



Narodowy Bank Polski

Instytut Ekonomiczny  
Biuro Gospodarki Światowej

# Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej

Lipiec 2012

Raport *Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej* opracowywany jest dwa razy w roku przez ekonomistów Biura Gospodarki Światowej przy współpracy z Biurem Finansów Publicznych w Instytucie Ekonomicznym Narodowego Banku Polskiego. Raport przedstawia analizę bieżącej sytuacji gospodarczej w regionie Europy Środkowo-Wschodniej oraz najważniejsze problemy makroekonomiczne w poszczególnych krajach regionu.

Spis treści:

<b>Streszczenie</b>	<b>5</b>
<b>Kraje Europy Środkowej i Wschodniej</b>	<b>7</b>
<b>Bułgaria</b>	<b>14</b>
<b>Czechy</b>	<b>16</b>
<b>Estonia, Litwa, Łotwa</b>	<b>19</b>
<b>Rumunia</b>	<b>24</b>
<b>Słowacja</b>	<b>26</b>
<b>Słowenia</b>	<b>28</b>
<b>Węgry</b>	<b>31</b>
Aneksy:	
<b>Delewarowanie w gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej</b>	<b>34</b>
<b>Aneks statystyczny</b>	<b>38</b>

Opracowanie:

Marcin Grela (koordynacja)

Marcin Humanicki

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

Tomasz Michałek

Wojciech Mroczek

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 2011 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	7 505	67,7	38 483	4 800*	10 700*
Czechy	78 867	10 533	133,6	154 913	14 700	20 000
Estonia	45 227	1 340	29,6	15 973	11 900	16 800
Litwa	65 300	3 245	49,7	30 705	9 500	15 500
Łotwa	64 559	2 230	34,5	20 050	9 700	14 600
Polska	312 685	38 200	122,2	370 014	9 300*	15 300*
Rumunia	238 391	21 414	89,8	136 480	5 800*	11 400*
Słowacja	49 035	5 435	110,8	69 058	12 700	18 400
Słowenia	20 273	2 050	101,1	35 639	17 400	21 000
Węgry	93 028	9 986	107,3	100 513	10 100	16 500

\*2010

źródło: Eurostat.

Dynamika produktu krajowego brutto (ceny stałe wyrównane sezonowo)

	2011			2012	2011			2012
	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.
	kw/kw				r/r			
Bułgaria	0,3	0,1	0,1	0,0	2,1	1,4	0,9	0,5
Czechy	0,3	0,0	-0,2	-0,8	2,1	1,3	0,6	-0,7
Estonia	1,8	1,4	0,1	0,3	8,1	8,1	5,1	3,7
Litwa	1,5	1,2	0,8	0,8	6,5	6,7	5,2	4,4
Łotwa	1,9	1,4	1,0	1,1	5,2	5,8	5,7	5,6
Polska	1,1	0,9	1,0	0,8	4,5	4,0	4,2	3,8
Rumunia	0,2	1,0	-0,2	-0,1	1,4	3,2	2,1	0,8
Słowacja	0,8	0,7	0,8	0,7	3,4	3,2	3,3	3,2
Słowenia	-0,1	-0,3	-0,6	0,2	0,6	-0,2	-1,5	-0,8
Węgry	-0,2	0,0	0,0	-1,2	1,7	1,4	1,2	-1,4

źródło: Eurostat.

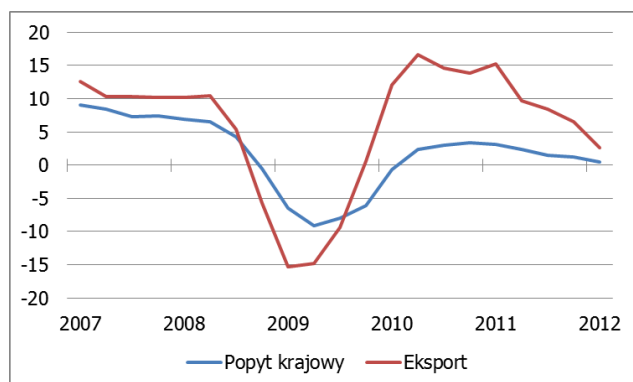
## Streszczenie

Od połowy 2011 r. pogorszyły się uwarunkowania zewnętrzne dla gospodarek regionu. Było to przede wszystkim wynikiem pogłębiającego się kryzysu strefy euro, dotyczącego zarówno gospodarki realnej (roczna dynamika PKB w strefie euro w I kw. 2012 r. spadła do -0,1%), jak i sektora finansowego, zwłaszcza banków. Oba te czynniki miały duży wpływ na obniżenie wskaźników wzrostu gospodarczego w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW) w ostatnich kwartałach.

Tempo wzrostu gospodarczego w regionie EŚW, po okresie ożywienia po pierwszej fazie kryzysu, w II połowie 2011 r. zaczęło wyhamowywać. W I połowie ub. r. roczna dynamika PKB dla regionu wyniosła 3,4%, by obniżyć się do 1,9% w I kw. 2012 r.

Zaobserwowane spowolnienie gospodarcze to wynik zarówno słabnącego popytu zewnętrznego, jak i utrzymującego się wciąż na niskim poziomie popytu wewnętrznego.

### Dynamika popytu krajowego i eksportu w krajach EŚW (w %, r/r)

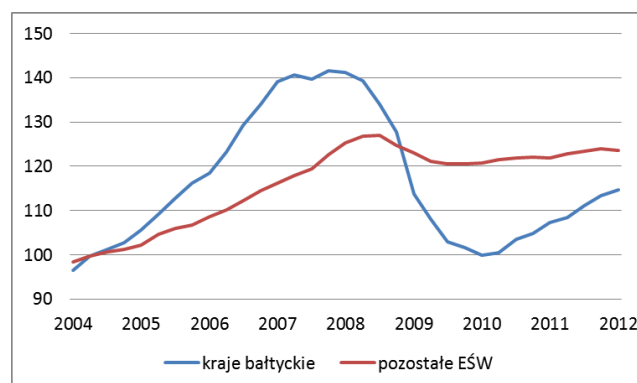


Źródło: Eurostat

Eksport, który napędzał wzrost PKB w regionie w poprzednich dwóch latach, w I kw. 2012 r. wyraźnie spowolnił swoją dynamikę, co skutkowało obniżeniem wkładu eksportu netto do wzrostu gospodarczego. Niższy popyt eksportowy można było zauważyć we wszystkich krajach regionu, jednak w największym stopniu eksport obniżył się w Bułgarii, co było wynikiem sąsiedztwa i bliskich relacji handlowych z krajami peryferyjnymi strefy euro, zwłaszcza Grecją. Relatywnie wolniej na spadek popytu ze strony strefy euro zareagował eksport w Czechach i na Słowacji. Oba te kraje są włączone w mechanizmy międzynarodowych sieci produkcyjnych. Wprowadzenie nowych, zawansowanych produktów do oferty eksportowej, a także reorientacja geograficzna rynków zbytu (z krajów strefy euro na wciąż szybko rozwijające się rynki wschodzące) pozwalała tym gospodarkom łagodzić efekty słabnącego popytu ze strony krajów Europy Zachodniej.

W regionie EŚW, w I kw. 2012 r., podobnie jak w 2011 r., nadal można było obserwować silne zróżnicowanie w kształtowaniu się popytu krajowego. Zdecydowanie najszybszy jego wzrost miał miejsce w krajach bałtyckich (8,2% w 2011 r. wobec 1,6% w pozostałych krajach EŚW). Należy jednak pamiętać, że pomimo szybkiego wzrostu w ostatnich kwartałach, popyt krajowy w krajach bałtyckich nadal znajdował się na poziomie ok. 20% niższym w porównaniu z 2008 r.

