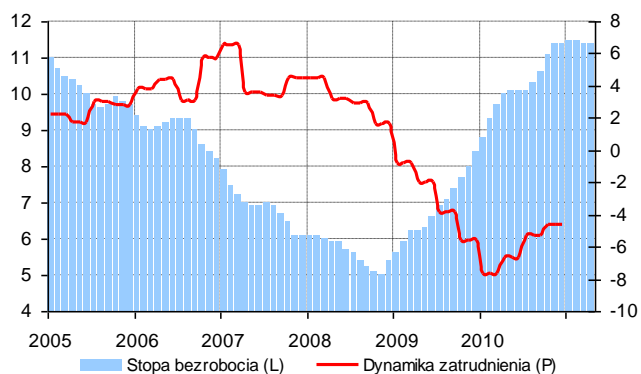
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



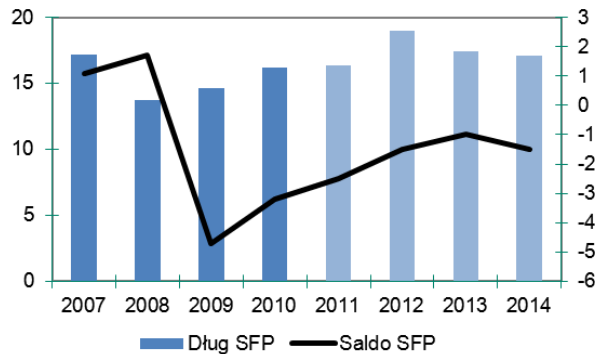
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



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



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne





## CZECHY

**Wzrost gospodarczy**

Gospodarka Czech w 2010 r. rozpoczęła proces wychodzenia z kryzysu. Realny PKB, po spadku o 4,1% w 2009 r., w kolejnym roku wzrósł o 2,3%. Tendencja wzrostowa była kontynuowana także w I kw. 2011 r. Głównym czynnikiem wzrostu PKB w Czechach w 2010 r. była odbudowa zapasów. Uwidoczniło się to zwłaszcza w drugiej połowie ub.r., kiedy to ich wkład do rocznej dynamiki PKB wyniósł przeciętnie 3,5 pp. W pierwszych trzech kwartałach 2010 r. miało miejsce nieznaczne odbicie konsumpcji prywatnej, jednak już w IV kw. odnotowano ponowne spadki spożycia indywidualnego. Duże spadki nakładów inwestycyjnych w I kw. 2010 r. nie zostały w pełni zrekompensowane w kolejnych kwartałach ub.r., co w rezultacie przyniosło kolejny rok z ujemnym wkładem popytu wewnętrznego do dynamiki PKB w Czechach. Obserwowany w I połowie ub.r. dodatni wkład wymiany handlowej z za granicą wyraźnie się obniżył w II połowie 2010 r.

Zarówno spożycie indywidualne, jak i zbiorowe nieznacznie wzrosło w Czechach w 2010 r. Wzrost konsumpcji prywatnej miał miejsce tylko w trzech pierwszych kwartałach ub.r., co wynikało ze stopniowej poprawy sytuacji na rynku pracy i wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Jednak w IV kw. 2010 r. wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych obniżyły się. Prawdopodobnie było to wynikiem wzrostu inflacji, który przełożył się na spadek realnego dochodu do dyspozycji, a także rosnącej stopy oszczędności w Czechach. W przypadku wydatków sektora publicznego, ich wzrost miał miejsce jedynie w I połowie 2010 r. W II połowie ub.r. rząd zaczął już wprowadzać w życie plan zacieśniania polityki fiskalnej, co spowodowało spadek wydatków. W I kw. 2011 r. zarówno konsumpcja prywatna, jak i publiczna w dalszym ciągu obniżały się w ujęciu rocznym.

Tabela 3.1

Dynamika PKB i jej komponenty (% r/r)

	2009	2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
<b>PKB</b>	<b>-4,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>
Spożycie indywidualne	-0,3	0,0	0,0	0,6	-0,4
Spożycie zbiorowe	4,2	-0,1	-0,7	-2,4	-1,2
Nakłady inwestycyjne	-9,2	-3,1	0,0	-0,1	3,8
Eksport	-10,8	18,0	16,4	16,8	15,6
Import	-10,6	18,0	19,2	17,4	13,2

źródło: Eurostat

Nakłady inwestycyjne w Czechach w 2010 r. ponownie się obniżyły. Był to już trzeci z rzędu rok spadku inwestycji. Spadek nakładów inwestycyjnych dotyczył wszystkich kategorii wydatków, jednak w największym stopniu zmniejszyły się nakłady inwestycyjne w środki transportu (-15%) i maszyny i urządzenia (-8%). W I kw. 2011 r. można było już jednak zauważyć wyraźne przyspieszenie inwestycji w Czechach.

Głównym czynnikiem wzrostu był w 2010 r. wyraźny wzrost stanu zapasów. Wzrost ten był wynikiem przede wszystkim wzrostu popytu w sektorze eksportowym, który uzupełniał zapasy po ich silnej redukcji w okresie kryzysu. W I kw. 2011 r. dodatni wkład zapasów do dynamiki PKB zniknął.

Od początku 2010 r. można było zauważyć wzrost obrotów w handlu zagranicznym Czech. Silne ożywienie eksportu wynikało z rosnącego popytu w szybciej rozwijających się gospodarkach głównych partnerów handlowych (przede wszystkim Niemiec, Polski i Słowacji). W II połowie 2010 r. można było zauważyć przyspieszenie importu, głównie dóbr zaopatrzeniowych. W rezultacie, w całym 2010 r. wkład eksportu netto do dynamiki PKB był relatywnie niewielki. Z kolei w I kw. 2011 r. dynamika importu spowolniła, podczas gdy tempo wzrostu eksportu utrzymało się na zbliżonym do obserwowanego w poprzednich kwartałach, co spowodowało wyraźny wzrost wkładu eksportu netto.

Po wyraźnym spadku sprzedaży detalicznej w IV kw. ub.r., w I kw. 2011 r. ponownie można było zauważyć wzrost obrotów w handlu detalicznym w Czechach (o 1,9%). Zarówno w pierwszym, jak i drugim przypadku, na zmiany wolumenu obrotów w handlu detalicznym wpływała przede wszystkim sprzedaż paliw. Sprzedaż detaliczna pozostałych kategorii towarów nie zmieniała się znacząco w tym okresie. Zarówno w 2010 r., jak i w pierwszych czterech miesiącach 2011 r. można było natomiast odnotować wyraźny wzrost liczby nowo zarejestrowanych samochodów w Czechach. W ujęciu rocznym wzrosła ona odpowiednio o 4,7% i 3,7%.

Wzrost inflacji w II połowie 2010 r. był główną przyczyną spadku wskaźników zaufania konsumentów w Czechach. W pierwszych miesiącach 2011 r. można było zaobserwować kontynuację tej tendencji, do czego jednak w coraz większym stopniu zaczęła się przyczyniać coraz gorsza ocena sytuacji gospodarczej w kraju w kolejnych 12 miesiącach.

Pobudzana przez popyt zewnętrzny produkcja przemysłowa szybko rosła w 2010 r. W całym roku była ona o ponad 9% wyższa niż w 2009 r. Szczególnie szybki wzrost produkcji obserwowano w przypadku urządzeń elektrycznych i elektronicznych oraz samochodów (ponad 20% r/r). W okresie styczeń-kwiecień 2011 r. tempo wzrostu produkcji przemysłowej w Czechach było podobne. W dalszym ciągu w największym stopniu przyczyniała się do niego produkcja urządzeń i maszyn oraz środków transportu, a dodatkowo wyraźnie wzrosła produkcja w przemyśle chemicznym i drzewno-papierniczym. Z drugiej strony rosnące ceny paliw i zmniejszający się na nie popyt ograniczył produkcję w przemyśle petrochemicznym.

Wzrostowi produkcji przemysłowej w 2010 r. w Czechach towarzyszyła kontynuacja poprawy nastrojów przedsiębiorców. Wynikała ona przede wszystkim z większej liczby zamówień, zwłaszcza zamówień zagranicznych. Dodatkowo przedsiębiorcy coraz częściej deklarowali zamiar wzrostu zatrudnienia w przemyśle. W pierwszych czterech



miesiącach 2011 r. liczba zamówień, podobnie jak ocena wielkości przyszłej produkcji w Czechach obniżyły się, co spowodowało zahamowanie wzrostu optymizmu wśród przedsiębiorców.

### Rynek pracy

Zharmonizowana stopa bezrobocia w Czechach, po okresie niewielkiego wzrostu w IV kw. 2010 r. (wynikającego ze zmiany przepisów o prawie do zasiłku dla bezrobotnych), od początku 2011 r. ponownie powoli spadała. W kwietniu wyniosła ona 6,9% wobec 7,2% w grudniu 2010 r.

Jednocześnie, o powolnej poprawie na rynku pracy świadczy również odwrócenie tendencji spadkowej dotyczącej liczby pracujących. Co prawda w ujęciu rocznym była ona nadal o blisko 2% niższa niż w 2009 r., to jednak już w II kw. 2010 r. liczba pracujących powoli wzrastała. W 2010 r. zatrudnienie zmniejszyło się zarówno w rolnictwie, przemyśle (ożywienie w sektorze przemysłowym zaczęło się przekładać na wzrost zatrudnienia dopiero w II połowie 2010 r.), budownictwie, jak i sektorze usług ogółem. Wzrost liczby pracujących można było zaobserwować w przypadku pośrednictwa finansowego oraz obsługi nieruchomości, jednak wynikało to przede wszystkim ze wzrostu samozatrudnionych w tych działach gospodarki.

### Inflacja i koszty pracy

Po okresie wzrostu inflacji w Czechach w ostatnim kwartale 2010 r. (do 2,3% r/r w grudniu 2010 r.), od początku 2011 r. zaczęła się ona obniżać. W kwietniu b.r. roczna dynamika HICP spadła do 1,6% i była najniższa w regionie (poza Irlandią również najniższa w całej UE).

Spadek inflacji w Czechach w 2011 r. to wynik przede wszystkim ustępowania efektu bazy związanego z podwyżką cen regulowanych na początku 2010 r. (przede wszystkim wprowadzenie wyższych stawek VAT i akcyzy). W 2011 r. nieznacznie spadła również roczna dynamika cen energii i żywności. Efekty te częściowo zostały zamortyzowane przez kolejny wzrost cen administracyjnych w I kw. 2011 r. Wzrosły m.in. ceny energii, usług komunalnych i czynszów regulowanych.

Tabela 3.2

Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)

	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	maj- 11
<b>HICP</b>	<b>1,0</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>
<i>Kategorie mające największy wpływ na inflację (w pkt proc.)</i>					
Żywność i napoje bezalkoholowe	0,0	0,5	0,8	0,7	1,1
Utrzymanie mieszkania	0,2	0,5	0,5	0,7	0,6
Wyroby alkoholowe i tytoniowe	0,4	0,5	0,4	0,3	0,3
Transport	0,4	0,2	0,2	0,3	0,2
Zdrowie	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1

źródło: Eurostat

Ceny żywności, zwłaszcza żywności przetworzonej, a także energii były, *de facto*, jedynymi czynnikami mającymi dodatni wkład do inflacji w pierwszych czterech miesiącach. Łączny wkład pozostałych (poza żywnością i energią) cen do dynamiki HICP w okresie styczeń-kwiecień 2011 r. wynosił niezmiennie -0,2 pp. Niska inflacja bazowa w Czechach była

wynikiem zarówno słabego popytu konsumpcyjnego, jak i umacniającej się w tym okresie korony.

W maju 2011 r. w Czechach odnotowano wyraźny wzrost dynamiki cen żywności, zwłaszcza pieczywa i owoców, co spowodowało pierwszy w 2011 r. wzrost dynamiki HICP (do 2% r/r).

Wzrost nominalnych wynagrodzeń w Czechach w 2010 r. wyniósł 2% r/r, co oznaczało dwukrotny spadek w porównaniu z 2009 r. Spadek dynamiki wynagrodzeń w ub.r. wynikał przede wszystkim z ograniczenia premii w przedsiębiorstwach, podczas gdy dynamika płacy zasadniczej była podobna do tej obserwowanej rok wcześniej.

Wynagrodzenia w czeskiej gospodarce rosły najszybciej w tych gałęziach, które w największym stopniu zwiększyły produkcję. Dotyczy to zwłaszcza przemysłu, zarówno wydobywczego, jak i przetwórstwa przemysłowego, gdzie nominalne płace wzrosły o 3,6%. W przypadku sektora usług wzrost wynagrodzeń był zdecydowanie niższy, a w przypadku pośrednictwa finansowego, transportu i gospodarki magazynowej czy administracji publicznej nominalne wynagrodzenia spadły w 2010 r. Największy spadek dynamiki wynagrodzeń miał miejsce w IV kw. 2010 r. (do 0,9% r/r wobec 2,3% r/r w trzech poprzednich kwartałach), co wynikało z wprowadzania planu oszczędnościowego w sektorze finansów publicznych. W IV kw. ub.r. wyraźnie obniżyła się średnia nominalna płaca w edukacji (o 5,8%), administracji publicznej, czy obronie narodowej (o 3,5%).

Przyspieszenie wzrostu gospodarczego oraz utrzymująca się tendencja spadkowa w przypadku nominalnych wynagrodzeń spowodowały dalszy spadek dynamiki nominalnych jednostkowych kosztów pracy (ULC). Co prawda ożywienie na rynku pracy i nieznaczny wzrost zatrudnienia wyhamowały nieco ten spadek, jednak nie były one tak duże, by odwrócić tendencję spadkową dynamiki ULC obserwowaną w Czechach od końca 2008 r.

### Bilans płatniczy

Deficyt na rachunku obrotów bieżących w Czechach w 2010 r. wyniósł 3,8% PKB, co oznaczało wzrost w porównaniu z 3,2% PKB w 2009 r. Wynikało to przede wszystkim ze zmniejszenia się nadwyżki na rachunku towarów. Powiększył się także deficyt dochodów, natomiast poprawa salda na rachunku transferów bieżących działała w kierunku spadku deficytu obrotów bieżących, do 3,4% PKB, co było efektem poprawy sald na rachunkach towarów i dochodów.

Saldo wymiany towarów w 2010 r., podobnie jak w pięciu poprzednich latach, było dodatnie, jednak nadwyżka ta wyraźnie się zmniejszyła w porównaniu z poprzednim rokiem (odpowiednio 2,2 i 1,4% PKB w 2009 i 2010 r.). Nawet pomimo niewielkiego wzrostu w I kw. 2011 r. (do 1,5% PKB) oznaczało to, że była ona najniższa od 2004 r. Odbudowa popytu zewnętrznego stymulowała wzrost eksportu, jednak od II połowy 2010 r. nastąpiło przyspieszenie tempa wzrostu importu, związane z dużą importochłonnością eksportu i rosnącego zapotrzebowania

na dobra inwestycyjne. Dodatkowym czynnikiem były pogarszające się *terms of trade*, zwłaszcza w przypadku ropy naftowej i jej pochodnych. To właśnie wzrost deficytu w handlu paliwami w największym stopniu zdecydował o pogorszeniu salda na rachunku towarów. Z drugiej strony, w 2010 r. wzrosła nadwyżka w handlu produktami przemysłu przetwórczego. W podziale geograficznym, w handlu z krajami UE Czechy odnotowały nadwyżkę i dodatkowo zwiększyła się ona w trakcie 2010 r. o ponad 22%. Niższe niż w 2009 r. saldo handlu zagranicznego wynikało natomiast ze znacznego powiększenia się deficytu w handlu z krajami spoza UE (o 40%).

Saldo usług, zarówno w 2010 r., jak i I kw. 2011 r. nie zmieniło się w porównaniu z 2009 r. (1,8% PKB). Nadwyżka ta, podobnie jak w poprzednich latach, wynikała przede wszystkim z nadwyżki na rachunku usług transportowych i turystycznych.

Deficyt na rachunku dochodów w 2010 r. ponownie był najgłębszy spośród głównych kategorii obrotów bieżących. Jego niewielkie pogłębienie się w porównaniu z rokiem poprzednim wynikało z powiększającej się nierównowagi dochodów z inwestycji bezpośrednich, jak i portfelowych. Zmniejszył się natomiast deficyt wynagrodzeń pracowników pracujących za granicą, co wiązało się z niższymi wynagrodzeniami płaconymi zagranicznym pracownikom w Czechach. W I kw. 2011 r. deficyt na rachunku dochodów nieznacznie się obniżył.

Transfery bieżące były zbilansowane w 2010 r. i I kw. 2011 r. (wobec deficytu sięgającego 0,3% PKB w 2009 r.). Wynikało to przede wszystkim z powstałej nadwyżki na rachunku transferów rządowych, podczas gdy transfery prywatne nadal wykazywały deficyt.

Tabela 3.3  
Bilans płatniczy, saldo (% PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)

	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
<b>Rachunek bieżący</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,4</b>
Towary	2,4	2,3	1,7	1,4	1,5
Usługi	1,8	2,0	1,9	1,8	1,8
Dochody	-6,9	-6,5	-7,3	-7,0	-6,7
Transfery bieżące	-0,4	-0,3	-0,1	0,0	0,0
<b>Rachunek kapitałowy</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>
<b>Rachunek finansowy</b>	<b>3,8</b>	<b>3,1</b>	<b>6,5</b>	<b>5,0</b>	<b>4,8</b>
Inwestycje bezpośrednie	1,4	1,7	4,1	2,6	2,1
Inwestycje portfelowe	4,7	4,3	5,8	4,3	2,6
Pozostałe inwestycje	-2,3	-2,9	-3,3	-1,8	0,1

źródło: Eurostat

Napływ kapitału zagranicznego do Czech w 2010 r. i I kw. 2011 r. kontynuował tendencję wzrostową obserwowaną od połowy 2009 r. W całym roku wyniósł on 5% PKB, co oznaczało wzrost wobec 4,3% PKB w 2009 r. Wzrost nastąpił zwłaszcza w przypadku inwestycji bezpośrednich, które zwiększyły się ponad pięciokrotnie. Było to zasługą przede wszystkim wzrostu reinwestowanych zysków, które stanowiły niemal 2/3 całości napływu inwestycji bezpośrednich. Napływ ten był skierowany głównie do przedsiębiorstw z sektora metalurgicznego i handlowego.

Nieznacznie zmniejszył się napływ inwestycji portfelowych, co wynikało przede wszystkim z jego spadku w IV kw. 2010 r. i może wróżyć spadek zainteresowania inwestorów zagranicznych czeskimi obligacjami rządowymi, które były głównym obiektem ich zainteresowania w 2009 i 2010 r. Zdają się to potwierdzać wstępne dane z I kw. 2011 r., które mówią o pierwszym od 2008 r. odpływie inwestycji portfelowych z Czech.

W 2010 r. zwiększył się natomiast deficyt na rachunku pozostałych inwestycji, co z jednej strony wynikało z konieczności spłacania kredytów zaciągniętych za granicą, z drugiej z rosnącymi depozytami czeskich rezydentów w zagranicznych instytucjach finansowych. Z kolei w I kw. 2011 r. miał miejsce niewielki napływ pozostałych inwestycji do sektora bankowego, głównie w formie depozytów, co częściowo zrekompensowało mniejsze zainteresowanie instrumentami dłużnymi skarbu państwa.

### Stopy procentowe i kurs walutowy

Od maja 2010 r., kiedy to Narodowy Bank Czech (CNB) obniżył swoją główną stopę procentową (2W Repo Rate) do najniższego w historii poziomu 0,75%, do maja 2011 r. pozostawała ona na tym poziomie. CNB nie zdecydował się na podwyżkę stóp procentowych, pomimo tego, że taki ruch uczynił zarówno EBC, jak i banki centralne regionu. CNB tłumaczył to niskim prognozowanym poziomem inflacji w najbliższych kwartałach (w okolicach celu inflacyjnego - poniżej 2%), podczas gdy tempo wzrostu gospodarczego ma pozostać niskie. Stopy procentowe na rynku międzybankowym w tym okresie były bardzo stabilne. Trzymiesięczny PRIBOR od maja 2010 r. do maja 2011 r. praktycznie się nie zmieniał i oscylował w granicach 1,19-1,22%.

Zawierania na europejskich rynkach finansowych w II połowie 2010 r., spowodowane z jednej strony zerwaniem rozmów pomiędzy Węgrami i MFV w sprawie przedłużenia pomocy finansowej, z drugiej pojawiającymi się informacjami o problemach finansowych krajów peryferyjnych strefy euro, spowodowały wzrost poziomu nieufności inwestorów wobec czeskich aktywów. Ujawniło się to poprzez wzrost rentowności obligacji rządowych (wzrost rentowności obligacji dziesięcioletnich z 3,3% w sierpniu 2010 r. do 4,1% w styczniu 2011 r.). Rentowności czeskich obligacji utrzymywały się na podwyższonym poziomie (3,9-4,1%) od stycznia do kwietnia 2011 r., pomimo zmniejszania się niepokojów związanych z kryzysem zadłużeniowym w strefie euro. Przyczyniły się do tego ponownie czynniki o charakterze globalnym, przede wszystkim destabilizacja sytuacji politycznej w krajach Afryki Północnej i rosnące szybko ceny ropy naftowej. W maju br. można było już zaobserwować dosyć wyraźny spadek rentowności obligacji (o ok. 20 pb.).

Kurs korony czeskiej (CZK) w okresie styczeń-maj 2011 r. determinowany był zarówno przez sytuację na światowych rynkach finansowych, jak i nastawienie krajowej polityki pieniężnej. W tym okresie CZK umocniła się wobec EUR o 3%, jednak proces aprecjacji miał miejsce jedynie w styczniu, kiedy to powoli zmniejszała się awersja do ryzyka wśród inwestorów w związku z ww. kryzysem

zadłużeniowym. Zawirowania polityczne w Afryce Północnej, a z drugiej strony powiększenie negatywnego spreadu pomiędzy stopami procentowymi w Czechach i strefie euro (w wyniku decyzji EBC o podwyższeniu stóp procentowych), były czynnikami hamującymi aprecjację korony w kolejnych miesiącach 2011 r.

### Polityka fiskalna

Deficyt budżetowy Czech obniżył się z 5,9% w 2009 r. do 4,7% PKB w 2010 r. (wobec 5,1% przewidywanych przez rząd). Było to związane z wprowadzeniem działań dostosowawczych skoncentrowanych na stronie dochodowej (m.in. podwyżka VAT, akcyzy, podatku od nieruchomości, minimalnej podstawy składek na ubezpieczenia społeczne i zdrowotne), przy jednoczesnym ograniczeniu niektórych wydatków socjalnych, zamrożeniu waloryzacji rent i emerytur oraz cięciach wydatków bieżących (w tym na wynagrodzenia w administracji publicznej). Ponadto władze czeskie wycofały się z rozwiązań przewidzianych w pakiecie antykryzysowym.

W 2011 r. deficyt sektora *general government* Czech wynieść ma 4,2% PKB (4,4% PKB wg prognozy KE). Jego zmniejszenie, w porównaniu z poprzednim rokiem, będzie efektem wprowadzonych zmian oddziaływujących głównie na poziom wydatków budżetowych. Wśród nich wymienić należy m.in. obniżki wynagrodzeń w sferze publicznej (o 10%<sup>13</sup>) oraz wydatków socjalnych<sup>14</sup>.

W kolejnych latach rząd Czech planuje ograniczyć skalę nierównowagi fiskalnej o ok. 0,6 pkt. proc. PKB rocznie w 2012 r. i 2013 r., a w 2014 r. – o 0,9 pkt. proc. PKB. Osiągnięcie średniookresowego celu budżetowego (deficyt strukturalny na poziomie 1,0% PKB) miałyby miejsce w 2016 r. Na poziom dochodów i wydatków budżetowych w kolejnych latach wpłynąć ma reforma systemu emerytalnego i ochrony zdrowia.

Od 2013 r. ma zostać wprowadzony dobrowolny kapitałowy filar emerytalny. Wymiar stawki składki przekazywanej z systemu repartycyjnego do funduszy został określony w wysokości 3%<sup>15</sup>. Wynikający z tego ubytek dochodów budżetu państwa ze składek ma zostać pokryty podwyżkami stawek VAT. W 2012 r. obniżona stawka VAT ma zostać zwiększona z 10% do 14%, zaś stawka podstawowa ma pozostać na dotychczasowym poziomie (20%). Od 2013 r. będzie obowiązywała tylko jedna stawka VAT na poziomie 17,5%<sup>16</sup>. Skutek reformy dla finansów publicznych ma być w najbliższych latach neutralny, przy czym podwyżka obniżonej stawki VAT przed uruchomieniem funduszy emerytalnych ma doraźnie zmniejszyć deficyt budżetowy o ok. 0,6% PKB.

Jednocześnie mają zostać wprowadzone zmiany polegające na stopniowym podwyższeniu i zrównaniu wieku emerytalnego kobiet i mężczyzn (do ok. 67 lat w 2041). Obecnie diskutowane są także inne zmiany, mające na celu zapewnienie stabilności systemu emerytalnego w Czechach, w tym m.in. dalszego podwyższenia wieku emerytalnego<sup>17</sup>, ograniczenia możliwości dyskrecjonalnego zwiększania wskaźnika waloryzacji świadczeń i wygaszania wcześniejszych emerytur. W ramach reformy służby zdrowia planowane jest od 2012 r. wprowadzenie możliwości pobierania opłat za ponadstandardowe świadczenia medyczne, zwiększenie opłat za pobyt w szpitalu i za wizytę u lekarza specjalisty, bez skierowania od lekarza rodzinnego.

W kolejnych latach zmiany w systemie podatkowym<sup>18</sup> obejmą m.in. zwiększenie opodatkowania dochodów z hazardu, wprowadzenie ulg w CIT (m.in. w zakresie dywidend, zwolnienie funduszy inwestycyjnych i emerytalnych), przy ich ograniczeniu w ramach PIT (jedynie ulga na dzieci zostanie zwiększona). Zmianie mają ulec także m.in. zasady opłacania składek na ubezpieczenia społeczne przez osoby prowadzące samodzielną działalność gospodarczą, a opodatkowanie świadczeń pracowniczych ma być korzystniejsze niż dotychczas. W efekcie ich przyjęcia saldo sektora finansów publicznych ulegnie niewielkiej poprawie w 2012 r. (o ok. 0,2% PKB), zaś w kolejnych latach pogorszy się (o 0,2% PKB w 2013 r. i 0,6% PKB w 2014 r.).

Ponadto w Czechach w latach 2012-2014 wydatki bieżące na wynagrodzenia mają zostać utrzymane na poziomie 2011 r. (z wyjątkiem nauczycieli i służby zdrowia). Oszczędności budżetowe od 2013 r. przynieść ma także m.in. przegląd wydatków poszczególnych ministerstw (planowane cięcia o 5%) oraz zmiany w systemie przetargów publicznych. Ograniczenie deficytu budżetowego w terminie wyznaczonym EDP (tj. 2013 r.) może wymagać dodatkowych działań konsolidacyjnych. W ocenie KE założenia makroekonomiczne na lata 2013-2014 są zbyt optymistyczne, a tempo zacieśnienia fiskalnego w okresie 2010-2013 jest niższe od zalecanego poziomu (1% PKB rocznie).

Władze czeskie rozważają wzmocnienie ram instytucjonalnych finansów publicznych, z możliwością utworzenia rady budżetowej.

Dług publiczny Czech ma wzrosnąć z 38,5% PKB do 42,0% PKB w 2014 r. Rząd planuje ograniczyć potrzeby pożyczkowe sektora, dzięki wprowadzeniu mechanizmu

<sup>13</sup> Nie dotyczą one nauczycieli (zaplanowano wzrost wynagrodzeń o 3,5%).

<sup>14</sup> M.in. zasiłków pielęgnacyjnych i z tytułu urodzenia dziecka oraz dla bezrobotnych.

<sup>15</sup> Pracownik opłaca składkę także z własnych środków, w wysokości 2% lub 3% wynagrodzenia.

<sup>16</sup> Ponadto zmniejszony zostanie próg wymagający rejestracji danego podmiotu jako podatnik VAT (z 1 mln CZK do 0,75 mln CZK).

<sup>17</sup> Po 2041 r. wiek emerytalny byłby podnoszony co roku o 2 miesiące (nie przewiduje się ustalenia górnej granicy, do której będzie on podwyższany).

<sup>18</sup> Dodatkowo stawki poszczególnych obciążeń z tytułu PIT, składek na ubezpieczenie społeczne i zdrowotne zostaną przeliczone z uwagi na zmianę podstawy wymiaru. Obecnie jest to wynagrodzenie brutto powiększone o składki na ubezpieczenia społeczne i zdrowotne. Po zmianie będzie to jedynie wynagrodzenie brutto.

konsolidacji wolnych środków poszczególnych jednostek budżetowych.

### Prognozy

Ostatnie prognozy CNB pokazują wyraźny spadek dynamiki PKB w 2011 r. W największym stopniu wpływać ma na to zacieśnienie polityki fiskalnej, które bezpośrednio lub pośrednio będzie oddziaływać na popyt wewnętrzny. Oczekiwany jest spadek nakładów inwestycyjnych, który ma wynikać z ograniczenia inwestycji publicznych oraz wygaśnięcia efektu związanego z instalacją ogniw fotowoltaicznych z II połowy 2010 r. Zatrzymany będzie również proces odbudowy zapasów silnie wspierający wzrost gospodarczy w 2010 r. W dalszym ciągu w powolnym tempie wzrastać ma konsumpcja prywatna, z powodu mającego trwać nadal zastoju na rynku pracy, zwłaszcza w sektorze publicznym. Wzrost zatrudnienia, jaki zaobserwowano na początku 2011 r. wynikał z efektu niskiej bazy i w kolejnych kwartałach ma on wyhamować. Prognozuje się również spadek konsumpcji publicznej. Najważniejszym czynnikiem pro wzrostowym w czeskiej gospodarce ma być eksport netto.

Wzrost dynamiki PKB w Czechach (do poziomu porównywalnego do tego obserwowanego w 2010 r.) ma nastąpić w 2012 r., kiedy to oczekuje się wzrostu wszystkich komponentów popytu krajowego. W największym stopniu dotyczyć ma to konsumpcji prywatnej, która powinna wzrosnąć w wyniku ożywienia na rynku pracy.

W II kw. 2011 r. oczekuje się niewielkiego wzrostu inflacji w Czechach, zarówno ogólnego wskaźnika, jak i inflacji bazowej, która ma nieznacznie przekroczyć wartość celu inflacyjnego CNB (2%). Na poziomie zbliżonym do 2% obie miary inflacji mają kształtować się w II połowie 2011 r. i 2012 r. Głównym czynnikiem mającym wpływać na wzrost inflacji ma być rosnąca presja związana ze wzrostem wynagrodzeń (zwłaszcza w 2012 r.) oraz kolejne podwyżki cen regulowanych (zwłaszcza cen energii). W przeciwnym kierunku ma działać przewidywana aprecjacja korony oraz oczekiwane spadki dynamiki cen energii i żywności.

Deficyt na rachunku obrotów bieżących w 2011 i 2012 r. może znacznie się powiększyć. Związane to będzie z prawdopodobnym pogorszeniem salda na rachunku dochodów, co jedynie częściowo ma być zrekompensowane przez wzrost nadwyżki w handlu zagranicznym.

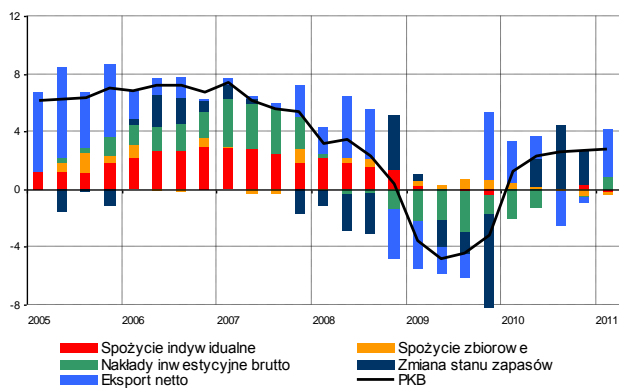
Tabela 3.4

#### Prognozy najważniejszych wskaźników makroekonomicznych

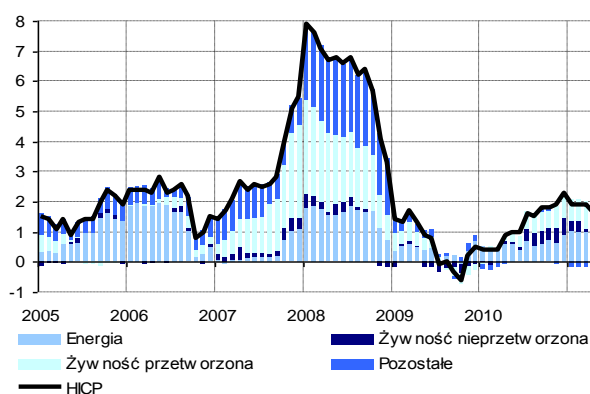
	ČNB	KE	OECD	MFV
	05.2011 (11.2010)	05.2011 (11.2010)	05.2011 (11.2010)	04.2011 (10.2010)
<b>PKB, w %, r/r</b>				
2011	1,5 (1,2)	2,0 (2,3)	2,4 (2,8)	1,7 (2,2)
2012	2,8 (2,5)	2,9 (3,1)	3,5 (3,2)	2,9 (3,5)
2013				2,9 (3,5)
<b>Inflacja, w %, r/r</b>				
2011	1,9 (1,9)	2,3 (2,1)	2,2 (1,9)	2,0 (2,0)
2012	2,2 (2,0)	2,5 (2,2)	3,1 (1,7)	2,0 (2,0)
2013				2,0 (2,0)
<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących, w % PKB</b>				
2011	-4,0 (-2,2)	-2,5 (-1,5)	-3,0 (-0,8)	-1,8 (-0,6)
2012	-4,3 (-2,5)	-1,9 (-1,1)	-3,4 (-0,7)	-1,2 (-0,6)
2013				-0,9 (-0,6)

ČNB – Inflation Report, Česká Národní Banka.

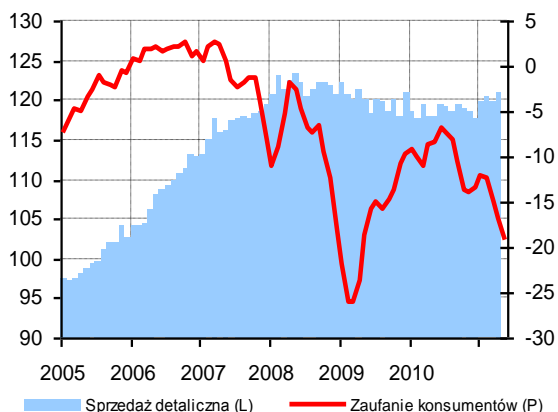
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



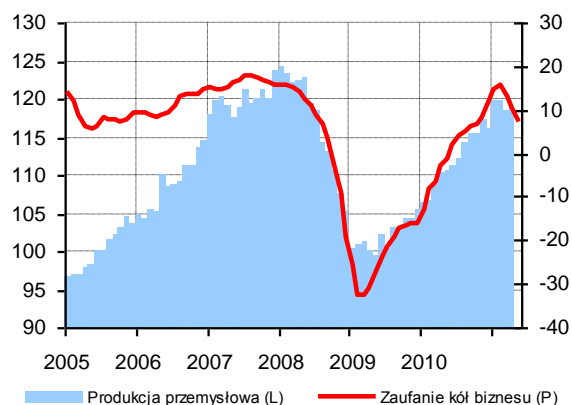
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



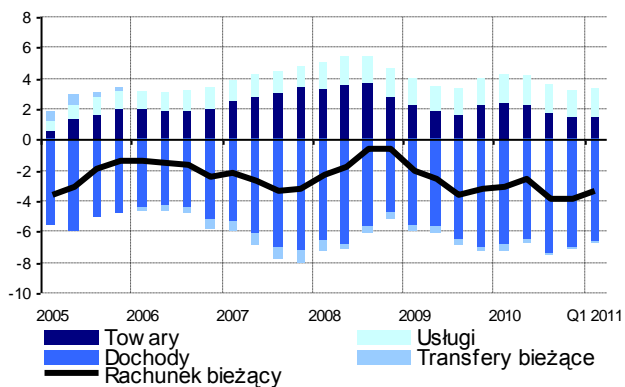
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



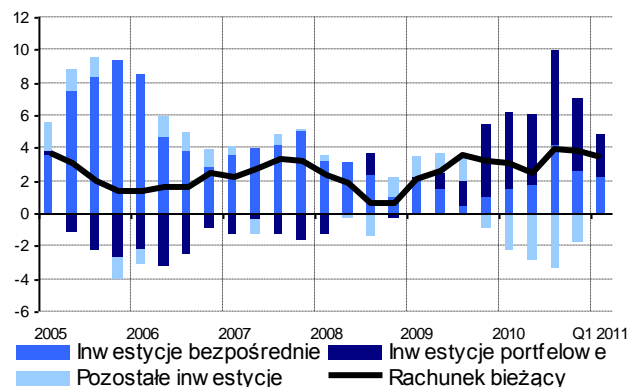
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania kół biznesu



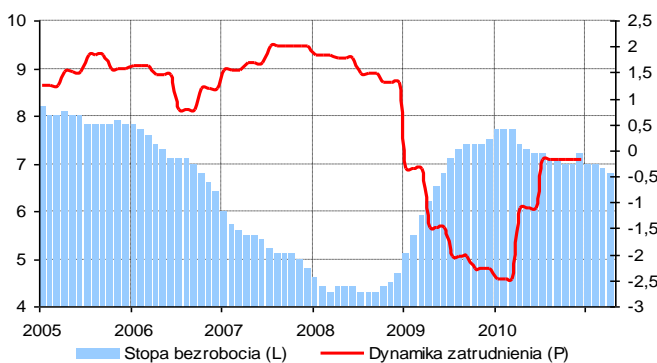
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



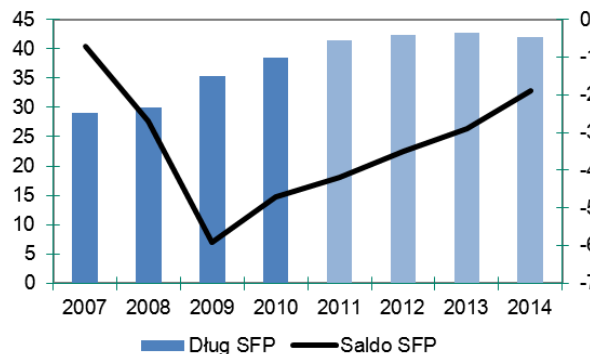
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



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



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



## Wzrost gospodarczy

Pomimo wyjątkowo silnego spadku aktywności w czasie kryzysu (produkt krajowy brutto obniżył się w ujęciu realnym łącznie o 19% w latach 2008-2009), gospodarka Estonii relatywnie szybko wyszła z recesji, osiągając w 2010 r. wzrost rządu 3,1% r/r. Choć już w I poł. ub.r. można było zauważyć pierwsze oznaki ożywienia, to jednak wyraźne przyspieszenie dynamiki PKB nastąpiło dopiero w II połowie ub.r., głównie za sprawą rosnącego popytu zagranicznego, będącego wynikiem ożywienia w gospodarkach największych partnerów handlowych (przede wszystkim w Szwecji, Finlandii i Niemczech)<sup>19</sup>.

Wzrost obrotów handlu zagranicznego Estonii był widoczny już na początku 2010 r., jednak dopiero w III i IV kw. skala wymiany towarowej znacząco się zwiększyła. W całym ub.r. eksport wzrósł o 21,7%, zaś import o 21,0%, co w rezultacie przełożyło się na dodatni wkład eksportu netto do wzrostu PKB.

W odróżnieniu od handlu zagranicznego, popyt wewnętrzny przez większą część 2010 r. pozostawał słaby, nie wykazując oznak ożywienia. Impuls prorozwojowy dla gospodarki Estonii pochodził w tym czasie z sektora przedsiębiorstw. W ciągu pierwszych trzech kwartałów ub.r. przedsiębiorstwa kontynuowały bowiem proces odbudowy zapasów, co stanowiło czynnik podtrzymujący aktywność gospodarczą. Natomiast w IV kw. ub.r. rola tego ostatniego wyraźnie zmniejszyła się na rzecz rosnących nakładów inwestycyjnych, które od III kw. 2007 r. pozostawały w trendzie spadkowym. Jednak mimo odnotowanego wzrostu w okresie październik-grudzień ub.r., ich dynamika w całym 2010 r. była ujemna (-9,2% r/r).

Tabela 4.1

Dynamika PKB i jej komponenty (% r/r)

	2009	2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
<b>PKB</b>	<b>-13,9</b>	<b>3,1</b>	<b>5,4</b>	<b>6,8</b>	<b>8,6</b>
Spożycie indywidualne	-18,9	-1,9	0,9	2,6	5,0
Spożycie zbiorowe	-0,5	-2,1	-1,7	-1,4	1,2
Nakłady inwestycyjne	-34,4	-9,2	-8,8	11,7	12,0
Eksport	-11,2	21,7	24,5	36,8	38,7
Import	-26,8	21,5	29,8	32,5	38,3

źródło: Eurostat

Konsumpcja prywatna oraz publiczna negatywnie oddziaływały na gospodarkę Estonii w 2010 r. Spożycie indywidualne zmniejszyło się o 1,9% r/r w ub.r., głównie z uwagi na trwający proces „oddłużania się” gospodarstw domowych, wysokie bezrobocie oraz niższe niż przed rokiem płace, choć w II poł. ub.r. zaobserwowano niewielki wzrost wydatków konsumpcyjnych. Z kolei wydatki sektora rządowego przez wszystkie kwartały

ub.r. obniżały się m.in. w związku z trwającą konsolidacją fiskalną.

Według wstępnych szacunków, PKB Estonii zwiększył się w I kw. 2011 r. o 8,5% r/r, co oznacza, że czwarty kwartał z rzędu gospodarka tego kraju zanotowała ponownie wyższe tempo wzrostu. Do poprawy koniunktury przyczynił się tym razem popyt wewnętrzny, a nie jak w ubiegłym roku handel zagraniczny, którego rola wyraźnie zmniejszyła się na skutek znacznego przyspieszenia dynamiki importu w stosunku do poprzednich kwartałów. Był to wynik zauważalnego ożywienia aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw, o czym świadczy drugi z kolei kwartał dwucyfrowego wzrostu nakładów na środki trwałe (pośrednio dzięki niskiej bazie odniesienia z 2010 r.) oraz zwiększenia poziomu zapasów.

Wzrost PKB w I kw. br. był również rezultatem poprawiającej się konsumpcji prywatnej. W głównej mierze złożyły się na to wyższe wydatki na transport i na użytkowanie mieszkania. W pierwszych czterech miesiącach br. sprzedaż detaliczna w Estonii kontynuowała tendencję wzrostową, jednak wciąż pozostaje poniżej poziomu sprzed wybuchu światowego kryzysu finansowego. Z drugiej strony, jak wynika z badań ankietowych Komisji Europejskiej, nastroje konsumentów pogarszały się w okresie styczeń-maj br., przede wszystkim ze względu na rosnące obawy o przyszłą sytuację finansową gospodarstw domowych oraz rozwój wydarzeń na krajowym rynku pracy.

W I kw. 2011 r. eksport w dalszym ciągu rósł w szybkim tempie. Z kolei produkcja przemysłowa, która nadal pozostaje w trendzie wzrostowym, w pierwszych trzech miesiącach br. zaczęła się stabilizować, natomiast w kwietniu br. zanotowała spowolnienie dynamiki w ujęciu rocznym. Może to oznaczać stopniowe wyhamowywanie dwucyfrowej dynamiki eksportu.

## Rynek pracy

Dostosowania na rynku pracy, do jakich doszło w Estonii w reakcji na recesję wywołaną przez światowy kryzys finansowy, okazały się wyjątkowo duże pod względem skali oraz nastąpiły w relatywnie krótkim okresie czasu. Z jednej strony świadczy to o wysokiej elastyczności estońskiego rynku pracy, zaś z drugiej jest wynikiem aktywnych działań, podjętych przez rząd w latach 2009-2010, na rzecz zwiększenia zatrudnienia oraz zapobieżenia wzrostowi bezrobocia, w tym głównie bezrobocia długoterminowego.

W I kw. 2010 r. stopa bezrobocia osiągnęła swoje maksimum (18,8%), kładąc tym samym kres trwającemu nieprzerwanie od II kw. 2008 r. wzrostowi liczby osób pozostających bez pracy. Od tego momentu stopa bezrobocia zaczęła spadać i ostatecznie w IV kw. ub.r. ukształtowała się na poziomie 14,5%. Według wstępnych

<sup>19</sup> Udział tych państw w eksporcie dóbr z Estonii waha się w granicach 35-40%.

danych w pierwszych trzech miesiącach 2011 r. w dalszym ciągu obniżała się, osiągając średni poziom 13,8%.

Odzwiedleniem wysokiej stopy bezrobocia była utrzymująca się przez większą część 2010 r. ujemna dynamika zatrudnienia w gospodarce Estonii. W IV kw. ub.r. zaobserwowano niewielki wzrost liczby osób pracujących (0,6% r/r), co miało związek z wyraźnym ożywieniem w sektorach przemysłu zorientowanych na produkcję eksportową. W całym 2010 r. zatrudnienie zmniejszyło się o 4,8% r/r wobec spadku o 10% r/r w 2009 r. Największe spadki zatrudnienia odnotowano w przemyśle (-9,7% r/r), podczas gdy w sektorze usług skala redukcji etatów była względnie niska (-2,7% r/r).