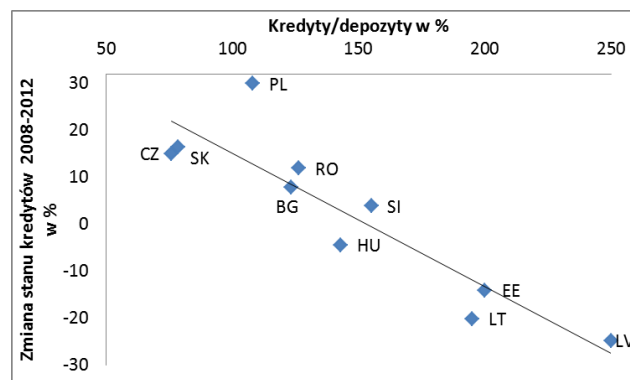
### Popyt krajowy w krajach bałtyckich i pozostałych EŚW (2004=100)



Źródło: Eurostat

Duża różnica w tempie wzrostu konsumpcji i inwestycji pomiędzy Estonią, Litwą i Łotwą, a pozostałymi krajami EŚW wydaje się tym bardziej zaskakująca, że to właśnie w krajach bałtyckich miało miejsce najsilniejsze oddłużanie się sektora prywatnego, wynikające z charakterystyki działalności tamtejszych banków. Do 2008 r. krajowa akcja kredytowa w krajach bałtyckich oparta była na finansowaniu zagranicznym, a po jego nagłym zatrzymaniu, a nawet odpływie kapitału z sektora bankowego, uległa ona zatrzymaniu.

### Zmiana stanu kredytów a stosunek kredytów do depozytów w 2008 r.



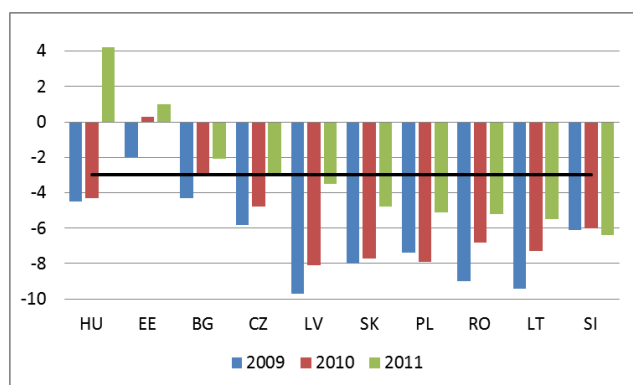
Źródło: banki centralne, BIS

Spadek należności banków krajowych wobec zagranicznych instytucji finansowych miał również miejsce w pozostałych krajach regionu, jednak jedynie w

Słowenii i na Węgrzech, podobnie jak w krajach bałtyckich, doprowadziło to do spadku nominalnej wartości udzielonych kredytów.

Jedną z przyczyn szybkiego tempa wzrostu popytu krajowego w krajach bałtyckich był fakt, że najbardziej dotkliwe dla podmiotów gospodarczych działania związane z konsolidacją finansów publicznych w tych krajach zostały przeprowadzone w latach 2009-2010. W kolejnych kwartałach miało miejsce poluzowanie konsolidacji fiskalnej. Z kolei większość pozostałych krajów regionu znajduje się w trakcie działań konsolidacyjnych (co tłumaczy m.in. silny spadek popytu wewnętrznego w Czechach, czy na Węgrzech w 2011 i I kw. 2012 r.) lub też zdecydowane działania w tej kwestii ma dopiero przed sobą (Słowenia).

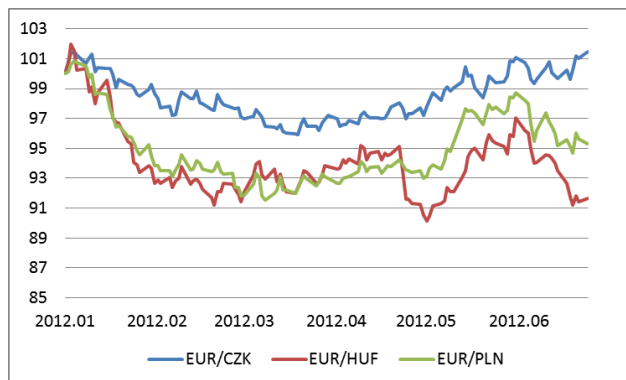
**Dług publiczny w krajach EŚW (% PKB)**



Źródło: Eurostat

Kryzys w strefie euro w dalszym ciągu zwiększał niestabilność na światowych rynkach finansowych. Zawirowania na europejskich rynkach finansowych w maju 2012 r., wywołane rozwiązaniem parlamentu i ogłoszeniem nowych wyborów w Grecji ponownie potwierdziły dużą wrażliwość cen aktywów finansowych krajów EŚW na zmiany w poziomie globalnej awersji do ryzyka. Podobnie jak miało to miejsce w II połowie 2011 r., stosunkowo najmniejszą zmiennością charakteryzowały się ceny czeskich aktywów, które inwestorzy wciąż uważają za „bezpieczną przystań” EŚW. Z kolei aktywa węgierskie, również ze względu na wewnętrzne problemy gospodarczo-polityczne, ucierpiały w największym stopniu.

**Kursy wybranych walut EŚW wobec euro**



Źródło: Reuters

Prognozowana recesja w strefie euro prawdopodobnie pociągnie za sobą wyraźne spowolnienie gospodarek regionu EŚW w 2012 r. Słabnący popyt zewnętrzny doprowadzi bowiem do dalszego spadku dynamiki eksportu, który w latach 2010-2011 był podstawowym czynnikiem wspomagającym wychodzenie z kryzysu. Jednocześnie trwająca w większości krajów konsolidacja fiskalna, oczekiwana stagnacja na rynku pracy, a także dalsze ograniczenie finansowania zagranicznego sektora bankowego nie zwiastują ożywienia popytu krajowego, który mógłby zrekompenzować słabszy eksport.

## KRAJE EUROPY ŚRODKOWEJ I WSCHODNIEJ

### ***Słabnące tempo wzrostu w gospodarkach EŚW wobec obniżającego się popytu zewnętrznego***

Ożywienie gospodarcze, jakie można było zaobserwować w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW) w 2010 r. i I połowie 2011 r., zaczęło powoli wyhamowywać już w II połowie ub. r. Dynamika realnego PKB w regionie, która w II kw. 2011 r. wynosiła 3,5%, w kolejnych kwartałach sukcesywnie się obniżała - do 1,8% w I kw. 2012 r. W tym okresie zmieniała się również struktura wzrostu gospodarczego w regionie. W II połowie 2011 r. można już było zaobserwować odwrócenie cyklu zapasów. Wzrost ich stanu w poprzednich kwartałach, jako rezultat szybkiego wzrostu produkcji w przemyśle, był jedną z głównych sił napędzających proces odbudowy wzrostu gospodarczego po pierwszej fali kryzysu. W kolejnych kwartałach 2011 r. miał miejsce silny spadek stanu zapasów, który trwał również w I kw. 2012 r. Spadek tempa wzrostu gospodarczego w II połowie 2011 r. był jednak ograniczany przez wzrost roli salda wymiany handlowej z zagranicą. Było to wynikiem szybko słabnącego importu przy dużo niższym spadku dynamiki eksportu. Jednak już w I kw. 2012 r. eksport krajów EŚW szybko zareagował na obniżenie się popytu zagranicznego. Spadek tempa wzrostu eksportu doprowadził do znaczącego zmniejszenia się wkładu eksportu netto do wzrostu PKB.

Wspólnym czynnikiem dynamizującym ożywienie po I fazie kryzysu globalnego w krajach EŚW był szybko rosnący eksport, w tym eksport do strefy euro – głównego partnera handlowego krajów regionu. Jeszcze w I kw. 2011 r. roczna dynamika eksportu dla krajów EŚW przekraczała średnio 15% r/r, by spowolnić do 2,6% r/r rok później. Spadek dynamiki eksportu<sup>1</sup> w ciągu ostatnich kilku kwartałów miał miejsce we wszystkich krajach regionu, a w Bułgarii i Rumunii była ona już ujemna. Obniżenie dynamiki eksportu to przede wszystkim efekt recesji w strefie euro i tym samym ograniczenia popytu ze strony głównego odbiorcy towarów i usług z krajów EŚW. Dotyczyło to przede wszystkim Niemiec. Niemcy to nie tylko główny odbiorca towarów i usług krajów EŚW, ale także niemieckie przedsiębiorstwa są największymi centrami międzynarodowych sieci produkcyjnych, które posiadają swoje zakłady produkcyjne w krajach EŚW. Jeszcze większy spadek eksportu miał miejsce do krajów peryferyjnych strefy euro, co odbiło się w realnym jego spadku w Bułgarii i Rumunii, czyli najsilniej powiązаныmi handlowo z tym obszarem krajami EŚW.