### Inflacja i koszty pracy

W 2010 r. roczna stopa inflacji HICP w Estonii wyniosła 2,7% wobec 0,2% w 2009 roku. W kierunku wyższej inflacji oddziaływały przede wszystkim czynniki globalne, tj. rosnące w szybkim tempie ceny ropy naftowej oraz żywności na świecie. W rezultacie wyższych cen na rynkach zagranicznych, krajowe ceny energii w ub.r. wzrosły o 11,5% r/r, a ceny transportu o 6,6% r/r. Inflacja bazowa (po wyłączeniu cen energii, żywności, napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych) w Estonii utrzymywała się w 2010 r. na niskim poziomie (0,4%). Natomiast presja na wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych, wynikająca z coraz wyższych wynagrodzeń, odegrała w 2010 r. zdecydowanie mniejszą rolę. W I kw. ub.r. płace nominalne jeszcze spadały w całej gospodarce, po czym w kolejnych kwartałach zaczęły rosnąć i ostatecznie w całym ub.r. wzrosły one o 0,9% r/r (po spadku o 4,6% r/r w 2009 r.)<sup>20</sup>.

Tabela 4.2

Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)

	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	maj- 11
<b>HICP</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,5</b>
<i>Kategorie mające największy wpływ na inflację (w pkt proc.)</i>					
Żywność i napoje bezalkoholowe	0,3	0,9	2,2	2,5	2,6
Wyroby alkoholowe i tytoniowe	0,3	0,5	0,6	0,5	0,7
Utrzymanie mieszkania	0,7	0,7	0,9	0,7	0,6
Restauracje i hotele	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,5
Transport	1,1	0,5	0,6	0,7	0,5

źródło: Eurostat

W pierwszych czterech miesiącach 2011 r. roczna stopa inflacji w Estonii utrzymywała się powyżej 5,0%, głównie z uwagi na oddziaływanie wcześniej wspomnianych czynników globalnych. Ponadto część wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Estonii wynikała również z wprowadzenia wspólnej waluty euro w br. (patrz Ramka 1). Z kolei miesięczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych kształtowała się w tym okresie przeciętnie na poziomie 0,6% wobec 0,4% w II poł. ub.r.

<sup>20</sup> Wzrost wynagrodzeń pracowników odnotowano głównie w przemyśle (5,2% r/r) i budownictwie (3,7% r/r), podczas gdy w sektorze usług finansowych oraz administracji publicznej zaobserwowano spadki (odpowiednio o 8,0% r/r i 2,4% r/r).

W I kw. br. czynniki krajowe w postaci rosnących płac nominalnych w większym stopniu niż poprzednio przyczyniły się do wzrostu inflacji w Estonii. Wynikało to bowiem z tego, że zwiększyły się one silniej po raz czwarty z kolei (4,5% r/r wobec 3,9% r/r w IV kw. 2010 r.), w tym głównie w sektorze przetwórstwa przemysłowego.

### Bilans płatniczy

W 2010 r. Estonia odnotowała po raz drugi z rzędu nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących, choć tym razem była ona nieco mniejsza w ujęciu nominalnym, co w połączeniu z wyższym produktem krajowym brutto w ub.r. przełożyło się także na niższą relację w stosunku do PKB (3,9% wobec 4,5% w 2009 r.). W kierunku poprawy salda na rachunku bieżącym oddziaływały przede wszystkim niższy deficyt w handlu towarami (spadek o 60% r/r do poziomu nieobserwowanego od 1994 r.) oraz nadwyżka w usługach, która pozostała na poziomie zbliżonym do 2009 r. Dodatnie saldo w handlu towarami było rezultatem szybszego wzrostu eksportu (35% r/r) niż importu (27% r/r), przy czym na dynamiki obydwu kategorii wpłynęła głównie wyraźnie wyższa niż w 2009 r. sprzedaż w grupie *Maszyny i urządzenia*, stanowiąca najważniejszą grupę towarową w handlu zagranicznym Estonii.

Z kolei zmniejszenie skali nadwyżki na rachunku bieżącym w 2010 r. w stosunku do 2009 r. nastąpiło na skutek dwukrotnego wzrostu deficytu w dochodach, w tym przede wszystkim z tytułu inwestycji nierezydentów w Estonii. Kluczową rolę odegrały tutaj dochody nierezydentów w postaci reinwestowanych zysków z tytułu inwestycji bezpośrednich, które zwiększyły się aż trzykrotnie. Saldo transferów bieżących w ub.r. pozostało w zasadzie na niezmiennym poziomie.

Tabela 4.3

Bilans płatniczy, saldo (% PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)

	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
<b>Rachunek bieżący</b>	<b>4,1</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>
Towary	-3,5	-3,8	-3,1	-1,7	-1,6
Usługi	9,8	9,4	9,5	9,1	8,6
Dochody	-3,8	-3,7	-4,2	-5,6	-6,0
Transferory bieżące	1,7	1,9	1,7	1,8	2,0
<b>Rachunek kapitałowy</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</b>
<b>Rachunek finansowy</b>	<b>-6,8</b>	<b>-6,2</b>	<b>-7,6</b>	<b>-11,4</b>	<b>-10,3</b>
Inwestycje bezpośrednie	2,9	6,3	8,2	7,3	7,3
Inwestycje portfelowe	-10,2	-9,5	-9,8	-3,0	-1,9
Pozostałe inwestycje	0,4	-3,0	-6,0	-15,9	-15,7

źródło: Eurostat

Ujemne saldo na rachunku finansowym w bilansie płatniczym Estonii zwiększyło się w 2010 r. w porównaniu do 2009 r. Miało to związek przede wszystkim z silnym odpływem kapitału z tytułu tzw. pozostałych inwestycji. Był to wynik, z jednej strony, obniżenia w II poł. ub.r. wymogów dotyczących minimalnego poziomu rezerw utrzymywanych przez estońskie banki, co w konsekwencji

doprowadziło do ulokowania za granicą uwolnionych w ten sposób środków, głównie w formie depozytów. Z drugiej zaś strony, zobowiązania estońskich banków wynikające z przyjętych od nierezydentów depozytów zmniejszyły się, co wpłynęło na spadek pasywów zagranicznych w bilansie płatniczym Estonii. Napływ inwestycji bezpośrednich w 2010 r., zdecydowanie wyższy niż w 2009 r., nie zdołał zahamować odpływu kapitału z Estonii z tytułu wspomnianych pozostałych inwestycji.

Według wstępnych danych, w I kw. 2011 r. na rachunku bieżącym odnotowano deficyt, po raz pierwszy od ośmiu kwartałów. Był on w głównej mierze wynikiem podwojenia ujemnego salda dochodów nierezydentów, w porównaniu z analogicznym okresem ub.r., którego nie zrekompensował spadek deficytu w handlu towarami. Na rachunku finansowym, podobnie jak w I kw. 2010 r., odnotowano ujemne saldo oznaczające odpływ kapitału zagranicznego z Estonii. Było to spowodowane zmniejszeniem zaangażowania nierezydentów z tytułu tzw. pozostałych inwestycji, zarówno krótko-, jak i długoterminowych.

### Stopy procentowe i kurs walutowy

Z dniem 1 stycznia 2011 r. Estonia stała się kolejnym członkiem strefy euro, dołączając tym samym do grupy 16 państw Unii Europejskiej, które posługują się wspólną walutą euro<sup>21</sup>. Kurs wymiany korony estońskiej na euro został nieodwołalnie ustalony na poziomie 15,6466 EEK za 1 EUR, tj. na poziomie paritetu centralnego w mechanizmie ERM II, w którym Estonia uczestniczyła od 28 czerwca 2004 r.

### Polityka fiskalna

Estonia była jedynym krajem Unii Europejskiej, który odnotował w 2010 r. nadwyżkę sektora finansów publicznych (0,1% PKB). Na wynik istotny wpływ miał czynnik jednorazowy związany ze sprzedażą praw do emisji dwutlenku węgla (ok. 1,1 % PKB). Poprawa sytuacji gospodarczej dzięki wzrostowi eksportu, z uwagi na preferencje podatkowe tego sektora, nie przełożyła się na istotny wzrost dochodów budżetowych.

Zgodnie z wiosenną prognozą KE, Estonia będzie jedynym krajem, w którym w latach 2011-2012 nastąpi wzrost nierównowagi fiskalnej. Niemniej jednak jej poziom będzie znajdował się poniżej wartości referencyjnej (3% PKB). Wzrost deficytu budżetowego Estonii będzie związany m.in. z realizacją wstrzymanych w poprzednich latach inwestycji (w tym jednorazowego wzrostu inwestycji środowiskowych, w kwocie przychodów ze sprzedaży praw do emisji dwutlenku węgla) i wygasaniem działań konsolidacyjnych, przyjętych w poprzednich latach. Od 2012 r. ma zostać

przywrócony pełny wymiar składki przekazywanej do OFE, na poziomie sprzed połowy 2009 r. Ponadto przestaną obowiązywać cięcia wynagrodzeń w sektorze publicznym, ograniczanie w zaciąganiu długów przez samorządy, a emerytury i renty ponownie będą waloryzowane.

Przyjęta w kwietniu br. przez estońskie władze strategia fiskalna przewiduje, że do 2015 r. relacja dochodów sektora publicznego do PKB zostanie obniżona poniżej poziomu sprzed kryzysu do 2015 r. Ponadto w 2014 r. wypracowana ma zostać nadwyżka budżetowa. Wśród proponowanych działań po stronie wydatkowej wymienić należy m.in. ograniczenie przywilejów emerytalnych, zmianę zasad wynagradzania pracowników sektora publicznego oraz ograniczenie tempa wydatków bieżących. W połowie br. przeprowadzony zostanie przegląd systemu zabezpieczenia społecznego, celem opracowania dalszych zmian poprawiających jego efektywność. Od 2015 r. stawka PIT ma zostać obniżona o 1 pkt. proc. (przy czym od 2012 r. ograniczona zostanie ulga podatkowa), a od 2014 r. wprowadzone zostanie górne ograniczenie podstawy wymiaru w przypadku składek na ubezpieczenia społeczne i zdrowotne.

OECD zaapelowała do Estonii o wprowadzenie wieloletnich limitów wydatkowych i ustanowienie niezależnej rady fiskalnej. Koalicja rządząca planuje wprowadzenie ustawowego zakazu deficytu budżetowego w latach wzrostu gospodarczego.

Poziom długu publicznego w Estonii w kolejnych latach nadal będzie najniższy wśród krajów członkowskich UE. Zgodnie z szacunkami rządowymi jego poziom zmniejszy się z 6,6% PKB w 2010 r. do 5,4% PKB w 2015 r. Władze planują finansować deficyt budżetowy w kolejnych latach środkami rezerwowymi. Od 2013 r. ich poziom ma być stopniowo odbudowywany.

### Prognozy

W ocenie Komisji Europejskiej dynamika wzrostu gospodarki Estonii wyraźnie przyspieszy w ciągu najbliższych dwóch lat. Zgodnie z prognozą z kwietnia br., produkt krajowy brutto zwiększy się w 2011 r. o 4,9%, po czym w 2012 r. zwolni do 4,0%. Ponadto jego struktura powinna ulec zrównoważeniu, głównie za sprawą wzrostu znaczenia popytu wewnętrznego, w tym przede wszystkim odbudowującej się konsumpcji prywatnej oraz wyższych inwestycji przedsiębiorstw.

Pierwszemu z tych czynników będzie sprzyjać m.in. spodziewana poprawa sytuacji na rynku pracy, jak również rosnąca dynamika płac. Mimo że oszczędności gospodarstw domowych powinny spadać w całym horyzoncie prognozy, po ich nieoczekiwanie silnym wzroście w czasie kryzysu, to jednak w dalszym ciągu pozostaną dodatnie z uwagi na trwający proces „oddłużania się” gospodarstw domowych. Z kolei, aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw będzie stymulowana głównie przez zadowalające perspektywy wzrostu popytu zagranicznego oraz rosnące zyski krajowych firm. Komisja Europejska oczekuje, że w br.

<sup>21</sup> Przez pierwsze dwa tygodnie stycznia br. stopniowo wycofano z obiegu korony estońskie. Stąd w okresie tym w obiegu występowały równoległe dwie waluty. Aby ułatwić życie konsumentom, sprzedawcy detaliczni od 1 lipca 2010 r. zaczęli podawać ceny w obu walutach i byli zobowiązani postępować w ten sposób aż do 20 czerwca 2011 r.



znacznym wzroście zostanie odnotowany przede wszystkim w zakresie inwestycji odtworzeniowych. Do wzrostu PKB Estonii w latach 2011-2012 przyczynią się również wyższe inwestycje sektora publicznego, w szczególności inwestycje infrastrukturalne, w wyniku zwiększonej absorpcji środków z funduszy strukturalnych UE.

Z drugiej strony, popyt zagraniczny w horyzoncie prognozy będzie odgrywać coraz mniejszą rolę we wzroście aktywności gospodarczej Estonii. Będzie to rezultat m.in. przewidywanego spowolnienia tempa wzrostu globalnej gospodarki, co niewątpliwie przełoży się na spadek obrotów handlowych na świecie. Co więcej, w 2012 r. przewiduje się, że eksport netto zacznie negatywnie oddziaływać na tempo wzrostu gospodarki Estonii.

Komisja Europejska oczekuje, że w latach 2011-2012 ceny surowców na świecie będą w dalszym ciągu kształtować inflację w Estonii. W 2011 r. spodziewany jest jej wzrost do 4,7%, po czym w 2012 r. powróci ona do poziomu z 2010 r. (2,8%).

Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących będzie się stopniowo zmniejszać w horyzoncie prognozy, głównie z uwagi na powiększający się deficyt w handlu towarami. W relacji do PKB wyniesie ona 1,8% i 0,1% odpowiednio w 2011 i 2012 r.

Tabela 4.4  
Prognozy najważniejszych wskaźników makroekonomicznych

	EP	KE	OECD	MFW
	06.2011 (10.2010)	05.2011 (11.2010)	05.2011 (11.2010)	04.2011 (10.2010)
<b>PKB, w %, r/r</b>				
2011	6,0 (4,3)	4,9 (4,4)	5,9 (3,4)	3,3 (3,5)
2012	4,2 (3,8)	4,0 (3,5)	4,7 (4,1)	3,7 (3,4)
2013	4,2			3,7 (3,3)
<b>Inflacja, w %, r/r</b>				
2011	4,7 (2,7)	4,7 (3,6)	4,6 (3,4)	4,7 (2,0)
2012	2,5 (1,7)	2,8 (2,3)	3,0 (2,5)	2,1 (2,0)
2013	2,9			2,5 (2,5)
<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących, w % PKB</b>				
2011	1,7 (-2,6)	1,8 (1,4)	3,2	3,3 (3,4)
2012	1,0 (-2,8)	0,1 (0,9)	0,7	3,1 (1,6)
2013	-0,2			1,4 (-0,4)

EP - Estonian Economy and Monetary Policy, Bank of Estonia

## Ramka 1

Wpływ wprowadzenia euro na inflację w Estonii<sup>22</sup>

W maju br., tj. po upływie czterech miesięcy od momentu, kiedy Estonia stała się 17 pełnoprawnym członkiem strefy euro, Eurostat opublikował wstępny szacunek skali wpływu wprowadzenia wspólnej waluty na poziom cen towarów i usług konsumpcyjnych w tym kraju. Obliczenia zostały sporządzone w oparciu o zmiany inflacji HICP w okresie od grudnia 2010 r. do marca 2011 r. Poniższa tabela zestawia roczne i miesięczne dynamiki inflacji w Estonii, strefie euro oraz w całej Unii Europejskiej.

Tabela 1. Stopa inflacji HICP w Estonii, strefie euro i Unii Europejskiej

Miesiąc	Estonia		Unia Europejska		Strefa euro	
	(r/r, %)	(m/m, %)	(r/r, %)	(m/m, %)	(r/r, %)	(m/m, %)
<b>Gru-10</b>	5,4	0,5	2,7	0,6	2,2	0,6
<b>Sty-11</b>	5,1	0,0	2,8	-0,4	2,3	-0,7
<b>Lut-11</b>	5,5	0,7	2,9	0,5	2,4	0,4
<b>Mar-11</b>	5,1	0,8	3,1	1,1	2,7	1,4

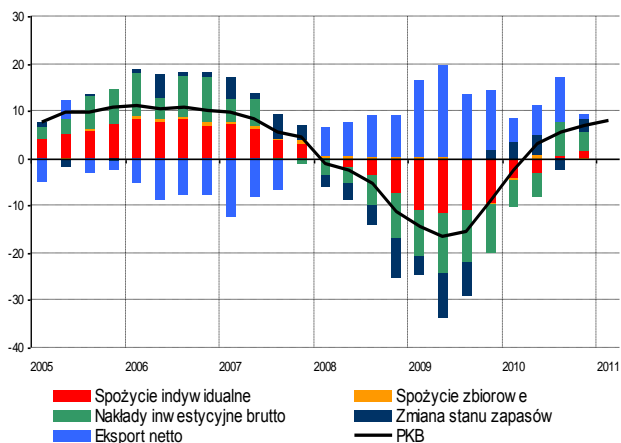
Ze wstępnej oceny wynika, że łączny (jednorazowy) wpływ wprowadzenia euro na poziom inflacji HICP Estonii wyniósł w okresie od grudnia 2010 r. do marca 2011 r. prawdopodobnie między 0,2 a 0,3 pkt proc. Oznacza to, że szacunek ten pokrywa się z doświadczeniami krajów, które wcześniej przeszły na wspólną walutę: Słowenii w 2007 r. (0,3 pkt proc.), Cypru i Malty w 2008 r. oraz Słowacji w 2009 r. (0,3 pkt proc.).

Biuro statystyczne Unii Europejskiej w celu zbadania skali wpływu przejścia na euro na poziom cen towarów i usług konsumpcyjnych w Estonii, zidentyfikowało takie wzrosty cen, które miały „nietypowy” charakter. W analizowanym okresie odnotowano przede wszystkim „nietypowe” wzrosty w przypadku cen usług rekreacyjnych, kulturalnych, fryzjerskich oraz usług związanych ze sprzątaniem oraz naprawami. Poza tym, od grudnia 2010 r. do marca 2011 r. zaobserwowano również wzrosty cen usług związanych z transportem drogowym, jednak ich waga w statystycznym koszyku konsumpcyjnym jest zbyt mała, aby mogło to przełożyć się na wyższą stopę inflacji HICP.

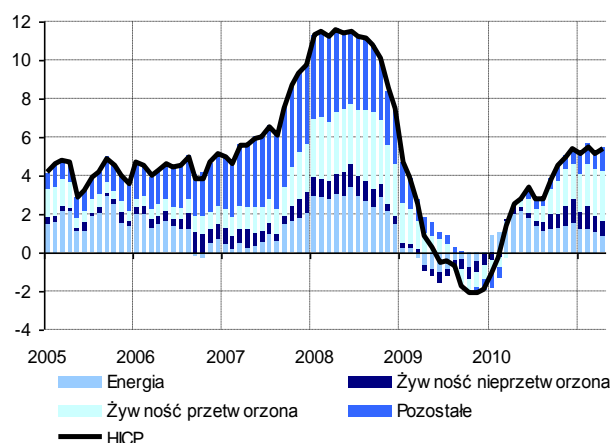
Zdaniem Eurostatu, skutki wprowadzenia euro w Estonii wydają się zauważalne, choć ich skala nie okazała się na tyle duża, aby doprowadzić do trwałego wzrostu stopy inflacji bieżącej w tym kraju.

<sup>22</sup> *Euro changeover and inflation in Estonia*, Eurostat, maj 2011.

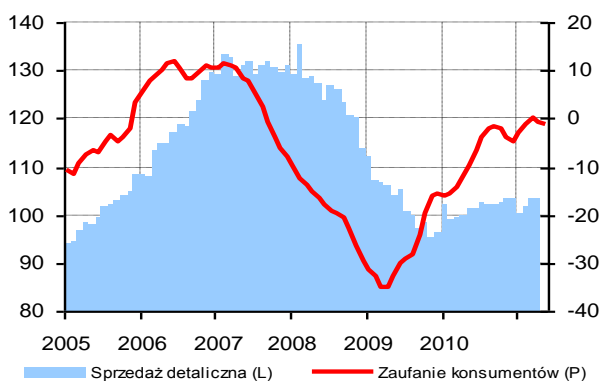
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



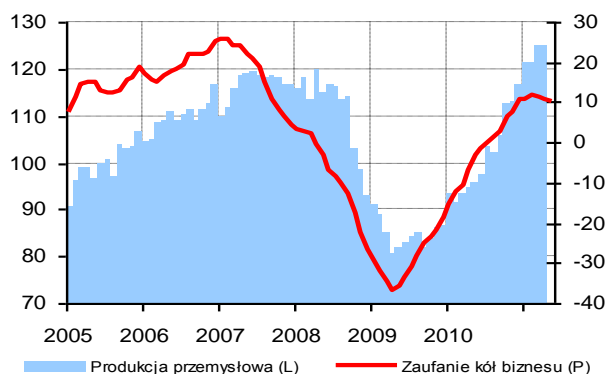
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



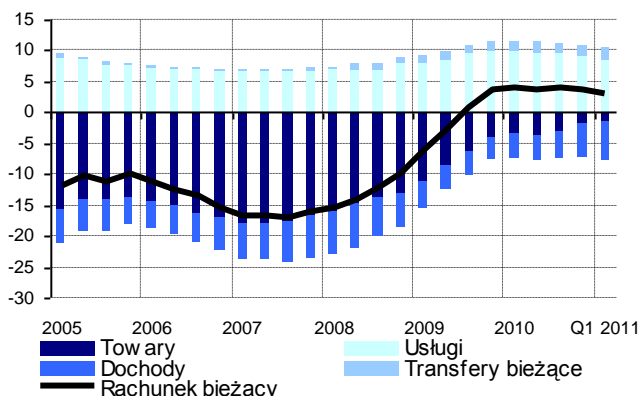
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



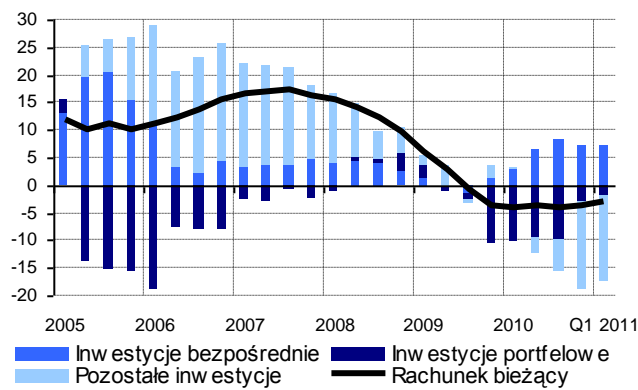
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania kół biznesu



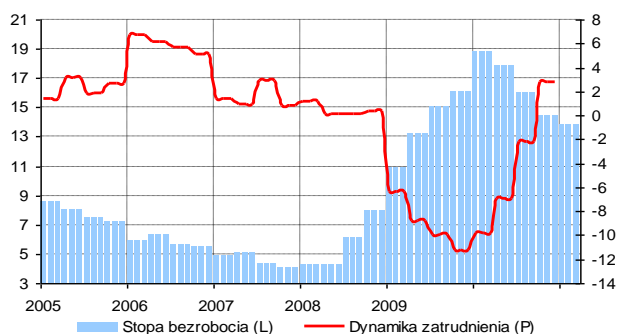
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



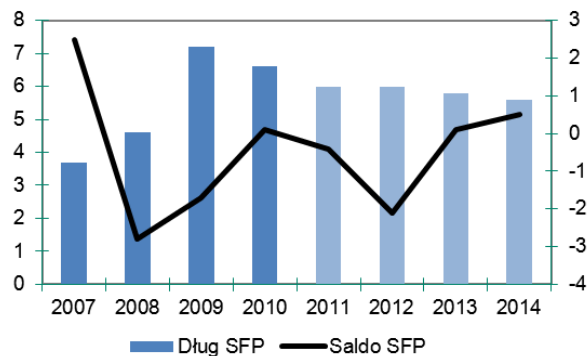
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



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



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



### Wzrost gospodarczy

Od II kw. 2010 r. trwa odbudowa litewskiej gospodarki po głębokiej zapaści z 2009 r. Wzrost gospodarczy osiągnięty w ub.r. był efektem rosnącego eksportu związanego z poprawą globalnej koniunktury oraz intensywnej odbudowy zapasów. W końcu 2010 r. i na początku 2011 coraz większą rolę we wzroście PKB odgrywał popyt krajowy, w tym zwłaszcza inwestycje.

Spożycie indywidualne obniżało się w 2010 r. drugi kolejny rok na skutek negatywnej dynamiki płac, kredytów, obniżek świadczeń socjalnych oraz wzrostu podatków pośrednich. Konsolidacja polityki fiskalnej spowodowała również spadek wydatków publicznych.

W 2010 r. wyhamował natomiast spadek inwestycji, które obniżały się już od II poł. 2008 r. Odwrócenie spadkowej tendencji nastąpiło w IV kw. ub.r w efekcie zwiększania wydatków na maszyny i urządzenia oraz inwestycje w sektorze budownictwa niemieszkaniowego. Od IV kw. 2010 r. poprawiała się również rentowność litewskich przedsiębiorstw.

Tabela 5.1

Dynamika PKB i jej komponenty (% , r/r)

	2009	2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
<b>PKB</b>	<b>-14,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>4,6</b>	<b>6,8</b>
Spożycie indywidualne	-16,9	-4,5	-3,4	-1,6	5,5
Spożycie zbiorowe	-1,2	-3,4	-3,6	-3,1	1,0
Nakłady inwestycyjne	-39,1	0,0	20,2	17,3	38,3
Eksport	-14,3	17,4	21,5	25,3	19,5
Import	-29,4	17,9	20,2	31,4	26,7

źródło: Eurostat

W ciągu 2010 r. na skutek szybszego wzrostu importu niż eksportu malała rola eksportu netto w dynamizowaniu PKB. Od III kw. 2010 r. jego wkład był ujemny. Ożywienie gospodarcze wśród głównych partnerów handlowych Litwy: Niemiec, Rosji, krajów bałtyckich i Polski sprzyjało utrzymaniu wysokiej dynamiki eksportu, zwłaszcza produktów naftowych, dóbr inwestycyjnych, farmaceutyków i usług transportowych. Jednocześnie nastąpiło przyspieszenie importu w związku z ożywieniem gospodarczym i wzrostem nakładów inwestycyjnych.

W I kw. 2011 r. nastąpiło przyspieszenie wzrostu gospodarczego, a jego struktura była podobna do tej, jaka charakteryzowała gospodarkę litewską przed kryzysem. Największy pozytywny wkład do dynamiki PKB miały w tym okresie inwestycje (do czego przyczyniał się m.in. wzrost inwestycji infrastrukturalnych) oraz konsumpcja prywatna, podczas gdy pogłębiający się deficyt w handlu zagranicznym wpływał na obniżenie skali wzrostu.

Do wzrostu spożycia indywidualnego przyczyniło się zwiększenie dochodów związane z rosnącymi transferami z zagranicy, zmniejszeniem skali konsolidacji fiskalnej oraz obniżeniem stopy bezrobocia. Negatywny wpływ na

konsumpcję wciąż miała stagnacja na rynku kredytów krajowych. Popyt na kredyty ograniczały również niskie dochody i niepewność związana z rynkiem pracy i przyszłą sytuacją finansową.

W I kw. 2011 r. na skutek szybszego wzrostu importu niż eksportu pogłębił się ujemny wkład eksportu netto. Najważniejszymi dobrami w imporcie były, podobnie jak w ubiegłych kwartałach, dobra pośrednie. Wzrósł również import dóbr inwestycyjnych i konsumpcyjnych związanych z odbudową spożycia krajowego. Eksport również wzrastał, jednak w nieco wolniejszym tempie. Sprzyjało temu m.in. zwiększenie popytu ze strony wschodnich sąsiadów<sup>23</sup> oraz krajów Unii. W I kw. 2011 r. rósł eksport paliw w związku ze wzrostem ich cen na rynkach światowych. Sektor eksportowy jest bliski osiągnięcia poziomu pełnego wykorzystania mocy wytwórczych.

Na kontynuację wzrostu wydatków gospodarstw domowych wskazuje rosnąca od początku 2011 r. roczna dynamika sprzedaży detalicznej. W kwietniu wzrosła ona do 7,3%, głównie za sprawą rosnącej sprzedaży pojazdów silnikowych i odzieży, jak również sprzętu gospodarstwa domowego.

Obserwowane szybkie tempo wzrostu optymizmu wśród konsumentów od początku 2011 r. uległo niewielkiemu obniżeniu, na co miały wpływ wysokie ceny żywności i energii. W kwietniu br. poprawiły się subindeksy opisujące oczekiwania dotyczące sytuacji na rynku pracy oraz sytuację finansową gospodarstw domowych. Pogorszyły się za to oczekiwania dotyczące inflacji i plany zakupów dóbr trwałego użytku.

Produkcja przemysłowa kontynuowała zapoczątkowany w II kw. 2010 r. trend wzrostowy dzięki zwiększającemu się popytowi zagranicznemu. Jej wzrost w I kw. 2011 r. sięgnął 14,8% r/r. Najwyższa roczna dynamika dotyczyła mebli, produktów skórzanych i wyrobów metalowych.

Wzrost produkcji przemysłowej od II kw. 2010 r. sprzyjał poprawie nastrojów wśród kół biznesu na Litwie. O rosnącym optymizmie przedsiębiorców w I kw. 2011 r. świadczy poprawa oczekiwań wzrostu produkcji przemysłowej, a w dalszej kolejności konkurencyjności, zatrudnienia oraz liczby zamówień.

Sytuacja na rynku nieruchomości, który w I połowie 2010 r. przeszedł głębokie załamanie<sup>24</sup>, stabilizuje się: z

<sup>23</sup> Wg Instytutu WIIW całkowity eksport Litwy do Rosji, Ukrainy i Białorusi zanotował wzrost o 55% w 2010 r. w ujęciu nominalnym. W 2011 r. wysoki był popyt obywateli Białorusi na używane zachodnie samochody sprowadzane m.in. z Litwy w związku ze spodziewanym w lipcu wzrostem ceł na Białorusi (na skutek zawiazania unii celnej z Rosją i Kazachstanem).

<sup>24</sup> W I kw. 2010 r. produkcja w sektorze budownictwa spadła o ok. 43% kontynuując silny spadkowy trend z 2009 r. (spadki rzędu 40-50% notowano w ciągu całego 2009 r.).

końcem roku pojawiły się nowe projekty inwestycyjne (produkcja w budownictwie rosła w tempie ok. 16% r/r w okresie IV kw. 2010 r. - I kw. 2011 r.), wzrosła również dostępność kredytów hipotecznych. Z drugiej strony, nadal istnieje wiele projektów, których wykonanie wstrzymano na skutek kryzysu i które nie są wznawiane, notuje się również dalszy spadek cen wynajmu.

### Rynek pracy

W 2010 r. stopa bezrobocia na Litwie osiągnęła historyczne maksimum (17,8%)<sup>25</sup> i pomimo relatywnie szybkiego wzrostu PKB nie nastąpił jej znaczący spadek. Według Litewskiego Urzędu Statystycznego, w I kw. br. bezrobocie sięgnęło 17,2%. Wobec trudnej sytuacji na rynku pracy jego obniżenie związane być może z podjęciem przez Litwinów emigracji zarobkowej, która w I kw. 2011 r. pozostawała wysoka<sup>26</sup>.

W 2010 r. zmniejszyło się tempo spadku zatrudnienia na Litwie. Jego skala nie była jednak duża – 5,1% w 2010 r. wobec 6,8% w 2009 r. W ciągu roku niemal dwukrotnie wzrosła liczba bezrobotnych, którzy zarejestrowali własną działalność gospodarczą. Od IV kw. ub.r. wzrosło zatrudnienie w niektórych branżach, m.in. transporcie, informacji i komunikacji, usługach z zakresu finansów i ubezpieczeń.

### Inflacja i koszty pracy

Po osiągnięciu negatywnej dynamiki w I kw. 2010 r., od II kw. ceny konsumpcyjne na Litwie rosły. Wpłynęły na to w głównej mierze czynniki podażowe (wysokie ceny żywności i energii). Jedynie w styczniu 2011 r. wzrostowy trend uległ zakłóceniu na skutek efektu niskiej bazy.

W maju 2011 r. pod wpływem dalszego wzrostu cen surowców, żywności<sup>27</sup> oraz cen administrowanych inflacja HICP sięgnęła 5,0% r/r - najwyżej od kwietnia 2009 r.

Tabela 5.2

Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)

	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	maj- 11
<b>HICP</b>	<b>0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>5,0</b>
<i>Kategorie mające największy wpływ na inflację (w pkt proc.)</i>					
Żywność i napoje bezalkoholowe	-0,5	0,3	1,2	1,9	2,8
Utrzymanie mieszkania	0,1	0,8	1,7	0,9	0,9
Transport	0,7	0,6	0,6	0,8	0,8
Odzież i obuwie	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	0,1
Restauracje i hotele	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1

źródło: Eurostat

Inflacja bazowa w 2010 r. w związku z niską presją popytową pozostawała ujemna. Jednak od końca roku na

<sup>25</sup> Około 40% bezrobotnych stanowili bezrobotni długoterminowi, którzy poszukiwali pracy od ponad roku. Większość bezrobotnych stanowiły osoby o niskich kwalifikacjach. W tym kontekście zaznacza się konieczność przeprowadzenia reform mających na celu obniżenie bezrobocia strukturalnego.

<sup>26</sup> W I kw. 2011 r. z Litwy wyjechało 14 tys. osób. Pod koniec roku ich liczba może wzrosnąć do 60-65 tys. (przy ok. 2,9 mln mieszkańców). Źródło: *Spis dowodzi kurczenia się Litwy*, Dziennik Gazeta Prawna 16.05. 2011 Otwarcie od 1 maja 2011 r. rynku pracy w Niemczech i Austrii oraz od czerwca Szwajcarii będzie sprzyjać dalszej emigracji.

<sup>27</sup> Wzrost cen żywności odpowiadał za ok. 2/3 wzrostu inflacji w I kw. 2011 r.

skutek szybszego ożywienia w gospodarce i poprawy konsumpcji rosła. W marcu 2011 r. sięgnęła zera, a miesiąc później osiągnęła dynamikę dodatnią (0,1%).

W IV kw. 2010 r. po raz pierwszy od początku 2009 r. nastąpił wzrost wynagrodzeń r/r (wyższy w przypadku pracowników sektora eksportowego). Negatywny wpływ na realną dynamikę płac miała rosnąca inflacja. Tym samym inaczej niż przed wybuchem kryzysu – spadkowi płac realnych (4,3%) towarzyszyła poprawa produktywności pracy (5,7%). Wraz z ożywieniem gospodarczym wpłynęło to na obniżenie jednostkowych kosztów pracy (ULC).

### Bilans płatniczy

Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących w 2010 r. obniżyła się do 1,8% PKB (z 2,6% rok wcześniej). Przyczynił się do tego wzrost deficytu na rachunku dochodów (realizacja zysków przez inwestorów zagranicznych) oraz w handlu towarami. Zwiększenie nadwyżki nastąpiło z kolei w transferach bieżących (do czego przyczynił się napływ funduszy unijnych i przekazów pieniężnych od emigrantów) oraz w usługach (w wyniku wzrostu przychodów z transportu, turystyki, budownictwa). W I kw. 2011 r. na rachunku obrotów bieżących odnotowano deficyt, głównie w wyniku wysokiego ujemnego salda w handlu zagranicznym oraz spadku dochodów.

W I kw. 2011 r. pomimo ożywienia w sektorze transportowym w związku ze wzrostem popytu zagranicznego<sup>28</sup>, dynamika eksportu usług była niska. Wzrostową tendencję kontynuował eksport towarów. Istotną rolę miały tu produkty rafinacji ropy (ok. 22,5% całkowitej wartości eksportu w 2010 r.) oraz nawozy. Kryzys nie wpłynął na zmianę kierunku eksportu – największy udział nadal miały Rosja, Niemcy, Łotwa, Polska. Zanotowano jednak jego wzrost na Bliski Wschód.

Tabela 5.3

Bilans płatniczy, saldo (% PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)

	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
<b>Rachunek bieżący</b>	<b>4,5</b>	<b>5,3</b>	<b>4,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>
Towary	-3,5	-3,5	-4,0	-4,3	-4,6
Usługi	2,2	2,7	3,3	3,6	3,2
Dochody	1,4	1,1	0,0	-2,5	-2,8
Transfery bieżące	4,3	5,0	4,7	5,1	5,7
<b>Rachunek kapitałowy</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>2,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,0</b>
<b>Rachunek finansowy</b>	<b>-8,0</b>	<b>-8,6</b>	<b>-6,7</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,1</b>
Inwestycje bezpośrednie	-0,8	-1,3	0,7	1,4	1,6
Inwestycje portfelowe	7,8	8,1	8,5	5,1	-1,0
Pozostałe inwestycje	-13,8	-15,3	-14,6	-8,9	-3,1

źródło: Eurostat

Od III kw. 2010 r. malała skala odpływu kapitału zagranicznego, co odzwierciedlał obniżający się deficyt na rachunku pozostałych inwestycji (w mniejszym stopniu odpływał kapitał związany ze spłatą zobowiązań przez

<sup>28</sup> Transport zapewnia ok. 2/3 wartości eksportu usług.

litewski sektor bankowy). Od III kw. 2010 r. notowano natomiast wzrost napływu inwestycji bezpośrednich netto związane ze wzrostem zysków spółek i inwestycji udziałowców w kapitał akcyjny. Po rekordowym napływie inwestycji portfelowych w ciągu 2010 r., w I kw. 2011 r. zanotowano ich odpływ ze względu na wzrost inwestycji w zagraniczne papiery dłużne. Natomiast zagraniczni inwestorzy zainteresowani byli instrumentami dłużnymi skarbu państwa - w I kw. 2011 r. Litwa wyemitowała euroobligacje denominowane w dolarach.

### Stopy procentowe i kurs walutowy

Stopy procentowe na rynku międzybankowym w drugiej połowie 2010 r. i na początku 2011 r. pozostawały stabilne i niskie dzięki stabilizacji systemu finansowego i ożywieniu gospodarstwu - VILIBOR 3M wahał się w przedziale 1,4% - 1,7% (w pierwszym tygodniu kwietnia wynosił 1,4%). W kolejnych tygodniach stawka rosła do 1,66% (połowa maja) w związku z zacieśnianiem polityki pieniężnej w strefie euro<sup>29</sup>.

W ostatnich miesiącach 2010 r. miało miejsce umocnienie się kursów efektywnych lita (umocnienie LTL wobec walut partnerów handlowych i wzrost inflacji od II poł. ub.r.).

### Polityka fiskalna

Poziom nierównowagi fiskalnej na Litwie pozostał w ub.r. na wysokim poziomie (7,1% PKB wobec 9,5% w 2009 r.), pomimo kontynuacji działań konsolidacyjnych. W 2011 r. ma ona zostać ograniczona do 5,3% PKB. Działania dostosowawcze w br. dotyczą m.in. przedłużenia zamrożenia wynagrodzeń w administracji publicznej, świadczeń emerytalno-rentowych oraz zasiłków społecznych oraz obniżonej stawki składek przekazywanych do OFE<sup>30</sup>.

W 2012 r., tj. w terminie wynikającym z procedury nadmiernego deficytu, deficyt budżetowy na Litwie zaplanowany jest na poziomie 2,8% PKB, a w kolejnych dwóch latach ma obniżyć się w tempie 1 pkt. proc. PKB rocznie. Władze planują dokonanie w przyszłym roku przeglądu wydatków (w tym socjalnych), wprowadzenie działań ograniczających przywileje emerytalne, poprawę efektywności przedsiębiorstw państwowych. Niemniej jednak najnowsza aktualizacja Programu Konwergencji Litwy nie zawiera bliższych szczegółów propozycji w tym zakresie. W przyszłym roku przestaną obowiązywać obniżki emerytur (o 5%) i wynagrodzeń w sektorze publicznym, przy czym rząd może zdecydować o ich przedłużeniu. Międzynarodowy Fundusz Walutowy ocenia, że Litwa powinna wprowadzić dodatkowe działania konsolidacyjne (w skali ok. 1¼ pkt. proc. PKB), aby osiągnąć zakładany na przyszły rok cel budżetowy, np. poprzez zwiększenie poziomu opodatkowania (m.in.

nieruchomości i pojazdów silnikowych). Z uwagi na zaplanowane na jesień 2012 r. wybory parlamentarne ich przyjęcie wydaje się mało prawdopodobne.

Dług publiczny Litwy, dzięki prognozowanej poprawie sytuacji gospodarczej, ma stopniowo obniżyć się. W 2014 r. prognozowany jest na poziomie 35,4% PKB wobec 38,2% PKB w 2010 r.

### Prognozy

Według Banku Litwy wzrost PKB w 2011 r. może sięgnąć 5,6%, a rok później - 4,8% (oznacza to istotne podwyższenie prognoz w porównaniu z listopadem ub.r.).

W 2011 r. wysokiej dynamice wzrostu gospodarczego w największym stopniu sprzyjała będzie odbudowa inwestycji. Bank Litwy oczekuje, że wzrosną one w br. o 17,9%. Najszybciej rosnać będą m.in. inwestycje przedsiębiorstw w majątek trwały<sup>31</sup>, a wraz z nimi produkcja przemysłowa. Dodatkowy bodziec dla inwestycji publicznych zapewni oczekiwany wzrost wykorzystania unijnych środków (dofinansowanie projektów infrastrukturalnych i wspierających wzrost wydajności energetycznej).

Spodziewany jest również powrót wydatków gospodarstw domowych do dodatniej dynamiki i obniżenie tempa wzrostu eksportu. W kolejnych latach odbudowa spożycia krajowego nastąpi w związku z oczekiwaną poprawą na rynku pracy<sup>32</sup> (obniżenie bezrobocia, wzrost zatrudnienia), nastrojów konsumentów (możliwe obniżenie stopy oszczędności), stopniowym odnowieniem akcji kredytowej i ograniczeniem konsolidacji fiskalnej. Wzrostowi konsumpcji sprzyjać może również niższe niż w sąsiednich krajach bałtyckich obciążenie długiem. W 2012 r. niewykluczone będzie dalsze osłabienie restrykcji fiskalnych w związku z jesiennymi wyborami parlamentarnymi. Natomiast w przeciwną stronę oddziaływał będzie dość niski realny wzrost płac.

Wzrost eksportu związany będzie z utrzymaniem dobrej koniunktury wśród krajów będących odbiorcami litewskiego eksportu, w tym krajów b. ZSRR. Tempo wzrostu eksportu może się obniżyć ze względu na nasycenie rynków docelowych, obniżenie konkurencyjności związane ze wzrostem cen surowców oraz efektem wysokiej bazy. Wraz z odbudową popytu krajowego w szybszym tempie rósł będzie również import dóbr i usług.

Zagrożenia dla wzrostu związane są z możliwym dalszym wzrostem emigracji i negatywnymi zjawiskami demograficznymi. Odpływ siły roboczej może nie zostać zrekomensowany przez wzrost produktywności pracy związany z osłabionymi inwestycjami. Wzrost gospodarczy osłabić może również wyższy niż oczekiwany wzrost cen energii. Możliwe zmniejszenie globalnej

<sup>29</sup> Na niewielkim litewskim rynku międzybankowym na stopy procentowe może mieć również wpływ zmiana płynności jednego banku.

<sup>30</sup> Pierwotnie wymiar składki przekazywanej na Litwie do OFE miał zostać czasowo (2009-2010) ograniczony z 5,5% do 2%. Pod koniec 2010 r. postanowiono, że jego przywrócenie będzie warunkowane dobrą sytuacją sektora finansów publicznych.

<sup>31</sup> Wg ankiety Litewski Instytut Wolnego Rynku (LFMI) przedsiębiorstwa w 2011 r. zamierzają więcej reinwestować (ok. ¼ swoich zysków), spodziewają się również wzrostu marż.

<sup>32</sup> Będzie ona jednak przebiegać powoli w związku z utrzymywaniem się wysokiego bezrobocia strukturalnego.

awersji do ryzyka wraz z poprawą koniunktury na Litwie sprzyjać będzie wyższemu napływowi kapitału.

W latach 2011-12 oczekiwane jest obniżenie bezrobocia, jednak jego poziom prawdopodobnie pozostanie nadal względnie wysoki. Związane to będzie m.in. niskim poziomem wynagrodzeń, często niższym niż zasiłki dla bezrobotnych, co sprzyja wzrostowi zatrudnienia w szarej strefie<sup>33</sup>.

Według prognoz Banku Litwy średnioroczna inflacja w 2011 r. może sięgnąć 3,8%<sup>34</sup>. W dalszym ciągu kształtowana będzie przez czynniki o charakterze podażowym związane z wysokimi cenami ropy naftowej, gazu<sup>35</sup> i żywności na rynkach światowych. Wraz z poprawą PKB i wzrostem popytu wewnętrznego na Litwie rosnać mogą również ceny wyrobów przemysłowych i usług. Dodatkową presję wywołać może spodziewana poprawa dynamiki kredytów dla sektora prywatnego. Podwyższona inflacja osłabić może siłę nabywczą gospodarstw domowych, szczególnie mniej zamożnych. Według Banku Litwy w 2012 r. inflacja powinna utrzymać się na poziomie 3,9%. Inflacja bazowa w horyzoncie prognozy Komisji Europejskiej będzie stopniowo rosnać wraz z domykaniem luki popytowej.

Bank Litwy oczekuje, że na rachunku obrotów bieżących w 2011 r. pojawi się deficyt 1,2% PKB, głównie na skutek rosnącego deficytu na rachunku towarów. W przeciwną stronę oddziaływał będzie napływ transferów bieżących. Spodziewane dalsze pogłębianie deficytu towarów (obniżanie tempa wzrostu eksportu) spowoduje wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących w 2012 r. do 1,8% PKB.

Tabela 5.4  
Prognozy najważniejszych wskaźników makroekonomicznych

	LB	KE	MFW	Consensus Economics
	05.2011 (11.2010)	05.2011 (11.2010)	04.2011 (10.2010)	06.2011 (12.2010)
<b>PKB, w %, r/r</b>				
2011	5,6 (3,1)	5,0 (2,8)	4,6 (3,1)	4,7 (2,7)
2012	4,8	4,7 (3,2)	3,8 (2,6) 3,7 (3,3)	3,8
<b>Inflacja, w %, r/r</b>				
2011	3,8 (2,3)	3,2 (2,3)	3,1 (1,3)	3,8 (2,0)
2012	3,9	2,4 (2,7)	2,9 (1,3) 2,7 (1,5)	2,9
<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących, w % PKB</b>				
2011	-1,2 (-0,4)	0,2 (1,3)	-0,9 (0,2)	
2012	-1,8	-0,6 (1,0)	-2,9 (-0,6) -3,0 (-1,8)	

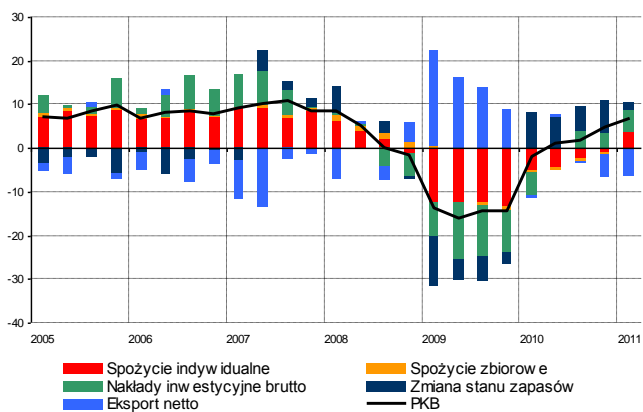
LB - Lietuvos bankas

<sup>33</sup> Ankietowani przez LFMI oszacowali wielkość szarej strefy na 28% PKB Litwy w 2010 r. W 2011 r. spodziewany jest podobny udział.

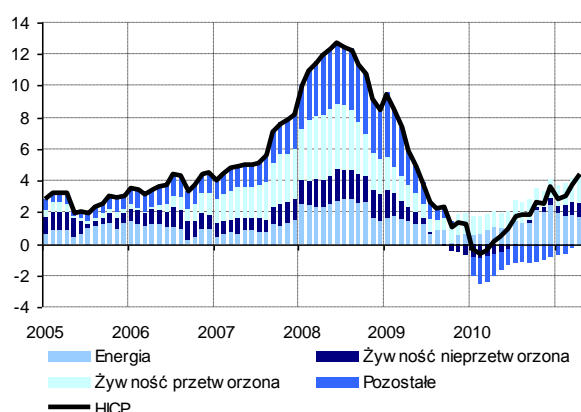
<sup>34</sup> Utrzymanie inflacji na obniżonym poziomie jest szczególnie istotne w związku z planami przyjęcia na Litwie euro w 2014 r.

<sup>35</sup> Dodatkowo przyczynić się do tego może planowana przez Gazprom podwyżka cen na dostawy gazu na Litwę.

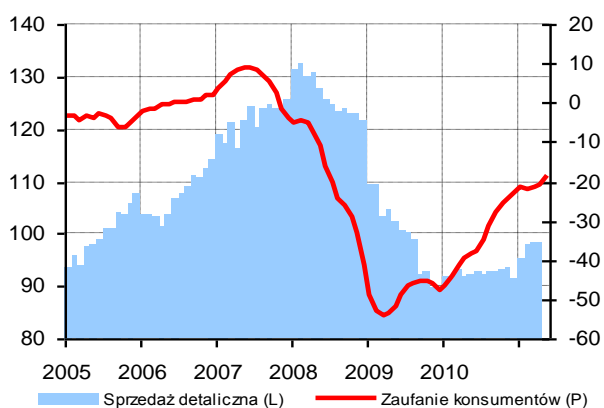
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



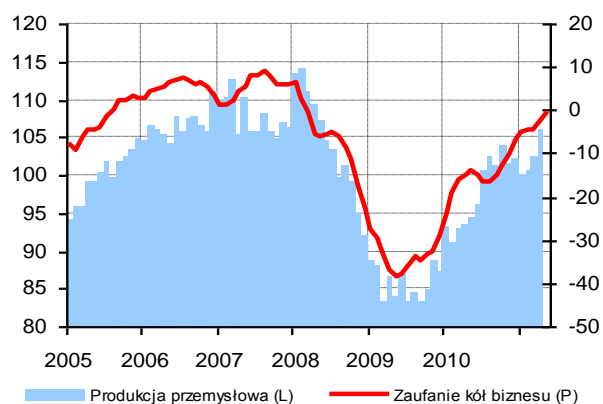
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



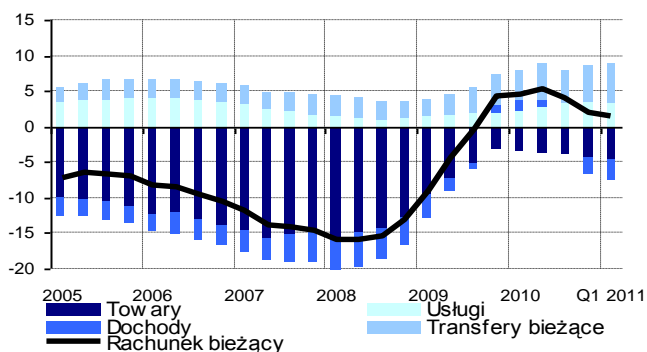
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźnik zaufania konsumentów



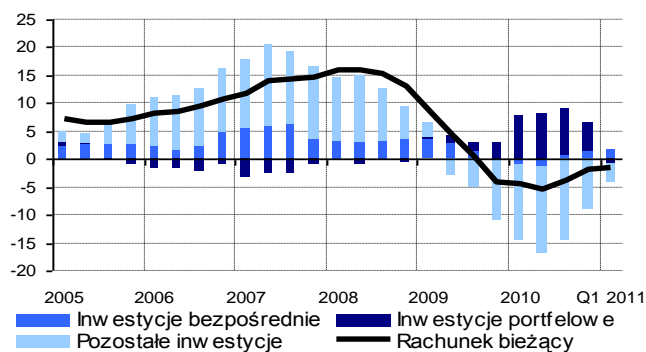
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania kół biznesu



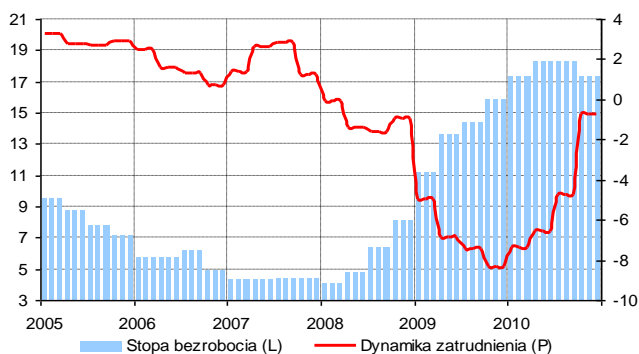
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



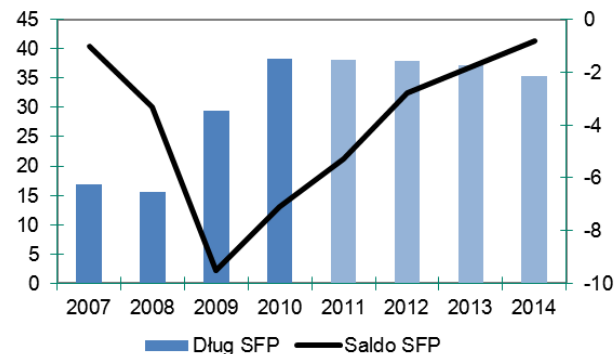
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



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



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne





## ŁOTWA

### Wzrost gospodarczy

Od II połowy 2010 r. gospodarka łotewska znów znajduje się w fazie wzrostu. Jednak wzrost ten nie zdołał zrekompensować spadku z I poł. ub.r., w efekcie czego rok 2010 był trzecim z kolei spadku PKB na Łotwie. Tendencja wzrostowa kontynuowana była w I kw. 2011 r., jednak tempo ożywienia było tu wolniejsze niż w pozostałych krajach bałtyckich.

Tabela 6.1

Dynamika PKB i jej komponenty (% r/r)

	2009	2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
<b>PKB</b>	<b>-18,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>2,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,2</b>
Spożycie indywidualne	-22,5	-0,1	3,5	5,8	3,6
Spożycie zbiorowe	-9,2	-11,0	-6,1	-9,1	0,2
Nakłady inwestycyjne	-37,7	-19,5	-11,8	0,1	14,5
Eksport	-13,9	10,3	15,4	13,7	15,1
Import	-34,2	8,6	12,8	15,8	18,8

źródło: Eurostat

Od początku 2010 r. roczna dynamika spożycia indywidualnego na Łotwie wzrastała i w II połowie 2010 r. była już dodatnia. W całym 2010 r. wkład spożycia indywidualnego do dynamiki PKB nadal pozostawał jednak minimalnie ujemny (-0,1 pp.). Rosnąca dynamika konsumpcji była przede wszystkim efektem niskiej bazy z 2009 r., kiedy to zmniejszyła się ona aż o 22,5%. Najważniejszym czynnikiem spowalniającym jej wzrost była trwająca już kolejny rok konsolidacja finansów publicznych, która wpłynęła na zmianę zachowania konsumentów (budowanie oszczędności kosztem zmniejszonej konsumpcji). Kontynuacja zacieśnienia fiskalnego była widoczna znacznie bardziej w przypadku spożycia zbiorowego. W 2010 r. obniżyło się ono aż o 11%, co oznacza drugi rok z rzędu silnych spadków konsumpcji publicznej. W I kw. 2011 r. można było zauważyć dalszy wzrost konsumpcji prywatnej, a dodatkowo nieznacznie zwiększyła się również konsumpcja publiczna.

Nakłady inwestycyjne w 2010 r. w dalszym ciągu pozostawały kategorią, która w największym stopniu wpływała na obniżenie dynamiki PKB. W porównaniu z 2009 r. inwestycje były o niemal 20% niższe. Wydaje się, że w II połowie 2010 r. na Łotwie nastąpiło już odwrócenie się spadkowej tendencji dotyczącej nakładów inwestycyjnych, jaka miała miejsce od 2007 r. W III kw. 2010 r. miał miejsce duży wzrost ich rocznej dynamiki, jednak nadal pozostawała ona ujemna. W kolejnym kwartale po raz pierwszy od 2007 r. można było zauważyć wzrost inwestycji w ujęciu rocznym, który jeszcze wyraźnie przyspieszył w I kw. 2011 r. Wzrost dynamiki nakładów inwestycyjnych w II połowie 2010 r. i I kw. 2011 r. dotyczył przede wszystkim inwestycji w budynki o charakterze produkcyjnym i magazyny, co może stanowić zapowiedź pociągnięcia za sobą innych kategorii inwestycji w najbliższych kwartałach. Wydaje się jednak, że aby w

pełni wykorzystać potencjał inwestycyjny Łotwy, konieczny jest powrót inwestorów zagranicznych. Odzyskanie ich zaufania wiąże się jednak ze skutecznym zakończeniem rozpoczętego procesu reformowania gospodarki, zwłaszcza uzdrowienia finansów publicznych.

Czynnikiem ograniczającym wzrost popytu wewnętrznego na Łotwie w 2010 r. była stale spowalniająca akcja kredytowa banków komercyjnych. Wartość kredytów zarówno dla gospodarstw domowych, jak i dla przedsiębiorstw prywatnych coraz silniej się obniżała, co nie wskazuje na odbudowę akcji kredytowej na Łotwie w najbliższej perspektywie. Niewielki wzrost liczby udzielanych kredytów widoczny był jedynie w przypadku sektora publicznego, zarówno sektora finansów publicznych, jak i przedsiębiorstw państwowych.

Jedyną kategorią rachunków narodowych, która miała dodatni wkład do dynamiki PKB w 2010 r. były zapasy. Ich wkład do rocznej dynamiki PKB wyraźnie jednak się zmniejszył w II połowie 2010 r. (wyniósł on odpowiednio 6,6 i 3,0 pp. w I i II połowie 2010 r.). Oznacza to, że proces odbudowy zapasów przez łotewskie przedsiębiorstwa zaczyna spowalniać, co można było również zaobserwować w I kw. 2011 r.

Motorem napędowym łotewskiej gospodarki w 2010 r. pozostawał eksport, do czego przyczyniał się przede wszystkim rosący popyt w krajach UE-15. Wzrost eksportu, zapotrzebowanie na surowce oraz powoli odbudowujący się popyt wewnętrzny pociągnęły za sobą w II połowie ub.r. wzrost importu. W rezultacie wkład eksportu netto do dynamiki PKB w II połowie roku zaczął się obniżać, a w IV kw. ub.r. był on już ujemny. Szybki wzrost importu w I kw. 2011 r. spowodował, że ujemny wkład eksportu netto jeszcze się zwiększył.

Po okresie silnego spadku w 2009 r., od początku 2010 r. sprzedaż detaliczna na Łotwie zaczęła powoli rosnać. Wzrost ten dotyczył przede wszystkim towarów trwałego użytku, m.in. liczba nowo zarejestrowanych samochodów w 2010 r. wzrosła o ponad 32% w ujęciu rocznym. Wzrost sprzedaży detalicznej na Łotwie był nieproporcjonalnie duży w stosunku do skali poprawy sytuacji na rynku pracy w 2010 r. Struktura wydatków konsumpcyjnych w tym okresie (przede wszystkim dobra trwałego użytku) sugeruje, że wzrost wydatków konsumpcyjnych na Łotwie to przesunięcie w czasie odroczonej „poważnych zakupów”, które realizowane były za pomocą środków zaoszczędzonych w czasie kryzysu. Tendencja ta odwróciła się w IV kw. 2010 r., kiedy to zapowiedziano kontynuację, a nawet zaostrzenie zacieśnienia fiskalnego. Informacje te szybko ostudziły zapędy konsumpcyjne Łotuszy. Dodatkowo wyższe ceny energii i żywności spowodowały ograniczenie zakupów innych dóbr konsumpcyjnych. W IV kw. 2010 r. i I kw. 2011

r. wartość sprzedaży detalicznej obniżała się, co dotyczyło zwłaszcza dóbr trwałego użytku.

Podobnie kształtowały się wskaźniki optymizmu konsumentów. W pierwszych trzech kwartałach 2010 r. na Łotwie miał miejsce jego wzrost. Wynikał on przede wszystkim ze wzrostu subindeksów opisujących bieżącą i oczekiwaną w najbliższych miesiącach kondycję łotewskiej gospodarki, a także sytuację finansową gospodarstw domowych. W IV kw. trend ten się odwrócił, co wynikało przede wszystkim ze spadku oczekiwań dotyczących przyszłych dochodów i sytuacji finansowej gospodarstw domowych.

Wielkość produkcji sprzedanej przemysłu na Łotwie w 2010 r. była o ponad 13% wyższa niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Wzrost produkcji przemysłowej był odzwierciedleniem przede wszystkim wzrostu popytu zewnętrznego. W największym stopniu wzrosła produkcja dóbr inwestycyjnych i pośrednich (m.in. papieru, produktów przemysłu drzewnego i metalurgicznego, maszyn i urządzeń oraz środków transportu). W IV kw. 2010 r. dynamika produkcji uległa obniżeniu, a w I kw. 2011 r. jej wartość nawet spadła. Wynikało to z osłabienia popytu zarówno krajowego, jak i zagranicznego, co było najbardziej zauważalne w przemyśle chemicznym, gumowym i produkcji urządzeń elektrycznych.

Wskaźnik zaufania kół biznesu na Łotwie, który szybko rósł do II kw. 2010 r., zahamował w II połowie 2010 r. Co prawda w II poł. 2010 r. i I kw. 2011 r. nadal zwiększała się liczba zamówień dla przemysłu, jednak tempo ich wzrostu spadło. Jednocześnie, przedsiębiorcy wyrażali coraz większe obawy co do wielkości przyszłej produkcji wynikające z rosnącego stanu bieżących zapasów.

### Rynek pracy

Sytuacja na rynku pracy na Łotwie w trakcie 2010 r. ulegała stopniowej poprawie. Zharmonizowana stopa bezrobocia spadła z ponad 20% w IV kw. 2009 r. do 17,2% w IV kw. 2010 r. Pomimo tej poprawy w dalszym ciągu należała nie tylko do najwyższych w regionie (obok Litwy), ale również w całej UE (obok Hiszpanii).

Od II kw. 2010 r. miało miejsce odwrócenie się tendencji spadkowej w zatrudnieniu, jaką można było zaobserwować na Łotwie od początku 2008 r. W III i IV kw. 2010 r. roczna dynamika zatrudnienia po raz pierwszy od połowy 2008 r. była dodatnia (2,1% r/r w IV kw. 2010 r.). Wzrost zatrudnienia można było zaobserwować niemal we wszystkich gałęziach gospodarki. Liczba pracujących zwiększyła się zarówno w przemyśle, budownictwie, jak i w większości usług. Wyjątkiem pozostał sektor administracji publicznej, który w dalszym ciągu odczuwał skutki zacieśnienia fiskalnego. Brak wyraźnego ożywienia w handlu detalicznym spowodował również dalszy spadek zatrudnienia w tym sektorze.

### Inflacja i koszty pracy

Roczna stopa inflacji HICP na Łotwie w okresie styczeń-lipiec 2010 r. była ujemna i jednocześnie najniższa w regionie. W II połowie 2010 r., podobnie jak w pozostałych krajach EŚW, dynamika cen konsumpcyjnych wyraźnie przyspieszyła. W grudniu wyniosła już ona 2,4%. W pierwszych czterech miesiącach 2011 r. nadal obserwowano wzrost inflacji na Łotwie, do 4,8% w maju 2011 r.

Tabela 6.2

Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)

	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	maj- 11
<b>HICP</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,7</b>	<b>3,8</b>	<b>4,8</b>
<i>Kategorie mające największy wpływ na inflację (w pkt proc.)</i>					
Żywność i napoje bezalkoholowe	-0,5	0,4	1,5	2,1	2,6
Utrzymanie mieszkania	-0,6	0,6	0,7	1,2	1,0
Transport	0,5	0,4	0,7	0,8	0,8
Odzież i obuwie	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,3
Restauracje i hotele	-0,6	-0,5	-0,2	0,0	0,2

źródło: Eurostat

Za wzrost inflacji na Łotwie w II połowie 2010 r. odpowiadały przede wszystkim czynniki o charakterze podażowym – rosnące ceny żywności i energii. Dodatkowym czynnikiem wpływającym na wzrost inflacji w 2010 r. były podwyżki cen regulowanych (zwłaszcza energii cieplnej i gazu). W styczniu 2011 r. miał miejsce skokowy wzrost inflacji na Łotwie, co wynikało z podwyższenia stawek VAT (z 21% do 22%), co według szacunków Banku Łotwy spowodowało wzrost inflacji o 1,3 pp. Dodatkowo, w 2011 r. ceny energii i żywności kontynuowały szybkie wzrosty z II połowy 2010 r.

Podwyżka VAT, rosnące ceny surowców energetycznych i paliw, które zaczęły przekładać się na inne kategorie towarów i usług, a także coraz bardziej widoczna poprawa sytuacji na rynku pracy zaczęły przekładać się na wzrost inflacji bazowej na Łotwie. Co prawda w 2011 r. w dalszym ciągu była ona ujemna, jednak wyraźnie wzrosła w porównaniu z końcem 2010 r. W kwietniu 2011 r. wyniosła ona -0,3% wobec -2,6% w grudniu 2010 r.

Spadkowa tendencja nominalnych wynagrodzeń na Łotwie została utrzymana w 2010 r. Przeciętna płaca zmniejszyła się o 5,5% w stosunku do 2009 r. Płace zmniejszyły się zarówno w przemyśle, jak i sektorze usług. Program szukania oszczędności w sektorze finansów publicznych wyraźnie odbił się na wynagrodzeniach w tym sektorze, które były najwyższe w całej gospodarce. Spadki wynagrodzeń miały miejsce głównie w I połowie ub.r., natomiast w II połowie płace zaczęły już powoli wzrastać. W IV kw. można już nawet było zauważyć minimalny wzrost nominalnego wynagrodzenia w ujęciu rocznym (0,1%).

Roczna dynamika jednostkowych kosztów pracy (ULC) na Łotwie wzrosła w II połowie 2010 r., jednak nadal pozostawała ujemna. Pomimo rosnących w II połowie ub.r. wynagrodzeń na Łotwie, wydajność pracy nadal wzrastała w szybszym tempie.

## Bilans płatniczy

Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących na Łotwie, po osiągnięciu rekordowej wysokości 10,6% PKB w I kw. 2010 r. (średnia krocząca dla 4 kwartałów), w kolejnych kwartałach 2010 r. bardzo wyraźnie się obniżyła. W całym 2010 r. wyniosła już ona tylko 3,6% PKB, a w IV kw. 2010 r., po raz pierwszy od 2008 r. na rachunku obrotów bieżących pojawił się deficyt. W I kw. 2011 r. nadwyżka na rachunku obrotów bieżących ponownie się zmniejszyła.

Obroty w handlu zagranicznym na Łotwie wyraźnie wzrosły w 2010 r. Eksport zwiększył się o 28%, a import o 20%, co spowodowało spadek deficytu na rachunku towarów z 7,1% w 2009 do 6,4% PKB w 2010 r. Rosnący popyt ze strony głównych partnerów handlowych Łotwy, a także wzrost konkurencyjności łotewskiego eksportu (*wewnętrzna dewaluacja*) były głównymi czynnikami szybkiej odbudowy eksportu. W największym stopniu wzrósł on w przypadku wyrobów przemysłu drzewno-papierniczego, metalurgicznego, chemicznego oraz produkcji urządzeń i maszyn i sprzętu elektronicznego. Wzrost eksportu pociągnął za sobą większe zapotrzebowanie na dobra pośrednie i kapitałowe, co zwłaszcza w II połowie 2010 r., przełożyło się na wyraźny wzrost importu tych towarów. W I kw. 2011 r. deficyt na rachunku towarów nieznacznie wzrósł w wyniku szybszego wzrostu importu niż eksportu.

Salda na rachunku usług, podobnie jak i transferów bieżących, w 2010 r. niezmiennie wykazywały nadwyżkę, która praktycznie nie zmieniała się w trakcie ub.r. Na tym samym poziomie nadwyżka ta utrzymała się również w I kw. 2011 r.

Podstawową przyczyną spadku dodatniego salda obrotów bieżących był szybki spadek nadwyżki na rachunku dochodów. W 2009 r. wynosiła ona 6,3% PKB a w 2010 r. już jedynie 0,2% PKB. W I kw. 2011 r. saldo dochodów wskazywało już deficyt (-1,0% PKB). Wynikało to ze wzrostu zysków osiąganych przez przedsiębiorstwa z kapitałem zagranicznym, co spowodowało rosnący w ciągu 2010 i I kw. 2011 r. odpływ dochodów z inwestycji zagranicznych.

Tabela 6.3

Bilans płatniczy, saldo (% PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)

	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
<b>Rachunek bieżący</b>	<b>10,6</b>	<b>8,6</b>	<b>6,5</b>	<b>3,6</b>	<b>2,0</b>
Towary	-6,2	-6,0	-6,0	-6,4	-6,5
Usługi	6,1	6,3	6,3	6,2	6,1
Dochody	6,8	4,7	2,7	0,2	-1,0
Transfery bieżące	3,9	3,6	3,5	3,6	3,4
<b>Rachunek kapitałowy</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>1,6</b>	<b>0,9</b>
<b>Rachunek finansowy</b>	<b>-14,0</b>	<b>-10,6</b>	<b>-8,8</b>	<b>-5,3</b>	<b>-2,9</b>
Inwestycje bezpośrednie	-0,5	0,5	0,3	1,4	3,5
Inwestycje portfelowe	0,8	0,7	0,5	-0,8	-2,8
Pozostałe inwestycje	-2,8	2,2	-2,9	-1,0	-4,8

Źródło: Eurostat

W 2010 r. wyraźnie zmniejszyła się skala odpływu kapitału zagranicznego z Łotwy. Odpływ kapitału był skutkiem spłaty długoterminowych zobowiązań przez łotewskie podmioty

gospodarcze (zarówno sektora finansowego, jak i niefinansowego), co można było zauważyć na rachunku pozostałych inwestycji (-1,0% PKB w 2010 r.). Skala odpływu kapitału z tego tytułu była jednak zdecydowanie mniejsza niż w poprzednich dwóch latach. Z kolei saldo inwestycji portfelowych, które jeszcze w 2009 r. wykazywało nadwyżkę wyraźnie się obniżyło w 2010 r. Jedynie napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych na Łotwę był w 2010 r. zdecydowanie większy niż ich odpływ. Napływ netto inwestycji bezpośrednich zwiększył się zwłaszcza w II połowie 2010 r., kiedy to do napływu kapitału własnego dołączył transfer reinwestowanych zysków przedsiębiorstw. W I kw. 2011 r. ponownie miał miejsce odpływ kapitału zagranicznego z Łotwy. Co prawda zwiększył się napływ inwestycji bezpośrednich, jednak jednocześnie powiększyły się deficyty na rachunku inwestycji portfelowych i pozostałych inwestycji, m.in. z powodu znacznie mniejszego transferu środków w ramach Funduszu Spójności w porównaniu z I kw. 2010 r.

## Stopy procentowe

Na Łotwie, podobnie jak w pozostałych krajach bałtyckich, miał miejsce bardzo duży spadek stóp procentowych na rynku międzybankowym wynikający przede wszystkim z nadpłynności na tym rynku. Stawka 3M Rigibor zmniejszyła się z prawie 8% na początku 2010 r. do mniej niż 1% w grudniu. W pierwszych pięciu miesiącach 2011 r. stopy procentowe nadal się obniżały. W maju 3M Rigibor spadł do najniższej w historii wartości 0,79%. Rentowności łotewskich obligacji po okresie silnego spadku w 2010 r. (z 15,5% w styczniu do 7% w grudniu), utrzymywały się na niskim poziomie również w dotychczasowym okresie 2011 r., co można traktować jako oznaki stabilizacji na rynkach finansowych Łotwy.

Po okresie osłabienia się realnego efektywnego kursu walutowego w 2010 r. (w wyniku tzw. „wewnętrznej dewaluacji”), w 2011 r. kurs łata zaczął się umacniać wobec walut głównych partnerów handlowych. W okresie grudzień 2010 – kwiecień 2011 REER deflowany CPI aprecjonował o 2,5%. Wynikało to przede wszystkim z szybkiego wzrostu inflacji na Łotwie, jaki był obserwowany od początku b.r.

## Polityka fiskalna

W 2010 r. Łotwa kontynuowała konsolidację finansów publicznych, zgodnie z warunkami programu pomocowego. W ub.r. deficyt sektora *general government* wyniósł 7,7% PKB wobec 9,7% PKB w 2009 r. Łączna skala działań dostosowawczych wyniosła ok. 4,0% PKB (ciężar rozłożony po równo po stronie dochodowej i wydatkowej), przy czym na wzrost deficytu budżetowego na Łotwie w ub.r. wpłynął czynnik jednorazowy (wsparcie sektora finansowego na kwotę 2,3% PKB wobec 1,1% PKB w 2009 r.).

W połowie kwietnia br. łotewski parlament przyjął nowelizację ustawy budżetowej na 2011 r. Dzięki niej deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wyniesie ma 4,2% PKB wobec 5,4% PKB planowanych wcześniej i limitu 6,0% PKB, wynikającego z warunków pakietu pomocowego. Jej uchwalenie związane było z obawami MFW i Komisji Europejskiej o możliwość

osiągnięcia celu budżetowego na 2011 r. m.in. w efekcie optymistycznych prognoz, co do kształtowania się sytuacji gospodarczej oraz wzrostu dochodów podatkowych, dzięki walce z przemysłem i szarą strefą. Podniesiona została ponadto prognoza dochodów budżetowych (ok. ¾% PKB), przy nieznacznym wzroście limitów wydatkowych<sup>36</sup> (0,2% PKB). Jednocześnie zdecydowano o podwyżkach akcyzy oraz stawki VAT na gaz ziemny (z 12% do 22%)<sup>37</sup> oraz utrzymaniu ograniczeń wysokości zasiłków socjalnych (do 2012 r.), chorobowych, macierzyńskich i dla bezrobotnych (do 2014 r.).

Poprawiająca się sytuacja budżetowa Łotwy w kolejnych latach pozwala na zmniejszenie skali działań dostosowawczych. Deficyt sektora *general government* ma zostać ograniczony poniżej 3% PKB w 2012 r. (2,5% PKB), tj. w terminie wynikającym z procedury nadmiernego deficytu. Proponowane działania dostosowawcze na 2012 r., szacowane na ok. 1,1-1,3% PKB, dotyczą dalszego uszczelniania systemu podatkowego i podwyżki podatku od nieruchomości, przy ograniczeniu m.in. wydatków na wynagrodzenia i dotacje (lotnisko w Rydze, na wsparcie działań o charakterze socjalnym realizowanych przez jednostki samorządu terytorialnego) oraz możliwości zaciągania zobowiązań na finansowanie projektów infrastrukturalnych przez samorządy terytorialne. Ponadto waloryzacja świadczeń emerytalno-rentowych nie będzie dokonywana do końca 2013 r. Rząd Łotwy nie planuje obecnie dalszego przesunięcia terminu podwyższenia stawki składki przekazywanej do OFE<sup>38</sup>. Do sierpnia br. ma zostać opracowana strategia w zakresie systemu zabezpieczenia społecznego w kolejnych latach. Konsolidację fiskalną ma wesprzeć wzmocnienie planowania wieloletniego. Począwszy od 2013 r. limity wydatków i deficytu sektora rządowego oraz finansów publicznych będą wiążące, dla wszystkich lat objętych planem.

Wskutek znacznego pogorszenia sytuacji budżetowej Łotwy w efekcie kryzysu gospodarczego oraz konieczności ubiegania się o wsparcie finansowe przez instytucje międzynarodowe, dług publiczny Łotwy uległ gwałtownemu zwiększeniu. Na koniec 2010 r. wyniósł 44,7% PKB wobec 9,0% PKB w 2007 r. Z końcem br. wygasa program pomocowy. Nie będzie on przedłużany, z uwagi na brak zagrożeń dla funkcjonowania gospodarki łotewskiej. W czerwcu br., po raz pierwszy od 2008 r., Łotwa przeprowadziła emisję obligacji zagranicznych. Władze planują wcześniejsze pozyskanie środków walutowych na spłatę pożyczek zaciągniętych w organizacjach

<sup>36</sup> Wsparcie producentów biokomponentów w kwocie należnej za 2010 r.

<sup>37</sup> Mają one obowiązywać od połowy br. Zmiany dotyczą także podwyżek stawek podatku od gier, likwidacji obniżonej stawki VAT na gaz ziemny. Wśród działań obowiązujących od 2011 r. wymienić należy podwyżkę VAT (stawka podstawowa z 21% na 22%, obniżona z 10% na 12%) i niektórych preferencji w zakresie tej kategorii podatkowej, podatku od nieruchomości, akcyzy (w tym likwidacja ulgi na biokomponenty), stawek składki na ubezpieczenia społeczne opłacane przez pracowników (z 9% do 11%). Obniżono natomiast stawkę PIT (z 26% na 25%).

<sup>38</sup> Pod koniec 2010 r. podjęta została decyzja o przesunięciu zwiększenia składki przekazywanej do OFE na 2013 r. Pierwotnie planowano, że zostanie ona podniesiona z 2% do 4% w 2012 r., a od 2013 r. do 6%. Należy zwrócić uwagę, że od 2013 r. nie nastąpi powrót do wysokości składki przekazywanej do kapitałowej części systemu emerytalnego obowiązującej przed majem 2009 r., tj. 8% podstawy wymiaru.

międzynarodowych (ok. 4,5 mld EUR), których największe kwoty zapadają w 2014 r. i 2015 r. Tym samym pomimo poprawy sytuacji gospodarczej i ograniczeniu deficytu budżetowego w kolejnych latach dług publiczny Łotwy zwiększy się do 52% PKB w 2014 r., zaś w 2015 r. obniży się do 45% PKB.

### Prognozy

Według prognoz Komisji Europejskiej, PKB na Łotwie w 2011 r., po trzech latach jego spadku, może zwiększyć się o 3,3%. Ożywienie gospodarcze będzie wynikało przede wszystkim ze spodziewanego umocnienia się popytu wewnętrznego. Prognozy wskazują na przyspieszenie wzrostu konsumpcji prywatnej, pomimo braku wyraźnej poprawy na rynku pracy. Nakłady inwestycyjne również mają powrócić na ścieżkę szybkiego wzrostu. Kontynuacja konsolidacji finansów publicznych będzie natomiast prowadziła prawdopodobnie do dalszego spadku konsumpcji publicznej. Przewiduje się również zakończenie procesu odbudowy zapasów, który był głównym czynnikiem wzrostu w poprzednich latach. Wkład eksportu netto do dynamiki PKB ma się również obniżyć, co wynikać ma z wolniejszego niż w 2010 r. wzrostu eksportu. W 2012 r. tendencje w łotewskiej gospodarce mają być podobne, przy czym oczekuje się jeszcze większego pobudzenia popytu wewnętrznego, zarówno konsumpcji, jak i inwestycji.

Roczna dynamika HICP w 2011 r. ma wyraźnie wzrosnąć, co będzie wynikiem utrzymującego się efektu podwyżek stawek podatków pośrednich ze stycznia 2011 r. Czynnikiem wpływającym na wzrost inflacji w 2011 r. ma być również rosnąca presja inflacyjna związana ze zwiększonymi wydatkami gospodarstw domowych. W 2012 r. inflacja powinna się obniżyć w wyniku wygaśnięcia ww. efektu bazy oraz stabilizacji cen na rynkach surowców energetycznych i żywności.

Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących, która pojawiła się w 2009 i utrzymała w 2010, ma zniknąć w 2011 r. Deficyt obrotów bieżących ma się dodatkowo pogłębić w kolejnym roku, jednak nawet nie zbliży się on do poziomu obserwowanego przed wybuchem kryzysu (wynosił on wówczas ponad 20% PKB). Pogłębiający się deficyt w handlu zagranicznym i na rachunku dochodów mają być głównymi czynnikami wzrostu nierównowag zewnętrznych na Łotwie w najbliższych latach.

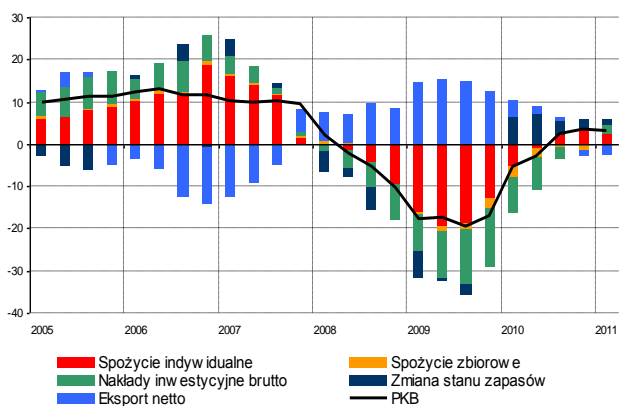
Tabela 6.4

Prognozy najważniejszych wskaźników makroekonomicznych

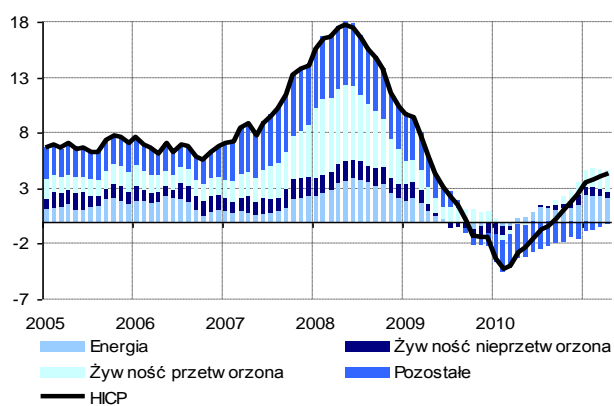
	MF	KE	MFW	Consensus Economics
	04.2011 (11.2010)	11.2010 (05.2010)	04.2011 (10.2010)	06.2011 (12.2010)
<b>PKB, w %, r/r</b>				
2011	3,3 (3,3)	3,3 (3,3)	3,3 (3,3)	3,6 (2,9)
2012	4,0 (4,0)	4,0 (4,0)	4,0 (4,0)	3,8
2013			4,0 (4,0)	
<b>Inflacja, w %, r/r</b>				
2011	3,5 (1,1)	3,4 (1,1)	3,0 (0,9)	4,1 (1,7)
2012	2,0	2,0 (1,8)	1,7 (1,0)	3,1
2013			1,7 (1,2)	
<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących, w % PKB</b>				
2011		-0,3 (-0,5)	2,6 (2,9)	
2012		-1,6 (-2,9)	1,5 (0,8)	
2013			-0,3 (-0,2)	

MF – Ministerstwo Finansów Republiki Łotewskiej

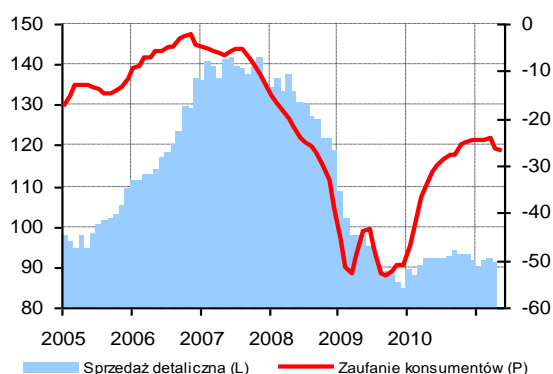
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



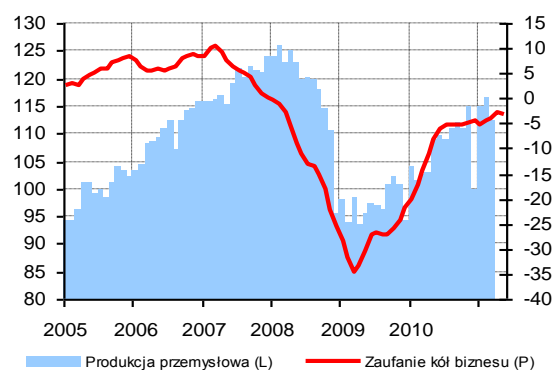
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



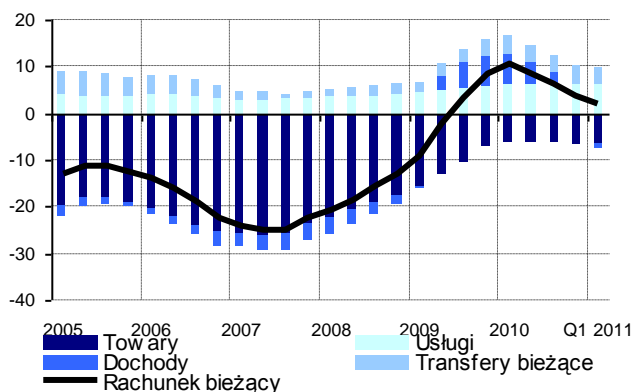
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



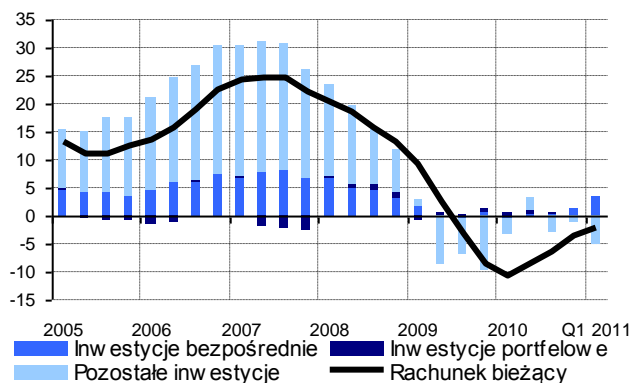
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania kół biznesu



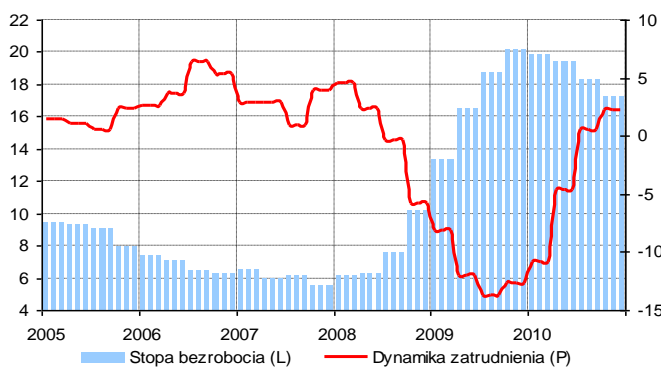
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



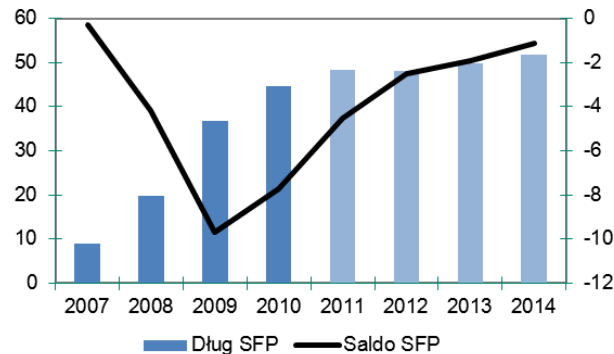
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



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



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



## Wzrost gospodarczy

W 2010 r. produkt krajowy brutto wzrósł w Polsce o 3,8%, co obok Słowacji było najwyższą dynamiką wzrostu gospodarczego w regionie. Jednak struktura wzrostu w Polsce istotnie różniła się w porównaniu z pozostałymi krajami Europy Środkowej i Wschodniej. Istotne znaczenie w ożywieniu aktywności gospodarczej miała tu konsumpcja indywidualna, podczas gdy rola popytu zewnętrznego była relatywnie niewielka.

Tabela 7.1

Dynamika PKB i jej komponenty (% r/r)

	2009	2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
<b>PKB</b>	<b>1,8</b>	<b>3,8</b>	<b>4,6</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3</b>
Spżycie indywidualne	2,2	3,1	3,5	3,5	3,5
Spżycie zbiorowe	1,9	4,0	3,7	4,9	2,1
Nakłady inwestycyjne	-0,8	-1,0	0,4	1,7	6,8
Eksport	-9,5	10,0	8,5	7,3	5,8
Import	-13,5	11,6	9,5	11,3	6,2

źródło: Eurostat

Wzrost gospodarczy w Polsce w 2010 r. w 50% wynikał ze zwiększenia wydatków gospodarstw domowych. Skala ich wzrostu (3,0% r/r) była nie tylko najwyższa w krajach EŚW (średnio w krajach regionu obniżała się drugi kolejny rok o 1,4%), ale obok Szwecji najwyższa w Unii Europejskiej. Dynamika spżycia indywidualnego istotnie wzrosła w II połowie 2010 r., kształtując się na poziomie zbliżonym do wieloletniej średniej. Wzrostowi dynamiki popytu konsumpcyjnego sprzyjała poprawa tempa wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Ich wysoka dynamika wynikała z szybkiego wzrostu dochodów z pracy najemnej. W porównaniu z 2009 r. nastąpiło także przyspieszenie wydatków sektora publicznego.

W 2010 r., w podobnej skali jak w roku poprzednim, nastąpiło obniżenie nakładów brutto na środki trwałe. Istotny wpływ na zmniejszenie wydatków inwestycyjnych w całym roku, miał ich spadek w I kw. ub.r. do czego przyczyniły się niekorzystne warunki pogodowe. Natomiast w II poł. 2010 r. nastąpiło odwrócenie niekorzystnej tendencji w inwestycjach. Złożyło się na to istotne zwiększenie się tempa wzrostu inwestycji publicznych oraz inwestycji dużych i średnich przedsiębiorstw. W IV kw. ub.r. do wzrostu nakładów brutto przyczyniały się także inwestycje mieszkaniowe. Jednocześnie od początku 2010 r. przedsiębiorstwa odbudowywały poziom zapasów, co znalazło odzwierciedlenie w dodatnim i znaczącym (większym niż pozostałych składowych PKB) wkładzie tej kategorii do wzrostu PKB.