W I kw. 2012 r., w przeciwieństwie do poprzednich dwóch kwartałów, spadkowi dynamiki eksportu towarzyszył spadek wkładu eksportu netto do dynamiki PKB. W II połowie 2011 r., dynamika eksportu obniżyła się w znacznie wolniejszym tempie niż dynamika importu, co skutkowało wyraźnym wzrostem wkładu eksportu netto

do dynamiki PKB. W I kw. b.r. skala spadku dynamiki importu wyraźnie zahamowała, co przy dalszym spadku tempa wzrostu eksportu spowodowało wyraźnie mniejszy wkład wymiany handlowej do tempa wzrostu gospodarczego (spadek z 1,7 pp. w IV kw. 2011 r. do 0,4 pp. w I kw. 2012 r.). W krajach bałtyckich, Bułgarii, Polsce i Rumunii w I kw. 2012 r. wkład eksportu netto do dynamiki PKB był już ujemny.

### ***Duże zróżnicowanie pod względem dynamiki popytu krajowego***

Zarówno pod względem tempa wzrostu gospodarczego, jak i jego struktury, kraje EŚW nadal można było podzielić na dwie grupy. Pomimo wyraźnego spowolnienia, jakie miało miejsce od II kw. 2011 r., w dalszym ciągu roczna dynamika PKB w krajach bałtyckich, Polsce i na Słowacji była zdecydowanie wyższa niż w pozostałych krajach regionu. W I kw. 2012 r. wahała się ona od 3,2% r/r na Słowacji, do 5,5% na Łotwie. Jednocześnie we wszystkich tych krajach (poza Estonią w IV kw. 2011 r.) można było zauważyć ciągły wzrost PKB w ujęciu kwartalnym w tym okresie. Dodatką dynamikę PKB zaobserwować można było jeszcze w Bułgarii i Rumunii, jednak w I kw. 2012 r. nie przekraczała ona 1% r/r, a w ujęciu kwartalnym oznaczało to stagnację. Z kolei w Czechach, Słowenii i na Węgrzech, na początku 2012 r. można już było zaobserwować spadek PKB w ujęciu rocznym, aczkolwiek w Słowenii, niespodziewanie, tempo spadku zmniejszyło się.

Utrzymujące się w 2012 r. zróżnicowanie tempa wzrostu gospodarczego w regionie wynikało przede wszystkim z różnic w dynamice popytu krajowego. Dotyczyło to przede wszystkim utrzymującego się bardzo wysokiego, na tle reszty krajów regionu, tempa jego wzrostu w krajach bałtyckich. Wyraźne różnice w tempie wzrostu można było zauważyć zarówno w przypadku konsumpcji (prywatnej i publicznej), jak i inwestycji.

W I kw. 2012 r. tempo wzrostu konsumpcji prywatnej w krajach bałtyckich utrzymywało się na poziomie zbliżonym do obserwowanego w 2011 r. (5,1% r/r w I kw. 2012 r. wobec 5,2% r/r w 2011 r.). Niewielkie spowolnienie wzrostu miało miejsce w Estonii i na Litwie, natomiast na Łotwie cały czas obserwowano wzrost dynamiki wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych. W pozostałej części regionu EŚW konsumpcja prywatna rosła znacznie wolniej (0,9% r/r) i dodatkowo jej wzrost wyraźnie spowolnił w porównaniu z 2011 r. (1,5%). Wzrost konsumpcji gospodarstw domowych można było zaobserwować w I kw. 2012 r. w Polsce, Bułgarii, Rumunii oraz, nieoczekiwanie, w Słowenii. W Czechach, na Słowacji i Węgrzech konsumpcja prywatna, podobnie jak w 2011 r., obniżyła się.

Jeszcze większa dysproporcja, aczkolwiek zmniejszająca się w ostatnich kwartałach, miała miejsce w przypadku nakładów inwestycyjnych. W krajach bałtyckich w I kw.

<sup>1</sup> Według rachunków narodowych.

2012 r. ich roczna dynamika przekraczała 17% (co stanowiło jednak wyraźny spadek w porównaniu z 23% w 2011 r.), podczas gdy w pozostałej części regionu inwestycje rosły w tempie 4% r/r. Relatywnie wysoką dynamikę inwestycji w ostatnich kwartałach można było zaobserwować w Polsce i Rumunii (odpowiednio 7,6% i 11,9%), zdecydowanie niższą, jednak dodatnią w Czechach i na Słowacji, natomiast w Bułgarii, Słowenii i na Węgrzech dynamika nakładów inwestycyjnych była ujemna. Warto jednak zauważyć, że w przeciwieństwie do krajów bałtyckich, w części pozostałych krajów EŚW dynamika inwestycji wzrosła w I kw. 2012 r. w porównaniu z II połową 2011 r. (m.in. w Bułgarii, Czechach czy Rumunii).

### ***Pogarszający się stan koniunktury bieżącej***

Dane o sprzedaży detalicznej w 2012 r. nadal wskazują na słabość konsumpcji w większości krajów regionu. Wartość obrotów w handlu detalicznym od stycznia do kwietnia praktycznie się nie zmieniła. W krajach bałtyckich wolumen sprzedaży detalicznej nawet powoli się obniżał, co może sugerować spadek wkładu wydatków gospodarstw domowych do wzrostu gospodarczego w tych krajach w kolejnych kwartałach. Na podobne wnioski wskazuje analiza wskaźników zaufania konsumentów publikowanych przez Komisję Europejską. Od połowy 2011 r. w większości krajów można było zaobserwować powolne ich obniżanie, co wynikało z utrzymującej się stagnacji na rynkach pracy, trwającej konsolidacji fiskalnej, czy też postępującego ograniczania kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych.

Oslabienie popytu zewnętrznego i eksportu, jakie można było zaobserwować w krajach regionu EŚW od II połowy 2011 r. spowodowało wyraźne wyhamowanie aktywności w sektorze przemysłowym, który był motorem napędowym ożywienia gospodarczego w regionie po pierwszej fali kryzysu. Roczna dynamika produkcji przemysłowej, która jeszcze na początku ub. r. przyjmowała wartości dwucyfrowe (w przypadku Estonii jej wzrost przekraczał 30% r/r), już w połowie 2011 r. obniżyła się do ok. 5% i na takim poziomie pozostawała do końca roku. W 2012 r. w większości krajów nastąpiło dalsze obniżenie tempa wzrostu produkcji przemysłu, a w Bułgarii, Estonii i na Łotwie, obserwowano już nawet spadek produkcji przemysłowej. Jednak nie we wszystkich krajach regionu obserwowano ograniczenie aktywności w przemyśle. Dynamika produkcji sprzedanej wzrosła na Słowacji (m.in. w wyniku reorientacji towarowej i geograficznej eksportu), a także w przeżywających kryzys Słowenii i na Węgrzech, co jednak w przypadku tych dwóch krajów wynika z efektu niskiej bazy.

Przewidywane dalsze spowolnienie gospodarek strefy euro w kolejnych kwartałach 2012 r. sugeruje dalsze osłabienie wzrostu produkcji przemysłowej w regionie. Wskazują na to również wskaźniki opisujące nastroje w przemyśle. Wskaźniki publikowane przez Komisję Europejską w pierwszych pięciu miesiącach 2012 r. kontynuowały tendencję spadkową. Indeksy PMI dla Polski i Czech również obniżyły się poniżej progowej granicy 50

pkt.<sup>2</sup> To właśnie w oczekiwanym spowolnieniu gospodarczym wśród głównych partnerów handlowych, a tym samym mniejszej liczbie zamówień zagranicznych, przedsiębiorcy upatrywali główne zagrożenia dla poziomu produkcji w kolejnych miesiącach 2012 r.

### ***Oczekiwane dalsze spowolnienie wzrostu***

Kryzys bankowy i recesja w krajach strefy euro będą głównymi czynnikami wpływającym na rozwój sytuacji gospodarczej w regionie EŚW w najbliższych kwartałach. Eskalacja kryzysu, jaka miała miejsce w II połowie 2011 r. dodatkowo spowodowała znaczącą rewizję prognoz wzrostu, również dla krajów EŚW. Komisja Europejska w kwietniu 2012 r. obniżyła swoje prognozy na 2012 i 2013 r. dla większości krajów regionu (poza Polską i Słowacją), w porównaniu z poprzednią rundą progностyczną z listopada 2011 r.

Korekty w dół prognoz dotyczyły zarówno oczekiwanej dynamiki eksportu, wynikającej z niższego niż się spodziewano w II połowie 2011 r. tempa wzrostu gospodarczego na świecie, a zwłaszcza w strefie euro, jak i popytu krajowego.

Kryzys w strefie euro, oprócz bezpośredniego wpływu na gospodarkę EŚW poprzez ograniczenie popytu ze strony głównych partnerów handlowych, dotknie region także poprzez inne, pośrednie kanały transmisji. Należą do nich m.in. dalsze ograniczenie akcji kredytowej przez lokalne oddziały i filie europejskich banków, czy też zatrzymanie napływu kapitału z krajów Europy Zachodniej. Dodatkowymi czynnikami hamującymi wzrost popytu krajowego mają być kontynuacja konsolidacji finansów publicznych oraz utrzymująca się stagnacja na rynku pracy. Zaostrzenie kryzysu w strefie euro może wpłynąć na dalszy wzrost awersji do ryzyka (reakcja podobna do obserwowanej w maju b.r.), co skutkowałoby deprecjacją walut regionu i wzrostem rentowności obligacji skarbowych. Spowodowałoby to nie tylko wyższe koszty obsługi długu zagranicznego (zwłaszcza w przypadku sektora publicznego), ale wpłynęłoby także na ograniczenie dochodów do dyspozycji dużej części gospodarstw domowych i przedsiębiorstw posiadających kredyty walutowe (zwłaszcza w Rumunii i na Węgrzech).

W rezultacie, Komisja Europejska oczekuje, że dynamika PKB w regionie może obniżyć się do 1,4% w 2012 r. (1,8% w prognozie z listopada 2011 r.), wobec wzrostu o 3,1 % w 2011 r. Z kolei w 2013 r. PKB w regionie EŚW ma przyspieszyć do 2,3%, przede wszystkim wskutek wzrostu popytu krajowego.

W 2012 r. najszybszy wzrost gospodarczy spodziewany jest w Polsce, na Litwie i Łotwie. Są to jedne kraje regionu, w których Komisja Europejska prognozuje dynamikę PKB powyżej 2% r/r. Z kolei w Słowenii i na Węgrzech oczekiwany jest spadek PKB w 2012 r. W 2013 przyspieszenie tempa wzrostu PKB ma mieć miejsce już

<sup>2</sup> Wzrost odnotował natomiast wskaźnik PMI dla Węgier, jednak w I połowie 2012 r. charakteryzował się on bardzo dużą zmiennością, co może sugerować, że w kolejnych miesiącach nastąpi jego kolejna silna korekta w dół.



we wszystkich krajach EŚW poza Polską, jednak tylko w krajach bałtyckich ma ono przekroczyć 3% r/r.

### **Stagnacja na rynku pracy**

Jednym z czynników decydujących o słabości konsumpcji prywatnej w regionie był brak znaczącej poprawy sytuacji na rynkach pracy w krajach EŚW. Po okresie silnego wzrostu stopy bezrobocia, jaki miał miejsce pod koniec 2008 i w 2009 r., przez kolejne lata utrzymywała się ona na wysokim, niemal niezmiennym poziomie. Największy spadek stopy bezrobocia miała miejsce w krajach bałtyckich. Od początku 2011 r. do kwietnia 2012 r. zharmonizowana stopa bezrobocia zmniejszyła się tam średnio o 2,5 pp., jednak nadal była ona ponad dwukrotnie wyższa niż w 2007 r. Spadek stopy bezrobocia w tym okresie można było również zaobserwować w Czechach i na Węgrzech, ale jego skala była zdecydowanie mniejsza (spadek o odpowiednio 0,4 pp. i 0,5 pp.). W pozostałych krajach EŚW odsetek bezrobotnych nadal się zwiększał, najsilniej w Bułgarii – o 1,5 pp.

Pomimo największego spadku, to właśnie kraje bałtyckie wraz ze Słowacją charakteryzowały się najwyższym bezrobociem w regionie, dochodzącym do 15,2% na Łotwie w I kw. 2012 r. Z kolei najniższą stopę bezrobocia odnotowano w kwietniu 2012 r. w Czechach (6,6%) i Rumunii (7,4%).

Roczna dynamika zatrudnienia w krajach EŚW nieznacznie przyspieszyła w I kw. 2012 r., kiedy to wzrosła do 0,7% (wobec 0,3% w 2011 r.). Cały czas liczba zatrudnionych w gospodarkach regionu była o ponad 3% niższa niż w II połowie 2008 r. Podobnie jak w przypadku stopy bezrobocia, największą poprawę sytuacji na rynku pracy można było zaobserwować w krajach bałtyckich, zwłaszcza w Estonii, gdzie liczba miejsc pracy zwiększyła się w I kw. 2012 r. o 3,4% r/r. Na przeciwnym biegunie znajdowały się Bułgaria, Słowenia i Węgry, gdzie w I kw. 2012 r. liczba miejsc pracy w ujęciu rocznym zmniejszyła się.

Wyhamowanie aktywności w przemyśle spowodowało mniejszy wzrost zatrudnienia w tym sektorze gospodarki. W I kw. 2012 r. w skali całego regionu wzrosło ono o 0,5% r/r, przy spadkach w Bułgarii, Czechach i na Węgrzech. Liczba pracujących wzrosła również w niektórych sektorach usług, m.in. w pośrednictwie finansowym, obsłudze nieruchomości, a w przypadku krajów bałtyckich również w usługach informatycznych i telekomunikacyjnych. Z kolei w rolnictwie oraz w administracji publicznej zatrudnienie zmniejszyło się w tym okresie.

Prognozy Komisji Europejskiej wskazują, że stagnacja na rynkach pracy krajów EŚW, jaką obserwowaliśmy w 2011 r. i na początku 2012 r. będzie się utrzymywać również w kolejnych kwartałach 2012 r. i w 2013 r. Według prognoz KE, liczba zatrudnionych w gospodarkach regionu nadal będzie wzrastać w bardzo powolnym tempie, zwłaszcza w 2012 r. Prognozowany jest również nieznaczny spadek stopy bezrobocia. W krajach bałtyckich, gdzie dotychczas obserwowano najszybszą poprawę na rynkach pracy, tempo wzrostu zatrudnienia i spadku bezrobocia będzie zdecydowanie wolniejsze niż w 2011 r. Najgorsza sytuacja

prognozowana jest dla Bułgarii i Słowenii, gdzie oczekuje się wzrostu stopy bezrobocia i spadku zatrudnienia, zarówno w 2012, jak i 2013 r. Brak poprawy sytuacji na rynku pracy ma być wynikiem z jednej strony osłabienia koniunktury w przemyśle, z drugiej próbą zwiększenia efektywności w sektorze publicznym poprzez redukcję zatrudnienia (z tego też powodu przewidywany jest spadek zatrudnienia w Czechach w 2012 r.).

### **Niższe tempo wzrostu kosztów pracy**

Pomimo utrzymującego się wysokiego poziomu bezrobocia, roczna dynamika nominalnych wynagrodzeń w II połowie 2011 r. w krajach EŚW wzrosła. Było to szczególnie widoczne w krajach bałtyckich, ale również w Rumunii i na Węgrzech. W przypadku tych krajów (poza Węgrami) wzrost ten można było tłumaczyć przede wszystkim wzrostem wynagrodzeń w sektorze publicznym, które były poważnie zmniejszone w poprzednich latach. Już jednak w I kw. 2012 r. dynamika płac obniżyła się w większości krajów. Jedynie w krajach bałtyckich utrzymująca się dobra koniunktura w przemyśle i usługach spowodowała dalszy, aczkolwiek wolniejszy niż w poprzednich kwartałach, wzrost dynamiki wynagrodzeń.

Wzrost dynamiki płac w II połowie 2011 r. spowodował wzrost jednostkowych kosztów pracy (ULC) w części krajów regionu (Bułgaria, Czechy, Rumunia, Słowenia, Węgry). Warto jednak zauważyć, że to właśnie te kraje należały do najwolniej rozwijających się w tym okresie, tak więc wzrost wydajności pracy nie nadązał tam za wzrostem nominalnych wynagrodzeń. W pozostałych krajach, dynamika ULC obniżyła się w II połowie 2011 r. W I kw. 2012 r. silne spowolnienie gospodarek Czech i Węgier spowodowało dalszy wzrost jednostkowych kosztów pracy w tych krajach, podczas gdy w pozostałych gospodarkach regionu ich dynamika spadła.

Prognozy Komisji Europejskiej pokazują na dalszy, zbliżony w skali do obserwowanego w 2011 r., wzrost wynagrodzeń nominalnych w gospodarkach EŚW w 2012 i 2013 r. Przy oczekiwanym spowolnieniu gospodarczym i niższym wzroście wydajności pracy doprowadzi to do wzrostu jednostkowych kosztów pracy w bieżącym i przyszłym roku.