Od IV kw. 2009 r. wzrostową tendencję kontynuował eksport. Jednakże w II poł. 2010 r. tendencja ta uległa osłabieniu, co wynikało przede wszystkim z obniżenia się tempa wzrostu popytu konsumpcyjnego w krajach Europy Zachodniej, będących najważniejszymi rynkami

eksportowymi Polski. Wpłynęły na to prowadzone w części krajów działania zmierzające do konsolidacji finansów publicznych, pośrednio przyczyniając się do ograniczenia wydatków gospodarstw domowych. Ma to o tyle duże znaczenie dla Polski, gdyż dobra konsumpcyjne stanowią ponad 30% eksportu do krajów UE-15, a więc znacznie więcej niż średnio w pozostałych krajach EŚW. Ożywienie popytu zewnętrznego sprawiło, że najszybciej rozwijającą się w 2010 r. częścią gospodarki w ujęciu sektorowym był przemysł. Względnie wysoką dynamiką charakteryzowały się również pozostałe branże związane z eksportem, w tym przede wszystkim transport.

Wzrost eksportu (a także odbudowa zapasów), ze względu na wysoką importochłonność produkcji przeznaczanej na rynki zagraniczne, pobudził popyt importowy. Zwiększał się on w ujęciu rocznym od początku 2010 r. Dodatkowo do wzrostu importu w II poł. ub.r. przyczyniło się także przyspieszenie popytu konsumpcyjnego. W efekcie import rósł szybciej niż eksport, co wpłynęło na powiększenie się deficytu handlowego i negatywną kontrybucję eksportu netto do wzrostu PKB. Tak więc Polska należała do tej nielicznej grupy krajów Unii Europejskiej, gdzie realna dynamika importu była w ub.r. wyższa niż dynamika eksportu. W dużej mierze wynikało to z faktu, że popyt w Polsce rósł szybciej niż generalnie w krajach będących najważniejszymi partnerami handlowymi. Ponadto szybszemu wzrostowi importu sprzyjała aprecjacja złotego, jaka dokonana się w skali całego 2010 r.

W I kw. 2011 r. wzrost PKB pozostał na relatywnie wysokim poziomie. Nadal głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego był popyt krajowy, na co złożyło się przyspieszenie dynamiki inwestycji, podtrzymanie tempa wzrostu konsumpcji oraz dalszy przyrost zapasów.

Dynamika spżycia indywidualnego w I kw. 2011 r. pozostała relatywnie wysoka, pomimo podwyższonej inflacji, spadku kredytów konsumpcyjnych oraz przesunięcia części zakupów na koniec 2010 r. w związku ze zmianami stawek VAT od 2011 r. Może to świadczyć o dużym znaczeniu poprawy sytuacji na rynku pracy dla dynamiki konsumpcji. Natomiast istotnie spowolniło spżycie publiczne.

W I kw. 2011 r. kontynuowane było ożywienie inwestycji. Jednocześnie firmy dalej odbudowywały zapasy, wskutek czego wkład tej kategorii do wzrostu PKB pozostał dodatni. Z kolei spowolnienie wzrostu miało miejsce zarówno w eksporcie, jak i imporcie, przy czym znacznie silniej obniżyła się dynamika importu. W efekcie zmniejszył się ujemny wkład eksportu netto do wzrostu PKB.

W okresie styczeń-kwiecień 2011 r. miał miejsce dalszy wzrost sprzedaży detalicznej. Przez cały okres silnie rosła sprzedaż w niektórych kategoriach dóbr trwałego użytku (meble, RTV, AGD) oraz nietrwałego użytku niebędących



dobrami pierwszej potrzeby, co może świadczyć o szerokiej bazie ożywienia popytu konsumpcyjnego.

Badania koniunktury wskazują na wciąż relatywnie słabe nastroje gospodarstw domowych w 2011 r. Od początku 2011 r. wszystkie (poza zmianami poziomu bezrobocia) składniki wskaźników ufności konsumenckiej utrzymują się na niższym poziomie niż w poprzednim roku. W szczególności systematycznie obniżała się skłonność konsumentów do dokonywania ważnych zakupów. Relatywnie słabe nastroje nie miały jednak dotychczas na tyle dużego wpływu na zachowania konsumenckie gospodarstw domowych, by przełożyć się na spowolnienie wzrostu spożycia indywidualnego, które wydaje się silniej uzależnione od poprawy sytuacji na rynku pracy.

Dane dotyczące dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu oraz portfela zamówień wskazują na utrzymanie tendencji wzrostowych w tym sektorze, choć w ostatnim okresie widoczne jest pewne obniżenie tych wskaźników. Także obserwowany w ostatnim okresie spadek wskaźnika PMI wskazuje na możliwość osłabienia ożywienia w przemyśle.

### Rynek pracy

Umacniający się wzrost gospodarczy sprzyja zwiększaniu popytu na pracę, co przełożyło się na silniejszy wzrost zatrudnienia. W I kw. br. zatrudnienie zwiększyło się o 2,1% (wobec wzrostu o 1,1% w IV kw. 2010 r.). Zharmonizowana stopa bezrobocia wyniosła w kwietniu br. 9,3% (po skorygowaniu o czynniki sezonowe), tj. była o 0,2 pkt proc. niższa w porównaniu z grudniem 2010 r. Względnej stabilizacji stopy bezrobocia towarzyszyła spadkowa tendencja liczby nowo zarejestrowanych bezrobotnych.

### Inflacja i koszty pracy

Od początku 2011 r. obserwowane jest przyspieszenie wzrostowej tendencji zharmonizowanego wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych (HICP) w ujęciu rocznym. W styczniu br., głównie na skutek podwyżki stawek podatku VAT, inflacja wzrosła do 3,5% (z 2,9% w grudniu 2010 r.). W kolejnych miesiącach do wzrostu inflacji przyczyniały się systematycznie rosnące ceny żywności, na co wpływała głównie niekorzystna sytuacja podażowa na krajowym rynku owoców, warzyw i zbóż oraz silny zwykły trend cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych. Do wzrostu inflacji przyczyniły się także podwyżki administrowanych cen nośników energii dla gospodarstw domowych. W maju 2011 r. roczny wskaźnik HICP wzrósł do poziomu 4,3%.

Wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii zwiększył się z 1,1% r/r do 2,0% r/r. Na wzrost wskaźnika złożył się wzrost cen w większości grup usług i towarów. W styczniu i lutym br. był on związany ze wspomnianą podwyżką stawek podatku VAT, a także z podwyżką administrowanych cen usług związanych z użytkowaniem mieszkania. W kolejnych miesiącach przyspieszenie inflacji bazowej wynikało głównie ze

wzrostu cen odzieży i obuwia, a także ze wzrostu cen usług w grupie restauracje i hotele (częściowo związanego ze wzrostem cen żywności) oraz cen usług transportowych (częściowo związanego ze wzrostem cen paliw), a w maju br. - także ze wzrostem cen usług medycznych.

Przyspieszenie inflacji bazowej obserwowane od IV kw. 2010 r. może sygnalizować zwiększanie się presji popytowej w gospodarce.

Tabela 7.2

Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)

	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	maj- 11
<b>HICP</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>	<b>3,6</b>	<b>4,3</b>
<i>Kategorie mające największy wpływ na inflację (w pkt proc.)</i>					
Żywność i napoje bezalkoholowe	0,2	0,6	1,0	1,3	1,8
Utrzymanie mieszkania	0,5	0,6	0,7	0,9	1,0
Transport	0,5	0,2	0,4	0,5	0,5
Wyroby alkoholowe i tytoniowe	0,7	0,4	0,4	0,4	0,3
Pozostałe	0,3	0,2	0,1	0,2	0,3

źródło: Eurostat

Po wyraźnym przyspieszeniu w IV kw. 2010 r., tempo wzrostu płac nominalnych w gospodarce obniżyło się w I kw. br. Tempo wzrostu wynagrodzeń w przedsiębiorstwach pozostało w tym okresie umiarkowane. W warunkach podwyższonej inflacji, dynamika płac realnych gospodarce i sektorze przedsiębiorstw była zbliżona do zera.

Ze względu na szybszy wzrost liczby pracujących wydajność pracy w gospodarce rosła w I kw. 2011 r. wolniej niż w poprzednich kwartałach. Jednoczesne obniżenie się dynamiki płac skutkowało jednak spadkiem dynamiki jednostkowych kosztów pracy w porównaniu z IV kw. ub.r. Dynamika ta była natomiast wyraźnie wyższa niż w czterech wcześniejszych kwartałach.

W kwietniu br. - po raz pierwszy od lipca 2009 r. - jednostkowe koszty pracy w przemyśle wzrosły w ujęciu r/r. Do zahamowania spadku jednostkowych kosztów pracy w przemyśle przyczyniło się głównie spowolnienie wzrostu wydajności pracy w ostatnich miesiącach oraz wyraźnie szybszy wzrost wynagrodzeń w kwietniu br.

### Bilans płatniczy

Wraz z kontynuacją ożywienia gospodarczego nastąpiło pogłębienie się ujemnego salda obrotów bieżących, do czego w największym stopniu przyczynił się wzrost deficytu w handlu towarami. Obserwowany wzrost deficytu w handlu zagranicznym był związany nie tylko ze wzrostem popytu na dobra importowane w warunkach rosnącej aktywności gospodarczej w kraju, ale częściowo wynikał również z pogorszenia się *terms-of-trade* (w następstwie rosnących cen importu surowców). Dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw przekładały się z kolei na wzrost dochodów zagranicznych właścicieli firm, co powiększało deficyt dochodów w rachunku obrotów bieżących.

Deficyt na rachunku obrotów bieżących (w ujęciu czterech kolejnych kwartałów) wzrósł do 4,5% PKB w.

2010 r. (wobec 3,9% w 2009 r.). Po I kw. 2011 deficyt ten pogłębił się do 4,6% PKB.

Równocześnie, zwiększenie wykorzystania środków z UE na finansowanie projektów inwestycyjnych znajdowało odzwierciedlenie w silnym napływie środków na rachunek kapitałowy.

Tabela 7.3  
Bilans płatniczy, saldo (% PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)

	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
<b>Rachunek bieżący</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,6</b>
Towary	-1,7	-1,9	-2,0	-2,4	-2,5
Usługi	1,0	0,9	0,9	0,7	0,8
Dochody	-3,8	-3,6	-3,8	-3,6	-3,6
Transfery bieżące	0,7	0,8	0,7	0,8	0,6
<b>Rachunek kapitałowy</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>
<b>Rachunek finansowy</b>	<b>9,7</b>	<b>9,8</b>	<b>9,7</b>	<b>8,0</b>	<b>8,6</b>
Inwestycje bezpośrednie	2,4	2,2	1,3	0,7	0,3
Inwestycje portfelowe	5,5	5,4	5,8	5,4	3,9
Pozostałe inwestycje	1,8	2,2	2,7	2,1	4,5

źródło: Eurostat

Zgodnie z danymi z rachunku finansowego, w IV kw. 2010 r. w napływie netto kapitału do Polski dominowały inwestycje portfelowe. Znaczącą pozycją był napływ kapitału zagranicznego w udziałowe papiery wartościowe. Natomiast w I kw. 2011 r. kapitał netto w przeważającej części napływał do przedsiębiorstw w postaci tzw. pozostałych inwestycji. Dane za IV kw. 2010 r. i I kw. 2011 r. wskazują na wysoki napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich do Polski. Jednocześnie jednak obserwuje się wzrost polskich inwestycji bezpośrednich za granicą.

### Stopy procentowe i kurs walutowy

Od początku 2011 r. Rada Polityki Pieniężnej czterokrotnie podwyższyła stopy procentowe NBP, łącznie o 1,00 pkt proc., w tym stopę referencyjną do poziomu 4,50%. Podwyżki stóp procentowych, każda o 0,25 pkt proc., miały miejsce na posiedzeniach w styczniu, kwietniu, maju i czerwcu br.

Podwyżki stóp procentowych NBP przełożyły się na odpowiedni wzrost stawek rynku międzybankowego. Jednocześnie utrzymywała się tendencja do obniżania się spreadu między oprocentowaniem depozytów na rynku międzybankowym a stawką OIS (*Overnight Index Swap*). Mimo spadku spreadu rynek międzybankowy wciąż nie działał w pełni efektywnie, a banki wykorzystywały przede wszystkim operacje międzybankowe o najkrótszych terminach zapadalności.

W I poł. br. nominalny kurs złotego umocnił się wobec dolara amerykańskiego o 7,2% natomiast wobec euro i franka szwajcarskiego osłabił się o odpowiednio 0,5% oraz 2,9%. Frank szwajcarski, uznawany za bezpieczną i stabilną walutę umocnił się również wobec dolara amerykańskiego oraz euro.

Po przejściowej deprecjacji w połowie marca br., związanej ze wzrostem niepewności na rynkach finansowych wskutek katastrof naturalnych w Japonii, złoty stopniowo się umacniał. W kierunku aprecjacji złotego oddziaływały podwyżki stop procentowych NBP oraz rozpoczęcie przez Ministerstwo Finansów wymiany części transferów z Unii Europejskiej na rynku walutowym. W drugiej połowie maja oraz w czerwcu br. złoty osłabił się ze względu na wzrost obaw inwestorów dotyczących sytuacji fiskalnej w niektórych krajach strefy euro oraz związaną z tym wyprzedaż walut postrzeganych jako bardziej ryzykowne, w tym złotego.

### Polityka fiskalna

W 2010 r. nastąpiło w Polsce dalsze pogłębienie deficytu budżetowego – z 7,3% PKB do 7,9% PKB. Poziom nierównowagi fiskalnej w ub.r. był najwyższy, obok Słowacji, wśród krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Sytuacja ta była związana z niższymi od oczekiwanych wpływami od dochodu i majątku (m.in. większy od zakładanego wpływ spowolnienia gospodarczego na rozliczenie podatkowe przedsiębiorstw) oraz wzrostem relacji wydatków publicznych do PKB, w tym szczególnie nakładów inwestycyjnych, współfinansowanych ze środków UE oraz kwot wydatkowanych na usuwanie skutków ubiegłorocznych powodzi.

W 2011 r. deficyt sektora *general government* Polski ma ulec zmniejszeniu do 5,6% PKB, a w 2012 r. obniży się niemal o połowę, do poziomu 2,9% PKB. W kolejnych dwóch latach jego spadek szacowany jest na poziomie 0,5 proc. PKB rocznie. Dostosowania fiskalne po stronie dochodowej dotyczą przede wszystkim zmniejszenia wymiaru składki przekazywanej do OFE<sup>39</sup> oraz na przejściowych zmianach w VAT (m.in. podwyżka stawek do 2013 r. o 1 pkt. proc.<sup>40</sup>; wyłączenie do 2013 r. możliwości odliczania VAT w przypadku kupna samochodów „z kratką”, jak i paliwa do tych pojazdów). Ograniczeniu wydatków sektora finansów publicznych służy wprowadzenie tymczasowej reguły wydatkowej, która obejmie swym zasięgiem wydatki elastyczne oraz nowe wydatki prawnie zdeterminowane budżetu państwa. Zgodnie z tą regułą, tempo wzrostu tych dwóch grup wydatków nie może przekraczać tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych powiększonego o 1 pkt. proc., w czasie obowiązywania wobec Polski procedury nadmiernego deficytu. Obecnie trwają prace nad trwałą regułą wydatkową, która będzie miała na celu stabilizację salda sektora instytucji rządowych i samorządowych na poziomie celu średniookresowego (tj. utrzymania deficyt strukturalny poniżej poziomu 1% PKB). Dostosowanie po stronie wydatkowej będzie także efektem m.in. zamrożenia wynagrodzeń administracji rządowej w 2011 i 2012 r. (z wyjątkiem nauczycieli). Na zmniejszenie

<sup>39</sup> Poprzednio wynosiła ona 7,3% wynagrodzenia brutto. Od maja br. wynosi 2,3%, a w kolejnych latach będzie stopniowo rosła. Docelowy poziom – 3,5% – ma zostać osiągnięty w 2017 r.

<sup>40</sup> Z wyjątkiem podstawowych towarów spożywczych, które od 2011 r. zostały opodatkowane stawką w wysokości 5% wobec 7% poprzednio. Po 2013 r. jej wysokość zostanie utrzymana.



deficytu sektora finansów publicznych wpłynie także wygaszanie wcześniejszych emerytur oraz wprowadzenie reguł dyscyplinujących jednostki samorządu terytorialnego<sup>41</sup>. W najnowszym Programie Konwergencji zapowiedziano reformę systemu zaopatrzeniowego służb mundurowych i systemu ubezpieczeń społecznych rolników.

Komisja Europejska i MFW wskazują, że osiągnięcie celu budżetowego w 2012 r. wymagać będzie podjęcia dodatkowych działań dostosowawczych. Wśród proponowanych zmian, Fundusz wymienia m.in. ujednoczenie zasad wyliczania rent i emerytur oraz zmiany w mechanizmie ich waloryzacji, ograniczenie ulg podatkowych, ograniczenie zatrudnienia w administracji publicznej.

W 2010 r. poziom zobowiązań sektora *general government* w Polsce wyniósł 55,0% PKB wobec 50,9% w 2009 r. W horyzoncie prognozy zawartej w najnowszej Aktualizacji Programu Konwergencji będzie on zmniejszał się stopniowo (do 50,8% PKB w 2014 r.<sup>42</sup>), na co wpłyną obok poprawy sytuacji budżetowej, znaczące przychody z prywatyzacji w latach 2011-2012.

### Prognozy

W porównaniu z projekcją z października ub.r. przedstawioną w poprzednim raporcie „Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej” w lipcu 2011 r. Narodowy Bank Polski obniżył prognozy wzrostu gospodarczego na najbliższe dwa lata i jednocześnie podwyższył prognozy inflacji.

Narodowy Bank Polski oczekuje, że stosunkowo szybka odbudowa popytu krajowego, będąca głównym źródłem wzrostu w 2010 r., kontynuowana będzie także w roku bieżącym. Według prognozy Komisji Europejskiej opublikowanej w maju br. wzrost gospodarczy w Polsce będzie w 2011 r. nadal należał do najwyższych w regionie. Natomiast w latach 2012-2013 NBP przewiduje obniżenie dynamiki PKB w Polsce, na co złożą się działania obniżające deficyt sektora finansów publicznych, mniejsza absorpcja transferów z UE, ograniczenie tempa wzrostu konsumpcji oraz zakończenie procesu odbudowy zapasów.

W 2011 roku, pomimo względnie wysokiego wzrostu nominalnego funduszu płac, dynamika realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych pozostanie na niskim poziomie, co wynikać będzie z wysokiej inflacji CPI oraz obniżenia tempa wzrostu transferów socjalnych w tym okresie. Wzrost spożycia indywidualnego w bieżącym roku będzie więc finansowany w dużym stopniu spadkiem stopy oszczędności. W latach 2012-2013, pomimo obniżenia tempa wzrostu konsumpcji, pozostanie ona istotnym czynnikiem wzrostu PKB. Bariera dla szybszego wzrostu

<sup>41</sup> Zapisany w nowej ustawie o finansach publicznych z 2009 r. zakaz deficytu bieżącego od 2011 r. i indywidualne wskaźniki zadłużenia od 2014 r.

<sup>42</sup> Zgodnie z metodologią krajową w horyzoncie prognozy dług publiczny w relacji do PKB ma być niższy od 50% (tj. I prognozy ostrożnościowego).

konsumpcji w tym okresie będzie umiarkowany wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, w tym funduszu płac (efekt ograniczonej poprawy sytuacji na rynku pracy).

Po obniżeniu w 2010 r., stopa inwestycji nieznacznie wzrośnie w latach 2011-2013. W 2011 r. na wzrost inwestycji nadal składać się będzie przede wszystkim wysoka dynamika nakładów w sektorze publicznym, finansowanych w istotnej części napływem funduszy strukturalnych UE. W latach 2012-2013 absorpcja funduszy UE oraz wydatki sektora finansów publicznych na jej współfinansowanie prawdopodobnie zmniejszą się, co przełoży się na istotne obniżenie dynamiki inwestycji publicznych. Wzrost nakładów brutto na środki trwałe będzie wspierany, zwłaszcza od roku 2012, przez rosnący popyt inwestycyjny przedsiębiorstw. Do stopniowego wzrostu inwestycji przedsiębiorstw przyczyni się rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz względnie niski koszt użytkowania kapitału.

Dynamika cen konsumpcyjnych w 2011 r. będzie istotnie wyższa niż w roku ubiegłym. Przyczyną wzrostu inflacji są czynniki podażowe, wpływające na wysoki wzrost cen żywności i energii oraz zmiana stawek VAT od stycznia 2011 r. Przewiduje się, że od II kw. 2012 r. inflacja obniży się do poziomu zbliżonego do wysokości celu inflacyjnego. Stopę inflacji w średnim i długim horyzoncie projekcji zwiększać będą rosnące koszty pracy, natomiast ograniczony popyt wewnętrzny oraz obniżająca się dynamika cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych będą czynnikami zmniejszającymi wzrost inflacji.

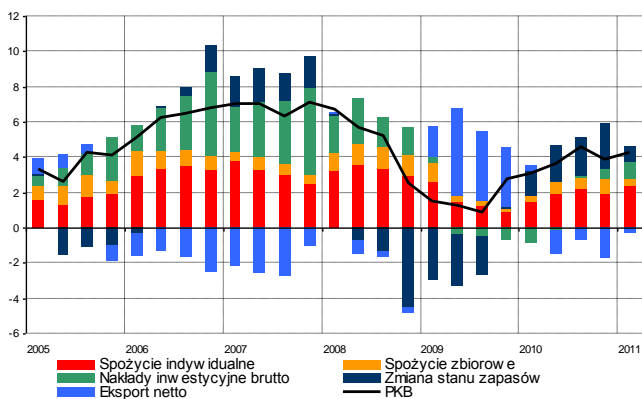
Najważniejszym źródłem niepewności prognoz PKB i inflacji jest z jednej strony dynamika aktywności gospodarczej w krajach mających największy wpływ na polską gospodarkę, z drugiej – zmiany polityki fiskalnej. Konsekwencją procedury nadmiernego deficytu, która obciąża Polskę do redukcji deficytu sektora finansów publicznych poniżej 3% do 2012 r., mogą być dalsze dostosowania zwiększające wpływy i ograniczające wydatki tego sektora w latach 2012-2013.

Tabela 7.4  
Prognozy najważniejszych wskaźników makroekonomicznych

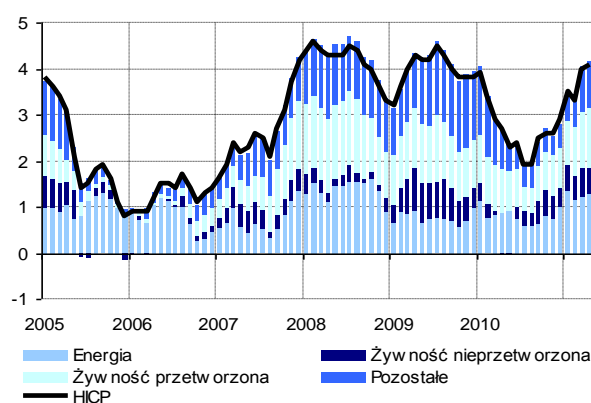
	NBP	KE	OECD	MFW
	07.2011 (10.2010)	05.2011 (11.2010)	05.2011 (11.2010)	04.2011 (10.2010)
<b>PKB, w %, r/r</b>				
2011	4,0 (4,3)	4,0 (3,49)	3,9 (4,0)	3,8 (3,7)
2012	3,2 (4,2)	3,7 (4,2)	3,8 (4,3)	3,6 (3,9)
2013	2,9			3,7 (4,2)
<b>Inflacja, w %, r/r</b>				
2011	4,0 (3,0)	3,8 (2,9)	4,2 (2,5)	4,1 (2,7)
2012	2,7 (3,0)	3,2 (3,0)	3,1 (3,1)	2,9 (3,0)
2013	2,4			2,6 (2,9)
<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących, w % PKB</b>				
2011		-4,1 (-3,3)	-4,5 (-3,2)	-3,9 (-2,6)
2012		-4,1 (-3,7)	-4,8 (-3,8)	-4,2 (-2,9)
2013				-4,4 (-2,7)

NBP – Raport o inflacji, Narodowy Bank Polski

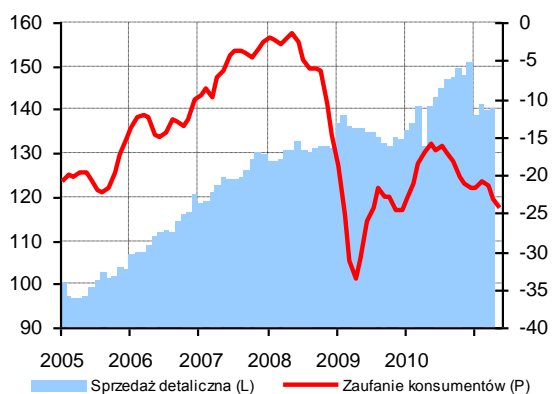
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



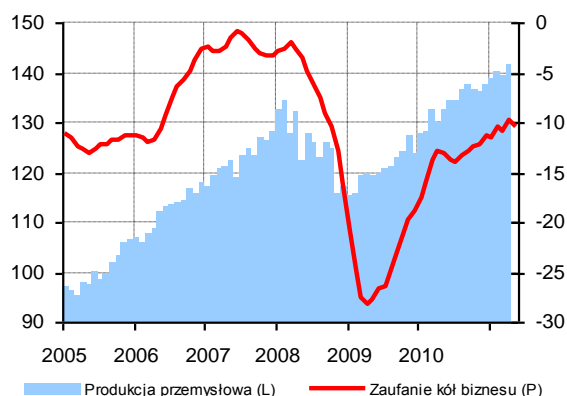
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



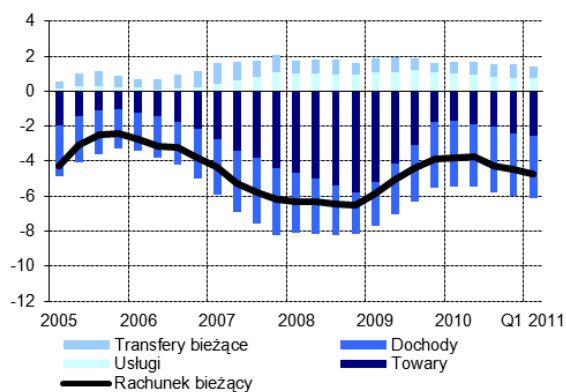
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



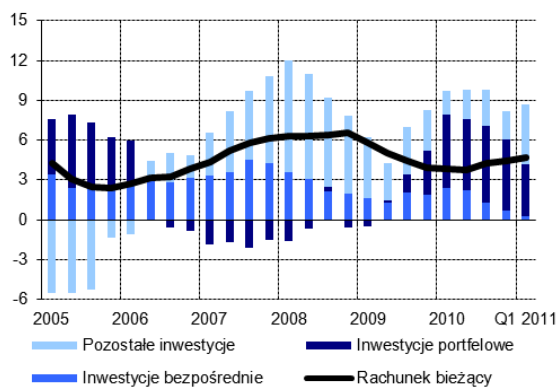
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania kół biznesu



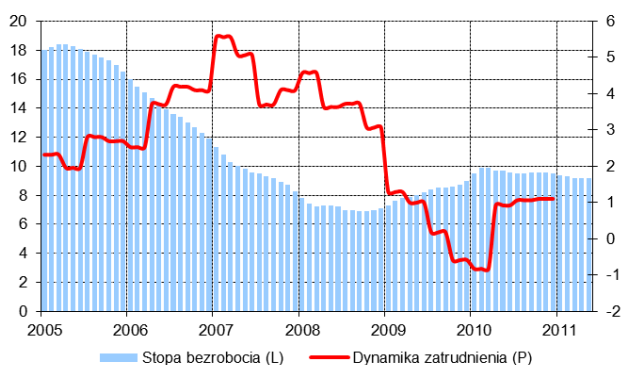
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



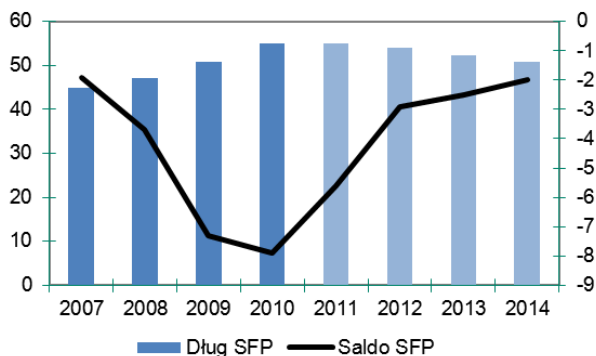
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



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



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



## RUMUNIA

### Wzrost gospodarczy

Po dwóch kolejnych latach spadku aktywności ekonomicznej (2009-2010), w I kw. 2011 r. Rumunia drugi kwartał z rzędu odnotowała wzrost produktu krajowego brutto w ujęciu kwartalnym, co prawdopodobnie kończy okres recesji w tej gospodarce.

Rok 2010 był w Rumunii drugim z kolei, w którym nastąpił spadek konsumpcji prywatnej. Przyczyniła się do tego przede wszystkim konsolidacja fiskalna<sup>43</sup>, niska dynamika kredytów oraz spadek płac realnych.

Wydatki sektora rządowego w 2010 r. w związku z restrykcyjną polityką fiskalną zostały obniżone w skali należącej do najwyższych w regionie. Część działań konsolidacyjnych (m.in. obniżka płac w sektorze publicznym o 25%) przypadła na II poł. ub.r. przyczyniając się do przedłużenia recesji w czasie, kiedy większość państw EŚW wkraczała już w fazę ożywienia.

Tabela 8.1

Dynamika PKB i jej komponenty (% , r/r)

	2009	2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
<b>PKB</b>	<b>-6,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,3</b>
Spżycie indywidualne	-7,6	-1,5	-1,2	-1,3	-0,4
Spżycie zbiorowe	-1,1	-3,6	-0,2	-5,7	-6,2
Nakłady inwestycyjne	-6,5	-13,1	-7,2	-4,5	-4,9
Eksport	-9,1	14,3	12,1	18,0	21,2
Import	-15,4	12,4	9,3	13,6	12,3

źródło: Eurostat

Tendencję spadkową kontynuowały wydatki inwestycyjne, głównie na skutek bardzo niskich inwestycji budowlanych (roczna dynamika wartości dodanej w tym sektorze była ujemna w ciągu 2010 r.). Wzrosły natomiast inwestycje w maszyny, czemu w dużej mierze sprzyjał efekt niskiej bazy 2009 r. (wydatki na maszyny i środki transportu zanotowały wówczas najgłębszy spadek obok krajów bałtyckich) oraz poprawa oczekiwań kół biznesu.

Jedyną kategorią, która niezmiennie miała dodatni wkład do dynamiki PKB w 2010 r. była zmiana poziomu zapasów. Wraz ze wzrostem popytu zewnętrznego pobudzała ona aktywność gospodarczą, zwłaszcza w sektorze przetwórstwa przemysłowego.

W 2010 r. razem ze wzrostem popytu zagranicznego rosły zamówienia w przemyśle i eksport. Wraz z ożywieniem popytu inwestycyjnego nastąpił także wzrost importu dóbr i usług, którego dynamika okazała się wyższa niż eksportu, co przełożyło się na ujemny wkład handlu zagranicznego do PKB. Odbudowa importu następowała głównie za sprawą rosnącego zapotrzebowania na dobra inwestycyjne i pośrednie w

związku ze wzrostem popytu sektora eksportowego i odbudową zapasów.

W I kw. 2011 r. po raz pierwszy od końca 2008 r. nastąpił wzrost PKB w ujęciu rocznym (0,3%). Był on efektem ponownej poprawy salda handlu zagranicznego, jak i dalszego wzrostu poziomu zapasów. Natomiast główne kategorie popytu krajowego nadal ulegały osłabieniu.

Eksport towarów i usług jest jak dotąd jedyną kategorią, której wielkość przekroczyła (i to znacznie) poziom sprzed kryzysu. W I kw. 2011 r. kontynuowane było przyspieszenie dynamiki eksportu, która była wyraźnie wyższa w porównaniu z pozostałymi krajami regionu. Jednocześnie nastąpiło obniżenie dynamiki importu do Rumunii.

Wysoki popyt zewnętrzny oraz odbudowa zapasów wpłynęły na dalszy wzrost produkcji przemysłowej Rumunii w 2011 r. Jej roczna dynamika w ciągu niemal całego 2010 r. utrzymywała się na poziomie powyżej 4%, a w I kw. 2011 r. wzrosła do ponad 10%. Produkcja pojazdów silnikowych, urządzeń elektrycznych i hutnictwa przekroczyła poziom sprzed kryzysu. Wysokiej dynamice produkcji przemysłowej towarzyszyła poprawa nastrojów kół biznesu. W I kw. 2011 r. wzrosły oczekiwania dotyczące m.in. liczby zamówień, pozycji konkurencyjnej i wielkości produkcji, których wskaźniki są niewiele niższe w porównaniu z okresem sprzed spadku aktywności w przemyśle w październiku 2008.

Jednocześnie zmniejszyła się skala spadku spżycia krajowego, co prawdopodobnie było związane z podwyżką płac sektora publicznego o 15% (w lutym 2011 r.) oraz obniżeniem stopy bezrobocia. W I kw. 2011 r. nastąpiło także obniżenie ujemnej dynamiki sprzedaży detalicznej, dzięki rosnącemu popytowi na dobra trwałego użytku. Powstrzymana została także spadkowa tendencja sprzedaży samochodów osobowych (gdzie skala spadku w okresie 2009 - I kw. 2010 r. przekraczała 40%), do czego przyczyniła się prowadzona przez rząd polityka wsparcia przemysłu motoryzacyjnego<sup>44</sup>. Na powolną stabilizację popytu konsumpcyjnego wskazuje również umiarkowany wzrost optymizmu wśród konsumentów. Od początku 2011 r. poprawiły się subindeksy opisujące ocenę przyszłej sytuacji finansowej

<sup>44</sup> Tzw. Program Rabla. Jego celem jest odnowienie parku samochodowego kraju poprzez kasację starych aut. System voucherów (każdy o wartości 3,8 tys. RON) przyznawanych na kasację ponad dziesięcioletnich pojazdów, pozwala posiadaczowi maksimum trzech voucherów na zakup nowego samochodu lub odsprzedaż voucherów. W 2011 r. program jest kontynuowany. W ocenie rumuńskiego Zrzeszenia Producentów i Importerów Pojazdów (APIA) inicjatywa spełniła zamierzenia. Wg informacji rządowych, w ramach programu zakupiono ok. 63 tys. pojazdów, z czego prawie połowa została wyprodukowana w Rumunii (w sumie zarejestrowano ok. 94,5 tys. nowych aut). <http://www.gov.ro/> oraz ACEA

<sup>43</sup> Wg Instytutu WIIW działania konsolidacyjne spowodowały spadek PKB w skali roku o co najmniej 1%.

gospodarstw domowych, planowane wydatki oraz sytuację na rynku pracy.

Z kolei na skutek kontynuacji konsolidacji fiskalnej w I kw. br. pogłębił się spadek wydatków publicznych.

Ujemną roczną dynamikę zanotowały także nakłady inwestycyjne. W dalszym ciągu najwyższe spadki notowały inwestycje w nowe budownictwo.

### Rynek pracy

Sytuacja na rynku pracy w Rumunii jest względnie stabilna. Zharmonizowana stopa bezrobocia utrzymywała się w 2010 r. na średnim poziomie 7,3%, a w I kw. 2010 r. obniżyła się do 7%. Wydaje się jednak, że nie było to związane z tworzeniem nowych miejsc pracy, ale ze zmniejszeniem liczby osób skłonnych ją podjąć oraz ze wzrostem zatrudnienia w szarej strefie. Z drugiej strony, zatrudnienie w 2010 r. obniżyło się. Jeden z najgłębszych spadków dotyczył sektora budownictwa. Zanotowano również wzrost liczby zatrudnionych w niepełnym wymiarze czasu pracy.

Stabilna sytuacja na rynku pracy utrzymuje się m.in. dzięki wciąż wysokiemu zatrudnieniu w sektorze publicznym oraz korzystnym dla zatrudnionych przepisom ochrony pracy. W 2011 r. zostaną wprowadzone w życie nowe uregulowania mające na celu ich uelastycznienie, co według rządu przyczyni się do wzrostu liczby nowych miejsc pracy. Proces ich tworzenia jest jednak w 2011 r. opóźniony ze względu na powolną odbudowę gospodarki.

### Inflacja i koszty pracy

W 2010 r. inflacja pozostawała powyżej celu Narodowego Banku Rumunii (NBR), za co odpowiadały przede wszystkim czynniki o charakterze podażowym. Od III kw. zharmonizowany wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (HICP) w ujęciu rocznym utrzymywał się na poziomie powyżej 7,5%. Było to związane z efektem podwyżek VAT (z 19% do 24%), akcyzy oraz wyższymi cenami żywności i energii na światowych rynkach. Przyczyniły się do tego także powodzie w Rumunii, które ograniczyły podaż produktów spożywczych. Również w I kw. 2011 r. czynniki te miały istotny wpływ na inflację, która osiągnęła w maju poziom 8,5%<sup>45</sup>.

Tabela 8.2

Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)

	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	maj- 11
<b>HICP</b>	<b>4,3</b>	<b>7,5</b>	<b>7,8</b>	<b>7,5</b>	<b>8,5</b>
<i>Kategorie mające największy wpływ na inflację (w pkt proc.)</i>					
Żywność i napoje bezalkoholowe	-0,1	1,3	2,3	3,3	4,3
Utrzymanie mieszkania	0,6	1,3	1,4	1,3	1,6
Wyroby alkoholowe i tytoniowe	2,1	2,4	1,7	0,7	0,9
Transport	0,7	0,7	0,9	0,9	0,8
Rekreacja i kultura	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2

źródło: Eurostat

Inflacja bazowa (po wyłączeniu cen administrowanych, żywności i energii) obniżyła się z 7,0% w III kw. do 6,4% w IV kw. ub.r. w związku z niskim spożyciem krajowym.

<sup>45</sup> Rosnąca inflacja przy niskiej aktywności gospodarczej rodzi obawy pojawienia się stagflacji.

W I kw. 2011 r. jej poziom uległ dalszemu obniżeniu do ok. 5% m.in. na skutek aprecjacji kursu leja i w związku z tym niższej dynamiki cen towarów importowanych.

Spadek płac nominalnych w sektorze publicznym i wzrost inflacji od połowy 2010 r. przyczyniły się do spadku średniego wynagrodzenia w ujęciu realnym o 4% w 2010 r. W większym stopniu niż pensje pod koniec 2010 r. spadła jednak wydajność pracy, co spowodowało wyhamowanie spadkowej dynamiki jednostkowych kosztów pracy w ujęciu kwartalnym. Roczna dynamika płac w marcu 2011 r. pozostawała ujemna (-1,1%). Wraz z obserwowaną w I kw. poprawą wydajności pracy i ożywieniem wzrostu gospodarczego można oczekiwać dalszego obniżania jednostkowych kosztów pracy.

### Bilans płatniczy

W 2010 r. deficyt na rachunku obrotów bieżących utrzymał się na poziomie zbliżonym do 2009 r., tj. 4,2% PKB. Choć poprawiło się saldo na rachunku towarów w związku z szybszym wzrostem eksportu niż importu<sup>46</sup>, we wszystkich pozostałych kategoriach nastąpiło pogorszenie się salda. W największym stopniu przyczyniły się do tego dochody oraz usługi. Wzrost deficytu dochodów związany był ze zwiększeniem się wypłaty odsetek z tytułu udzielonych kredytów oraz zysków realizowanych przez inwestorów zagranicznych. Nadwyżka transferów bieżących obniżyła się z 4,3% PKB w 2009 r. do 2,8% rok później, do czego przyczynił się wzrost bezrobocia i zmniejszenie zarobków w krajach, w których rumuńscy emigranci podejmowali pracę (m.in. Hiszpania, Włochy). W I kw. 2011 r. deficyt na rachunku towarów utrzymywał się na historycznie niskim poziomie dzięki dalszemu wzrostowi eksportu. W wyniku rosnącej aktywności gospodarczej w krajach Unii nastąpił wzrost transferów. W efekcie tych tendencji zmniejszył się również deficyt na rachunku obrotów bieżących.

Tabela 8.3

Bilans płatniczy, saldo (% PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)

	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
<b>Rachunek bieżący</b>	<b>-5,1</b>	<b>-5,3</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,3</b>
Towary	-5,6	-5,7	-5,2	-4,8	-4,2
Usługi	-0,5	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5
Dochody	-1,9	-1,5	-1,6	-1,5	-1,6
Transferory bieżące	2,8	2,5	2,6	2,8	3,0
<b>Rachunek kapitałowy</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
<b>Rachunek finansowy</b>	<b>4,4</b>	<b>5,8</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>5,0</b>
Inwestycje bezpośrednie	2,0	1,6	1,8	2,1	2,1
Inwestycje portfelowe	1,6	1,5	0,8	0,9	0,2
Pozostałe inwestycje	5,8	5,0	4,9	4,4	3,9

źródło: Eurostat

Zmniejszeniu deficytu na rachunku bieżącym towarzyszyło zmniejszenie nadwyżki na rachunku finansowym w II połowie 2010 r. Przyczyniło się do tego obniżenie inwestycji bezpośrednich, co częściowo

<sup>46</sup> Najważniejszymi pozycjami w eksporcie były produkty branży elektronicznej i samochody osobowe. Import stanowiły przede wszystkim paliwa, elektronika i silniki.

zrekompensowane zostało przez napływ inwestycji portfelowych w związku z poprawą zaufania inwestorów do regionu. Pozostałe inwestycje dzięki napływowi kapitału MFW od początku 2010 r. również były wysokie. W I kw. 2011 r. w ujęciu rocznym saldo bezpośrednich inwestycji zagranicznych ponownie się obniżyło, co wynikało zarówno ze wzrostu rumuńskich inwestycji za granicą, jak i spadku zagranicznych inwestycji bezpośrednich w Rumunii, czemu towarzyszyło zmniejszenie inwestycji portfelowych netto.

### Stopy procentowe i kurs walutowy

Narodowy Bank Rumunii od maja 2010 r. utrzymywał oficjalną stopę procentową na poziomie 6,25%. Pomimo utrzymywania się inflacji powyżej celu, nie zdecydowano się na podwyżki stóp ze względu na niski popyt wewnętrzny. Z powodu podwyższonej inflacji nie oczekuje się również obniżenia stóp w drugiej połowie roku, kiedy wygaśnie efekt bazy po podwyżce VAT. W marcu br. dokonano jednak obniżenia stopy rezerwy obowiązkowej, co przyczynić się może do podwyższenia dynamiki kredytów<sup>47</sup>. Pomimo decyzji o zaprzestaniu rozluźniania polityki pieniężnej, oprocentowanie depozytów i kredytów w sektorze bankowym pozostawało w 2010 r. na niskim poziomie. Podobnie w 2011 r., kiedy wysokiej płynności na rynku międzybankowym towarzyszyło obniżenie stawki ROBOR 1M do ok. 4,4% w marcu b.r.

Kurs rumuńskiego leja (RON) osłabiał się od września 2010 r. do końca roku. Jego wahania były amortyzowane przez okazjonalne interwencje banku centralnego, czego efektem było utrzymanie się kursu na podobnym poziomie jak w 2009 r. W okresie styczeń-kwiecień 2011 r. kurs RON wobec euro zaczął się ponownie umacniać, m.in. w związku z poprawą bilansu płatniczego, zmniejszeniem napięć politycznych i dotrzymaniem zobowiązań danych MFW<sup>48</sup>. Jednak na skutek obaw odnośnie wpływu kryzysu zadłużeniowego w Grecji kurs leja ponownie uległ osłabieniu w maju i czerwcu b.r.

<sup>47</sup> Stopa rezerwy obowiązkowej w przypadku kredytów w walucie obcej (z terminem zapadalności do 2 lat) została obniżona w kwietniu 2011 r. z 25% do 20%, w rodzimej pozostała bez zmian (15%). Zależność od kredytowania obcego była jedną z przyczyn pogłębienia się zapaści w gospodarce Rumunii w 2008-2009 r. Obecnie konsumpcja znów wspierana jest przez finansowanie obce.

<sup>48</sup> Władze Rumunii zrezygnowały z ostatniej transzy pakietu kredytowego MFW przyznanego jej w 2009 r. ze względu na wysokie rezerwy banku centralnego i poprawę sytuacji gospodarczej. Rumunia uzyskała dodatkowo dwuletnią, prewencyjną linię kredytową o wartości 3,5 mld EUR z IMF, 1,4 mld EUR z UE i 0,4 mld EUR z Banku Światowego. Program ma obecnie na celu wsparcie reform strukturalnych (m.in. poprawę wykorzystania funduszy unijnych, restrukturyzację i prywatyzację państwowych przedsiębiorstw sektora energetycznego i transportu oraz zmniejszenie zadłużenia państwa w sektorze prywatnym), poprawę zaufania inwestorów zagranicznych oraz stanowić ma zaplecze finansowe na wypadek przyszłych szoków gospodarczych. Programowi towarzyszyć będą działania rządu mające na celu zmniejszenie deficytu budżetowego do 4,4% PKB w 2011 r. i 3% PKB do 2012 r. Spłata pożyczki MFW nastąpi w latach 2012-2015, spłata odsetek rozpoczyna się w 2011 r.