### **Powolny spadek inflacji przy stabilizacji inflacji bazowej**

Od początku 2012 r. w krajach EŚW można obserwować powolny spadek inflacji. Co prawda w styczniu i lutym 2012 r. wystąpił wzrost inflacji w regionie, ale wynikało to przede wszystkim z wyższej dynamiki cen konsumpcyjnych w Czechach i na Węgrzech. W obu tych krajach na początku 2012 r. w życie weszły nowe, wyższe stawki VAT<sup>3</sup>, co spowodowało wzrost inflacji w obu tych krajach o 1,1 pp. i przełożyło się na 0,2 pp. wzrost inflacji w całym regionie EŚW. Do wzrostu inflacji na początku 2012 r. przyczyniła się również deprecjacja walut regionu

<sup>3</sup> Główna stawka VAT na Węgrzech wzrosła z 25% do 27% - najwyższy poziom w UE, natomiast w Czechach podwyższono stawkę preferencyjną z 10% do 14%. W obu krajach był to efekt prowadzonej konsolidacji fiskalnej.

(tzn. w Polsce, Czechach, Rumunii i na Węgrzech), jaka miała miejsce w III i IV kw. 2011 r. Była ona dodatkowym czynnikiem proinflacyjnym, przy i tak już rosnących cenach surowców energetycznych i żywności. Już jednak w kolejnych miesiącach 2012 r., zarówno w Czechach, na Węgrzech, jak i w pozostałych krajach regionu dynamika HICP się obniżała. W styczniu 2012 r. wynosiła ona w krajach EŚW 3,9%, w lutym wzrosła do 4,0%, natomiast w maju b.r. spadła do 3,3%. Za spadek dynamiki HICP w okresie luty-maj 2012 r. niemal w całości odpowiadały czynniki o charakterze podażowym, tj. obniżająca się dynamika cen energii i żywności.

Poziom inflacji w poszczególnych gospodarkach EŚW w 2012 r., podobnie jak w poprzednich latach był zróżnicowany. Najniższa średnia inflacja w okresie styczeń-maj 2012 r. była obserwowana w Bułgarii (1,9%) oraz, w charakteryzującej się jeszcze w połowie 2011 r. najwyższą inflacją w regionie, Rumunii (2,4%). Z kolei najwyższą inflację w tym okresie obserwowano na Węgrzech (5,6%), co wiązało się m.in. z ww. zmianami podatkowymi.

Po okresie wzrostu inflacji bazowej (HICP z wyłączeniem cen energii i żywności) w 2011 r., w okresie styczeń-maj 2012 r. w krajach EŚW miał miejsce okres jej stabilizacji, aczkolwiek na wysokim poziomie. W ciągu pięciu pierwszych miesięcy 2012 r. inflacja bazowa w krajach EŚW (średnia ważona dla regionu) wahała się granicach 2,4%-2,6%, co było jednak najwyższym wynikiem obserwowanym od IV kw. 2009 r.

Wysokiego poziomu inflacji bazowej nie należy upatrywać we wzroście presji inflacyjnej, ponieważ sytuacja na rynku pracy nie poprawiła się znacząco w tym okresie, a wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych w skali regionu wzrastały bardzo wolno. Jej wzrost wynikał przede wszystkim z przekładania się wysokich cen energii i żywności na inne kategorie cen konsumpcyjnych. Na wzrost inflacji bazowej wpłynęły również zmiany stawek podatków pośrednich (głównie VAT).

### **Oczekiwany dalszy spadek dynamiki cen**

Spadek inflacji, jaki był obserwowany w I połowie 2012 r. ma być kontynuowany w kolejnych miesiącach. Według prognoz Komisji Europejskiej, dynamika HICP w 2012 i 2013 r. ma się sukcesywnie obniżać w niemal wszystkich krajach regionu (poza Bułgarią i Rumunią, gdzie w 2013 r. przewidywany jest nieznaczny wzrost inflacji).

Głównymi czynnikami mającymi wpływać na spadek inflacji są przede wszystkim obniżające się ceny surowców energetycznych, a przede wszystkim ropy naftowej, co można było zaobserwować już w II kw. 2012 r. Dodatkowo Komisja spodziewa się spadku cen surowców rolnych na świecie, co powinno wpłynąć na niższą dynamikę cen żywności. Nie oczekuje się również dalszego wzrostu inflacji bazowej, ze względu na nadal niską presję inflacyjną. Jednocześnie istnieją czynniki, które mogą wpływać na wzrosty inflacji w kolejnych miesiącach. Są to oczekiwane dalsze podwyżki podatków pośrednich i cen regulowanych, a także możliwość deprecjacji walut w

największych gospodarkach regionu w wyniku eskalacji kolejnych faz kryzysu strefy euro.

### **Ograniczenie nierównowagi fiskalnej w 2011 r.**

W 2011 r. deficyt sektora *general government*, dzięki podjętym działaniom konsolidacyjnym uległ obniżeniu we wszystkich krajach Europy Środkowo-Wschodniej, z wyjątkiem Słowenii. Najsilniej w przypadku Węgier (o 8,5 pkt. proc. PKB), Łotwy (o 4,7 pkt. proc.), Słowacji (o 2,9 pkt. proc.) oraz Polski (o 2,7 pkt. proc.). W tej grupie szczególnym przypadkiem są Węgry, które osiągnęły nadwyżkę budżetową (4,6% PKB) w rezultacie likwidacji kapitałowego systemu emerytalnego (transfer aktywów na poziomie ok. 10% PKB). Wzrost deficytu budżetowego w Słowenii w 2011 r. (z 6,0% do 6,4% PKB) związany był przede wszystkim z jednorazowym finansowym wsparciem dla sektora finansowego i przedsiębiorstw państwowych (łącznie ok. 1,3% PKB).

### **Kontynuacja procesu konsolidacji fiskalnej**

Kraje regionu mają w 2012 i 2013 r. kontynuować działania dostosowawcze, tak aby ograniczyć nierównowagę sektora finansów publicznych poniżej wartości referencyjnej (3% PKB) w terminie wynikającym z nałożonych procedur nadmiernego deficytu (*excessive deficit procedure – EDP*). Zgodnie z wiosenną prognozą KE, najsilniej w latach 2012-2013 nierównowagę fiskalną ograniczy Rumunia (o 3,0 pkt. proc. PKB) oraz Polska i Słowenia (o 2,6 pkt. proc. PKB). Jedynie w Estonii i na Węgrzech wynik finansów publicznych ulegnie pogorszeniu w porównaniu z 2011 r., zaś na Słowacji deficyt utrzyma się na poziomie zbliżonym do 5% PKB. W Polsce, Czechach oraz na Węgrzech i Słowacji konsolidacja oparta będzie przede wszystkim na zmianach po stronie dochodowej, w Bułgarii i Słowenii zaś po stronie wydatkowej. Wprowadzone w poprzednich latach w krajach regionu zamrożenia lub obniżki wydatków na wynagrodzenia w administracji publicznej oraz na świadczenia socjalne mają zostać utrzymane (z wyjątkiem Estonii).

Zagrożeniem dla osiągnięcia celów budżetowych jest ich oparcie na scenariuszach makroekonomicznych, które z obecnej perspektywy mogą okazać się zbyt optymistyczne. W konsekwencji zmniejszenie deficytu poniżej 3% PKB w terminie wynikającym z EDP będzie wymagać dodatkowych działań dostosowawczych na Litwie, Słowacji i Słowenii. W roku bieżącym zakończona zostanie EDP wobec Bułgarii, natomiast termin korekty nadmiernego deficytu przez Węgry ponownie przedłużono o rok, tj. do 2012 r. Krajowi temu groziło zablokowanie od 2013 r. części środków z Funduszu Spójności, w przypadku braku przedstawienia dodatkowych działań dostosowawczych. Ostatecznie, w lipcu br., Rada UE zdecydowała o odwołaniu tej decyzji.

Zgodnie z prognozą KE z kwietnia 2012 r., tempo przyrostu długu sektora finansów publicznych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej ulegnie w latach 2012-2013 zmniejszeniu, z wyjątkiem Estonii. Jedynie w Polsce i na

Węgrzech poziom zobowiązań sektora instytucji rządowych i samorządowych obniży się w horyzoncie prognozy. Jednakże w przypadku Węgier pozostanie on znacząco powyżej wartości referencyjnej (78,5% PKB w 2012 r., 78,0% w 2013 r.). Węgry pozostają jedynym krajem regionu, którego skarbowe papiery wartościowe są oceniane przez wszystkie trzy agencje ratingowe jako „śmieciowe”. Władze węgierskie planują rozpoczęcie latem br. negocjacji z Międzynarodowym Funduszem Walutowym i Komisją Europejską w sprawie programu pomocowego. Wzrost długu publicznego w niektórych krajach może wynikać z ewentualnego dalszego wsparcia przedsiębiorstw państwowych i systemu bankowego (Słowenia, Litwa).

### ***Dalsze zmniejszanie nierównowag zewnętrznych***

W 2011 r. deficyt na rachunku obrotów bieżących w regionie EŚW nadal się zmniejszał. W IV kw. wyniósł on 1,5% PKB (średnia krocząca dla 4 kwartałów) wobec 1,9% PKB w 2010 r. Spadek ten wynikał przede wszystkim z poprawy salda handlu zagranicznego. Pomimo wyraźnego spadku dynamiki eksportu w 2011 r., import do krajów EŚW spowolnił jeszcze szybciej. Jedynie w Polsce, na Litwie i Łotwie silny popyt krajowy i import spowodował nieznaczny wzrost deficytu w obrotach towarami. Spadek nierównowag zewnętrznych w regionie byłby jeszcze większy, gdyby nie wzrost transferu zysków z inwestycji zagranicznych, który doprowadził do wzrostu deficytu na rachunku dochodów. Bez zmian pozostały natomiast nadwyżki na rachunkach usług oraz transferów bieżących.

Spodziewane w latach 2012-2013 dalsze spowolnienie obrotów w handlu zagranicznym w krajach EŚW w większym stopniu dotknie eksport niż import, co spowoduje pogorszenie się salda wymiany handlowej z zagranicą w większości tych krajów. W tych gospodarkach, które zmagają się mają w najbliższych latach z kryzysem popytu krajowego (Czechy, Węgry, Słowenia), powinna nastąpić poprawa salda na rachunku towarów. Wpływ pogłębiającego się w skali regionu deficytu handlowego na saldo na rachunku obrotów bieżących w najbliższych latach powinien zostać zrekomensowany przez spadek deficytu na rachunku dochodów, na co złożyć się mają przede wszystkim mniejsze transfery zysków przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym do swoich macierzystych krajów.

### ***Stabilny napływ inwestycji zagranicznych***

Pomimo wzrostu awersji do ryzyka i pogorszenia się sentymentu inwestorów zagranicznych do regionu EŚW w II połowie 2011 r., napływ kapitału zagranicznego nie zmniejszył się w porównaniu z 2010 r. i wyniósł 1,8% PKB.

W 2011 r. można było zaobserwować stabilny napływ inwestycji bezpośrednich do krajów regionu, który nie zmienił się w porównaniu z poprzednim rokiem, a w Polsce, na Słowacji oraz w krajach bałtyckich nawet wzrósł. W dalszym ciągu można było obserwować rosnący napływ inwestycji portfelowych, jednak zmienił się kierunek ich napływu. W 2010 r. inwestycje te były kie-

rowane głównie na rynki obligacji skarbowych Polski i Czech, natomiast w 2011 r. na te rynki napłynęło mniej kapitału, a inwestorzy wydawali się bardziej zainteresowani rynkami instrumentów dłużnych w krajach bałtyckich i na Węgrzech.

Cały czas zmniejszał się stan pozostałych inwestycji w regionie. Miało to ścisły związek z delewarowaniem sektora bankowego. W 2011 r., a zwłaszcza w II jego połowie obserwowano zmniejszanie się zobowiązań banków z krajów EŚW wobec banków zagranicznych, zarówno poprzez spłatę wcześniej zaciągniętych kredytów, jak i wycofywanie depozytów przez nierezydentów z lokalnych banków. Proces ten był szczególnie widoczny w krajach bałtyckich, Słowenii i na Węgrzech, natomiast w Polsce, Czechach i Słowacji w dalszym ciągu obserwowano powolny napływ netto pozostałych inwestycji.

### ***Nadal wysoka zmienność na rynkach finansowych***

Rozwój kryzysu finansowego w krajach peryferyjnych strefy euro i wywoływane przez niego zawirowania na europejskich rynkach finansowych, były głównymi determinantami kształtowania się kursów walutowych oraz cen aktywów finansowych na rynkach krajów EŚW w I kw. 2012 r.

Po okresie silnej deprecjacji walut regionu w II połowie 2011 r.<sup>4</sup>, w pierwszych miesiącach 2012 r. nastąpił okres ich umacniania się. Wynikało to z uspokojenia się sytuacji na międzynarodowych rynkach w związku z przyznaniem Grecji pomocy międzynarodowej, wprowadzeniem działań zwiększających płynność europejskiego systemu finansowego (LTRO), czy też powrotem do rozmów pomiędzy MFW i rządem Węgier na temat przyznania drugiego pakietu pomocowego. Od stycznia do początku maja 2012 r. czeska korona umocniła się o 3,5% wobec euro, polski złoty o 7,5%, a węgierski forint o blisko 12%, co jednak nie pozwoliło w pełni odrobić strat, jakie te waluty poniosły w poprzednim półroczu. Jedynie rumuński lei cały czas osłabiał się wobec wspólnej europejskiej waluty.

W maju 2012 r., wraz z rozwiązaniem greckiego parlamentu i ogłoszeniem nowych wyborów, co stawiało pod znakiem zapytania kontynuację reform w Grecji, awersja do ryzyka na światowych, a zwłaszcza europejskich rynkach finansowych, ponownie wzrosła. Podobnie jak w poprzednich takich przypadkach, najsilniej ucierpiały waluty regionu EŚW, zwłaszcza węgierski forint i polski złoty, które w maju 2012 r. osłabiły się o odpowiednio 7% i 6%. Wraz z uspokojeniem się sytuacji politycznej, poziom awersji do ryzyka zaczął opadać i w czerwcu płynne waluty EŚW ponownie zaczęły zyskiwać na sile.

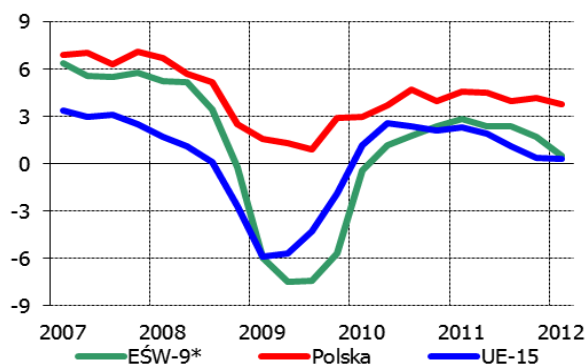
Reakcje na zmiany awersji do ryzyka w I połowie 2012 r. można było zauważyć również na rynkach innych instrumentów finansowych. Dużą zmiennością charakteryzowały się przede wszystkim ceny węgierskich aktywów. Rentowności 10-letnich węgierskich obligacji zmniejszyły się

<sup>4</sup> W okresie maj 2011-styczeń 2012 kurs EUR/CZK osłabił się o 7,2%. Znacznie silniej w tym okresie zdeprecjonował się złoty (13% wobec EUR), czy forint (prawie 19% wobec EUR).

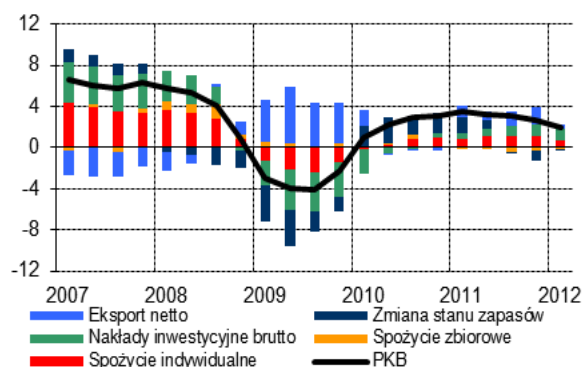
o ponad 200 pb. w okresie styczeń-kwiecień 2012 r. W maju rentowności wzrosły o niemal 100 pb., by powrócić do swojego poziomu z końca kwietnia już w połowie czerwca 2012 r. Rentowności obligacji czeskich i polskich również podlegały podobnym wahaniom, jednak ich skala była kilkukrotnie mniejsza.