### Polityka fiskalna

W obliczu pogorszenia sytuacji finansów publicznych, Rumunia podjęła w 2010 r. zdecydowane kroki w celu ograniczenia deficytu sektora *general government* poniżej poziomu 6,8% PKB, wynikającego z warunków udzielenia pakietu pomocowego. Dwukrotnie nowelizowano ustawę budżetową na 2010 r. Dokonano m.in. silnej obniżki wynagrodzeń w sektorze publicznym (o 25%), istotnej podwyżki stawki VAT z 19% do 24% oraz zwiększono wpłaty przedsiębiorstw państwowych. W efekcie deficyt sektora *general government* wyniósł w ub.r. 6,4% PKB wobec 9,8% PKB w 2009 r., przy czym do wielkości tej zastrzeżenia zgłosił Eurostat<sup>49</sup>.

W 2011 r. deficyt sektora finansów publicznych w Rumunii ma wynieść 4,9% PKB. Wydatki budżetu państwa zaplanowano na poziomie ub.r. Świadczenia emerytalno-rentowe ponownie nie będą waloryzowane, natomiast wynagrodzenia w sektorze publicznym wzrosną o 15%, wobec cięcia o 25% w połowie ub.r. Równoległe zlikwidowane zostały dodatkowe wynagrodzenia roczne i inne dodatki do pensji. Utrzymane zostaną restrykcje w zakresie zatrudnienia nowych urzędników (1 nowa osoba na 7 odchodzących). Rząd planuje ponadto zmniejszyć wymiar składek na ubezpieczenia społeczne o 2 pkt. proc. od II połowy 2011 r., przy utrzymaniu poziomu opodatkowania PIT, CIT i VAT w kolejnych trzech latach.

Deficyt budżetowy Rumunii w 2012 r., tj. w terminie jego ograniczenia poniżej wartości referencyjnej, ma wynieść 3% PKB, wobec 3,8% prognozowanych przez KE. W kolejnych latach ma obniżać się w tempie 0,4-0,5 pkt. proc. PKB. Wśród proponowanych działań władze zamierzają kontynuować racjonalizację zatrudnienia w sektorze publicznym, reformę przedsiębiorstw państwowych oraz zwiększenie efektywności systemu pomocy społecznej. Ma ono polegać m.in. na wzmocnieniu kontroli i poprawie adresowania świadczeń oraz wprowadzeniu ich łącznego limitu, przypadającego na osobę. Niestabilna sytuacja polityczna oraz wybory parlamentarne w 2012 r. mogą stanowić ryzyko do osiągnięcia zakładanego celu. Ponadto Rumunia musi rozwiązać problem zadłużenia przedsiębiorstw państwowych, którego skala oceniana jest na ok. 5% PKB.

Prezydent Rumunii przedstawił propozycję wprowadzenia limitu deficytu budżetowego do Konstytucji, w celu zapobieżenia wzrostu nierównowagi fiskalnej. Parlament ma nad nią prowadzić prace w połowie br. W 2010 r. uchwalona została ustawa o odpowiedzialności budżetowej, która m.in. ustanowiła radę budżetową oraz wieloletnie limity wydatkowe.

Poziom długu publicznego ma ustabilizować się w kolejnych latach na poziomie ok. 32-33% PKB i będzie jednym z niższych wśród krajów regionu. Od 2012 r. Rumunia planuje ponownie rozpocząć emisję obligacji denominowanych w walutach obcych.

<sup>49</sup> Wątpliwości Eurostatu budzi m.in. ujęcie transferów do/z przedsiębiorstw państwowych oraz konsolidacja dochodów i wydatków sektora finansów publicznych.

## Prognozy

W I połowie br. oceny perspektyw rumuńskiej gospodarki nie uległy istotnej zmianie. W 2011 r. kraj powinien wyjść z recesji z rocznym opóźnieniem względem większości krajów ESW. Oczekiwania na najbliższe 6 miesięcy są pozytywne, na co wskazuje m.in. poprawa indeksu ZEW (opracowanego na podstawie ankiet oceny perspektyw gospodarczych) w kwietniu br., a PKB będzie stopniowo powracał na ścieżkę wzrostu w najbliższych dwóch latach. Według Komisji Europejskiej, Rumunia osiągnie w br. 1,5% tempo wzrostu gospodarczego, a w 2012 r. przyspieszy ono do 3,7%, tj. powyżej wzrostu potencjalnego.

Prognozy KE zakładają, że od 2011 r. eksport netto ustąpi miejsca inwestycjom i konsumpcji prywatnej jako głównym składnikom dynamizującym wzrost PKB. Inwestycje prywatne wspierać będzie oczekiwany dalszy wzrost produkcji przemysłowej i nowych zamówień (wciąż silny popyt zagraniczny). Wzrost inwestycji publicznych może nastąpić w związku z obserwowanym przyspieszeniem wdrożenia nowych projektów infrastrukturalnych finansowanych głównie ze środków unijnych. Na obniżenie dynamiki konsumpcji prywatnej będą wpływać wysokie stopy procentowe i niski wzrost płac. W ciągu najbliższych dwóch lat spodziewane jest jednak odwrócenie negatywnych tendencji na rynku pracy i ograniczenie konsolidacji fiskalnej. Zbliżające się wybory parlamentarne mogą wywołać zwiększenie wydatków rządu, co da dodatkowy bodziec wzrostu konsumpcji i PKB w 2012 r.<sup>50</sup> Oczekuje się również, iż w połowie 2011 r. zapasy osiągną poziom sprzed kryzysu, stąd ich udział we wzroście PKB również będzie mały.

Zagrożenia dla wzrostu związane są z klimatem politycznym w Rumunii oraz w krajach peryferyjnych strefy euro. Mogą one wpłynąć na utratę zaufania inwestorów do rozwijających się krajów Europy i ograniczyć napływ kapitału do Rumunii<sup>51</sup>. Ryzyko wiąże się również ze stopniowym ograniczaniem monitorowania i wpływu MFW na politykę gospodarczą tego kraju. Słabsze niż spodziewane ożywienie gospodarcze w Europie Zachodniej może negatywnie odbić się na rumuńskim eksporcie. Istotnym hamulcem dla wzrostu są państwowe przedsiębiorstwa generujące wysokie straty<sup>52</sup>. Planowana jest ich restrukturyzacja i prywatyzacja, co może przyczynić się do zwiększenia napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych.

Inflacja w 2011 r. będzie kształtowała się prawdopodobnie znacznie powyżej celu inflacyjnego Narodowego Banku Rumunii (tj. 3% +/-1%). KE oczekuje, że średnia stopa inflacji wyniesie w tym roku 6,7%. NBR w maju br. podwyższył prognozę z 3,4%

(listopad 2010 r.) do 5,1% (w lipcu inflacja może jeszcze być wysoka - do 9%). Skala jej wzrostu zależna będzie od utrzymującego się wysokiego poziomu cen żywności i energii<sup>53</sup> oraz wzrostu cen administrowanych w części państwowych przedsiębiorstw. W 2011 r. wygasnąć mogą m.in. subsydia na ogrzewanie. W przeciwną stronę oddziaływać będzie wysoka (ale malejąca) luka popytowa oraz wygaśnięcie efektu bazy związanego z podwyżką VAT w połowie 2010 r. (oczekiwany spadek inflacji o ok. 3 pp.). KE oczekuje, że inflacja powróci do poziomu 4% w 2012 r.

Deficyt na rachunku obrotów bieżących w latach 2011-2012 prawdopodobnie nie będzie mały, m.in. na skutek wzrostu deficytu w handlu towarami związanego z szybciej rosnącym importem (na co wpływać będzie odbudowa popytu wewnętrznego i inwestycji). Oczekuje się, że w 2011 r. wyniesie on ok. 4,4% PKB, a w 2012 r. pogłębi się do 4,8%.

Tabela 8.4

### Prognozy najważniejszych wskaźników makroekonomicznych

	CNP/NBR	KE	MFW	Consensus Economics
	05.2011 (11.2010)	05.2011 (11.2010)	04.2011 (10.2010)	06.2011 (12.2010)
<b>PKB, w %, r/r</b>				
2011	1,5 (1,5)	1,5 (1,5)	1,5 (1,5)	1,7 (1,5)
2012	4,0 (3,9)	3,7 (3,8)	4,4 (4,4)	3,6
2013	4,5 (4,5)		4,3 (4,2)	
<b>Inflacja, w %, r/r</b>				
2011	3,4 (2,8)	6,7 (5,5)	6,1 (5,2)	6,5 (5,4)
2012		4,0 (3,2)	3,4 (3,0)	4,3
2013			3,0 (3,0)	
<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących, w % PKB</b>				
2011	-5,5	-4,4 (-5,6)	-5,0 (-5,4)	
2012	-4,9	-4,8 (-6,2)	-5,2 (-5,1)	
2013			-5,2 (-5,0)	

Prognozy PKB i salda obrotów bieżących - Comisia Națională de Prognoză(CNP), prognoza inflacji - Banca Națională a României

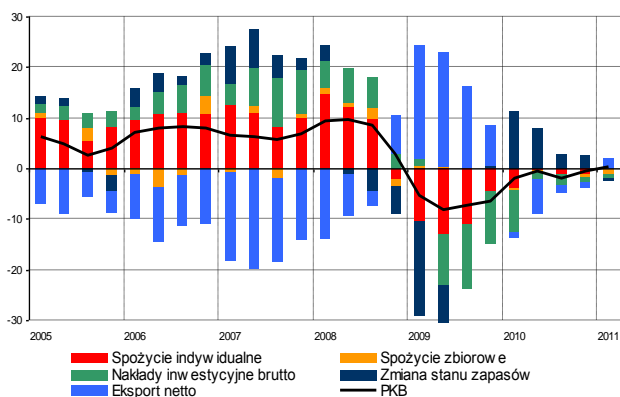
<sup>50</sup> Podobna sytuacja miała miejsce w przypadku wcześniejszych wyborów parlamentarnych w Rumunii w 2004 i 2008 r. Konsumpcja w roku poprzedzającym i następującym po wyborach była istotnie niższa niż w roku, w którym się one odbywały. Tym razem skala wzrostu spożycia może być ograniczona ze względu na zmniejszenie dostępu do zagranicznych źródeł finansowania na skutek kryzysu.

<sup>51</sup> Rumunia mimo lekkiej poprawy w lutym 2011 r. posiada obok Litwy jeden z najniższych ratingów kredytowych wśród krajów NMS.

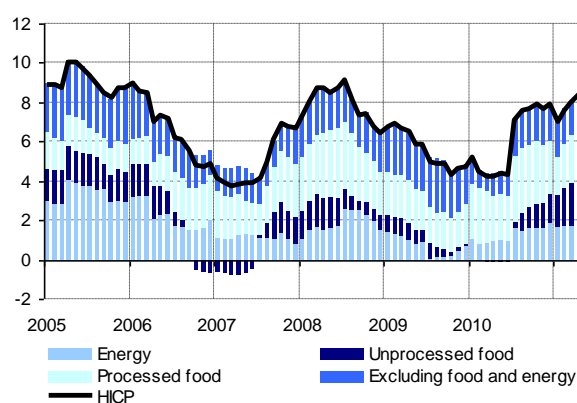
<sup>52</sup> Według szacunków MFW 10 największych nierentownych państwowych przedsiębiorstw wygenerowało w 2010 r. stratę w wysokości 1,1% PKB.

<sup>53</sup> Udział paliw i energii w koszyku CPI Rumunii wynosi 48% przy 21% dla UE-27.

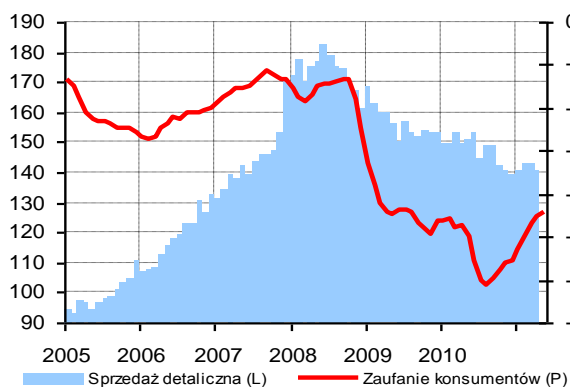
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



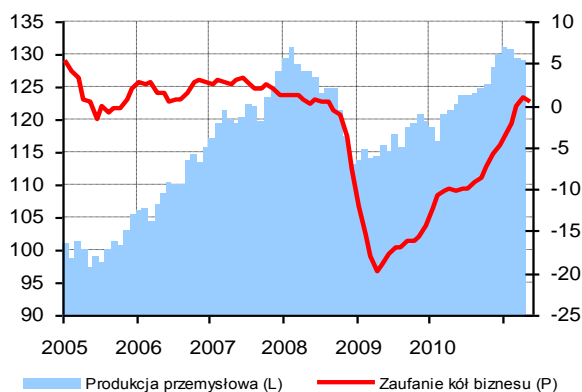
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



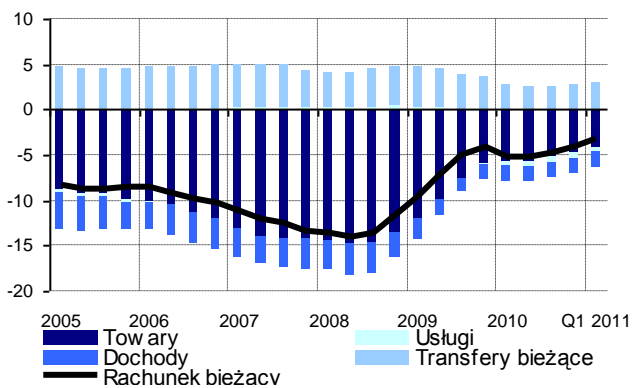
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



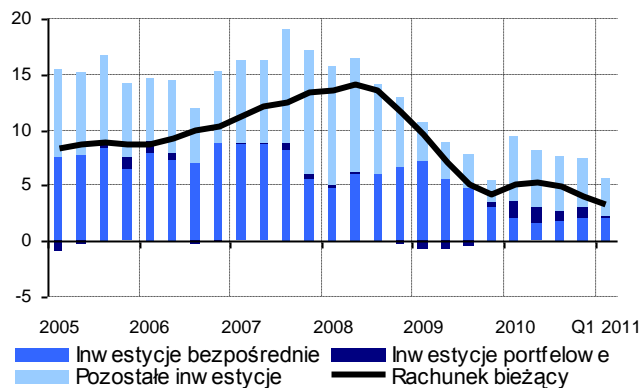
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania kół biznesu



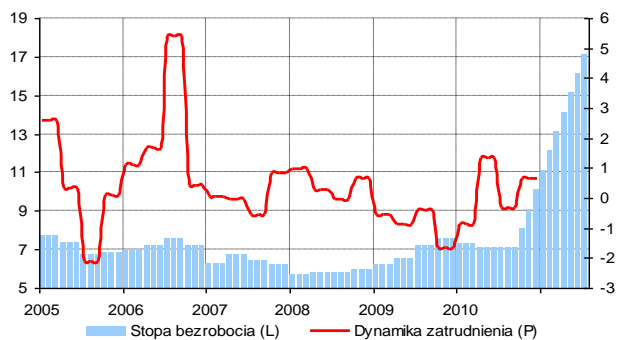
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



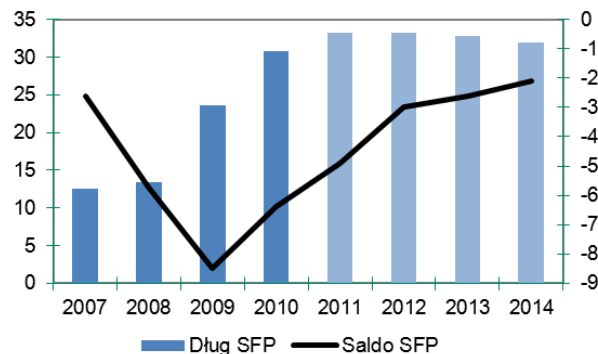
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



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



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne





## SŁOWACJA

### Wzrost gospodarczy

Zaobserwowany po raz pierwszy od momentu powstania samodzielnego państwa słowackiego (1993 r.) spadek aktywności gospodarczej w 2009 r. był z jednej strony stosunkowo umiarkowany (-4,8%) w porównaniu z innymi państwami Europy Środkowej i Wschodniej, zaś z drugiej – względnie krótkotrwały, gdyż objął jedynie cztery kwartały. W 2010 r. produkt krajowy brutto Słowacji wzrósł realnie o 4,0%, a więc najsilniej w regionie. W dużej mierze przyczyniło się do tego ożywienie w gospodarce globalnej, w tym w przede wszystkim w gospodarce Niemiec, tj. największego partnera handlowego.

Tabela 9.1

Dynamika PKB i jej komponenty (% r/r)

	2009	2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
<b>PKB</b>	<b>-4,8</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>
Spożycie indywidualne	0,3	-0,3	-0,6	0,8	0,0
Spożycie zbiorowe	5,6	0,1	0,5	-3,2	-2,3
Nakłady inwestycyjne	-19,9	3,6	6,4	10,4	1,3
Eksport	-19,9	16,4	18,0	13,2	17,0
Import	-18,6	14,9	19,0	13,5	11,2

źródło: Eurostat

W rezultacie szybszego wzrostu eksportu (16,4% r/r) niż importu (14,9% r/r), handel zagraniczny pozytywnie oddziaływał na wzrost gospodarczy Słowacji w ub.r. W ciągu pierwszych trzech kwartałów ub.r. obie kategorie rosły w relatywnie wysokim tempie, natomiast w IV kw. nastąpiło dość wyraźne spowolnienie ich dynamik. Największe przyrosty w ub.r. odnotowano przede wszystkim w sprzedaży samochodów osobowych, stanowiących najważniejszą pozycję w słowackim eksporcie.

Wśród czynników krajowych dominującą rolę w stymulowaniu koniunktury w 2010 r. odegrał wzrost nakładów na środki trwałe oraz odbudowa zapasów w przedsiębiorstwach. Odnotowane w ub.r. ożywienie aktywności inwestycyjnej, po silnym jej spadku w 2009 r. (nakłady firm na modernizację i rozbudowę istniejącego aparatu produkcyjnego obniżyły się o 19,9% r/r), wynikało przede wszystkim z poprawy sytuacji finansowej przedsiębiorstw, rosnącej w dwucyfrowym tempie produkcji przemysłowej (co uzasadniało potrzebę zwiększenia mocy wytwórczych) oraz złagodzenia polityki kredytowej banków.

Z kolei na obniżenie dynamiki PKB oddziaływał spadek spożycia indywidualnego (o 0,3% r/r, po wzroście o 0,3% r/r w 2009 r.). Niższe wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych w ub.r. były pochodną nie tylko wciąż trudnej sytuacji na krajowym rynku pracy, ale również restrykcyjnej polityki fiskalnej rządu Słowacji. Podjęte działania konsolidacyjne, zmierzające do ograniczenia deficytu sektora finansów publicznych,

polegały przede wszystkim na podwyżce podatków (podatku VAT oraz akcyzy), co wpłynęło na spadek popytu konsumpcyjnego.

Według wstępnych danych, w I kw. 2011 r. PKB Słowacji zwiększył się o 3,6% r/r po wzroście o 3,4% r/r w IV kw. 2010 r. Podobnie jak w ub.r. głównym motorem wzrostu okazał się eksport netto. W pierwszych trzech miesiącach br. przedsiębiorstwa sprzedały o 17,0% więcej towarów za granicą niż w analogicznym okresie ub.r., podczas gdy w tym samym czasie na Słowację sprowadzono o 11,2% więcej dóbr.

Z kolei popyt wewnętrzny negatywnie oddziaływał na tempo wzrostu aktywności gospodarczej w I kw. br. Wynikało to zarówno z ponownego spadku wydatków budżetowych (co należy tłumaczyć głównie kontynuacją działań zmierzających do konsolidacji fiskalnej), jak i spadku dynamiki konsumpcji prywatnej.

Dane o sprzedaży detalicznej wskazują, że zaobserwowany w pierwszych trzech miesiącach 2011 r. spadek wydatków konsumpcyjnych słowackich gospodarstw domowych był prawdopodobnie tymczasowy. W okresie styczeń-kwiecień br. roczna dynamika sprzedaży utrzymywała się na wysokim poziomie (4,1% r/r), za wyjątkiem marca, kiedy odnotowano wzrost jedynie o 1,0% w porównaniu do analogicznego miesiąca ub.r.

Z drugiej strony, nakłady przedsiębiorstw na środki trwałe zwiększyły się po raz kolejny w I kw. br. Skala tego wzrostu była zdecydowanie niższa niż w poprzednich trzech kwartałach.

W pierwszych czterech miesiącach br. produkcja przemysłowa na Słowacji kontynuowała tendencję wzrostową, zapoczątkowaną w II poł. 2009 r., osiągając poziom sprzed kryzysu. Był to wynik trwającego ożywienia na świecie, a w szczególności na najważniejszych rynkach eksportowych.

### Rynek pracy

Mimo że w okresie styczeń-grudzień 2010 r. stopa bezrobocia na Słowacji spadła z 14,5% do 14,0%, to jednak i tak w całym ub.r. kształtowała się na podwyższonym poziomie w porównaniu z wcześniejszymi latami<sup>54</sup>. Powolne tempo dostosowań na rynku pracy było związane m.in. z utrzymującym się od dłuższego czasu wysokim odsetkiem długoterminowych bezrobotnych (w ub.r. wyniósł on 64,1% wobec 54,1% w 2009 r.). Ten ostatni jest przejawem licznych problemów strukturalnych, które występują na słowackim rynku pracy, w tym przede wszystkim niskiej mobilności siły roboczej, dużych dysproporcji w rozwoju pomiędzy

<sup>54</sup> W latach 2008-2009 stopa bezrobocia kształtowała się odpowiednio na poziomie 9,5% i 12,0%.



poszczególnymi regionami kraju oraz niedopasowania kwalifikacji i umiejętności pracowników do potrzeb rynku.

Według wstępnych danych, w I kw. 2011 r. stopa bezrobocia wyniosła 14%. Ponownie największy odsetek osób pozostających bez pracy zanotowano w przemyśle. Z kolei najsilniejszy przyrost bezrobotnych wystąpił w administracji publicznej i handlu.

Dynamika zatrudnienia na Słowacji była nadal ujemna w 2010 r. W ciągu pierwszych trzech kwartałów ub.r. tempo redukcji etatów wprawdzie stopniowo malało, a w IV kw. ub.r. zaobserwowano nawet niewielki wzrost liczby zatrudnionych (0,5% r/r). Spadek zatrudnienia w największym stopniu dotknął sektor przemysłowy (spadek o 3,4% r/r), natomiast w sektorze usług liczba pracowników nie zmieniła się w ujęciu rocznym.

Wstępne szacunki wskazują, że w I kw. br. umocniła się wzrostowa tendencja zatrudnienia (wzrost o 2,1% w porównaniu z I kw. 2010 r.). Wzrost liczby miejsc pracy nastąpił przede wszystkim w przemyśle i w sektorze usług. Natomiast w handlu odnotowano najsilniejsze spadki.

### Inflacja i koszty pracy

W 2010 r. roczna stopa inflacji HICP na Słowacji obniżyła się do 0,7% (wobec 0,9% w 2009 r.), wyznaczając tym samym nowe historyczne minimum. Do obniżenia dynamiki cen towarów i usług konsumpcyjnych w ub.r. przyczynił się w głównej mierze spadek cen energii (-1,3% r/r wobec ich wzrostu o 0,3% w 2009 r.) oraz cen usług związanych z użytkowaniem mieszkania (-1,4% r/r wobec ich wzrostu o 3,4% w 2009 r.). Ceny żywności wprawdzie rosły w ub.r., jednak ostatecznie nie wystarczyło to, aby podnieść inflację. Wyraźnej presji na wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych nie było również widać ze strony płac, które w ub.r. rosły w umiarkowanym tempie (3,3% r/r wobec 3,0% w 2009 r.). Inflacja bazowa utrzymywała się w ub.r. na stabilnym poziomie, osiągając poziom 0,4% r/r.

Tabela 9.2

Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)

	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	maj- 11
<b>HICP</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>3,5</b>	<b>4,2</b>
<i>Kategorie mające największy wpływ na inflację (w pkt proc.)</i>					
Użytkowanie mieszkania	-0,3	-0,3	-0,4	1,3	1,4
Żywność i napoje bezalkoholowe	0,2	0,6	0,9	1,2	1,3
Transport	0,0	-0,1	0,0	0,5	0,6
Pozostałe	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3
Wyroby alkoholowe i tytoniowe	0,4	0,4	0,2	0,1	0,2

źródło: Eurostat

Z kolei w pierwszych miesiącach 2011 r. zaobserwowano silny wzrost inflacji HICP na Słowacji. Według wstępnych szacunków w maju br. wyniosła ona aż 4,2% r/r wobec 1,3% r/r w grudniu ub.r. Złożyły się na to z jednej strony rosnące w szybkim tempie ceny ropy naftowej i żywności na świecie, które przełożyły się na wyższą dynamikę krajowych cen energii (9,8% r/r) oraz cen żywności (7,4% r/r) w tym okresie, zaś z drugiej podwyżki podatków (akcyzy i VAT-u), będące częścią rządowego

programu konsolidacji finansów publicznych. Wzrost dynamiki cen towarów i usług konsumpcyjnych w okresie styczeń-maj br. wynikał także z wprowadzonej podwyżki cen regulowanych. Inflacja bazowa w tym czasie wyniosła 1,4% r/r.

Tempo wzrostu płac na Słowacji zmniejszyło się w I kw. br. do 2,9% r/r z 3,8% w IV kw. ub.r. Wynagrodzenie pracowników zwiększyło się we wszystkich działach gospodarki, za wyjątkiem sektora administracji publicznej, w którym odnotowano niewielki spadek (-0,1% r/r).

### Bilans płatniczy

W 2010 r. deficyt na rachunku obrotów bieżących zwiększył się w ujęciu nominalnym, choć skala tego wzrostu nie była zbyt duża (ok. 150 mln EUR). Natomiast dość znacząco zmieniła się struktura tego deficytu. W ub.r. odnotowano bowiem silny spadek dodatniego salda w handlu towarami, co było wynikiem szybszego przyrostu importu niż eksportu. Zaobserwowana wysoka dynamika importu wiązała się z wyższymi cenami surowców na świecie oraz poprawą aktywności inwestycyjnej na Słowacji. Z drugiej strony, deficyt w usługach uległ wyraźnemu zmniejszeniu. Natomiast w zasadzie nie zmienił się poziom ujemnego salda dochodów. Pomimo wzrostu deficytu na rachunku bieżącym, jego relacja do PKB w ub.r. nieznacznie zmniejszyła się do -3,0% (z -3,2% w 2009 r.), z uwagi na wyższy wzrost produktu krajowego brutto.

Tabela 9.3

Bilans płatniczy, saldo (% PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)

	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
<b>Rachunek bieżący</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,8</b>	<b>-3,0</b>	<b>0,4</b>
Towary	2,1	2,1	1,5	0,4	0,1
Usługi	-1,6	-1,5	-1,4	-1,1	0,1
Dochody	-2,1	-2,3	-2,1	-1,7	0,0
Transfery bieżące	-0,7	-0,7	-0,8	-0,6	0,2
<b>Rachunek kapitałowy</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,0</b>
<b>Rachunek finansowy</b>	<b>3,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,3</b>
Inwestycje bezpośrednie	-0,5	0,7	0,8	-0,3	-0,4
Inwestycje portfelowe	-3,3	-3,5	-2,8	-2,0	1,5
Pozostałe inwestycje	7,1	3,4	2,9	1,8	-0,8

źródło: Eurostat

Na rachunku finansowym Słowacji zanotowano w ub.r. ujemne saldo, co oznacza, że kapitał zagraniczny odpływał z kraju. Był to rezultat przede wszystkim spadku nadwyżki w tzw. pozostałych inwestycjach w wyniku zmniejszenia zobowiązań Narodowego Banku Słowacji wobec Europejskiego Systemu Banków Centralnych<sup>55</sup>. Dodatkowym czynnikiem był wzrost zaangażowania rezydentów za granicą z tytułu nabycia

<sup>55</sup> Po wejściu Słowacji do strefy euro w 2009 r. tamtejszy bank centralny, aby uregulować swe zobowiązania wobec krajowego sektora bankowego, zaczął pożyczać środki od banków centralnych pozostałych państw członkowskich strefy euro. Na rok 2010 przypadła spłata większej części zaciągniętej pożyczki.

aktywów finansowych, co znalazło swe odzwierciedlenie w powiększeniu się ujemnego salda inwestycji portfelowych. Natomiast inwestycje bezpośrednie na Słowacji wzrosły, głównie w formie reinwestowanych zysków.

Wstępne szacunki wskazują, że w pierwszych dwóch miesiącach 2011 r. na rachunku bieżącym zanotowano niewielką nadwyżkę, co było spowodowane m.in. utrzymaniem dodatniego salda w handlu towarami oraz spadkiem deficytu w usługach. Ponadto zaobserwowano napływ kapitału do kraju z tytułu wszystkich trzech rodzajów inwestycji.

### Polityka fiskalna

W 2010 r. Słowacja odnotowała deficyt budżetowy (7,9% PKB) na poziomie zbliżonym do poprzedniego roku (8,0% PKB). Sytuacja ta obok słabszego od zakładanego wpływu poprawy sytuacji gospodarczej na wzrost dochodów podatkowych<sup>56</sup>, była wynikiem wyższych niż planowano wydatków jednostek samorządu terytorialnego (w tym m.in. na usuwanie skutków powodzi) oraz wsparcia przez budżet państwa szpitali i kolei państwowych.

O ile w poprzednich dwóch latach umożliwiono swobodne działanie automatycznym stabilizatorom koniunktury, o tyle od 2011 r. rozpocznie się zdecydowane zacięście fiskalne. Przyjęte w tzw. pierwszym pakiecie konsolidacyjnym działania (ok. 2,5% PKB) rozkładają się po równo pomiędzy wydatki i dochody budżetowe. Wydatki budżetu państwa zostały ograniczone o 10%<sup>57</sup>, wprowadzono przepisy mające poprawić efektywność systemu zamówień publicznych. Od 2011 r. podwyższono stawki: VAT (przejściowo<sup>58</sup> z 19% do 20%), akcyzy – w tym likwidacja obniżonej stawki na biokomponenty wraz ze zniesieniem niektórych preferencji podatkowych w PIT oraz wzrostem niektórych opłat<sup>59</sup>. Ma to przyczynić się do ograniczenia nierównowagi sektora *general government* w 2011 r. o ok. 3 pkt. proc. PKB, do poziomu 4,9% PKB.

W kolejnych latach skala dostosowania fiskalnego ma być niższa i szacowana jest przez rząd Słowacji na ok. 1% PKB w 2012 r. i 0,9% PKB w 2013 r.<sup>60</sup> Działania zapisane w drugim pakiecie konsolidacyjnym dotyczą dalszego cięcia wydatków publicznych (bieżących<sup>61</sup>,

inwestycyjnych i dotacji). Po stronie dochodowej planowana jest m.in. podwyżka akcyzy na piwo i wino, podatku od nieruchomości (o 50%), zostanie wprowadzony podatek bankowy i ujednoczone zasady odliczania amortyzacji w CIT. Rząd słowacki przedstawił także inne propozycje – zmiany w mechanizmie waloryzacji (od 2013 r.<sup>62</sup>) i harmonogramie spłat kosztów budowy i utrzymania systemu elektronicznego poboru myta, zmniejszenie wsparcia gospodarki mieszkaniowej, reformę systemu zaopatrzeniowego służb mundurowych, likwidację niektórych jednostek budżetowych i agencji. Nie zostały one jednak przyjęte przez parlament. Ponadto ma zostać cofnięta decyzja poprzedniego rządu o dobrowolności OFE dla osób rozpoczynających aktywność zawodową. W ocenie KE założenia makroekonomiczne na lata 2013-2014 są zbyt optymistyczne, a osiągnięcie zakładanych celów budżetowych na poziomie 3,8% PKB w 2012 r. i ok. 2,8-2,9% PKB w kolejnych dwóch latach będzie uwarunkowane implementacją planowanych działań.

W najnowszym Programie Stabilności Słowacji zapisano wprowadzenie reguł fiskalnych limitujących poziom: wydatków budżetowych, zadłużanie się jednostek samorządu terytorialnego, długu publicznego (60% PKB), a także utworzenie niezależnej rady budżetowej.

Poziom długu publicznego Słowacji przewidywany jest w 2011 r. na poziomie 44,1% PKB wobec 41,0% r. w ub.r. W 2012 r. ma wzrosnąć do 45,3%, a w kolejnych latach ustabilizować się na tym poziomie.

### Prognozy

Narodowy Bank Słowacji przewiduje w swej najnowszej prognozie, że w 2011 r. gospodarka kraju będzie rozwijać się w tempie 3,6%, a więc nieco wolniej niż w 2010 r. (4,0%). Spowolnienie dynamiki PKB będzie wynikiem głównie trwającego procesu zacięśniania polityki fiskalnej rządu Słowacji, co odbije się na spadku wydatków budżetowych. Konsolidacja finansów publicznych przełoży się również na umiarkowany wzrost konsumpcji prywatnej. Dodatkowo spodziewany brak poprawy na tamtejszym rynku pracy będzie oddziaływał w kierunku powolnego tempa wzrostu spożycia gospodarstw domowych. Natomiast popyt zagraniczny powinien w dalszym ciągu wspierać aktywność gospodarczą, przy czym spodziewana jest wyraźnie niższa dynamika eksportu. Z kolei, w 2012 r. oczekuje się wzrostu PKB o 4,7% przede wszystkim z uwagi na wyższe wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych oraz rosnące nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw.

W horyzoncie prognozy ceny towarów i usług konsumpcyjnych na Słowacji będą w dalszym ciągu kształtowane przez czynniki zewnętrzne. W 2011 r., z uwagi na spodziewane wyższe ceny ropy naftowej na świecie, inflacja HICP wzrośnie do 4,1% r/r z 0,7% r/r w

<sup>56</sup> Dochody budżetowe na Słowacji były w ub.r. niższe o 1% PKB w porównaniu do planu (przede wszystkim z VAT).

<sup>57</sup> Obniżone mają być m.in. wynagrodzenia, przy czym obniżki nie będą dotyczyły nauczycieli i żołnierzy, a w mniejszym stopniu służby mundurowe i naukowców. Wydatki na obronę narodową w 2011 r. zaplanowano na poziomie 80% ub.r.

<sup>58</sup> Podwyżka VAT obowiązuje w okresie objęcia Słowacji procedurą nadmiernego deficytu. Powinna powrócić do poprzedniej wielkości od 2015 r. W przypadku niektórych leków i artykułów medycznych oraz książek obowiązuje stawka 10%.

<sup>59</sup> Opłaty na rezerwy materiałowe państwa, Narodowy Fundusz Energii Jądrowej, dwukrotne zwiększenie rocznej opłaty za korzystanie z autostrad.

<sup>60</sup> W 2014 r. przewidywany jest brak wysiłków konsolidacyjnych.

<sup>61</sup> Przewiduje się niewielkie podwyżki wynagrodzeń w 2013 i 2014 r. odpowiednio o: 1% i 3%. Przeprowadzona ma zostać racjonalizacja zatrudnienia w sektorze publicznym.

<sup>62</sup> Obecnie wskaźnik waloryzacji uwzględnia po połowie wzrost cen i usług konsumpcyjnych oraz wzrost wynagrodzeń w gospodarce narodowej. Po 2013 r. ma uwzględniać jedynie inflację.

2010 r. Natomiast w 2012 r. przewidywany wolniejszy wzrost cen ropy wpłynie na obniżenie dynamiki krajowych cen towarów i usług konsumpcyjnych do 3,3% r/r.

W latach 2011-2012 deficyt na rachunku obrotów bieżących będzie się stopniowo zmniejszał, w rezultacie rosnącej nadwyżki w obrotach towarowych. Natomiast ujemne saldo usług powinno utrzymać się na dotychczasowym poziomie, co powinno ograniczyć negatywny wpływ tego składnika na saldo całego rachunku bieżącego.

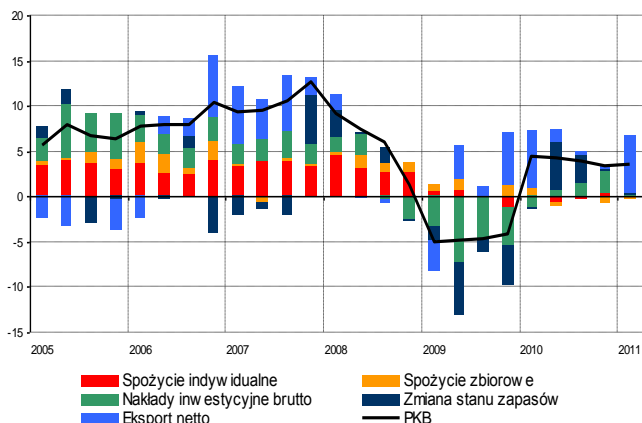
Tabela 9.4

Prognozy najważniejszych wskaźników makroekonomicznych

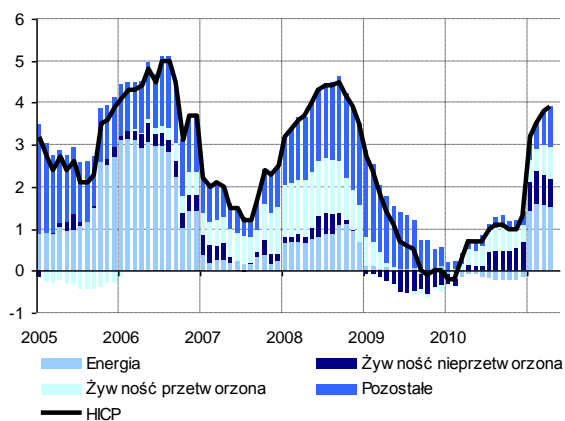
	NBS	KE	OECD	MFW
	06.2011 (12.2010)	05.2011 (11.2010)	05.2011 (11.2010)	04.2011 (10.2010)
<b>PKB, w %, r/r</b>				
2011	3,6 (3,0)	3,5 (3,0)	3,6 (3,5)	3,8 (4,3)
2012	4,7 (4,0)	4,4 (3,9)	4,4 (4,4)	4,2 (4,4)
2013	5,3			4,3 (4,3)
<b>Inflacja, w %, r/r</b>				
2011	4,1 (3,9)	3,6 (3,2)	3,9 (3,4)	3,4 (1,9)
2012	3,3 (2,6)	2,9 (2,8)	2,9 (2,9)	2,7 (2,4)
2013	2,5			2,9 (2,6)
<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących, w % PKB</b>				
2011	-1,6 (-1,3)	-2,8 (-1,9)	-2,4 (-0,9)	-2,8 (-2,6)
2012	-0,2 (-0,4)	-2,6 (-1,7)	-1,3 (-0,3)	-2,7 (-2,5)
2013	0,4			-2,6 (-2,5)

NBS – Medium Term Forecast, Národná Banka Slovenska

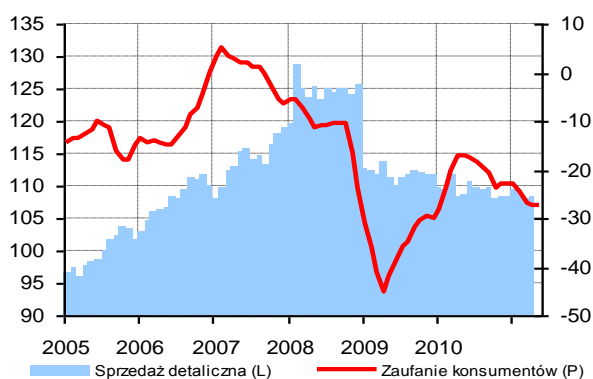
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



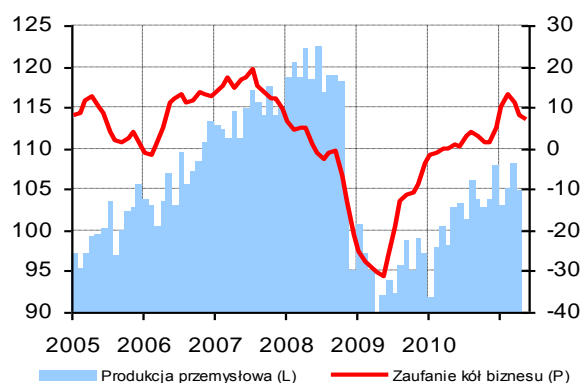
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



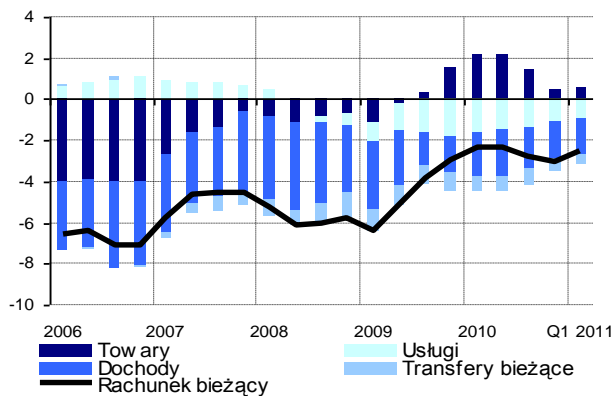
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



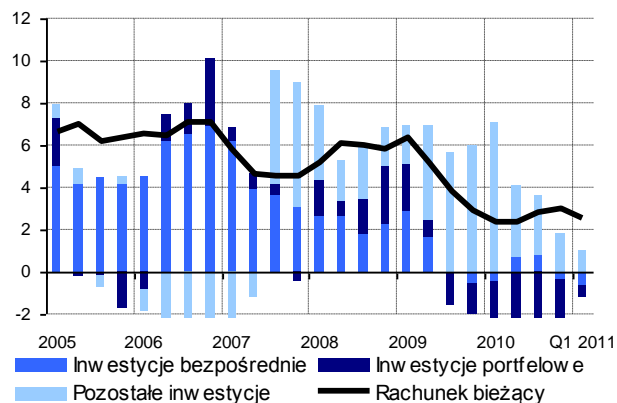
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania kół biznesu



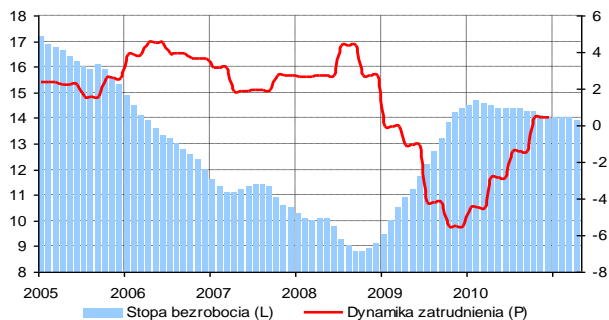
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



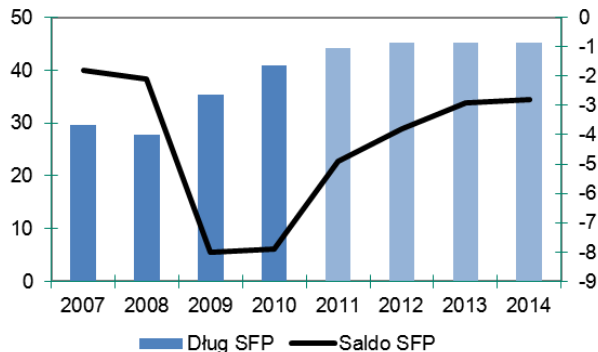
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



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



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



## SŁOWENIA

### Wzrost gospodarczy

Słowenia należy do tych krajów regionu, które najsilniej zostały dotknięte globalną recesją. Wynikało to z faktu, że po wejściu do strefy euro (w 2007 r.) wysoki wzrost gospodarczy opierał się w tym kraju przede wszystkim na szybkim wzroście akcji kredytowej oraz wysokiej aktywności sektora budowlanego. Światowy kryzys doprowadził do silnego załamania się obu fundamentów, czego konsekwencje mają obecnie silny wpływ na tempo procesu ożywienia. Chociaż od I kw. 2010 r. gospodarka słoweńska notuje wzrost gospodarczy w ujęciu rocznym, to jego dynamika należy do najniższych w Europie Środkowej i Wschodniej. Wzrost gospodarczy w Słowenii jest wynikiem ożywienia popytu zewnętrznego, natomiast popyt krajowy pozostaje wciąż bardzo słaby. Negatywny wpływ na konsumpcję mają dodatkowo działania rządu – z jednej strony wynikające z wycofywania się z działań, polityki antykryzysowej (głównie poprzez utrzymanie miejsc pracy), z drugiej – podejmowane od 2010 r. działania w kierunku konsolidacji fiskalnej.

Tabela 10.1

Dynamika PKB i jej komponenty (% , r/r)

	2009	2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
<b>PKB</b>	<b>-7,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>
Spożycie indywidualne	-1,4	0,7	1,4	0,9	
Spożycie zbiorowe	3,1	0,8	-0,7	3,2	
Nakłady inwestycyjne	-21,6	-7,1	-7,4	-6,0	
Eksport	-15,6	7,7	8,3	6,6	
Import	-17,9	6,7	5,1	7,1	

źródło: Eurostat

Najważniejszym czynnikiem wzrostu był w 2010 r. popyt zewnętrzny. Przyczynił się on nie tylko do zwiększenia eksportu, ale również do wzrostu wydatków na maszyny i urządzenia w przedsiębiorstwach o dużym udziale eksportu oraz stopniowej odbudowy zapasów (która rozpoczęła się na początku 2010 r.). Jednocześnie największy wzrost wartości dodanej nastąpił w sektorach najsilniej związanych z popytem zewnętrznym, a więc w przemyśle przetwórczym (o 8%) i transporcie (o 6%). Eksporterzy, wśród których dużą część stanowią przedsiębiorstwa z kapitałem zagranicznym miały także łatwiejszy dostęp do kredytów, podczas gdy warunki kredytowania dla przedsiębiorstw w słoweńskich bankach były wciąż bardzo zaostrzone.

Dla słoweńskiego eksportu największe znaczenie miał popyt w krajach Unii Europejskiej, gdzie dynamika sprzedaży była najwyższa. Natomiast eksport do pozostałych partnerów handlowych, w tym przede wszystkim do krajów b. Jugosławii<sup>63</sup> praktycznie

<sup>63</sup> Kraje b. Jugosławii przed kryzysem (tj. w 2008 r.) stanowiły 17,5% słoweńskiego eksportu. W 2009 r. wartość eksportu w cenach bieżących do tych krajów obniżyła się o 23,9%, a w 2010 r. wzrosła zaledwie o 1,2% (w tym w dalszym ciągu

zatrzymał się na poziomie z roku 2009, co negatywnie wpływało na dynamikę eksportu ogółem (eksport Słowenii rósł najwolniej spośród krajów EŚW w 2010 r.).

Ożywienie w sektorze eksportowym wpłynęło na wzrost popytu importowego – skoncentrowanego głównie na dobrach pośrednich i częściowo na dobrach inwestycyjnych. W efekcie systematycznie rosnącej dynamiki importu bezpośredni wkład eksportu netto do wzrostu gospodarczego ulegał w 2010 r. obniżeniu, a w IV kw. ub.r. był on już ujemny.

W 2010 r. słabą tendencją wzrostową kontynuowały wydatki gospodarstw domowych. O ile jednak ich niewielki wzrost w 2009 r. można interpretować jako zjawisko pozytywne (zwłaszcza na tle pozostałych krajów regionu), to w ub.r. wpływały raczej na spowolnienie procesu ożywienia w Słowenii. Negatywny wpływ na dynamikę spożycia indywidualnego miała pogarszająca się sytuacja na rynku pracy oraz niska dynamika akcji kredytowej.

Pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy, chociaż mniejszy w porównaniu z rokiem 2009, miały wydatki publiczne. Na ograniczenie wzrostu wydatków wpłynęły działania zmierzające do ograniczenia deficytu budżetowego.

Natomiast silny negatywny wpływ na dynamikę aktywności gospodarczej w Słowenii miały inwestycje budowlane, zarówno mieszkaniowe, jak i komercyjne. Po spadku w 2009 r. wydatków na inwestycje budowlane o 19,2%, w 2010 r. zmniejszyły się one o 15,7%.

W I kw. 2011 r. kontynuowane były tendencje w strukturze wzrostu gospodarczego obserwowane w 2010 r. W porównaniu z IV kw. przyspieszyła dynamika kategorii związanych z popytem zewnętrznym, natomiast osłabieniu uległ wzrost (lub pogłębił się spadek) w kategoriach w dużym stopniu zależnych od popytu wewnętrznego. Nadal silne spadki miały miejsce w sektorze budowlanym, gdzie spadek wartości dodanej w I kw. br. był głębszy niż średnio w 2010 r.

O wciąż niskim popycie konsumpcyjnym może świadczyć powolny wzrost sprzedaży detalicznej, który w dużej mierze dokonał się w wyniku wzrostu sprzedaży paliw. Po wyłączeniu paliw realna sprzedaż detaliczna w okresie styczeń-kwiecień 2011 r. wzrosła zaledwie o 0,6% (wobec spadku o 1,3% w 2010 r.). Spadki sprzedaży obserwowane były w większości kategorii obejmujących dobra trwałego użytku.

Także wskaźniki koniunktury konsumenckiej nie wskazują na istotną poprawę popytu w najbliższych miesiącach. Gospodarstwa domowe szczególnie niekorzystnie oceniają swoją sytuację bieżącą, jak i ogólną sytuację

obniżała się w wartość eksportu do Chorwacji, będącej przed kryzysem trzecim eksportowym rynkiem Słowenii).

ekonomiczną kraju. W okresie styczeń-maj br. oczekiwania uległy niewielkiej poprawie. Słoweńcy częściej niż w dwóch poprzednich latach deklarowali zamiar kupna dóbr trwałego użytku w ciągu najbliższych dwunastu miesięcy. Prawdopodobnie wynika to z chęci zrealizowania zakupów odłożonych w okresie najgłębszej recesji.

Motorem ożywienia gospodarki słoweńskiej również na początku 2011 r. pozostawał przemysł przetwórczy. W okresie styczeń-kwiecień br. produkcja przemysłowa wzrosła o 8,7%, a więc szybciej niż średnio w 2010 r. (6,8%). Dynamiczny wzrost nowych zamówień (o 11,2%) w ciągu pierwszych czterech miesięcy br. wskazuje, że wzrostowa tendencja produkcji utrzyma się prawdopodobnie także w najbliższych miesiącach. Nadal najszybciej rosły zamówienia zagraniczne, chociaż można zaobserwować stopniowe przyspieszenie wzrostu zamówień krajowych.

Na początku br. w dalszym ciągu następowała poprawa zaufania w przemyśle przetwórczym. Wskaźniki koniunktury przedsiębiorstw przemysłowych osiągnęły poziomy sprzed kryzysu. Największy wpływ miał na to wzrost zamówień zagranicznych. Względnie wysokie oczekiwania wzrostu produkcji powodują, że przedsiębiorcy coraz częściej rozważają możliwość zwiększenia zatrudnienia.

Wciąż bardzo głębokie spadki charakteryzują produkcję budowlano-montażową. W I kw. 2011 r. obniżyła się ona w ujęciu rocznym o 23,6%, a wstępne dane za kwiecień br. wskazują na pogłębienie się tendencji spadkowej. Obecnie skala spadków w słoweńskim sektorze budowlanym jest najgłębsza w regionie.

### Rynek pracy

W 2010 r. nastąpiło przyspieszenie spadkowej tendencji zatrudnienia. Liczba miejsc pracy w porównaniu z rokiem poprzednim obniżyła się o 2,2% (po spadku o 1,9% w 2009 r.). Najsilniej zatrudnienie zmniejszyło się w budownictwie (o 9,5%) oraz w przemyśle przetwórczym (o 6,3%). Spadek zatrudnienia w całej gospodarce został nieco osłabiony przez wzrost zatrudnienia w sektorze publicznym (o 1,8%). Relatywnie szybko, jak na warunki słoweńskie (Słowenia dotychczas wyróżniała się na tle pozostałych krajów regionu dużą stabilnością wskaźników rynku pracy), zwiększyła się zharmonizowana stopa bezrobocia. W końcu 2010 r. zwiększyła się do 7,7%.

W I kw. 2011 r. pogłębiał się spadek zatrudnienia i nastąpiło przyspieszenie wzrostu stopy bezrobocia. Tak duże opóźnienie reakcji zatrudnienia na pogorszenie się koniunktury wynikało z zakończenia podjętych przez słoweński rząd działań polegających na zagwarantowaniu części pracownikom zatrudnienia w ramach programów osłabiających wpływ kryzysu. W okresie grudzień 2010 r. – styczeń 2011 r. nastąpiło wygaśnięcie tych kontraktów, co spowodowało dalszy spadek zatrudnienia i wzrost bezrobocia. W kwietniu 2011 r. stopa bezrobocia wzrosła do poziomu 8,2%, tj. najwyższego od czasu kiedy Eurostat publikuje dane dla Słowenii (od roku 1996). Od

początku kryzysu stopa bezrobocia w Słowenii wzrosła prawie dwukrotnie.

W okresie styczeń-marzec br. zatrudnienie zmniejszyło się o 2,3% w porównaniu z odpowiednim okresem roku poprzedniego. W dalszym ciągu liczba miejsc pracy obniżała się w budownictwie i przemyśle. Jednakże wzrost zatrudnienia obserwowany był w niektórych sektorach usług, zwłaszcza w służbie zdrowia oraz w szkolnictwie.

### Inflacja i koszty pracy

Inflacja w Słowenii należy do najniższych w regionie obok Czech. W maju 2011 r. zharmonizowany wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł 2,4% (podczas gdy średnio w całym 2010 r. ukształtował się na poziomie 2,1%). Głównym czynnikiem wzrostu inflacji w br. są ceny żywności, podczas gdy wpływ wzrostu cen paliw na światowych rynkach na krajową inflację został osłabiony przez obniżki podatku akcyzowego na paliwa silnikowe. Szacuje się, że działania te wpłynęły dotychczas na obniżenie poziomu bieżącej inflacji o 0,4 pkt. proc.

Inflacja bazowa (wskaźnik HICP po wyłączeniu cen energii i żywności) pozostawała przez prawie cały 2010 r. na poziomie poniżej zera. Stało się to za sprawą znacznego spadku cen samochodów, obniżenia się dynamiki cen usług oraz wprowadzenia dofinansowania posiłków szkolnych. Niski popyt konsumpcyjny powodował w 2011 r. pogłębienie się spadków inflacji bazowej. Częściowo przyczyniło się do tego także obniżenie abonamentu radiowo-telewizyjnego.

Tabela 10.2

Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)

	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	maj- 11
<b>HICP</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>
<i>Kategorie mające największy wpływ na inflację (w pkt proc.)</i>					
Żywność i napoje bezalkoholowe	0,1	0,4	0,3	0,7	1,2
Utrzymanie mieszkania	1,2	1,2	1,0	0,8	0,7
Wyroby alkoholowe i tytoniowe	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
Transport	0,4	0,0	0,3	0,5	0,3
Wyposażenie mieszkania	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2

źródło: Eurostat

Średnia płaca brutto wzrosła o 5,1% w 2010 r. (wobec wzrostu w 2009 r. o 1,8%), a płaca w przemyśle przetwórczym o 8,9% (0,9% w 2009). Główne przyczyny wzrostu płac to najliczniejsze ograniczenia etatów wśród osób najniżej zarabiających, podwyższenie płacy minimalnej oraz podwyższenie płac dla tych zatrudnionych, którzy w okresie największego spadku aktywności gospodarczej byli objęci programem subsydiowania wynagrodzeń. Natomiast dynamika kosztów pracy w sektorze publicznym wyraźnie się obniżyła: płaca brutto wzrosła w 2009 r. o 6,6%, natomiast w rezultacie wprowadzenia nowego systemu płacowego pozostała na niezmiennym poziomie w 2010 r.

W marcu 2011 r. nastąpiło spowolnienie wzrostu nominalnych płac, co związane jest z wygaśnięciem wpływu podwyżki płacy minimalnej, którą w ub.r.

przedsiębiorstwa wprowadziły znacznie szybciej niż wskazywały na to rządowe prognozy. Nadal praktycznie bez zmian pozostawały płace w sektorze publicznym.

### Bilans płatniczy

W 2010 r. deficyt na rachunku bieżącym Słowenii zmniejszył się, drugi rok z rzędu, zarówno w ujęciu nominalnym, jak i w relacji do PKB (-1,1% wobec -1,5% w 2009 r.). Z jednej strony był to rezultat niższych rat odsetkowych płaconych nierezydentom od zaciągniętych pożyczek, co zostało zarejestrowane w bilansie płatniczym jako spadek ujemnego salda w dochodach. Z drugiej zaś strony poprawa salda na rachunku bieżącym wynikała z przyspieszenia wypłaty środków z funduszy Unii Europejskiej w ub.r., co znalazło swe odzwierciedlenie w nadwyżce w transferach bieżących (0,3% PKB) wobec odnotowanego w 2009 r. deficytu (-0,4% PKB). Saldo w usługach, choć nieznacznie spadło, w dalszym ciągu pozostało dodatnie. Natomiast deficyt w handlu towarami uległ powiększeniu w ub.r. z uwagi na wyższe ceny w imporcie niż eksporcie, pomimo że w stosunku do 2009 r. sprzedano więcej towarów za granicą niż sprowadzono do kraju.

Tabela 10.3  
Bilans płatniczy, saldo (% PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)

	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
<b>Rachunek bieżący</b>	-0,9	-1,3	-0,8	-1,1	-1,1
Towary	-1,9	-2,4	-2,2	-2,7	-3,1
Usługi	3,1	3,1	3,0	2,9	3,1
Dochody	-2,0	-1,8	-1,5	-1,7	-1,7
Transfery bieżące	-0,2	-0,2	0,0	0,3	0,6
<b>Rachunek kapitałowy</b>	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1
<b>Rachunek finansowy</b>	0,8	1,8	2,0	1,6	2,1
Inwestycje bezpośrednie	-1,6	-0,3	-0,1	1,4	1,7
Inwestycje portfelowe	13,8	11,9	5,2	5,4	9,5
Pozostałe inwestycje	-11,6	-9,6	-3,0	-5,0	-8,8

Źródło: Eurostat

W 2010 r. na rachunku finansowym Słowenii ponownie odnotowano nadwyżkę, co oznacza, że kapitał w dalszym ciągu napływał do kraju. Nierezydenci zwiększyli swe zaangażowanie z tytułu inwestycji bezpośrednich i portfelowych. W pierwszym przypadku wynikało to z faktu objęcia przez inwestorów zagranicznych udziałów w podmiotach krajowych. Z kolei wzrost zagranicznych inwestycji portfelowych wiązał się z zakupem przez nierezydentów obligacji wyemitowanych przez jeden z lokalnych banków. W tym samym czasie jednak słoweńscy konsumenci i przedsiębiorstwa zwiększyli inwestycje w zagraniczne papiery dłużne, co ostatecznie doprowadziło do spadku dodatniego salda z tytułu inwestycji portfelowych. W ub.r. nastąpił również wyraźny spadek skali odpływu kapitału ze Słowenii z tytułu tzw. pozostałych inwestycji. Było to spowodowane tym, iż banki słoweńskie udzieliły w tym czasie mniej kredytów podmiotom zagranicznym niż w 2009 r.

### Polityka fiskalna

Deficyt budżetowy Słowenii uległ w 2010 r. niewielkiemu obniżeniu w porównaniu z 2009 r. (z 6,0% PKB do 5,6% PKB). Z uwagi na słabsze od oczekiwanych wpływy podatkowe z CIT, w połowie ub.r. została przyjęta nowelizacja ustawy budżetowej, która przewidywała m.in. ograniczenie wydatków na wynagrodzenia w sektorze publicznym, dotacje oraz wydatków majątkowych.

W 2011 r. działania te są kontynuowane. Ograniczona została indeksacja wynagrodzeń w sektorze publicznym (oraz likwidacja niektórych dodatków) oraz świadczeń socjalnych i emerytalno-rentowych<sup>64</sup>. W dalszej części br. ma zostać przeprowadzony przegląd wydatków budżetowych. Pomimo to deficyt sektora finansów publicznych w Słowenii ma pozostać na zbliżonym do ub.r. poziomie (5,5% PKB), w konsekwencji jednorazowego dokapitalizowania przez państwo jednego z banków komercyjnych<sup>65</sup> (ok. 0,7% PB) oraz wsparcia kolei państwowych (0,3% PKB).

Deficyt sektora finansów publicznych szacowany jest przez rząd Słowenii na 3,9% PKB w 2012 r., a w kolejnych latach ma obniżyć się w tempie ok. 1% PKB. Konsolidacja fiskalna będzie dotyczyć jedynie zmian po stronie wydatkowej. Rząd nie planuje wzrostu relacji dochodów podatkowych do PKB z obawy o negatywny wpływ takich działań na wzrost gospodarczy. Podejmowane zmiany mają dotyczyć przesunięcia obciążeń podatkowych z podatków od dochodu na konsumpcję. W 2012 r. przewiduje się m.in. zamrożenie wynagrodzeń i redukcję zatrudnienia w sektorze publicznym (zwolnienia dotknąć mają ok. 1% pracowników w okresie 2011-2012) w, brak waloryzacji rent i emerytur, a w kolejnych latach zmianę zasad ich indeksacji. Zmiany mają objąć także system przetargów publicznych. Ograniczone mają zostać zasiłki socjalne. Poprawa sytuacji budżetowej ma być także wynikiem niższych wydatków majątkowych. W ocenie KE założenia makroekonomiczne na lata 2013-2014 są zbyt optymistyczne, a osiągnięcie zakładanych celów budżetowych w kolejnych dwóch latach będzie uwarunkowane implementacją planowanych działań, co może być utrudnione z uwagi na brak poparcia społecznego dla proponowanych zmian (odrzućenie w referendum reformy emerytalnej, wycofanie przez rząd zmian ograniczających preferencje dla pracujących studentów).

Słowenia należy do grupy krajów, w których długoterminowa stabilność finansów publicznych jest istotnie zagrożona starzeniem się społeczeństwa, a ponadto wiek przechodzenia na emeryturę jest jednym z najniższych wśród krajów członkowskich Unii Europejskiej. W celu poprawy sytuacji sektora funduszy ubezpieczeń społecznych w długim okresie, w grudniu

<sup>64</sup> Uwzględniała ona jedynie ¼ wskaźnika wzrostu cen i usług konsumpcyjnych.

<sup>65</sup> Nova Ljubljanska Banka d.d. Pod koniec czerwca br. bank ten wystąpił do akcjonariuszy o kolejne dokapitalizowanie..

ub.r. została zaproponowana reforma emerytalna. Zakładała ona m.in. stopniowe wydłużanie wieku emerytalnego oraz zmianę indeksacji świadczeń<sup>66</sup>. Trybunał Konstytucji Słowenii orzekł, na wniosek związków zawodowych, że ustawy muszą zostać przyjęte w referendum. Wyborcy na początku czerwca br. odrzucili w nim proponowane zmiany. Rząd zadeklarował podjęcie dodatkowych działań konsolidacyjnych<sup>67</sup>, przy czym zgodnie z prawem podobna inicjatywa nie może być zgłaszana przez rok.

W słoweńskim parlamencie trwają prace nad nową ustawą o finansach publicznych, która ma wzmocnić pozycję rady budżetowej oraz wieloletnie planowanie budżetowe. Do ustawy wpisane mają być reguły fiskalne limitujące poziom wydatków budżetowych, długu publicznego (45% PKB), poręczeń (13% PKB) oraz zadłużania się jednostek samorządu terytorialnego. Ponadto fundusze ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych nie będą mogły zaciągać zobowiązań.

Dług publiczny Słowenii wynieść ma na koniec br. 43,4% PKB wobec 38,0% PKB w 2010 r. W kolejnych latach wskutek zmniejszenia nierównowagi fiskalnej i poprawy sytuacji gospodarczej tempo jego przyrostu ulegnie zmniejszeniu. W 2014 r. poziom zobowiązań sektora finansów publicznych szacowany jest na poziomie ok. 46% PKB.

### Prognozy

Według Komisji Europejskiej Słowenia będzie jedną z najwolniej rozwijających się gospodarek regionu. Prawdopodobnie dopiero w roku 2013 realny PKB osiągnie poziom sprzed kryzysu. W porównaniu z poprzednią prognozą (z października 2010 r.) Bank Słowenii podwyższył w kwietniu br. znaczenie wpływu czynników zewnętrznych na wzrost gospodarczy, natomiast obniżył prognozę dla popytu krajowego.

Ożywienie w Słowenii będzie w dalszym ciągu przebiegało bardzo powoli. Według Banku Słowenii w 2011 r. PKB zwiększy się o 1,8%. W br. nadal głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego będzie popyt zewnętrzny. Popyt krajowy wzrośnie zaledwie o 0,6% -

<sup>66</sup> Wiek emerytalny ma być wydłużany stopniowo w okresie 2021-2025 do 65 lat dla kobiet (z 61 lat) i mężczyzn (z 63 lat), z możliwością wcześniejszego przejścia na emeryturę w przypadku posiadania długiego stażu ubezpieczeniowego (ok. 40 lat). Wskaźnik waloryzacji oparty będzie w 60% na przeciętnym wzroście wynagrodzeń w gospodarce narodowej i w 40% na wskaźniku cen i usług konsumpcyjnych do 2015 r. Po tym terminie proporcje te wyniosą odpowiednio: 70% i 30%. Okres, który będzie uwzględniany przy obliczaniu świadczenia ma być stopniowo wydłużany z 18 do 27 lat.

W ocenie MFV przyjęta przez Słowenię reforma emerytalna nie jest wystarczająca do zapewnienia stabilności finansów publicznych w długim okresie. Postulowane przez organizacje zmiany dotyczą m.in. dalszego ograniczenia stopy zastąpienia (w tym większego ograniczenia wysokości świadczenia w przypadku wcześniejszych emerytur) i powiązanie wieku emerytalnego z dalszym oczekiwanym trwaniem życia.

<sup>67</sup> Ustawa budżetowa na 2011 r. ma zostać znowelizowana. Poziom wydatków ogółem ma zostać zmniejszony o 4,5%. Premier Słowenii zapowiedział, że poda rząd do dymisji, gdy nowelizacja budżetu nie zostanie przyjęta.

przede wszystkim w wyniku wzrostu wydatków gospodarstw domowych, podczas gdy wydatki publiczne i inwestycje ulegną obniżeniu. Wzrost wydatków konsumpcyjnych będzie wspierany przez wzrost wynagrodzeń (w sektorze prywatnym o 4,5%). Natomiast porozumienie między rządem i głównymi związkami zawodowymi z sektora publicznego ogranicza wzrost wynagrodzeń w administracji publicznej w latach 2011 i 2012.

W roku bieżącym prawdopodobnie kontynuowany będzie spadek zatrudnienia. Oczekiwana skala wzrostu aktywności gospodarczej w 2011 r. będzie jednak zbyt słaba, aby odwrócić negatywne tendencje na rynku pracy. Oczekuje się, że stopa bezrobocia osiągnie najwyższy poziom w połowie 2011 r. Spadek bezrobocia w kolejnych dwóch latach będzie jednak bardzo powolny.

Prawdopodobnie w bieżącym roku nastąpi ponowny spadek inwestycji, co będzie w dużej mierze wynikało ze spadku inwestycji budowlanych (ze względu na dużą liczbę niesprzedanych nieruchomości na rynku mieszkaniowym). Natomiast oczekiwany jest niewielki wzrost inwestycji w maszyny i urządzenia, zwłaszcza w przedsiębiorstwach zorientowanych na eksport, gdzie obserwowany był wyraźny wzrost wykorzystania mocy produkcyjnych. Powolny wzrost inwestycji oczekiwany jest dopiero od roku 2012. Będzie on uzależniony od trwałości procesu poprawy warunków finansowania i dochodów przedsiębiorstw.

Konsolidacja fiskalna w br. wpłynie na obniżenie wydatków publicznych. Rozłożenie jej w czasie (o czym zdecydował rząd) będzie powodowało, że wzrost wydatków w kolejnych dwóch latach będzie bardzo niski.

W bieżącym roku 2/3 wzrostu gospodarczego będzie wynikiem dalszej poprawy salda w handlu zagranicznym. Będzie to jednak wynikiem nie tyle dużego wzrostu eksportu, a wciąż niskiego wzrostu importu.

Przewidywany jest niewielki wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących. W 2011 r. głównymi czynnikami prowadzącymi do lekkiego wzrostu deficytu (z 1,1% PKB w 2010 r. do 1,6% w 2011 r.) będzie pogorszenie się *terms of trade* (ze względu na wzrost cen surowców) i pogłębienie się deficytu dochodów. W przeciwnym kierunku będzie oddziaływał szybszy wzrost wolumenu eksportu towarów i usług niż importu.

W kolejnych latach oczekiwane jest jednak zmniejszenie się deficytu obrotów bieżących w relacji do PKB. Dynamika eksportu w całym horyzoncie projekcji (tj. do roku 2013) będzie wyższa niż dynamika importu

Inflacja może wzrosnąć do poziomu 2,7% w 2011 r. (ze względu na ceny energii i żywności). Słaby popyt krajowy, w tym szczególnie wciąż niekorzystna sytuacja na rynku pracy, powstrzymują presję kosztową na inflację. W efekcie również w 2011 r. inflacja bazowa może być ujemna. Przewidywane ożywienie sprawia, że inflacja bazowa w kolejnych latach powinna się zwiększać. Z drugiej strony będzie zmniejszać się wpływ



na inflację cen żywności i energii. W efekcie wskaźnik HICP może w 2013 r. obniżyć się do 1,9%.

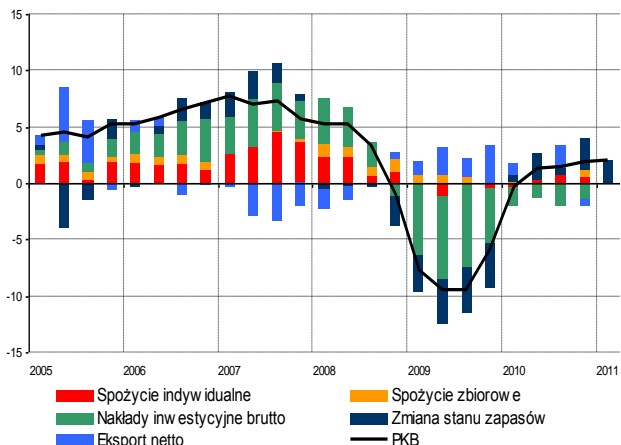
Tabela 10.4

Prognozy najważniejszych wskaźników makroekonomicznych

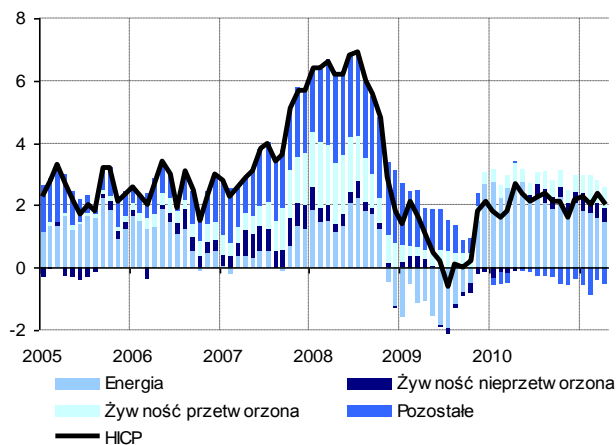
	BS	KE	OECD	MFW
	10.2010 (04.2010)	11.2010 (05.2010)	11.2010 (05.2010)	10.2010 (04.2010)
<b>PKB, w %, r/r</b>				
2011	1,8 (1,9)	1,9 (1,9)	1,8 (2,0)	2,0 (2,4)
2012	2,7 (2,9)	2,5 (2,6)	2,6 (2,7)	2,4 (3,0)
2013	3,1			2,5 (3,2)
<b>Inflacja, w %, r/r</b>				
2011	2,7 (2,1)	2,6 (2,0)	2,5 (1,9)	2,2 (2,3)
2012	2,3 (2,0)	2,1 (2,2)	2,2 (2,2)	3,1 (2,5)
2013	1,9			2,3 (2,7)
<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących, w % PKB</b>				
2011	-1,6 (-1,7)	-1,4 (-0,6)	-1,3 (-3,9)	-2,0 (-0,7)
2012	-1,1 (-2,3)	-1,9 (-0,8)	-1,3 (-4,5)	-2,1 (-0,9)
2013	-0,9			-2,1 (-0,8)

BS - Price Stability Report, Banka Slovenije.

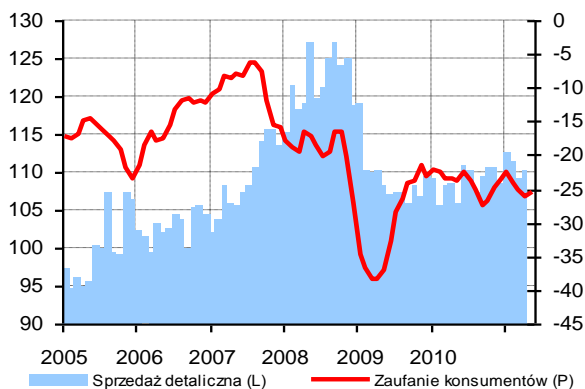
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



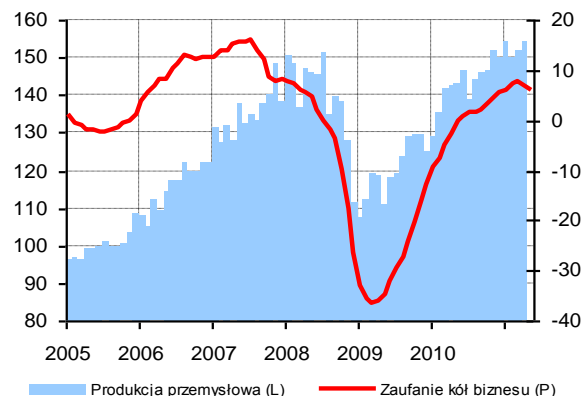
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



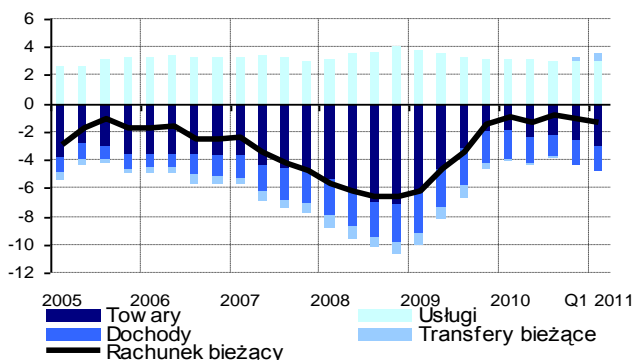
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



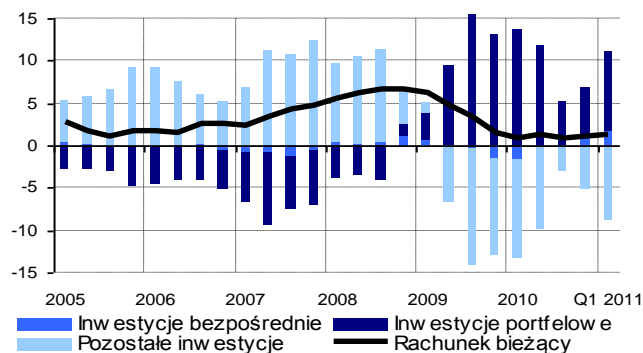
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania kół biznesu



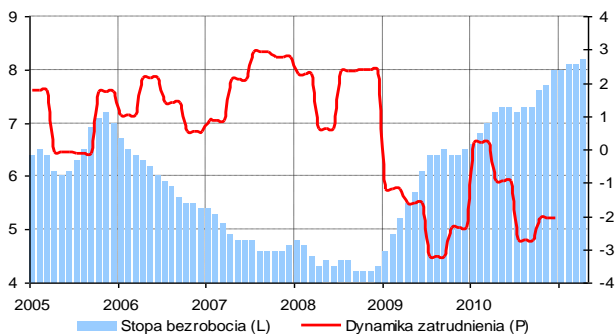
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



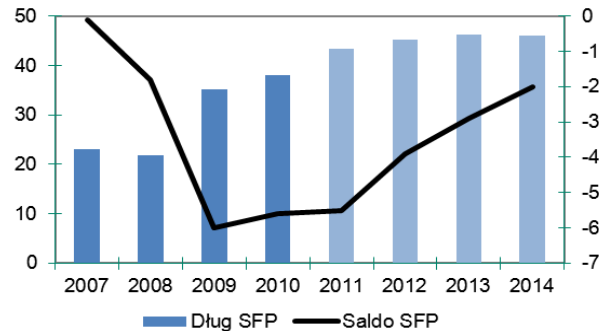
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



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



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



## WĘGRY

### Wzrost gospodarczy

Gospodarka Węgier w 2010 r. rozpoczęła proces odbudowy po kryzysie w latach 2008-2009. PKB w ujęciu kwartalnym wzrastał w każdym kolejnym kwartale, a w całym 2010 r. był wyższy o 1,2% niż w roku poprzednim. Tendencja ta utrzymała się także w I kw. 2011 r. Główną siłą napędzającą węgierską gospodarkę w 2010 r. i I kw. 2011 r. był eksport. Silny popyt ze strony głównych partnerów handlowych przy jednocześnie utrzymujących się spadkach konsumpcji i inwestycji spowodował, że eksport netto był głównym czynnikiem wzrostu PKB w ub.r. Dodatni wkład do dynamiki PKB odnotował również wzrost stanu zapasów.

Tabela 11.1

Dynamika PKB i jej komponenty (% r/r)

	2009	2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
<b>PKB</b>	<b>-6,3</b>	<b>1,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,2</b>
Spożycie indywidualne	-7,6	-2,1	0,1	-0,3	-0,9
Spożycie zbiorowe	-1,1	-1,7	-0,7	-3,6	
Nakłady inwestycyjne	-6,5	-5,6	-4,5	-5,5	-3,7
Eksport	-9,1	14,1	14,0	12,0	14,1
Import	-15,4	12,0	13,0	10,4	14,2

źródło: Eurostat

Konsumpcja prywatna na Węgrzech w 2010 r. trzeci kolejny rok z rzędu kontynuowała tendencję spadkową. Niewielkie jej ożywienie widoczne było jedynie w III kw. 2010 r., co wynikało głównie ze wzrostu dochodów do dyspozycji w związku z obniżeniem stawki podatków bezpośrednich w 2010 r. W ostatnich miesiącach 2010 r. ponownie nastąpiło osłabienie popytu konsumpcyjnego na Węgrzech. Rosnąca inflacja, brak wypłaty premii rocznych w przedsiębiorstwach czy też aprecjacja franka szwajcarskiego, która wpłynęła na wzrost wysokości rat większości kredytów hipotecznych, były czynnikami hamującymi wzrost wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych w IV kw. 2010 r. i I kw. 2011 r. W przypadku konsumpcji publicznej spadki były większe i trwały nieprzerwanie przez cały rok.

Nakłady inwestycyjne na Węgrzech w 2010 r. nadal się obniżały, pomimo bardzo niskiej bazy z 2009 r. Większość projektów inwestycyjnych zaplanowanych na 2010 r. zostało wstrzymanych w trakcie roku. W warunkach utrudnionego dostępu do kredytów bankowych, firmy starały się przede wszystkim zwiększać wykorzystanie już istniejących mocy produkcyjnych niż tworzyć nowe. Jedynie w przypadku przedsiębiorstw z sektora przemysłu przetwórczego można było zauważyć wzrost nakładów inwestycyjnych, co było przede wszystkim efektem nowych inwestycji w sektorze motoryzacyjnym<sup>68</sup>. W I kw. 2011 r. ponownie zaobserwowano spadek nakładów inwestycyjnych w gospodarce.

<sup>68</sup> Inwestycje w fabryki Hankook i Mercedesa

Od początku 2010 r. na Węgrzech można było również zaobserwować proces odbudowy zapasów po okresie ich wykorzystania w czasie kryzysu w latach 2008-2009. Dotyczyło to przede wszystkim zapasów w przemyśle. Wydaje się jednak, że proces odbudowy zapasów na Węgrzech ulega spowolnieniu, o czym świadczy ich mniejszy wkład do dynamiki PKB w I kw. 2011 r.

Słaby popyt wewnętrzny wynikał również ze stagnacji na rynku kredytowym. Co prawda w I połowie 2010 r. miało miejsce ożywienie na rynku kredytowym, jednak już w II połowie 2010 r. i I kw. 2011 r. wartość udzielanych kredytów, zarówno dla przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych ponownie się obniżyła. Wprowadzone w maju 2011 r. zmiany dotyczące spłat kredytów denominowanych w walutach obcych nie powinny przyczynić się znacząco do wzrostu akcji kredytowej na Węgrzech, jednak mogą spowodować czasowe odciążenie budżetów gospodarstw domowych i w efekcie pobudzić popyt wewnętrzny w najbliższych kwartałach.

Wkład eksportu netto do dynamiki PKB w 2010 r. na Węgrzech wyniósł 3,8 pp., a więc najwięcej spośród głównych kategorii rachunków narodowych. Wysoki wkład salda wymiany handlowej z zagranicą to wynik przede wszystkim szybko rosnącego popytu zewnętrznego, zarówno ze strony krajów Europy Zachodniej, jak i krajów EŚW oraz rynków wschodzących, co wpłynęło na 14% wzrost eksportu w ub.r. Import w 2010 r. rósł nieco wolniej (12%), na co wpływ miał słaby popyt krajowy. W I kw. 2011 r. nadal obserwowano szybki wzrost eksportu, jednak tempo wzrostu importu wyraźnie przyspieszyło, co spowodowało spadek wkładu eksportu netto do dynamiki PKB na Węgrzech, aczkolwiek pozostał on dodatni.

Wartość sprzedaży detalicznej na Węgrzech w trakcie 2010 r. praktycznie nie zmieniała się, co odzwierciedlało słabość popytu konsumpcyjnego w tym okresie. W I kw. 2011 r. obroty w handlu detalicznym w dalszym ciągu pozostawały na niskim poziomie, obserwowanym w trakcie ub.r.

Wzrost optymizmu konsumentów, jaki można było zaobserwować w I połowie 2010 r., został powstrzymany w II poł. ub.r. Spadki te były kontynuowane również w pięciu pierwszych miesiącach 2011 r. Wzrost inflacji oraz aprecjacja franka szwajcarskiego spowodowały spadek realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, co z kolei spowodowało gorsze postrzeganie ich bieżącej i przyszłej sytuacji finansowej.

Wielkość produkcji sprzedanej przemysłu na Węgrzech, podobnie jak w innych krajach regionu wyraźnie wzrosła w 2010 r., co było efektem przede wszystkim silnego popytu zagranicznego. W największym stopniu wzrosła produkcja maszyn i urządzeń oraz komputerów i sprzętu

elektronicznego. W I kw. 2011 r. produkcja przemysłowa jeszcze przyspieszyła, do czego przyczyniła się szybko rosnąca produkcja w sektorze motoryzacyjnym.

Duża liczba zamówień, zarówno krajowych, jak i zagranicznych, a także szybko rosnący wolumen produkcji spowodowały wyraźny wzrost zaufania przedsiębiorców. Miało to miejsce zarówno w 2010 r., jak i w pierwszych czterech miesiącach 2011 r. Z kolei w maju 2011 r. wskaźniki zaufania kół biznesu publikowane przez Komisję Europejską pokazały wyraźny spadek liczby nowych zamówień, co też przełożyło się na obniżenie optymizmu przedsiębiorców.

### Rynek pracy

Sytuacja na węgierskim rynku pracy w 2010 i w pierwszych miesiącach 2011 r. nie wykazywała oznak wyraźnej i szybkiej poprawy. Zharmonizowana stopa bezrobocia na Węgrzech w 2010 r. nieznacznie wzrosła w porównaniu z rokiem poprzednim. W grudniu 2010 wyniosła ona 11,3% wobec 10,9% w grudniu 2009 r. W styczniu 2011 miał miejsce jej skokowy wzrost do 12,1%. W kolejnych miesiącach można było zauważyć jej niewielki spadek (do 11,6% w kwietniu).

Statystyki zatrudnienia na Węgrzech wskazują natomiast na ożywienie na rynku pracy w II połowie 2010 r., kiedy to liczba zatrudnionych w gospodarce zaczęła wzrastać w ujęciu rocznym. Zatrudnienie najszybciej rosło w sektorze usług (zwłaszcza w sektorach pośrednictwa finansowego i obsługi nieruchomości). Jego wzrost miał również miejsce w przemyśle, co wynikało z poprawiającej się koniunktury w tych sektorach w 2010. W 2010 r. miał również miejsce wzrost zatrudnienia w sektorze publicznym. Wiązało się to z planem zatrudniania pracowników tymczasowych wykonujących prace interwencyjne. Wraz z końcem 2010 r. znacznie ograniczono środki budżetowe przeznaczone na ten plan i już w I kw. 2011 r. liczba zatrudnionych w sektorze budżetowym była o blisko 5% niższa niż w I kw. 2010 r. Wpłynęło to również na spadek dynamiki zatrudnienia, pomimo tego, że liczba pracowników w sektorze przedsiębiorstw, zwłaszcza przemyśle przetwórczym nadal wzrastała. Z kolei w przypadku rolnictwa i budownictwa, zarówno w 2010 r., jak i w I kw. 2011 r. cały czas można było obserwować spadek liczby pracujących.

### Inflacja i koszty pracy

Szybko rosnące od II połowy 2010 r. ceny żywności i surowców energetycznych na rynkach światowych przełożyły się również na wzrost inflacji na Węgrzech. To właśnie ceny żywności i energii były główną przyczyną wzrostu inflacji na Węgrzech w tym okresie. Od lipca 2010 r. do kwietnia 2011 r. roczna dynamika HICP wzrosła z 3,6% do 4,4%. W maju 2011 r. inflacja na Węgrzech obniżyła się do 3,9% w wyniku spadku cen energii i znacznego spowolnienia tempa wzrostu cen żywności.

Inflacja bazowa (po wyłączeniu cen energii, żywności, napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych) od lipca

2010 r. (spadek inflacji bazowej w wyniku wygaśnięcia efektu bazy związanego z podwyżką stawek podatków pośrednich w połowie 2009 r.) do maja 2011 r. utrzymywała się na relatywnie niskim poziomie (1,1-1,6%), aczkolwiek w marcu i kwietniu 2011 r. można było zauważyć jej lekki wzrost. Niski poziom inflacji bazowej to wynik stale niskiej presji inflacyjnej związanej z panującym zastojem na rynku pracy. Dotychczas nie ujawniły się również efekty przenoszenia wysokich cen paliw i żywności, a także koszty tymczasowych podatków sektorowych (nałożonych od stycznia 2011 r. m.in. na operatorów telekomunikacyjnych i sieci handlu detalicznego) na wzrost cen pozostałych towarów i usług.

Tabela 11.2

Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)

	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	maj- 11
<b>HICP</b>	<b>5,2</b>	<b>3,6</b>	<b>4,3</b>	<b>4,3</b>	<b>3,9</b>
<i>Kategorie mające największy wpływ na inflację (w pkt proc.)</i>					
Żywność i napoje bezalkoholowe	-0,1	0,7	1,3	1,7	2,0
Transport	2,0	1,2	1,3	1,1	0,9
Utrzymanie mieszkania	1,1	0,7	0,8	0,9	0,5
Odzież i obuwie	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,2
Zdrowie	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1

źródło: Eurostat

Przeciętne wynagrodzenie na Węgrzech nieznacznie się zwiększyło w 2010 r. (o 2,6% w porównaniu z 2009 r.). Wzrost rocznej dynamiki wynagrodzeń miał miejsce jedynie w I połowie ub.r. W II połowie ub.r. nastąpił już spadek nominalnych wynagrodzeń w ujęciu rocznym, co wynikało przede wszystkim z ich spadku w sektorze publicznym (m.in. w wyniku niższego wynagrodzenia tymczasowych pracowników pracujących często w niepełnym wymiarze czasu). Brak wypłaty premii rocznych w przedsiębiorstwach, zwłaszcza w sektorach obłożonych nowymi podatkami i instytucjach sektora publicznego, był dodatkowym czynnikiem obniżającym dynamikę wynagrodzeń w końcu 2010 r.

Wzrost nominalnych wynagrodzeń w I połowie 2010 r. był główną przyczyną wzrostu jednostkowych kosztów pracy w tym okresie. Jednak wraz z wyhamowaniem ich dynamiki, w połączeniu z wyraźnym przyspieszeniem rocznego tempa wzrostu gospodarczego, można było zaobserwować ich ponowny spadek w II połowie 2010 r.

### Bilans płatniczy

Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących, która pojawiła się w 2009 r. (0,4% PKB), w 2010 r. jeszcze wzrosła i wyniosła 2,1% PKB. Wynikało to ze wzrostu dodatniego salda na rachunku towarów i usług. Saldo transferów bieżących nie zmieniło się w porównaniu z 2009 r., natomiast deficyt na rachunku dochodów nieznacznie się pogłębił.

Nadwyżka na rachunkach towarów i usług w 2010 r. przekroczyła 7% PKB. W handlu towarami w 2010 r. odnotowano duży wzrost zarówno eksportu, jak i importu (odpowiednio 25% i 23% r/r). W przypadku eksportu, jak i importu na wzrost wymiany zagranicznej w największym stopniu wpłynął handel produktami przemysłu przetwórczego. Z kolei wzrost nadwyżki na rachunku

usług to przede wszystkim wzrost wpływów netto z tytułu turystyki, usług finansowych oraz opłat licencyjnych. Zwiększony deficyt na rachunku dochodów to z kolei wynik większego odpływu zysków z inwestycji zagranicznych na Węgrzech, głównie inwestycji bezpośrednich w wyniku poprawy ich kondycji finansowej, który był jednak hamowany przez wprowadzone w 2010 r. podatki sektorowe.