Duża zmienność była również obserwowana na rynkach akcji. Indeksy giełdowe w krajach regionu w I kw. 2012 r. wykazywały powolną tendencję wzrostową. W maju miało jednak miejsce ich silne załamanie (spadek o 4,5% w Czechach, 7% w Polsce i 9% na Węgrzech), by już w połowie czerwca 2012 r. odrobić większość strat.

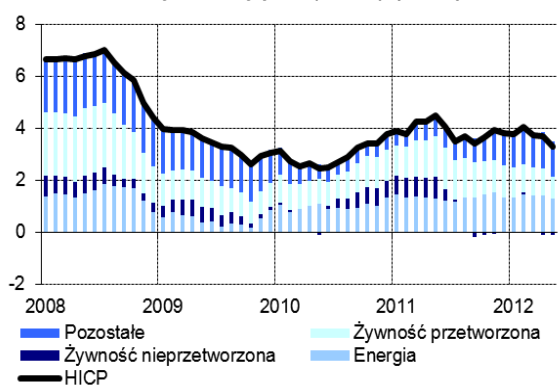
Dynamika PKB (% r/r)



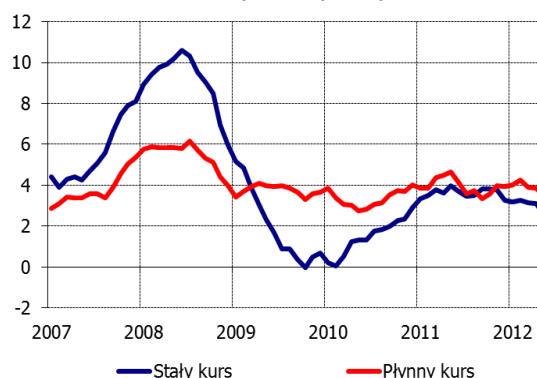
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB w krajach EŚW (pp., r/r)



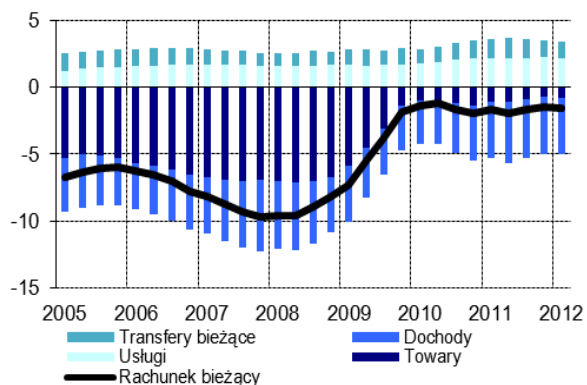
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



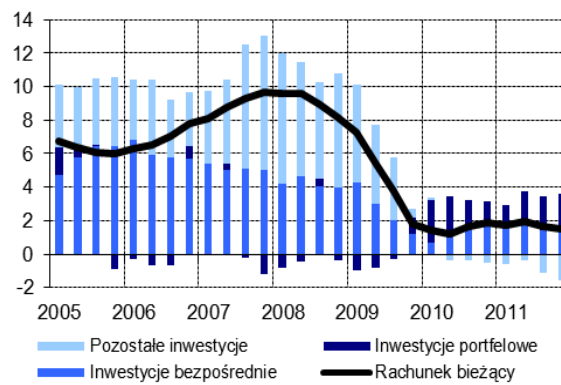
Inflacja HICP (% r/r)



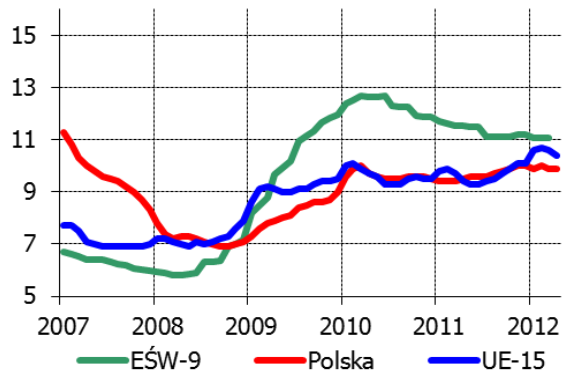
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



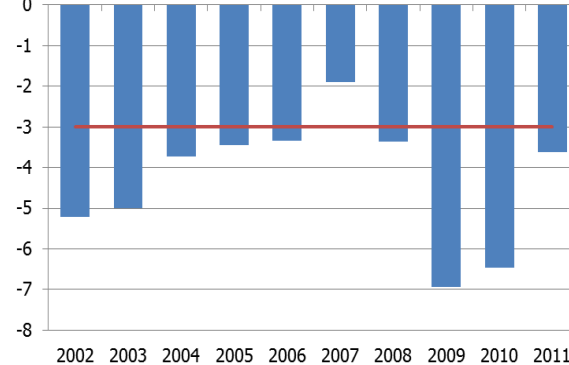
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



Stopa bezrobocia (%)



Saldo sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



## BUŁGARIA

W II poł. 2011 r. pojawiły się oznaki spowalniania aktywności gospodarczej w Bułgarii, które potwierdziły dane za I kw. 2012 r., kiedy to roczna dynamika PKB spadła do 0,5%, wobec 2,4% obserwowanych w I połowie 2011 r.

O spowolnieniu bułgarskiej gospodarki zdecydował głównie spadek dynamiki eksportu – głównego czynnika wzrostu w ostatnich latach. Inwestycje nadal wykazywały ujemną dynamikę i jedynie udział spożycia indywidualnego we wzroście PKB zwiększył się w II połowie 2011 r. i I kw. 2012 r.

Głównym czynnikiem obniżenia tempa wzrostu w Bułgarii był popyt zewnętrzny. Dane z I kw. br. wskazują na odwrócenie się pozytywnej dynamiki eksportu (-0,1% r/r wobec 17,6% w I połowie 2011 r.), przy znacznie mniejszej skali spowolnienia importu. Spadek eksportu w skali rocznej dotyczył zarówno handlu z krajami UE jak i z krajami spoza UE. Najbardziej dotkliwy okazał się spadek eksportu do Niemiec oraz Turcji. Eksport do tych krajów był decydujący dla dobrego wyniku w handlu w I poł. ub.r. Zgodnie z oczekiwaniami, po zaskakująco dobrym wyniku w ub.r. nastąpiła również korekta w dół eksportu bułgarskich towarów do Grecji. Te trzy kraje należą do głównych odbiorców bułgarskiego eksportu.

Z perspektywy struktury towarowej, spadek eksportu dotyczył wszystkich głównych kategorii eksportowych w Bułgarii, czyli towarów przemysłowych, surowców oraz maszyn (w przypadku eksportu do krajów UE) oraz ropy i produktów ropopochodnych (w przypadku eksportu do krajów spoza UE).

W ostatnich kwartałach w dalszym ciągu pogarszały się perspektywy dla wzrostu popytu krajowego, w tym konsumpcji gospodarstw domowych w Bułgarii. Wynikało to przede wszystkim ze stale pogarszającej się sytuacji na rynku pracy oraz słabej podaży kredytów dla gospodarstw domowych.

Pomimo, że bułgarski rynek pracy zareagował stosunkowo późno na kryzys gospodarczy, w latach 2009-2011 zatrudnienie spadło o ponad 10%, a stopa bezrobocia wzrosła prawie dwukrotnie. Głównymi przyczynami tego pogorszenia była koncentracja większości miejsc pracy utworzonych w okresie boomu gospodarczego w sektorach ukierunkowanych na popyt wewnętrzny, takich jak budownictwo czy usługi. Spadek zatrudnienia został pogłębiony brakiem dostosowania płac w tych sektorach, które nadal rosły szybciej od produktywności. Ograniczone dostosowanie płac wynika w Bułgarii w znacznej mierze z czynników strukturalnych<sup>5</sup>, takich jak niedopasowanie kwalifikacji na rynku pracy, co przyczynia się do dużego utrzymywania się kosztów pracy na wysokim po-

ziomie. Z tej perspektywy szybka odbudowa na bułgarskim rynku pracy jest bardzo mało prawdopodobna, co będzie ograniczało konsumpcję gospodarstw domowych, nie tylko poprzez ograniczenie dochodów, ale również poprzez utrzymanie oszczędności o charakterze ostrożnościowym na wysokim poziomie.