Tabela 11.3  
Bilans płatniczy, saldo (% PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)

	Q4 2009	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010
<b>Rachunek bieżący</b>	<b>0,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>
Towary	3,6	4,4	4,5	4,6	4,7
Usługi	1,4	2,0	2,2	2,3	2,4
Dochody	-5,1	-5,2	-5,3	-5,4	-5,5
Transfery bieżące	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4
<b>Rachunek kapitałowy</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>
<b>Rachunek finansowy</b>	<b>4,9</b>	<b>3,0</b>	<b>5,2</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>
Inwestycje bezpośrednie	-0,5	-1,4	-0,4	0,2	0,6
Inwestycje portfelowe	-2,9	2,9	2,7	-1,3	0,6
Pozostałe inwestycje	8,2	1,6	2,9	2,0	0,1

źródło: Eurostat

W 2010 r. nadal notowano napływ kapitału zagranicznego do Węgier. Jego skala jednak wyraźnie się zmniejszyła w porównaniu z 2009 r., na co wpłynęło przede wszystkim wstrzymanie kolejnych transz pomocy finansowej udzielonej Węgrom w 2008 r. przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Bank Światowy, Komisję Europejską oraz rządy niektórych państw Unii Europejskiej. Decyzja o zaprzestaniu przyznawania kolejnych transz pomocy była podyktowana zerwaniem rozmów z MFW przez nowy rząd Węgier, który nie chciał się zgodzić na dalsze cięcia wydatków budżetowych w obliczu i tak trudnej sytuacji gospodarczej kraju<sup>69</sup>. Odbiło się to na zmniejszeniu nadwyżki na rachunku pozostałych inwestycji. Z kolei zarówno inwestycje bezpośrednie, jak i portfelowe, napłynęły na Węgry w większej wartości w 2010 r., niż to było rok wcześniej, kiedy to odnotowano odpływ netto obu tych kategorii inwestycji zagranicznych.

### Stopy procentowe i kurs walutowy

Po okresie rekordowo niskich stóp procentowych na Węgrzech (5,25% w okresie kwiecień-listopad 2010 r.). Narodowy Bank Węgier (MNB) zdecydował się na ich

podwyżkę na przełomie 2010 i 2011 r. W listopadzie i grudniu 2010 r. oraz w styczniu 2011 r. główna stopa procentowa MNB wzrastała o 25 pb., do poziomu 6%, na którym utrzymywała się do czerwca 2011 r. Zacieśnienie polityki pieniężnej na Węgrzech było spowodowane przede wszystkim szokiem podaźowym na rynkach żywności i surowców energetycznych, który spowodował szybki wzrost inflacji na Węgrzech w II połowie 2010 r.

Zmiany stóp procentowych MNB były także podstawowym wyznacznikiem zmian wysokości stóp procentowych na rynku międzybankowym. Trzymiesięczny Bubor w okresie listopad 2010 – czerwiec 2011 wzrósł z 5,4 do 6,1%. Przez cały ten okres był on nieznacznie wyższy (o 0,1-0,2 pp.) od stopy bazowej MNB.

Na kształtowanie się kursu węgierskiego forinta i rentowności węgierskich obligacji skarbu państwa w 2010 i 2011 r. wpływały zarówno czynniki zewnętrzne, zwłaszcza sytuacja w strefie euro, jak i sytuacja w gospodarce krajowej. W II połowie 2010 r. można było zauważyć osłabianie się forinta wobec euro, a także wzrost rentowności węgierskich obligacji. Wynikało to z jednej strony z pojawiania się informacji na temat kredytów zadłużeniowych w krajach peryferyjnych strefy euro, co zwiększało awersję inwestorów do ryzyka. Miała wówczas miejsce ucieczka inwestorów zagranicznych z rynków europejskich, w tym również z rynków krajów EŚW w aktywa denominowane w USD. W połowie 2010 r. Węgry zerwały negocjacje dotyczące przedłużenia pomocy finansowej z MFW, co dodatkowo zmniejszyło zaufanie inwestorów wobec tego kraju. Proponowane i wprowadzone w życie w II połowie ub.r. własne środki walki z nadmiernym deficytem sektora finansów publicznych (przede wszystkim nacjonalizacja prywatnych funduszy emerytalnych, tymczasowe podatki dla sektora finansowego, energetycznego, telekomunikacyjnego i handlu detalicznego) zostały nieprzychylnie odebrane przez instytucje finansowe i agencje ratingowe, co spowodowało spadek ratingów długoterminowego długu węgierskiego (agencje Fitch i Moody's) na początku grudnia 2010 r. Było to kolejnym czynnikiem wzrostu awersji inwestorów zagranicznych wobec węgierskich rynków finansowych w końcu 2010 r. Sytuacja zmieniła się w 2011 r., kiedy to forint zaczął się umacniać wobec głównych walut świata. Pierwszym z czynników, który miał wpływ na takie kształtowanie się kursu forinta była rosnąca różnica w poziomie stóp procentowych pomiędzy Węgrami a strefą euro czy Stanami Zjednoczonymi, wynikająca z zacieśniania polityki pieniężnej przez MNB. W kwietniu 2011 r. ogłoszono również nowy plan reform strukturalnych na Węgrzech, który zawierał długoterminową strategię konsolidacji finansów publicznych, nie skupiającą się jedynie na tymczasowym wzroście dochodów sektora finansów publicznych jak to miało miejsce w 2010 r. Plan ten został odebrany przez instytucje finansowe i inwestorów jako „krok w dobrym kierunku”, co było dodatkowym bodźcem dla umacniania się forinta i spadku rentowności węgierskich obligacji w II kw. 2011 r.

<sup>69</sup> Wybrany w lipcu 2010 r. nowy rząd Węgier postanowił nie kontynuować rozmów na temat przedłużenia pomocy finansowej ze strony instytucji międzynarodowych pod przewodnictwem MFW. Głównym powodem zerwania rozmów były rozbieżne stanowiska dotyczące sposobu ograniczenia deficytu sektora finansów publicznych. Zdaniem MFW zaproponowane przez Węgry czasowe dostosowania po stronie dochodowej nie zapewniają stabilizacji deficytu na niskim poziomie, natomiast rząd Węgier nie chciał zgodzić się na kolejne ograniczenia wydatków publicznych. Czynnikiem umożliwiającym Węgrom rezygnację z pomocy instytucji finansowych było również uspokojenie na rynkach finansowych, co umożliwiało, po okresie kryzysu, ponownie finansować wydatki emisjami obligacji.

## Polityka fiskalna

W celu utrzymania deficytu sektora finansów publicznych w 2010 r. na poziomie uzgodnionym z organizacjami międzynarodowymi (3,8% PKB wobec 4,5% PKB w 2009 r.), rząd Węgier podjął doraźne działania zwiększające dochody budżetowe (zawieszenie transferów składek do OFE, wprowadzenie specjalnych podatków – m.in. dla sektora finansowego<sup>70</sup>), przy jednoczesnym utrzymaniu dyscypliny wydatkowej. Niemniej, wynik sektora finansów publicznych w 2010 r. ukształtował się na poziomie wyższym od zakładanego – 4,2% PKB. Było to efektem m.in. wyższego od planowanego deficytu jednostek samorządu terytorialnego (0,2 % PKB) oraz niższych wpływów z PIT i składek ubezpieczeniowych, co wiązało się m.in. z przesuwaniem wypłat premii i nagród, w związku z obniżką stawki PIT obowiązującą od br. (ok. 0,2% PKB).

W 2011 r. Węgry, obok Szwecji, będą jedynym krajem Unii Europejskiej, który odnotuje nadwyżkę sektora *general government* (2% PKB, KE prognozuje 1,6% PKB). Sytuacja ta jest konsekwencją jednorazowego ujęcia jako dochodu budżetowego transferu aktywów zgromadzonych w II filarze przez osoby, które wystąpiły z OFE<sup>71</sup> (blisko 10% PKB). Wpływy te pozwolą na zrekompensowanie kosztów wynikających m.in. ze zmian w systemie podatkowym<sup>72</sup> (1,9% PKB), wsparcia kapitałowego przedsiębiorstw państwowych (koleje i transport publiczny Budapesztu – ok. 1,3% PKB) oraz wykupu kontraktów realizowanych w formule partnerstwa publiczno-prywatnego<sup>73</sup> (ok. 0,7% PKB). Bez transferu środków z OFE deficyt budżetowy wyniósłby ok. 8% PKB, najwięcej od 2006 r. Wśród dostosowań obowiązujących od br. wymienić należy także zamrożenie wysokości transferów socjalnych (świadczenia rodzinne, zasiłki z pomocy społecznej) i obniżenie wskaźnika waloryzacji. Ponadto na początku roku rząd podjął decyzję o

<sup>70</sup> Zostały one nałożone także na przedsiębiorstwa z branży energetycznej, telekomunikacyjnej oraz na sieci handlowe. Dochody budżetowe z tego tytułu szacowane są na ok. 0,6% PKB rocznie.

<sup>71</sup> Wskutek zmian wprowadzonych pod koniec ub.r., blisko 97% członków funduszy emerytalnych (ponad 3 mln osób) nie zdecydowało się na dalsze członkostwo w funduszach emerytalnych. Decyzja ta miała zostać podjęta do końca stycznia 2011 r. (w niektórych przypadkach – do końca lutego br.), przy czym wiązała się ona z utratą praw do otrzymania emerytury z I filaru oraz brakiem gwarantowania przez państwo wypłat świadczeń z kapitałowej części systemu emerytalnego przy odprowadzaniu składek na ubezpieczenie emerytalne w pełnej wysokości. Ponadto wystąpienie z OFE umożliwiło ubezpieczonemu wypłatę zysku wypracowanego przez fundusze emerytalne, a w przypadku ujemnej stopy zwrotu państwo wyrówna stan środków na koncie ubezpieczonego.

<sup>72</sup> Wprowadzenie liniowej stawki PIT (16%) – zamiast dotychczasowych stawek 17% i 32%, wraz ze zwiększeniem ulgi z tytułu wychowywania dziecka, obniżona stawka CIT dla małych podatników (10% wobec 19%; działanie wprowadzono w połowie 2010 r.).

<sup>73</sup> Decyzja co do kontynuacji bądź wygaszenia poszczególnych projektów (realizowano ich ok. 100) ma zostać podjęta w czerwcu br. Zgodnie z wypowiedzią ministra rozwoju narodowego Węgier ma to przynieść oszczędności w długim okresie na poziomie ok. 400 mld HUF (tj. ok. 1,4% PKB w warunkach 2011 r.).

blokadzie części wydatków resortów (rezerwa stabilności finansowej, ok. 0,9% PKB). Pod koniec maja br. rząd Węgier zawarł porozumienie ze związkiem banków w sprawie programu pomocowego dla osób spłacających kredyty mieszkaniowe denominowane we frankach szwajcarskich. Koszt dla sektora finansów publicznych szacowany jest na ok. 0,05% PKB rocznie.

Rząd Węgier przedstawił w ogłoszonym w marcu br. Planie Kálmána Szélla (PK-S), uszczegółowionym w Narodowym Programie Reform (NPR), szeroki pakiet działań zmierzających do konsolidacji fiskalnej i redukcji długu publicznego. W przeciwieństwie do zmian przyjętych w ub.r. NPR koncentruje się przede wszystkim (w <sup>34</sup>) na stronie wydatkowej. Propozycje w znacznym stopniu dotyczą cięć transferów socjalnych<sup>74</sup> i wydatków bieżących<sup>75</sup>. Po stronie dochodowej planowane jest, wbrew wcześniejszym zapowiedziom, utrzymanie po 2012 r. specjalnego podatku nałożonego na instytucje finansowe. Ponadto nie nastąpi obniżenie od 2013 r. stawki CIT z 19% do 10%<sup>76</sup>. Aktywa przekazane przez OFE<sup>77</sup> trafić mają do nowoutworzonego Funduszu Reformy Emerytalnej i Zmniejszenia Długu Publicznego. Fundusz zasilany będzie także specjalnym podatkiem opłacanym przez instytucje finansowe oraz dochodami z myta elektronicznego (od 2013 r.). Zgromadzone w nim środki mogą służyć jedynie obniżaniu długu publicznego.

Skala zakładanych działań w NPR szacowana jest na ok. 2-3% PKB rocznie. W efekcie relacja deficytu sektora finansów publicznych do PKB Węgier w okresie 2012-2014 ma zostać utrzymana poniżej wartości referencyjnej, a dług publiczny obniżyć się z 82% PKB w 2010 r. do ok. 66% w 2014 r. Osiągnięcie powyższych celów wymagać będzie implementacji działań zgodnie z przyjętym przez rząd harmonogramem. MFW i KE prognozują, że ograniczenie sektora finansów publicznych na Węgrzech poniżej 3% PKB w kolejnych latach będzie wymagało podjęcia dodatkowych działań konsolidacyjnych.

<sup>74</sup> Formuły obliczania świadczeń mają zostać zmienione, wcześniejsze emerytury zlikwidowane, a system rent z tytułu niezdolności do pracy uszczelniony (wraz z weryfikacją przyznanych świadczeń). Zmiany objąć mają także system refundacji cen leków oraz mechanizm finansowania szkolnictwa wyższego. Rząd planuje centralizację zakupów publicznych i zadań realizowanych przez poszczególne jednostki samorządu terytorialnego. Na zmniejszenie wydatków budżetowych w kolejnych latach wpłynąć ma także restrukturyzacja transportu publicznego (stworzenie holdingu Narodowego Przedsiębiorstwa Transportu) i ograniczenie ulg w przewozach pasażerskich.

<sup>75</sup> M.in. 5% redukcja zatrudnienia w administracji, brak uzupełniania wakatów, zamrożenie wydatków na zakup i towarów i usług na poziomie 2011 r.

<sup>76</sup> W przypadku przedsiębiorstw, których zyski przekroczyły w danym roku podatkowym kwotę 500 mln HUF. Stawka dla małych podatników od połowy 2010 r. wynosi 10%.

<sup>77</sup> Transfer ma rozpocząć się w czerwcu br. Wartość aktywów, które przekazał OFE szacowana jest na ok. 10% PKB, z czego ok. 4,7% PKB stanowią węgierskie papiery wartościowe. Jedynie w 2010 r. część wpływów ze sprzedaży aktywów przekazanych przez fundusze emerytalne (ok. 1,9% PKB) ma zostać przekazana na pokrycie wydatków węgierskiego funduszu ubezpieczeń społecznych, a nie na redukcję długu publicznego.

W kwietniu br. przyjęta została nowa ustawa zasadnicza Węgier, przewidująca zmiany w ramach instytucjonalnych finansów publicznych. Zapisano w niej m.in. regułę długu publicznego (50% PKB<sup>78</sup>), wzmocniono mechanizmy kontrolne (m.in. możliwość zawetowania ustawy budżetowej przez radę budżetową), usankcjonowano wyłączenie możliwości zmian w prawie podatkowym i systemie ubezpieczeń społecznych przez Trybunał Konstytucyjny, w przypadku, gdy dług publiczny przekracza 50% PKB. Skuteczność propozycji rządowych wymaga przyjęcia odpowiednich aktów niższego rzędu określających szczegółowo procedurę zmniejszania długu publicznego zgodnie z regułą fiskalną. Na początku czerwca br. premier Węgier poinformował o możliwości wprowadzeniu ustawowego zapisu, który ograniczałby możliwość nowelizacji przepisów w zakresie prawa podatkowego, systemu ubezpieczeń społecznych oraz prawa budżetowego (wymagałyby one poparcia co najmniej ⅔ deputowanych).

### Prognozy

Jak wynika z opublikowanych w czerwcu 2011 r. prognoz Narodowego Banku Węgier (MNB) tempo wzrostu gospodarczego w latach 2011-2012 będzie kształtowało poniżej 3% r/r, czyli zdecydowanie niżej niż przewidywano w końcu 2010 r. Zarówno w 2011 r., jak i w 2012 r. oczekuje się utrzymania wysokiego popytu zewnętrznego, przy czym popyt ze strony krajów strefy euro ma być stopniowo zastępowany przez silny popyt z krajów spoza Europy, zwłaszcza krajów azjatyckich. Pozwoli to na utrzymanie wysokiej dynamiki eksportu, co spowodować ma ponownie dodatni wkład eksportu netto do dynamiki PKB w tym okresie. Jednocześnie MNB oczekuje wzrostu popytu krajowego, przede wszystkim konsumpcji prywatnej i nakładów inwestycyjnych. Wzrost konsumpcji prywatnej ma mieć miejsce już w 2011 r., jednak ma być relatywnie powolny. Stać za tym mają stagnacja na rynku pracy i plany dalszej konsolidacji fiskalnej (PK-S). Zdaniem MNB, działania podjęte przez rząd Węgier, jakie miały miejsce na początku 2011 r. (niższe podatki dochodowe, wypłata odsetek od znacjonalizowanych aktywów funduszy emerytalnych), przyczynią się raczej do wzrostu oszczędności gospodarstw domowych, niż wzrostu konsumpcji. W 2012 r. zatrudnienie na Węgrzech w dalszym ciągu będzie rosło powoli, natomiast przewiduje się wzrost przeciętnego wynagrodzenia, zwłaszcza w sektorze prywatnym. Z drugiej strony plan restrukturyzacji kredytów walutowych co prawda nie powinien wpłynąć znacząco na wzrost akcji kredytowej, jednak powinien spowodować zmniejszenie obciążeń gospodarstw domowych i tym samym pośrednio poprawić ich sytuację finansową, co może korzystnie wpłynąć na konsumpcję w przyszłym roku. MNB oczekuje natomiast spadku wydatków konsumpcyjnych sektora rządowego w najbliższych dwóch latach, co ma być konsekwencją nowoprzyjętego planu oszczędnościowego. W przypadku

inwestycji, MNB liczy na udane zakończenie projektów inwestycyjnych w sektorze motoryzacyjnym, co wpłynęłoby na wzrost nakładów inwestycyjnych w gospodarce, jednak dopiero w 2012 r.

Prognoza inflacji MNB zakłada jej stopniowy spadek w 2011 i 2012 r. do poziomu poniżej celu inflacyjnego MNB (3%) pod koniec 2012 r. Wkład cen energii i żywności do inflacji powinien zmniejszać się z każdym kolejnym kwartałem. Oczekiwany wzrost konsumpcji prywatnej nie powinien mieć dużego wpływu na wzrost inflacji, jednak, w przeciwieństwie do cen energii i żywności, inflacja bazowa w 2011 i 2012 r. nie będzie się obniżać i kształtować ma się ona na poziomie obserwowanym w I kw. 2011 r.

Oczekiwane utrzymanie się silnego popytu zewnętrznego i brak wyraźnego ożywienia popytu krajowego mają spowodować, że nadwyżka na rachunku obrotów bieżących, jaką obserwuje się na Węgrzech od 2009 r. powinna się utrzymać, a nawet nieznacznie zwiększyć w kolejnych kwartałach 2011 i 2012 r.

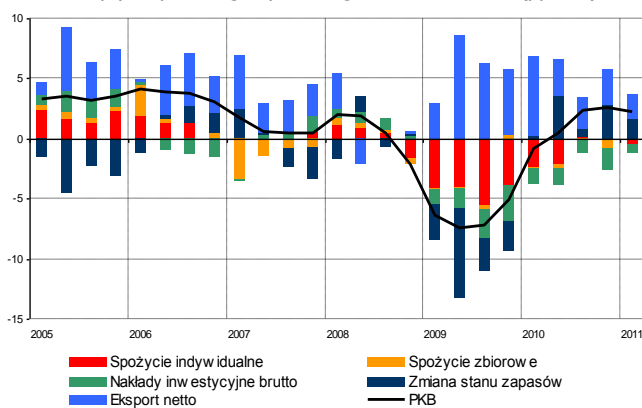
Tabela 10.4  
Prognozy najważniejszych wskaźników makroekonomicznych

	MNB	KE	OECD	MFW
	06.2011 (11.2010)	05.2011 (11.2010)	05.2011 (11.2010)	04.2011 (10.2010)
<b>PKB, w %, r/r</b>				
2011	2,6 (3,1)	2,7 (2,8)	2,7 (2,5)	2,8 (2,0)
2012	2,7 (4,0)	2,6 (3,2)	3,1 (3,1)	2,8 (3,0)
2013				2,8 (3,0)
<b>Inflacja, w %, r/r</b>				
2011	3,9 (4,0)	4,0 (3,9)	4,0 (2,9)	4,1 (3,3)
2012	3,6 (3,3)	3,5 (3,7)	3,3 (3,1)	3,5 (3,0)
2013				3,0 (3,0)
<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących, w % PKB</b>				
2011	1,9	1,6 (0,4)	2,7 (-1,1)	1,5 (0,7)
2012	3,2	1,9(-0,4)	1,8 (-1,3)	0,9 (-0,7)
2013				-0,8 (-0,9)

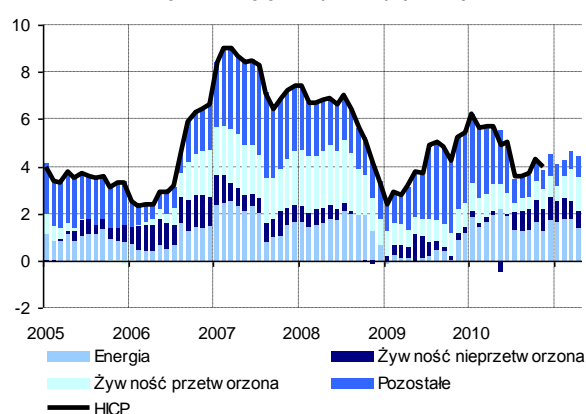
MNB – Report on Inflation, Narodowy Bank Węgier.

<sup>78</sup> W przypadku przekroczenia tego limitu wymagane jest uchwalenie budżetu przewidującego zmniejszenie długu publicznego.

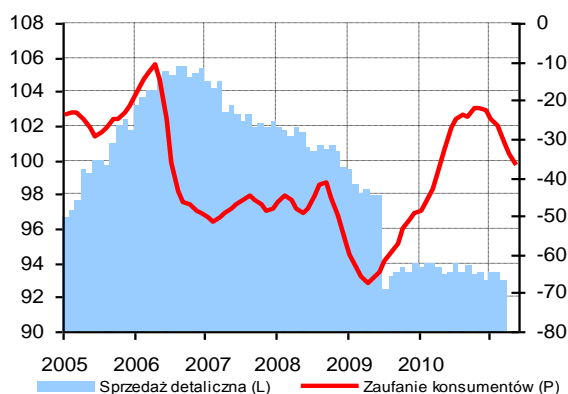
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



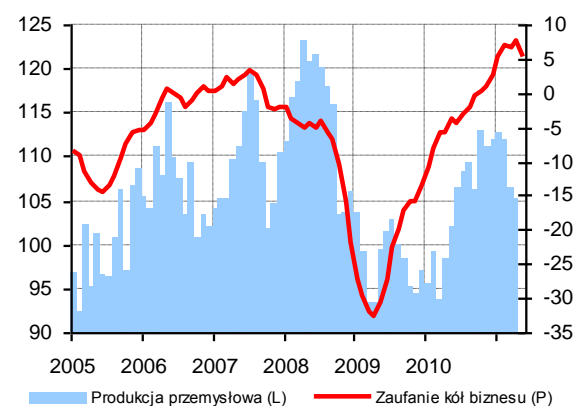
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



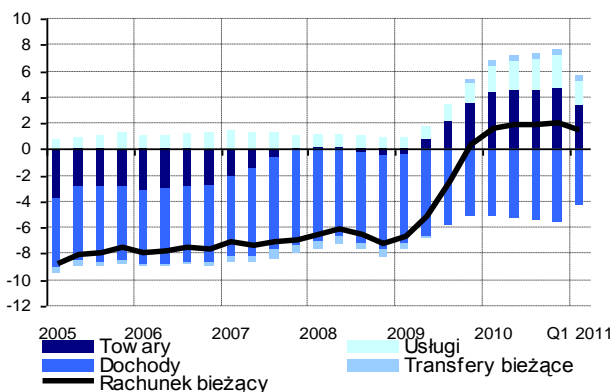
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



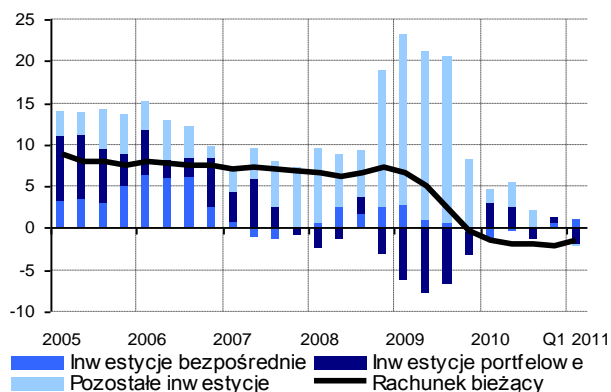
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania kół biznesu



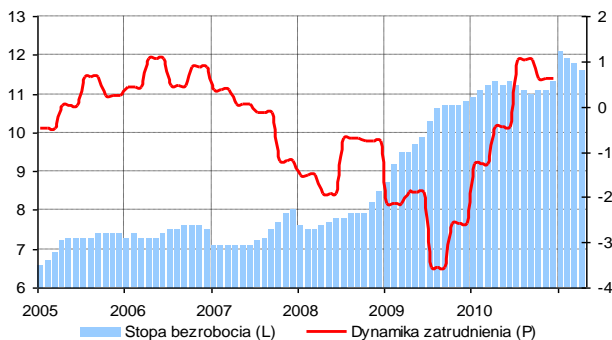
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



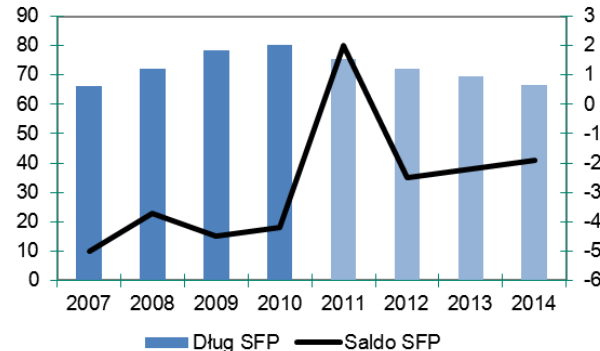
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



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



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne

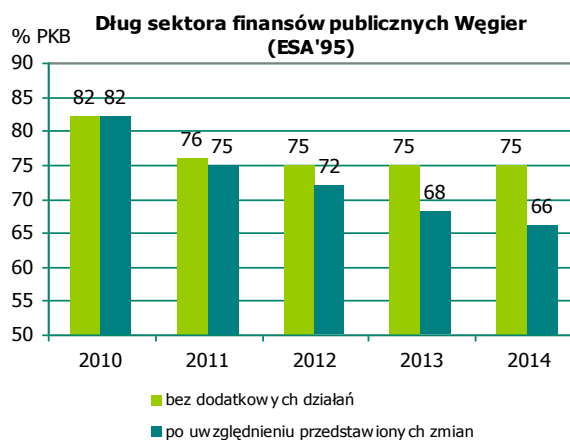
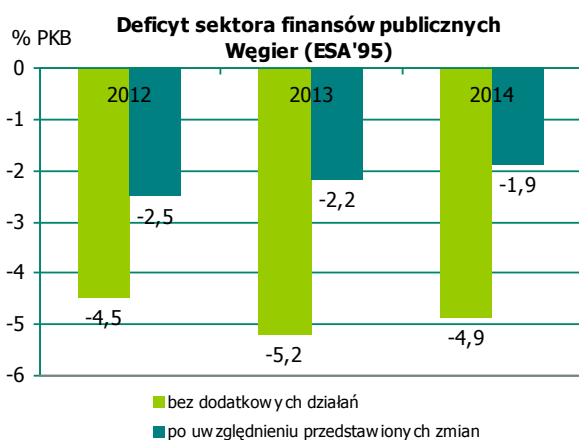


## Aneks 1

### Plan Kálmána Szélla

Na początku marca br. rząd Węgier przedstawił Plan Kálmána Szélla<sup>79</sup> (PK-S)<sup>80</sup>, stanowiący szeroki pakiet działań konsolidujących finanse publiczne. W przeciwieństwie do zmian przyjętych w 2010 r., ograniczenie nierównowagi finansów publicznych ma być efektem przede wszystkim trwałego ograniczenia wydatków (por. tabela na następnym stronie).

Skala zakładanych w PK-S działań szacowana jest na ok. 2-3% PKB rocznie (por. wykres poniżej). W efekcie relacja deficytu sektora finansów publicznych do PKB w okresie 2012-2014 ma pozostać poniżej wartości referencyjnej, a dług publiczny ma ulec obniżeniu z 82% PKB w 2010 r. do ok. 66% w 2014 r. (por. wykres poniżej). MFW i KE prognozują, że w kolejnych latach konieczne będzie podjęcie dodatkowych działań konsolidacyjnych. KE ocenia skalę ograniczenia deficytu budżetowego dzięki PK-S na poziomie ok. 1-2% PKB.



Źródło: Ministerstwo Gospodarki Narodowej Węgier

Źródło: Ministerstwo Gospodarki Narodowej Węgier

Plan rządu przewiduje m.in.:

- cięcia wydatków z systemu zabezpieczenia społecznego,
- modyfikację zasad refundacji cen leków,
- zmianę mechanizmu finansowania szkolnictwa wyższego (zmniejszenie miejsc na studiach dziennych o połowę),
- restrukturyzację przedsiębiorstw transportu publicznego (powołanie Narodowego Przedsiębiorstwa Komunikacyjnego, ograniczenie ustawowych ulg przewozowych),
- racjonalizację zadań realizowanych przez administrację rządową oraz poszczególne jednostki samorządu terytorialnego.

Działania w zakresie transferów socjalnych mają na celu zwiększenie aktywności zawodowej poprzez ograniczenie zachęt do opuszczania i pozostawiania poza rynkiem pracy. Formuły obliczania świadczeń mają zostać zmienione, wcześniejsze emerytury i system zaopatrzeniowy służb mundurowych zlikwidowane, a system rent z tytułu niezdolności do pracy uszczelniony (wraz z weryfikacją przyznanych świadczeń). Wprowadzony ma zostać limit łącznej kwoty zasiłków rodzinnych i z pomocy społecznej, na poziomie niższym od minimalnego wynagrodzenia za pracę. Wysokość świadczeń rodzinnych pozostanie zamrożona. Okres pobierania zasiłków dla bezrobotnych ma ulec skróceniu, zaś środki na działania związane z prowadzeniem aktywnej polityki rynku pracy mają w większym stopniu pochodzić z funduszy unijnych.

<sup>79</sup> Kálmán Széll był premierem Węgier w latach 1899-1903, jego rząd wprowadził reformę podatkową i systemu finansowego.

<sup>80</sup> Uszczegółowiony następnie w Narodowym Programie Reform (z połowy kwietnia br.).

Po stronie dochodowej planowane jest wprowadzenie od 2013 r. myta elektronicznego. Wbrew wcześniejszym zapowiedziom, utrzymany zostanie specjalny podatek nałożony na instytucje finansowe. Pierwotnie miał on obowiązywać do 2012 r. Ponadto rząd Węgier wycofał się z obniżki CIT z 19% do 10%<sup>81</sup> od 2013 r. Dochody osiągnięte dzięki powyższym zmianom mają zasilać nowoutworzony Fundusz Reformy Emerytalnej i Zmniejszenia Długu Publicznego. Trafia do niego również aktywa przekazane przez OFE, za osoby, które zrezygnowały z oszczędzania w kapitałowym filarze systemu emerytalnego<sup>82</sup>.

Władze zamierzają także zmniejszyć obciążenia administracyjne (o 25%), przede wszystkim w zakresie prawa podatkowego i wymogów sprawozdawczości finansowej i statystycznej oraz zwiększenia przejrzystości działania organów regulacyjnych.

Osiągnięcie zakładanych celów PK-S wymagać będzie implementacji działań zgodnie z przyjętym przez rząd harmonogramem. Większość projektów ustaw ma zostać przygotowanych do 1 lipca br., a do września br. mają być głosowane w Parlamencie. Dłuższe terminy (koniec br.) przewidziano dla zmian w systemie emerytalno-rentowym i restrukturyzacji kolei państwowych. Łącznie rząd planuje znowelizowanie 42 ustaw i 18 aktów niższego rzędu.

**Tabela.** Działania dostosowawcze Węgier podjęte w 2010 r. i przyjęte w Planie Kálmána Szélla

Działanie/ Obszar	2010	2011	2012	2013	2014	Komentarz
	w % PKB					
<b>DZIAŁANIA PODJĘTE PRZEZ RZĄD V. ORBÁNA W 2010 R.</b>						
Podatek bankowy	0,7	0,6	0,6	0,3	0,3	2013-2014 zastąpiony zharmonizowanym w ramach UE podatkiem bankowym, część wpływów będzie od 2012 r. przeznaczona na Fundusz Ograniczenia Długu Publicznego (por. poniżej). Podatek bankowy dotyczy także firm ubezpieczeniowych oraz prowadzących działalność w zakresie leasingu finansowego
Podatek kryzysowy	0,6	0,6	0,5			Dotyczy sektora telekomunikacyjnego, energetycznego oraz sieci handlowych
Zawieszenie transferu składek do OFE	0,2	1,3	1,1	1,1	1,0	W okresie listopad 2010 r.-grudzień 2011 r.; W okresie 2012-2014 szacunki uwzględniają skutki wystąpienia 97% członków z otwartych funduszy emerytalnych
Rozdysponowanie aktywów OFE na zmniejszenie deficytu		1,8				Jedynie w br. część wpływów ze sprzedaży aktywów przekazanych przez fundusze emerytalne (ok. 1,9% PKB wobec ok. 10% PKB) ma zostać przekazana na pokrycie wydatków funduszu ubezpieczeń społecznych. W kolejnych latach mają one służyć obniżeniu długu publicznego.
Cięcia wydatków	0,8	0,9				Dotyczyły one poszczególnych resortów; zamrożono rezerwy budżetowe
<b>RAZEM:</b>	<b>2,3</b>	<b>3,3</b>	<b>2,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	
<b>DZIAŁANIA ZAPROPONOWANE W PLANIE KÁLMÁNA SZÉLLA Z LUTEGO 2011 R.</b>						
Zatrudnienie i rynek pracy		0,01	0,6	0,7	0,6	Działania obejmują: • skrócenie okresu pobierania zasiłku dla bezrobotnych • większy udział środków unijnych w finansowaniu aktywnych form polityki rynku pracy • wprowadzenie limitu wsparcia (zasiłki rodzinne, pomoc społeczna), ma być on niższy od minimalnego wynagrodzenia za pracę • zamrożenie wysokości zasiłków rodzinnych

<sup>81</sup> W przypadku przedsiębiorstw, których zyski przekroczyły w danym roku podatkowym kwotę 500 mln HUF.

<sup>82</sup> Jedynie w br. część wpływów ze sprzedaży aktywów przekazanych przez fundusze emerytalne (ok. 1,9% PKB przy łącznej ok. 10% PKB) ma zostać przekazana na pokrycie wydatków funduszu ubezpieczeń społecznych. W kolejnych latach mają one służyć jedynie obniżeniu długu publicznego.

Działanie/ Obszar	2010	2011	2012	2013	2014	Komentarz
System emerytalny		0,04	0,3	0,4	0,4	Działania obejmują m.in.: • wprowadzenie jednolitej formuły obliczenia wysokości świadczeń emerytalno-rentowych • ograniczenie możliwości przejścia na wcześniejszą emeryturę, likwidację systemu zaopatrzeniowego służb mundurowych • zmiana mechanizmu indeksacji rent i emerytur • stopniową zmianę dodatków do emerytur w świadczenia z pomocy społecznej • uszczelnienie systemu rent z tytułu niezdolności do pracy • weryfikację uprawnień do pobierania rent z tytułu niezdolności do pracy
Transport publiczny			0,1	0,2	0,2	Działania obejmują m.in. • utworzenie holdingu Narodowego Przedsiębiorstwa Komunikacyjnego skupiającego koleje państwowe MÁV, przewoźnika autobusowego Volán i Przedsiębiorstwo Transportu Miejskiego Budapesztu BKV • likwidacja bezpłatnych przejazdów dla rodzin pracowników transportu publicznego • przegląd ulg ustawowych dotyczących przewozów pasażerskich
Szkolnictwo wyższe			0,0	0,1	0,1	Zmniejszenie dofinansowania kierunków studiów nieodpowiadających potrzebom rynku pracy
Zdrowie			0,3	0,4	0,4	Zmniejszenie wydatków na refundację cen leków
Pozostałe			0,1	0,4	0,4	M.in. • centralizacja przetargów publicznych • zakaz zaciągania zobowiązań przez jednostki samorządu terytorialnego (JST) na działalność bieżącą, kontrola zadłużania się JST w związku z prowadzonymi projektami inwestycyjnymi • uproszczenie prawa podatkowego, wzmocnienie administracji podatkowej • racjonalizacja funkcjonowania administracji publicznej i wykonywania zadań przez JST
Powołanie Funduszu Reformy Emerytalnej i Zmniejszenia Długu Publicznego			0,3	0,7	0,6	Dochody Funduszu mają pochodzić z myta elektronicznego (ma zostać wprowadzone od 2013 r.), oszczędności z tytułu przesunięcia zmniejszenia stawki CIT (dla przedsiębiorstw z zyskiem >500 mln HUF w danym roku) z 19% do 10% o 2 lata, część wpływów z podatku bankowego
<b>RAZEM:</b>	<b>0,0</b>	<b>0,05</b>	<b>1,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	

Źródło: Plan Kálmána Szélla, Program Konwergencji Węgier - Aktualizacja 2011 (z kwietnia 2011 r.)

## Aneks 2

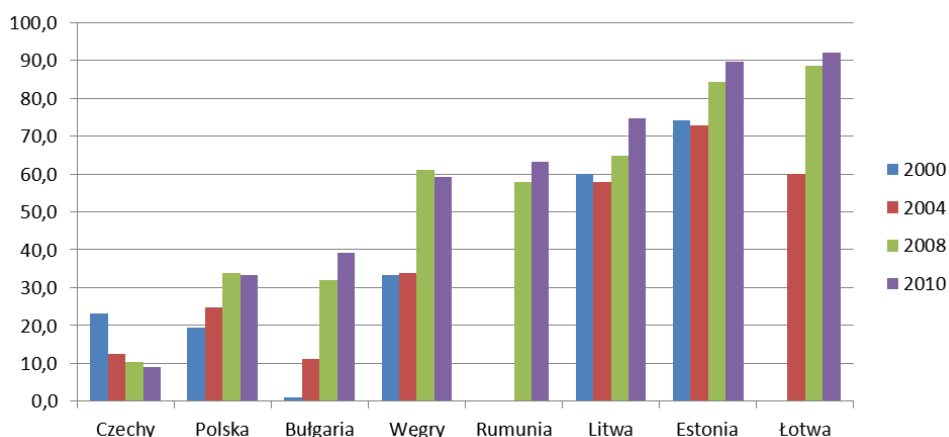
### **Kredyty walutowe w krajach Europy Środkowo-Wschodniej – zagrożenia i propozycje rozwiązań na przykładzie Węgier**

#### **Kredyty walutowe w krajach Europy Środkowo-Wschodniej**

Proces konwergencji realnej w krajach rozwiniętych wiąże się zazwyczaj z szybką ekspansją akcji kredytowej. Podobnie było w krajach Europy Środkowej i Wschodniej (EŚW). Proces liberalizacji gospodarek, rozwój rynków finansowych i napływ inwestycji zagranicznych spowodował szybki rozwój sektora bankowego w tych krajach, a tym samym wzrost kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Proces ten jeszcze przyspieszył po przystąpieniu krajów EŚW do Unii Europejskiej. Umożliwiło to międzynarodowym instytucjom finansowym łatwe i szybkie wejście na rynki środkowoeuropejskie. Od momentu wstąpienia do Unii Europejskiej można było zaobserwować wyraźny wzrost dynamiki udzielanych kredytów, która w przypadku krajów bałtyckich czy Rumunii przekraczała niejednokrotnie 50% r/r w latach 2005-2008.

Charakterystyczną cechą rynku kredytowego w krajach EŚW był bardzo duży udział kredytów walutowych. W okresie 2004-2008 ich udział w całości kredytów zdecydowanie się zwiększył. Od 2008 r. na Węgrzech, w Rumunii, na Litwie, stanowiły one już ponad 60% wszystkich udzielonych kredytów, a w Estonii i na Łotwie nawet ok. 90%. Największy udział kredytów walutowych w krajach bałtyckich wynikał m.in. z obowiązującego w nich reżimu sztywnego kursu walutowego, który znacząco ograniczał ryzyko kursowe<sup>83</sup>. Kredyty w walutach obcych udzielane były zazwyczaj na cele mieszkaniowe dla gospodarstw domowych, jednak w przypadku Rumunii i krajów bałtyckich dominowały one w niemal każdym rodzaju pożyczek, zarówno dla gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw. W większości krajów dominującą walutą kredytów było euro, jedynie w Polsce i na Węgrzech największą popularnością cieszyły się kredyty we frankach szwajcarskich.

#### **Udział kredytów w walutach obcych w całości kredytów dla sektora prywatnego w krajach Europy Środkowo-Wschodniej nie będących członkami strefy euro**



Źródło: Banki Centralne, obliczenia własne

Duża popularność kredytów walutowych w regionie związana była przede wszystkim z ich niższą ceną w porównaniu z kredytami w walutach krajowych. Stopy procentowe na rynku międzybankowym w strefie euro lub Szwajcarii, a tym samym oprocentowanie kredytów, były zdecydowanie niższe niż na rynkach lokalnych<sup>84</sup>. Umacniające się w latach 2004-2008 nominalne kursy walut EŚW były dodatkowym czynnikiem obniżającym koszt kredytów walutowych i tym samym kolejną zachętą do zaciągania tego typu pożyczek.

Jednocześnie niewielu kredytobiorców starało się zabezpieczyć przed ryzykiem walutowym. Większość kredytów walutowych, zwłaszcza udzielonych gospodarstwom domowym, nie było przed nim chronionych. Szczególne ryzyko podejmowali rezydenci krajów o płynnym kursie walutowym, czyli

<sup>83</sup> Reżim sztywnego kursu walutowego wobec euro nie gwarantował jednak pełnego zabezpieczenia przed zmianą kursów walutowych. W 2010 r. istniała poważna obawa dewaluacji kursu walutowego na Łotwie.

<sup>84</sup> Niewielka różnica w poziomie stóp procentowych pomiędzy Czechami a strefą euro, a tym samym nieduża różnica w oprocentowaniu kredytów w koronach i kredytów walutowych, tłumaczy wyraźnie niższą (i zmniejszającą się w czasie) popularność kredytów walutowych w tym kraju.

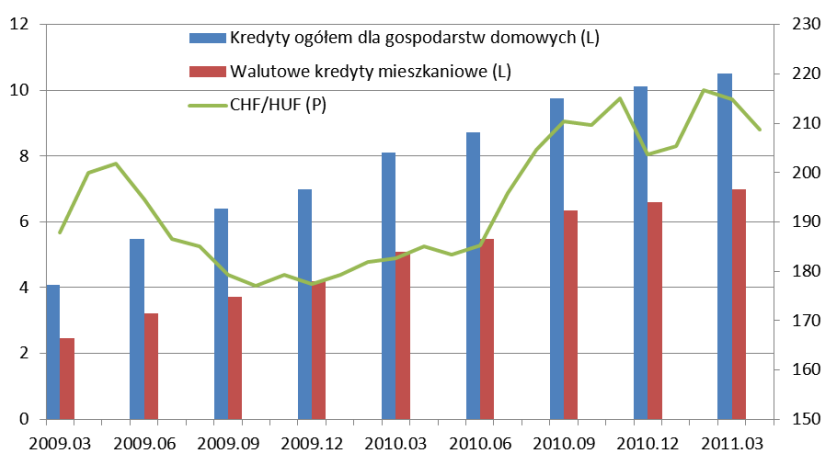
przede wszystkim Węgier, Polski i Rumunii. Wybuch światowego kryzysu finansowego w II połowie 2008 r. spowodował masowy odpływ kapitału z rynków krajów EŚW, w następstwie czego nastąpiła gwałtowna deprecjacja tych walut, a tym samym wzrost kosztu obsługi kredytów. W połączeniu z pogarszającą się w tamtym okresie sytuacją na rynku pracy, koszt spłaty kredytów stawał się coraz większym obciążeniem budżetów gospodarstw domowych.

### Rynek kredytów walutowych na Węgrzech

W przypadku Węgier wydaje się, że sytuacja na rynku kredytów walutowych stwarza zagrożenie zarówno dla wielkości konsumpcji gospodarstw domowych, jak i dla stabilności sektora finansowego. Kredyty walutowe stały się bardzo popularne po 2004 r., kiedy to dostęp do nich stał się łatwiejszy, a ich oprocentowanie było zdecydowanie niższe od kredytów w walucie krajowej. W przypadku Węgier, udział kredytów walutach obcych wzrósł z niespełna 30% w 2004 r. do ponad 60% całości kredytów w 2008 r. Wynikało to przede wszystkim z rosnącej popularności walutowych kredytów mieszkaniowych. W 2004 r. długoterminowe kredyty dla gospodarstw domowych udzielane były niemal wyłącznie w forintach (blisko 99% całości), a w 2010 r. już prawie 2/3 wszystkich kredytów dla gospodarstw domowych na okres powyżej 1 roku była udzielana w walutach obcych, głównie w frankach szwajcarskich.

Wybuch światowego kryzysu finansowego na Węgrzech spowodował szybką i bardzo silną deprecjację forinta. W okresie lipiec 2008-marzec 2009 r. forint osłabił się o 36% wobec euro i o 45% wobec franka szwajcarskiego. Silna deprecjacja forinta spowodowała wzrost kosztu kredytów walutowych, co dotknęło przede wszystkim obciążone kredytem hipotecznym gospodarstwa domowe. W połączeniu z pogarszającą się sytuacją na rynku pracy spowodowało to, że gospodarstwa domowe zaczęły mieć coraz większe problemy ze spłatą kredytów, zwłaszcza walutowych kredytów hipotecznych. W kwietniu i maju 2011 r. ponownie można było zauważyć szybkie umacnianie się kursu franka szwajcarskiego wobec większości walut na świecie, w tym również forinta. Kurs CHF/HUF w ciągu tych niespełna dwóch miesięcy osłabił się o niemal 10%, co ponownie zwiększyło obciążenie dla posiadaczy kredytów w tej walucie. W okresie I kw. 2009 r. - I kw. 2011 r. udział zagrożonych kredytów dla gospodarstw domowych (90 lub więcej dni opóźnienia w spłacie) wyraźnie wzrósł z 4% do ponad 10%. Jeszcze większy wzrost miał miejsce w przypadku zagrożonych kredytów mieszkaniowych udzielanych w walutach obcych, których udział w całości zwiększył się z 2,5% do 7% w analogicznym okresie. Tak duży wzrost zagrożonych kredytów zaczął już stanowić poważne ryzyko dla stabilności sektora finansowego na Węgrzech.

**Udział kredytów zagrożonych w całości kredytów na Węgrzech (w %) i kurs CHF/HUF w latach 2009-2011**



Źródło: MNB

### Węgierski program zmian funkcjonowania rynku kredytów walutowych

Po zwycięstwie w wyborach parlamentarnych w kwietniu 2010 r., rząd Viktora Orbána wprowadził szereg regulacji, które miały na celu chronić zagrożonych kredytobiorców, zwłaszcza gospodarstwa domowe zadłużone w walutach obcych. W 2010 r. m.in. wprowadzono zakaz udzielania nowych kredytów w walutach obcych gospodarstwom domowym, możliwość wcześniejszej spłaty kredytu bez

dotychczasowych opłat, możliwość przedłużenia okresu spłacania pożyczki o 5 lat, czy też ograniczenie sprzedaży nieruchomości przejętych przez banki.

Pod koniec maja 2011 r. rząd Węgier, tym razem w porozumieniu z przedstawicielami sektora bankowego zdecydował o wprowadzeniu w życie od 1 lipca 2011 r. **programu pomocy kredytobiorcom zadłużonym w walutach obcych**. Program ten obejmował:

- **Ustalenie stałego kursu po którym spłacane będą zobowiązania w walutach obcych**, poniżej kursu rynkowego (180 CHF/HUF, 250 EUR/HUF, 2 JPY/HUF). Pozostała część należności zostanie zamieniona na kredyt w forintach, który będzie oprocentowany według stopy BUBOR, a jego spłata zostanie odroczone do 1 stycznia 2015 r. Uczestnictwo w programie jest dobrowolne, zgłoszenia przyjmowane będą do końca 2011 r., a sam program ma się zakończyć w 2014 r.
- **Stopniowe wycofywanie się z zakazu sprzedaży przez banki mieszkań przejętych w wyniku niespłacania kredytów hipotecznych**. Od 1 lipca 2011 r. banki będą mogły sprzedawać przejęte nieruchomości, ale jedynie te, których wartość przekracza 30 mln HUF, a kredytobiorca jest dłużny bankom ponad 20 mln HUF i zalega ze spłatą kredytu ponad 90 dni. Od IV kw. 2011 r. będzie można już przeprowadzać aukcje wszystkich przejętych nieruchomości, jednak pojawią się ograniczenia kwotowe. W 2011 r. będzie można zlicytować maksymalnie 2% przejętych aktywów. Kwota ta ma wzrastać o 1 pp. rocznie, do 5% w 2014 r.
- **Utworzenie instytucji mającej pomagać kredytobiorcom znajdującym się w wyjątkowo trudnej sytuacji (*National Asset Management Company*)**. Pomoc ta ma przebiegać dwutorowo. Po pierwsze instytucja ta ma wspierać program budowy tanich mieszkań dla mniej zamożnych obywateli. Po drugie, zagrożone przejęciem lokale mają być przejmowane przez tę instytucję, a następnie wynajmowane dotychczasowym lokatorom.
- **Częściowe zniesienie wprowadzonego w 2010 r. zakazu udzielania kredytów hipotecznych w walutach obcych**. Obecne regulacje dopuszczają kredyty w euro, jednak dostępne są one jedynie dla bardzo wąskiego grona odbiorców. Aby móc starać się o taki kredyt, należy otrzymywać wynagrodzenie w euro, a zarobki muszą przekraczać 15-krotność płacy minimalnej.
- **Wprowadzenie subsydiów dla zagrożonych kredytobiorców, jeżeli zdecydują się oni przeprowadzić do tańszego mieszkania**. Maksymalny czas subsydiowania wynosić ma 5 lat. W pierwszym roku maksymalne oprocentowanie nowego kredytu ma wynosić 3,5% i obniżać się o 0,5 pp. w każdym kolejnym roku.

Pomimo dobrego przyjęcia, plan ten nie wydaje się trwale rozwiązywać problemów kredytów w walutach obcych na Węgrzech. Wydaje się, że ryzyka związane niewypłacalnością węgierskich gospodarstw domowych zostały tylko przesunięte w czasie i powrócą ponownie w 2015 r. Jednocześnie program ten wiąże się z dodatkowymi kosztami dla sektora finansów publicznych, co obecnie jest szczególnie istotne, jako że Węgry zmuszone są do przeprowadzenia konsolidacji finansów publicznych. Z drugiej jednak strony, prognozy wzrostu gospodarczego na Węgrzech i kondycji finansowej tamtejszych gospodarstw domowych wskazują na wyraźną poprawę sytuacji w najbliższych latach, co sugeruje, że problem zadłużenia w kredytach obcych w 2015 r. może stanowić mniejsze zagrożenie dla sektora finansowego i całej gospodarki niż ma to miejsce obecnie.

## ANEKS STATYSTYCZNY

### 1. Rachunki narodowe

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

	2009	2010	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011
Polska	1,7	3,8	3,0	3,4	4,2	4,5	4,4
Czechy	-4,1	2,3	1,2	2,9	2,3	3,0	3,1
Słowacja	-4,7	4,0	4,7	4,2	3,8	3,5	3,5
Słowenia	-8,2	1,0	-0,3	1,3	1,4	1,9	2,1
Węgry	-6,3	1,2	0,1	1,0	1,7	1,9	2,5
Estonia	-14,1	3,1	-2,6	3,1	5,0	6,6	11,1
Litwa	-14,8	-0,3	-2,0	1,0	1,2	4,8	6,9
Łotwa	-18,0	1,3	-6,1	-2,6	2,8	3,6	3,5
Bułgaria	-5,0	0,2	-4,8	1,0	0,3	3,1	1,5
Rumunia	-7,1	-1,3	-2,2	-0,4	-2,2	-0,6	1,7
UE-15	-4,3	1,7	0,7	2,0	2,2	2,1	2,4

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

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

	2009	2010	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011
Polska	2,3	3,2	2,2	3,2	3,4	4,0	3,9
Czechy	-0,2	0,2	-0,4	-0,1	-0,5	0,8	-0,5
Słowacja	-0,7	-0,3	-0,1	-1,4	-0,3	0,5	-0,1
Słowenia	-1,4	0,7	-0,9	0,1	2,0	1,6	1,2
Węgry	-7,5	-2,1	-3,7	-5,0	0,8	-0,4	-0,8
Estonia	-18,5	-1,9	-7,7	-3,3	1,0	2,6	7,9
Litwa	-16,8	-0,1	-8,9	-8,2	-2,7	1,7	5,5
Łotwa	-24,0	-4,5	-6,2	-2,4	2,9	5,2	3,6
Bułgaria	-6,3	-1,2	-4,6	1,7	-1,1	1,1	-1,5
Rumunia	-10,5	-1,7	-4,4	-1,0	-1,1	-1,7	-1,7
UE-15	-1,6	0,8	0,5	0,8	1,1	1,0	0,9

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

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

	2009	2010	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011
Polska	-0,3	-2,0	-11,4	-0,4	1,5	1,6	6,0
Czechy	-9,2	-3,1	-7,8	-4,7	-0,2	-0,1	3,7
Słowacja	-10,5	3,6	-3,4	1,8	4,8	10,6	1,2
Słowenia	-21,6	-7,1	-10,5	-3,8	-8,7	-5,8	-6,1
Węgry	-6,5	-5,6	-4,8	-4,5	-2,6	-9,1	-1,6
Estonia	-34,4	-9,2	-20,3	-17,1	-10,3	11,9	14,7
Litwa	-39,1	-19,5	-30,0	-5,5	15,0	13,9	41,0
Łotwa	-37,3	0,0	-44,4	-35,9	0,3	-1,8	28,4
Bułgaria	-26,9	-16,5	-22,1	-21,9	-27,2	3,2	-12,4
Rumunia	-25,3	-13,1	-28,3	-7,7	-15,5	-4,7	-2,2
UE-15	-12,2	-0,4	-4,8	-0,1	1,4	2,1	3,3

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

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

	2009	2010	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011
Polska	-9,1	10,2	10,1	14,9	8,7	7,0	5,9
Czechy	-10,8	18,0	18,4	21,0	15,9	17,7	16,3
Słowacja	-16,5	16,4	18,3	16,1	17,3	14,3	15,8
Słowenia	-15,6	7,7	5,6	10,4	8,2	6,6	10,6
Węgry	-9,1	14,1	15,5	15,8	13,9	11,7	14,4
Estonia	-11,2	21,7	6,1	18,0	24,0	36,5	42,2
Litwa	-14,3	10,3	4,9	21,1	19,4	22,9	21,8
Łotwa	-15,5	17,4	3,8	7,5	15,5	13,8	14,7
Bułgaria	-9,8	16,2	6,9	16,3	22,9	15,8	25,8
Rumunia	-5,5	13,1	8,4	15,8	11,3	17,1	23,6
UE-15	-12,6	10,2	6,2	12,1	11,5	10,7	9,9

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

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

	2009	2010	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011
Polska	-14,3	10,7	7,5	17,9	9,3	11,6	6,2
Czechy	-10,6	18,0	15,3	20,0	18,6	17,9	13,9
Słowacja	-17,6	14,9	10,9	16,0	19,2	13,5	11,3
Słowenia	-17,9	6,7	4,0	10,4	5,2	7,0	11,1
Węgry	-15,4	12,0	10,4	14,4	13,0	10,3	14,4
Estonia	-26,8	21,0	1,8	23,0	29,0	30,0	41,8
Litwa	-29,4	8,6	3,4	15,9	19,6	31,2	27,2
Łotwa	-35,5	17,9	-3,0	7,1	12,8	16,7	20,7
Bułgaria	-22,3	4,5	-1,5	2,9	5,3	10,7	10,0
Rumunia	-20,6	11,6	7,8	18,5	7,8	12,2	15,4
UE-15	-11,7	9,1	4,1	11,2	10,6	10,6	8,2

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

## 2. Wskaźniki koniunktury i aktywności gospodarczej

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

	2009	2010	12.2010	01.2011	02.2011	03.2011	04.2011	05.2011
Polska	-3,5	10,7	11,0	8,6	9,4	5,2	9,1	8,7
Czechy	-12,8	9,8	9,9	12,6	12,3	8,8	7,7	
Słowacja	-13,1	18,9	20,0	19,0	11,0	6,8	8,3	
Słowenia	-17,1	6,4	10,9	12,1	7,2	7,6	6,8	
Węgry	-17,3	6,5	15,2	17,9	12,9	13,6	7,9	9,3
Estonia	-25,6	20,0	35,1	29,5	32,1	33,6	31,8	
Litwa	-14,4	13,9	16,9	7,6	10,7	10,3	13,5	
Łotwa	-15,7	10,2	5,9	10,6	14,6	9,3	9,7	
Bułgaria	-18,2	2,0	5,7	7,7	15,9	6,7	9,0	
Rumunia	-5,7	5,6	8,6	10,5	12,2	7,0	6,3	

Źródło: Eurostat

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

	2009	2010	12.2010	01.2011	02.2011	03.2011	04.2011	05.2011
Polska	3,0	6,2	13,4	2,5	3,0	-0,8	6,5	0,8
Czechy	-1,5	-1,1	-2,8	1,2	2,3	0,4	2,8	
Słowacja	-10,2	-2,2	-2,8	-0,4	-0,3	-3,4	-0,2	-2,7
Słowenia	-10,3	-0,3	-0,6	3,3	5,8	0,9	1,6	1,8
Węgry	-5,1	-2,3	-1,0	-0,3	-0,5	-1,2	-1,2	
Estonia	-18,3	-0,5	7,5	-2,0	2,4	4,2	3,3	1,9
Litwa	-21,3	-6,7	1,8	3,8	7,1	5,7	7,5	5,4
Łotwa	-27,2	-2,2	7,7	0,6	3,7	1,4	-1,1	0,8
Bułgaria	-8,6	-7,0	-3,7	-0,8	0,2	0,2	0,9	1,2
Rumunia	-10,0	-5,8	-9,2	-6,2	-4,7	-6,5	-6,2	

Źródło: Eurostat

**Tabela 8. Wskaźnik zaufania konsumentów**

	2009	2010	01.2011	02.2011	03.2011	04.2011	05.2011	06.2011
Polska	-26,2	-18,8	-21,0	-18,9	-24,3	-26,7	-22,0	-22,9
Czechy	-16,6	-10,5	-12,4	-13,3	-19,6	-18,0	-20,1	-20,2
Słowacja	-35,4	-20,4	-27,5	-23,5	-29,9	-28,4	-23,1	-25,7
Słowenia	-29,6	-24,1	-23,3	-26,3	-25,7	-26,0	-25,1	-23,6
Węgry	-59,3	-29,4	-26,9	-28,5	-37,8	-36,1	-36,6	-38,8
Estonia	-26,3	-6,7	0,7	-0,7	0,3	-1,6	-2,5	-2,1
Litwa	-49,1	-32,4	-20,9	-22,7	-21,0	-18,3	-15,6	-16,0
Łotwa	-50,1	-29,7	-23,2	-24,4	-25,3	-29,7	-26,2	-21,2
Bułgaria	-44,6	-40,6	-34,4	-36,3	-43,1	-40,9	-39,7	-40,1
Rumunia	-44,8	-54,6	-48,7	-46,3	-45,3	-44,5	-42,6	-40,7

Źródło: Komisja Europejska



**Tabela 9. Wskaźnik zaufania w przemyśle**

	2009	2010	01.2011	02.2011	03.2011	04.2011	05.2011	06.2011
Polska	-24,1	-13,0	-12,8	-9,1	-10,7	-9,7	-11,2	-12,3
Czechy	-22,8	3,5	16,6	13,0	10,0	7,5	3,7	3,2
Słowacja	-17,9	1,9	17,6	10,7	4,4	9,4	7,2	-9,5
Słowenia	-25,6	0,0	9,0	7,8	6,2	6,6	5,2	1,5
Węgry	-23,3	-1,9	6,7	8,1	5,2	9,8	0,4	1,8
Estonia	-28,0	0,5	10,9	11,3	11,7	10,0	9,0	10,6
Litwa	-33,5	-13,1	-5,2	-6,0	-3,1	2,1	0,1	3,6
Łotwa	-27,9	-7,5	-5,9	-3,0	-2,8	-3,0	-3,8	-5,2
Bułgaria	-10,8	-9,1	-4,1	-3,8	-4,5	-3,7	-5,0	-4,2
Rumunia	-13,9	-8,3	-3,1	0,2	2,7	0,1	-1,8	-2,0

Źródło: Komisja Europejska

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

	2009	2010	12.2010	01.2011	02.2011	03.2011	04.2011	05.2011
Polska	45,6	53,5	57,3	58,4	60,5	59,8	58,6	59,0
Czechy	42,5	56,8	55,6	54,1	54,7	56,9	53,8	56,7
Węgry	45,3	52,8	55,9	56,3	55,6	53,8	54,8	54,4

Źródło: EcoWin Economic

### 3. Ceny

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

	10.2010	11.2010	12.2010	01.2011	02.2011	03.2011	04.2011	05.2011
Polska	2,8	2,7	3,1	3,6	3,6	4,3	4,5	5,0
Czechy	2,0	2,0	2,3	1,7	1,8	1,7	1,6	2,0
Słowacja	1,0	1,0	1,3	3,0	3,3	3,6	3,7	4,0
Słowenia	1,9	1,4	1,9	1,8	1,4	1,9	1,7	2,2
Węgry	4,2	4,2	4,7	4,0	4,1	4,5	4,7	3,9
Estonia	4,7	5,3	5,7	5,3	8,0	10,3	14,0	12,8
Litwa	2,7	2,7	3,8	2,9	3,1	3,8	4,4	5,0
Łotwa	1,0	1,9	2,5	3,7	4,0	4,2	4,5	5,0
Bułgaria	3,9	4,6	4,5	4,5	5,2	5,6	4,6	4,8
Rumunia	7,9	7,7	8,0	7,0	7,6	8,0	8,3	8,4

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

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

	10.2010	11.2010	12.2010	01.2011	02.2011	03.2011	04.2011	05.2011
Polska	5,8	6,1	7,2	7,3	8,4	9,6	9,4	
Czechy	2,6	2,7	3,7	4,6	5,4	6,3	6,3	6,1
Słowacja	-1,1	-1,1	-0,8	1,9	3,4	3,3	3,1	3,2
Słowenia	3,1	3,2	3,5	4,0	4,8	4,8	5,0	3,6
Węgry	10,0	10,7	10,9	9,6	9,2	8,7	6,4	
Estonia	3,5	4,5	4,7	4,7	4,3	5,1	6,0	5,9
Litwa	8,6	9,0	9,7	10,0	9,4	10,3	9,8	9,9
Łotwa	4,4	6,2	5,8	7,4	7,4	7,7	9,4	9,7
Bułgaria	10,1	11,1	12,0	11,1	12,5	12,1	10,7	
Rumunia	6,9	7,4	8,4	8,8	9,0	9,5	8,8	

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

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

	10.2010	11.2010	12.2010	01.2011	02.2011	03.2011	04.2011	05.2011
Polska	2,6	2,6	2,9	3,5	3,3	4,0	4,1	4,3
Czechy	1,8	1,9	2,3	1,9	1,9	1,9	1,6	2,0
Słowacja	1,0	1,0	1,3	3,2	3,5	3,8	3,9	4,2
Słowenia	2,1	1,6	2,2	2,3	2,0	2,4	2,0	2,4
Węgry	4,3	4,0	4,6	4,0	4,2	4,6	4,4	3,9
Estonia	4,5	5,0	5,4	5,1	5,5	5,1	5,4	5,5
Litwa	2,6	2,5	3,6	2,8	3,0	3,7	4,4	5,0
Łotwa	0,9	1,7	2,4	3,5	3,8	4,1	4,3	4,8
Bułgaria	3,6	4,0	4,4	4,3	4,6	4,6	3,3	3,4
Rumunia	7,9	7,7	7,9	7,0	7,6	8,0	8,4	8,5

Źródło: Eurostat

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

	10.2010	11.2010	12.2010	01.2011	02.2011	03.2011	04.2011	05.2011
Polska	6,2	5,4	4,4	5,9	5,6	6,5	6,0	7,2
Czechy	5,5	7,5	8,7	4,8	4,8	1,5	0,5	3,1
Słowacja	6,9	7,7	9,8	8,4	9,6	8,8	7,9	8,3
Słowenia	4,1	5,0	5,1	7,8	5,9	6,1	6,4	10,5
Węgry	11,9	11,8	13,0	11,5	11,3	9,2	9,5	6,1
Estonia	7,4	11,0	12,4	8,8	12,4	8,5	8,3	10,3
Litwa	1,9	3,0	4,2	3,7	6,4	6,5	8,0	9,0
Łotwa	3,9	6,2	8,5	6,4	7,5	5,5	5,7	6,2
Bułgaria	2,7	3,3	1,1	0,4	-0,5	1,2	2,4	3,0
Rumunia	7,5	8,1	8,5	9,8	12,1	13,3	14,8	14,8

Źródło: Eurostat

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

	10.2010	11.2010	12.2010	01.2011	02.2011	03.2011	04.2011	05.2011
Polska	3,9	4,2	4,2	4,8	5,3	6,2	6,4	6,6
Czechy	3,1	3,7	4,1	3,7	3,9	4,6	4,6	6,2
Słowacja	3,2	2,6	2,6	3,5	3,4	4,7	5,0	5,8
Słowenia	3,2	2,8	3,2	3,7	5,0	4,8	4,4	5,0
Węgry	3,8	4,1	4,1	3,2	4,3	6,3	6,6	6,5
Estonia	8,7	9,6	9,4	9,5	10,0	11,4	12,4	11,7
Litwa	5,6	4,3	5,6	5,8	5,8	6,7	7,5	8,3
Łotwa	3,5	5,3	5,5	7,3	8,2	8,6	9,4	10,7
Bułgaria	11,1	12,0	12,2	12,5	13,4	13,5	7,3	7,4
Rumunia	11,8	10,8	10,2	7,0	8,1	8,8	9,6	10,2

Źródło: Eurostat

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

	10.2010	11.2010	12.2010	01.2011	02.2011	03.2011	04.2011	05.2011
Polska	6,2	5,7	7,8	9,6	8,2	8,7	9,1	8,6
Czechy	5,4	4,7	6,5	7,4	7,1	7,0	6,1	5,8
Słowacja	-1,7	-1,8	-1,2	9,2	10,3	10,1	9,8	9,5
Słowenia	14,0	10,3	12,6	12,6	12,3	11,4	10,0	8,6
Węgry	12,1	9,3	12,5	10,5	11,6	11,6	9,1	7,0
Estonia	10,3	10,7	12,1	8,5	8,6	7,5	6,0	5,1
Litwa	16,9	16,1	19,7	12,8	11,3	11,9	11,3	11,3
Łotwa	10,1	10,3	13,0	15,8	14,6	15,2	13,5	13,0
Bułgaria	10,3	11,2	14,3	12,9	13,6	12,0	9,1	9,0
Rumunia	9,5	9,6	11,2	9,6	9,5	9,7	11,0	10,9

Źródło: Eurostat

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

	10.2010	11.2010	12.2010	01.2011	02.2011	03.2011	04.2011	05.2011
Polska	0,9	0,7	0,9	1,1	1,2	1,7	1,8	2,0
Czechy	0,1	-0,1	0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4
Słowacja	0,3	0,4	0,5	1,0	1,0	1,3	1,6	1,9
Słowenia	-0,8	-0,9	-0,6	-0,9	-1,4	-0,6	-0,8	-0,5
Węgry	1,5	1,4	1,6	1,6	1,1	1,4	1,6	1,7
Estonia	1,2	1,2	1,3	2,1	2,0	1,7	2,2	2,6
Litwa	-2,1	-1,9	-1,5	-1,4	-1,3	-0,5	0,1	0,7
Łotwa	-3,0	-2,5	-2,6	-1,6	-1,3	-0,8	-0,3	0,0
Bułgaria	0,0	0,1	0,4	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8
Rumunia	4,7	4,7	4,8	4,7	4,6	4,5	3,8	3,7

Źródło: Eurostat

#### 4. Bilans płatniczy

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

	II 2009	III 2009	IV 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011
Polska	-5,1	-4,4	-3,9	-3,8	-3,8	-4,3	-4,5	-4,7
Czechy	-2,6	-3,6	-3,2	-3,0	-2,5	-3,9	-3,8	-3,4
Słowacja	-5,1	-3,8	-2,9	-2,3	-2,3	-2,8	-3,0	0,4
Słowenia	-4,7	-3,5	-1,5	-0,9	-1,3	-0,8	-1,1	-1,1
Węgry	-5,1	-2,4	0,4	1,5	1,9	1,9	2,1	1,4
Estonia	-2,9	0,8	3,7	4,1	3,8	3,9	3,5	3,0
Litwa	-4,4	-0,3	4,3	4,5	5,3	4,0	1,8	1,5
Łotwa	-2,4	3,3	8,6	10,6	8,6	6,5	3,6	2,0
Bułgaria	-17,7	-14,2	-8,9	-6,9	-4,4	-1,2	-1,0	1,1
Rumunia	-7,1	-5,1	-4,2	-5,1	-5,3	-4,8	-4,1	-3,3

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

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

	II 2009	III 2009	IV 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011
Rachunek bieżący	-2705	-2958	-4489	-2174	-3020	-4987	-5671	-3364
Towary	-1108	-1534	-1632	-1285	-1800	-2283	-3236	-1899
Usługi	875	726	1055	581	774	517	754	783
Dochody	-3362	-2753	-3370	-2708	-3261	-3589	-3072	-2968
Transfery	890	603	-542	1238	1267	368	-117	720
Rachunek kapitałowy	1018	451	1729	1265	1064	1302	2859	1636
Rachunek finansowy	3946	11212	6861	9379	5448	11740	1943	11870
Inwestycje bezpośrednie	318	2875	1413	3159	109	-217	-607	1713
Inwestycje portfelowe	3073	5114	2973	6691	3222	6984	2234	1770
Pozostałe inwestycje	707	3106	2509	-356	2139	4988	585	8476

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

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

	II 2009	III 2009	IV 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011
Rachunek bieżący	-2016	-1601	-868	248	-1328	-3642	-843	811
Towary	1041	690	554	1113	853	-110	246	1284
Usługi	588	646	660	621	878	526	582	666
Dochody	-3635	-2532	-1894	-1507	-3217	-3870	-1613	-1180
Transfery	-10	-404	-188	22	158	-188	-58	40
Rachunek kapitałowy	175	229	599	85	379	585	304	11
Rachunek finansowy	1734	1209	3063	-737	864	6148	1046	-957
Inwestycje bezpośrednie	339	-669	1129	1183	761	2819	-939	545
Inwestycje portfelowe	2782	936	2375	527	2254	3117	341	-1833
Pozostałe inwestycje	-1247	969	-459	-2421	-2133	243	1734	242

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

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

	II 2009	III 2009	IV 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011
Rachunek bieżący	-269	-523	-480	-205	-287	-837	-660	2078
Towary	385	255	570	151	398	-171	-83	-62
Usługi	-369	-222	-282	-167	-260	-188	-124	668
Dochody	-196	-396	-502	-237	-354	-243	-304	872
Transfery	-89	-161	-266	49	-72	-235	-148	600
Rachunek kapitałowy	225	176	282	215	177	479	345	-345
Rachunek finansowy	856	237	1215	-213	-891	445	334	326
Inwestycje bezpośrednie	-487	-437	392	235	252	-357	-346	216
Inwestycje portfelowe	-814	-791	452	-972	-963	-344	983	1296
Pozostałe inwestycje	2157	1465	371	524	-181	1146	-303	-1186

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

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

	II 2009	III 2009	IV 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011
Rachunek bieżący	64	-235	-51	-107	-78	-64	-160	-87
Towary	-29	-228	-286	-135	-204	-174	-461	-283
Usługi	311	296	269	234	300	261	263	307
Dochody	-200	-241	-112	-152	-130	-158	-157	-162
Transfery	-18	-62	79	-53	-43	7	194	52
Rachunek kapitałowy	41	-4	-42	46	2	16	-57	-7
Rachunek finansowy	-98	134	214	44	256	189	73	238
Inwestycje bezpośrednie	-415	-46	-81	-39	63	32	443	90
Inwestycje portfelowe	1151	2293	307	1106	504	-48	388	2584
Pozostałe inwestycje	-891	-2112	-29	-1063	-195	201	-759	-2446

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

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

	I 2009	II 2009	III 2009	IV 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010
Rachunek bieżący	-549	236	417	228	600	627	439	366
Towary	441	1011	829	1089	1252	1223	914	1286
Usługi	90	354	603	303	612	627	754	413
Dochody	-1027	-1251	-1195	-1275	-1217	-1458	-1350	-1415
Transfery	-53	122	179	111	-47	236	121	82
Rachunek kapitałowy	241	378	308	183	452	389	439	509
Rachunek finansowy	4128	-1983	2629	-211	2471	172	-1557	222
Inwestycje bezpośrednie	544	-1365	-357	735	-385	-354	196	1123
Inwestycji portfelowe	-2940	-551	2903	-2085	2515	-750	-950	-201
Pozostałe inwestycje	6523	-68	83	1139	341	1276	-803	-700

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

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

	II 2009	III 2009	IV 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011
Rachunek bieżący	120	233	209	6	74	264	169	-63
Towary	-86	-115	-155	-131	-128	-23	31	-117
Usługi	393	400	321	235	347	444	287	209
Dochody	-213	-113	-92	-110	-204	-196	-296	-206
Transfery	26	60	135	11	59	39	147	52
Rachunek kapitałowy	54	122	237	67	76	93	283	143
Rachunek finansowy	-22	-624	-113	-174	53	-841	-685	-72
Inwestycje bezpośrednie	-169	-135	503	200	305	152	405	232
Inwestycji portfelowe	-376	-150	-903	31	-289	-224	41	183
Pozostałe inwestycje	502	-356	321	-408	23	-785	-1130	-456

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

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

	II 2009	III 2009	IV 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011
Rachunek bieżący	98	254	806	16	321	-84	254	-76
Towary	-263	-253	-129	-279	-266	-394	-242	-388
Usługi	86	135	174	192	220	294	274	111
Dochody	-23	52	422	-76	-104	-244	-259	-195
Transfery	297	320	338	179	471	260	481	396
Rachunek kapitałowy	178	265	206	179	202	87	271	171
Rachunek finansowy	-353	-467	-1068	-208	-512	-11	-518	-127
Inwestycje bezpośrednie	16	-95	-124	-20	-109	451	57	60
Inwestycji portfelowe	6	65	642	1338	70	216	-217	-349
Pozostałe inwestycje	-212	-445	-1559	-1411	-613	-311	-110	160

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

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

	II 2009	III 2009	IV 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011
Rachunek bieżący	651	412	486	348	260	52	-16	75
Towary	-300	-323	-212	-272	-245	-333	-310	-305
Usługi	281	274	277	257	296	291	269	267
Dochody	434	323	253	204	48	-31	-176	-24
Transfery	236	137	169	160	161	126	202	136
Rachunek kapitałowy	128	80	103	137	63	96	55	5
Rachunek finansowy	-905	-531	-563	-512	-258	-218	28	-76
Inwestycje bezpośrednie	-98	137	27	-147	71	108	218	236
Inwestycji portfelowe	56	-40	61	60	39	-65	-174	-304
Pozostałe inwestycje	-1356	1008	-458	301	-471	116	-127	-388

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

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

	II 2009	III 2009	IV 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011
Rachunek bieżący	-1191	249	-902	-554	-308	1343	-837	210
Towary	-1257	-856	-905	-568	-786	-118	-941	53
Usługi	213	1140	-9	7	380	1447	68	141
Dochody	-468	-238	-199	-379	-349	-395	-270	-330
Transfery	322	204	211	386	447	409	305	347
Rachunek kapitałowy	121	76	97	62	-90	178	140	13
Rachunek finansowy	524	189	509	145	534	-770	474	-263
Inwestycje bezpośrednie	433	368	1061	24	420	443	573	-80
Inwestycji portfelowe	-114	39	7	-145	-316	-47	-153	-189
Pozostałe inwestycje	332	-386	-130	-512	52	-433	119	-649

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

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

	II 2009	III 2009	IV 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011
Rachunek bieżący	-1849	-946	-1722	-1544	-2101	-481	-843	-678
Towary	-1732	-1693	-1907	-1287	-1900	-1216	-1502	-537
Usługi	15	-154	-158	-279	-224	-112	-21	-264
Dochody	-1053	-261	-479	-412	-582	-427	-422	-603
Transfery	49	223	351	49	36	53	79	97
Rachunek kapitałowy	921	1162	822	434	605	1275	1102	724
Rachunek finansowy	1266	1728	1159	1017	3014	341	1177	1650
Inwestycje bezpośrednie	1135	743	79	453	695	1008	394	446
Inwestycje portfelowe	-32	324	268	1319	-109	-472	398	440
Pozostałe inwestycje	1988	1886	607	2410	1059	1831	46	1909

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

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

	II 2009	III 2009	IV 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011
Polska	26,2	27,6	29,1	31,4	34,9	29,8	30,2	29,7
Czechy	45,4	46,7	46,6	46,8	46,0	45,8	44,5	42,2
Słowacja	1,7	2,5	2,8	2,9	3,3	3,1	3,3	3,1
Słowenia	1,4	1,9	1,9	1,8	2,0	1,8	2,0	1,8
Węgry	20,5	23,1	22,5	23,8	24,8	24,4	24,5	25,7
Estonia	14,9	13,7	15,6	15,0	15,8	12,9	11,1	0,0
Litwa	19,3	19,8	19,8	19,8	19,6	21,7	21,9	
Łotwa	10,0	15,7	16,4	19,1	19,4	21,2	19,4	18,2
Bułgaria	32,1	33,5	34,3	32,8	32,6	35,0	35,4	33,7
Rumunia	37,4	37,8	38,0	40,2	39,9	40,1	39,5	38,7

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

**Tabela 30. Rating kredytowy FITCH dla zadłużenia długoterminowego denominowanego w walutach obcych**

	2006	2007	2008	2009	2010	06.2011
Polska	BBB+	A-	A-	A-	A-	A-
Czechy	A	A	A+	A+	A+	A+
Słowacja	A	A	A+	A+	A+	A+
Słowenia	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Węgry	BBB+	BBB+	BBB	BBB	BBB-	BBB-
Estonia	A	A	A-	BBB+	A	A
Litwa	A	A	BBB+	BBB	BBB	BBB
Łotwa	A-	BBB+	BBB-	BB+	BB+	BBB-
Bułgaria	BBB	BBB	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
Rumunia	BBB	BBB	BB+	BB+	BB+	BB+

Źródło: FitchRatings

**Tabela 31. Rating kredytowy FITCH dla zadłużenia długoterminowego denominowanego w walutach krajowych**

	2006	2007	2008	2009	2010	06.2011
Polska	A	A	A	A	A	A
Czechy	A+	A+	AA-	AA-	AA-	AA-
Słowacja	A+	A+	A+	A+	A+	A+
Słowenia	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Węgry	A-	A-	BBB+	BBB+	BBB	BBB
Estonia	A+	A+	A	A-	A	A
Litwa	A+	A+	A-	BBB+	BBB+	BBB+
Łotwa	A	A-	BBB	BBB-	BBB-	BBB
Bułgaria	BBB+	BBB+	BBB	BBB	BBB	BBB
Rumunia	BBB+	BBB+	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-

Źródło: FitchRatings

## 5. Stopy procentowe i kursy

**Tabela 32. Stopy procentowe banków centralnych** (stan na koniec miesiąca)

	11.2010	12.2010	01.2011	02.2011	03.2011	04.2011	05.2011	06.2011
Polska	3,50	3,50	3,75	3,75	3,75	4,00	4,25	4,50
Czechy	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
Węgry	5,50	5,75	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Rumunia	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25
Strefa euro	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25	1,25	1,25

Źródło: Banki Centralne, EcoWin Financial

**Tabela 33. 3-miesięczne rynkowe stopy procentowe** (średniomiesięczne)

	10.2010	11.2010	12.2010	01.2011	02.2011	03.2011	04.2011	05.2011
Polska	3,8	3,9	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4
Czechy	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Słowacja	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,4	1,4
Słowenia	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4
Węgry	5,4	5,4	5,7	5,9	6,1	6,1	6,1	6,1
Estonia	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1		
Litwa	1,6	1,6	1,6	1,4	1,4	1,4	1,5	1,7
Łotwa	1,2	1,0	0,8	0,8	0,9	0,9	0,8	0,8
Bułgaria	4,0	4,0	3,9	3,9	3,9	3,9	3,8	3,8
Rumunia	6,7	6,6	6,3	5,3	5,7	6,1	5,7	5,5

Źródło: EcoWin Financial

**Tabela 34. Średniomiesięczny kurs walut narodowych do EUR**

	10.2010	11.2010	12.2010	01.2011	02.2011	03.2011	04.2011	05.2011
Polska	3,95	3,95	3,99	3,88	3,92	4,01	3,96	3,94
Czechy	24,51	24,62	25,13	24,39	24,26	24,37	24,24	24,36
Węgry	273,72	275,52	277,24	275,01	270,86	270,63	264,94	266,91
Litwa	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45
Łotwa	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71
Bułgaria	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96
Rumunia	4,28	4,29	4,29	4,26	4,24	4,16	4,09	4,11

Źródło: Eurostat

**Tabela 35. Zmiany kursów walut narodowych do EUR** (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego)

	10.2010	11.2010	12.2010	01.2011	02.2011	03.2011	04.2011	05.2011
Polska	-6,3	-5,0	-3,7	-4,5	-2,1	3,3	2,3	-3,0
Czechy	-5,3	-4,6	-3,6	-6,6	-6,5	-4,4	-4,1	-4,9
Węgry	2,0	1,7	1,5	2,1	0,0	2,1	-0,1	-3,5
Rumunia	-0,1	0,2	1,5	2,9	3,1	1,9	-0,7	-1,6

Źródło: Eurostat, obliczenia własne

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

	10.2010	11.2010	12.2010	01.2011	02.2011	03.2011	04.2011	05.2011
Polska	3,4	1,7	-0,4	1,3	0,3	-4,0	-2,0	4,3
Czechy	2,1	1,0	-0,5	3,4	5,1	4,0	4,6	6,6
Słowacja	-3,2	-3,5	-3,7	-3,3	-2,1	-0,8	0,1	0,6
Słowenia	-2,0	-2,2	-2,4	-2,0	-1,1	-0,4	0,3	0,7
Węgry	-5,4	-5,5	-5,7	-5,6	-1,9	-2,8	0,5	5,1
Estonia	-3,4	-3,6	-4,4	-3,8	-2,5	-1,3	-0,1	0,5
Litwa	-3,0	-3,1	-3,7	-3,2	-2,0	-0,6	0,5	0,8
Łotwa	-2,8	-2,9	-3,7	-2,2	-1,2	-0,6	-0,1	0,1
Bułgaria	-3,2	-3,7	-3,8	-2,6	-1,2	-0,1	1,0	2,0
Rumunia	-2,8	-3,5	-5,2	-5,4	-4,2	-2,0	1,4	3,1

Źródło: BIS, obliczenia własne

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

	10.2010	11.2010	12.2010	01.2011	02.2011	03.2011	04.2011	05.2011
Polska	4,0	2,0	0,0	2,2	1,1	-2,9	-0,9	5,4
Czechy	1,5	0,4	-0,9	2,3	4,0	2,4	2,8	5,2
Słowacja	-4,5	-4,7	-4,9	-3,0	-1,6	-0,2	0,7	1,4
Słowenia	-2,2	-3,0	-3,0	-2,7	-2,5	-1,4	-1,1	-0,2
Węgry	-3,9	-4,0	-4,0	-4,6	-0,9	-1,6	1,8	5,7
Estonia	-1,3	-1,1	-1,8	-1,8	-0,1	0,4	1,6	2,2
Litwa	-3,0	-3,3	-3,1	-3,5	-2,3	-0,5	1,1	1,9
Łotwa	-4,5	-3,8	-4,4	-1,9	-0,6	-0,1	0,5	1,1
Bułgaria	-2,3	-2,2	-2,5	-1,2	0,8	2,0	2,1	3,1
Rumunia	2,0	1,3	-0,4	-1,6	0,1	2,6	6,4	8,1

Źródło: BIS, obliczenia własne

## 6. Rynek pracy

**Tabela 38. Zatrudnienie** (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego)

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

Źródło: Eurostat

**Tabela 39. Stopa bezrobocia** (w % siły roboczej)

	09.2010	10.2010	11.2010	12.2010	01.2011	02.2011	03.2011	04.2011
Polska	9,6	9,6	9,6	9,5	9,4	9,3	9,3	9,3
Czechy	7,1	7,0	7,0	7,2	7,0	7,0	6,9	6,8
Słowacja	14,3	14,3	14,1	14,0	14,0	14,0	14,0	13,9
Słowenia	7,3	7,6	7,7	8,0	8,0	8,1	8,1	8,2
Węgry	11,0	11,1	11,1	11,3	12,1	11,9	11,8	11,6
Estonia	16,0	14,5	14,5	14,5	13,8	13,8	13,8	
Litwa	18,3	17,3	17,3	17,3				
Łotwa	18,3	17,2	17,2	17,2				
Bułgaria	10,6	11,1	11,4	11,4	11,5	11,5	11,4	11,4
Rumunia	7,3	7,4	7,4	7,4				
UE-15	9,4	9,6	9,5	9,5	9,9	9,8	9,8	9,4

Źródło: Eurostat

**Tabela 40. Nominalne wynagrodzenie** (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego)

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

Źródło: Eurostat

**Tabela 41. ULC** (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego)

	I 2009	II 2009	III 2009	IV 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010
Polska	-14,6	-18,7	-17,9	-9,6	12,5	11,5	3,8	6,1
Czechy	2,4	0,5	2,6	5,2	3,4	2,9	6,4	6,1
Słowacja	13,0	9,2	3,7	-0,7	-8,9	-7,3	-1,3	0,9
Słowenia	16,7	17,2	10,8	0,8	0,2	-4,3	-4,7	-1,4
Węgry	-6,5	-4,9	-8,1	-2,9	12,7	3,6	-3,4	-5,9
Estonia	9,9	5,6	0,9	-9,7	-11,8	-11,2	-8,8	-3,4
Litwa	14,1	9,7	5,4	-4,0	-11,3	-10,8	-10,3	-3,4
Łotwa	7,8	-0,2	-8,8	-10,8	-19,9	-13,6	-3,2	-1,3
Bułgaria	21,8	18,6	13,3	12,6	4,7	4,1	6,2	0,9
Rumunia	8,1	1,5	-7,4	-10,0	1,1	-4,7	-6,7	-7,5

Źródło: Eurostat, obliczenia własne

## 7. Finanse publiczne

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

	2007	2008	2009	2010	2011p	2012p	2013p	2014p
Polska	-1,9	-3,7	-7,3	-7,9	-5,6	-2,9	-2,5	-2,0
Czechy	-0,7	-2,7	-5,9	-4,7	-4,2	-3,5	-2,9	-1,9
Słowacja	-1,8	-2,1	-8,0	-7,9	-4,9	-3,8	-2,9	-2,8
Słowenia	-0,1	-1,8	-6,0	-5,6	-5,5	-3,9	-2,9	-2,0
Węgry	-5,0	-3,7	-4,5	-4,2	2,0	-2,5	-2,2	-1,9
Estonia	2,5	-2,8	-1,7	0,1	-0,4	-2,1	0,1	0,5
Litwa	-1,0	-3,3	-9,5	-7,1	-5,3	-2,8	-1,8	-0,8
Łotwa	-0,3	-4,2	-9,7	-7,7	-4,5	-2,5	-1,9	-1,1
Bułgaria	1,1	1,7	-4,7	-3,2	-2,5	-1,5	-1,0	-1,5
Rumunia	-2,6	-5,7	-8,5	-6,4	-4,9	-3	-2,6	-2,1
Kraje EU-15	-0,8	-2,3	-6,8	-6,4	-4,7	-3,8	-	-

p – Najnowsze aktualizacje Programów Konwergencji/Stabilności; dla krajów EU-15 Wiosenna prognoza Komisji Europejskiej z maja 2011 r.

Źródło: Eurostat, Komisja Europejska

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

	2007	2008	2009	2010	2011p	2012p	2013p	2014p
Polska	45,0	47,1	50,9	55,0	54,9	54,1	52,4	50,8
Czechy	29,0	30,0	35,3	38,5	41,4	42,4	42,8	42,0
Słowacja	29,6	27,8	35,4	41,0	44,1	45,3	45,3	45,2
Słowenia	23,1	21,9	35,2	38,0	43,3	45,3	46,2	46,0
Węgry	66,1	72,3	78,4	80,2	75,5	72,1	69,7	66,7
Estonia	3,7	4,6	7,2	6,6	6,0	6,0	5,8	5,6
Litwa	16,9	15,6	29,5	38,2	38,1	37,9	37,1	35,4
Łotwa	9,0	19,7	36,7	44,7	48,3	48,1	49,9	51,9
Bułgaria	17,2	13,7	14,6	16,2	16,4	19,0	17,4	17,1
Rumunia	12,6	13,4	23,6	30,8	33,3	33,2	32,8	31,9
Kraje EU-15	60,7	64,8	76,8	82,9	85,2	86,3	-	-

p – Najnowsze aktualizacje Programów Konwergencji/Stabilności; dla krajów EU-15 Wiosenna prognoza Komisji Europejskiej z maja 2011 r.

Źródło: Eurostat, Komisja Europejska

**Tabela 43. Termin korekty nadmiernego deficytu budżetowego (EDP)**

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

Źródło: Komisja Europejska