Kolejnym czynnikiem kształtującym konsumpcję prywatną jest dynamika kredytu dla gospodarstw domowych. W przypadku bułgarskiej gospodarki zależy ona w dużej mierze od napływu kapitału z zagranicy. Przed kryzysem banki bułgarskie pożyczały fundusze za granicą i udostępniały je bułgarskim gospodarstwom domowym w postaci kredytu. Obecnie jednak większość banków stara się zmniejszyć zadłużenie zagraniczne. Tendencja ta skutkuje negatywną od ponad roku dynamiką kredytu konsumpcyjnego dla gospodarstw domowych<sup>6</sup>. Wzrost depozytów rezydentów wynikający ze zwiększenia oszczędności o charakterze ostrożnościowym jedynie w niewielkim stopniu niweluje skutki delewarowania w bułgarskim sektorze bankowym<sup>7</sup>.

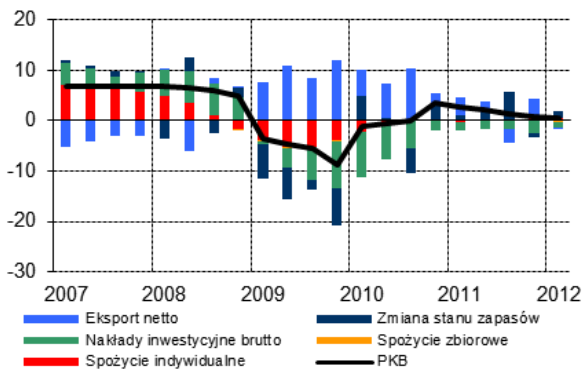
Wymienione powyżej czynniki, czyli wysokie bezrobocie oraz niska dynamika kredytu dla gospodarstw domowych będą w bieżącym roku silnie ograniczały wzrost konsumpcji gospodarstw domowych. Pomimo tego, instytucje progностyczne spodziewają się, że słaba konsumpcja, zarówno prywatna, jak i publiczna, będzie jednak miała niewielki dodatni wkład do wzrostu PKB w 2012 r. Nie będzie ona jednak w stanie zrekompensować spadku wkładu eksportu netto do wzrostu PKB, co oznacza dalsze spowolnienie bułgarskiej gospodarki. Według Komisji Europejskiej, spożycie indywidualne w 2012 r. wzrośnie o 0,6% r/r, eksport o 3,3% r/r, natomiast PKB o 0,5% r/r. Konsensus rynkowy jest nieco bardziej optymistyczny i zakłada wzrost konsumpcji o 1,2% oraz PKB o 0,9% r/r.

<sup>5</sup> Mitra P. Pouvellé C. *Productivity Growth and Structural Reform in Bulgaria: Restarting the Convergence Engine*. IMF Working Paper. Maj 2012.

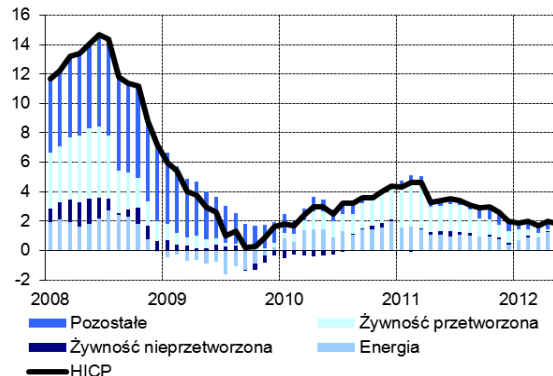
<sup>6</sup> Bulgarian Ministry of Finance. *Recent Economic Developments, Bulgaria – Selected Issues*. Luty 2012.

<sup>7</sup> EBRD Office of Chief Economists. *Regional Economic Prospects in EBRD Countries of Operations*. Maj 2012.

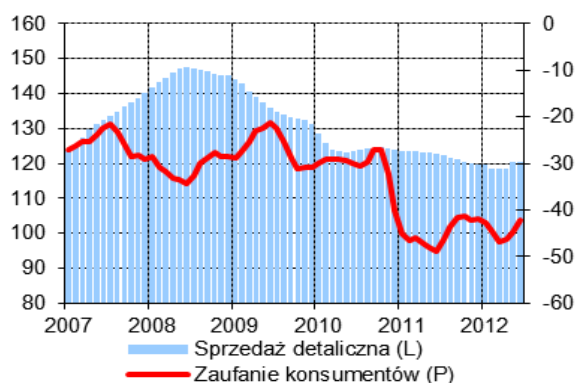
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



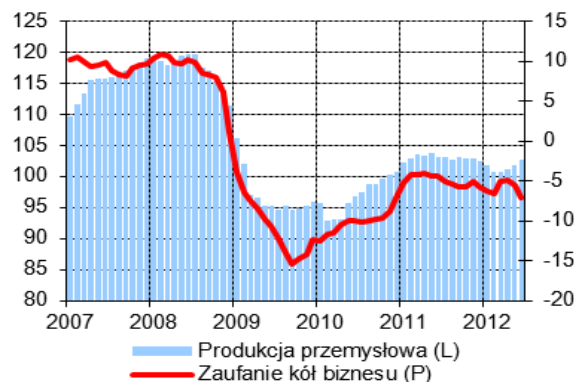
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



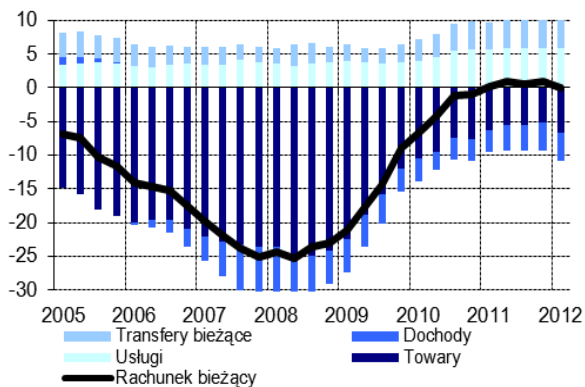
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



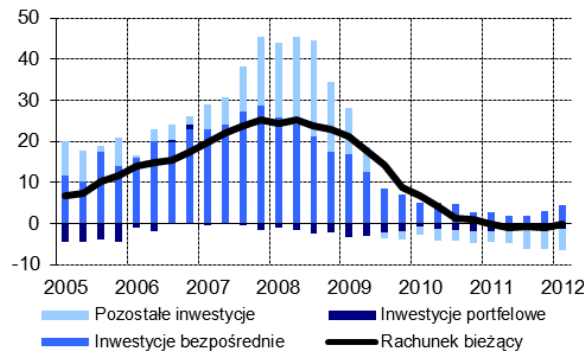
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania kół biznesu



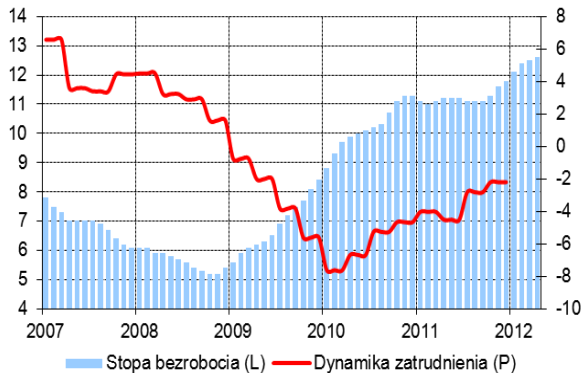
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



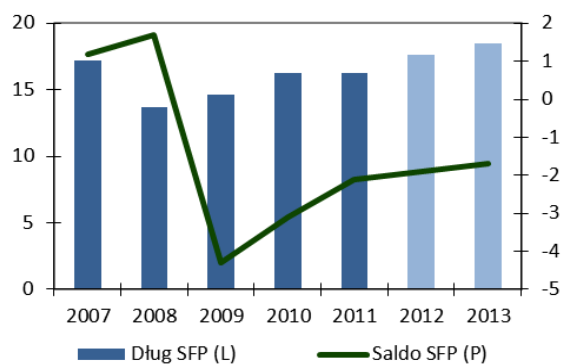
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



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



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



## CZECHY

Po okresie ożywienia, jakie miało miejsce w 2010 r. i I połowie 2011 r., od II połowy 2011 r. gospodarka czechoska zaczęła silnie wyhamowywać. Spowolnienie to stało się jeszcze dotkliwsze w II połowie ubiegłego roku. PKB w ujęciu kw/kw zmniejszył się w III i IV kw. 2011 r., co oznaczało, że pod koniec ubiegłego roku Czechy weszły w fazę technicznej recesji. W I kw. 2012 r. PKB w Czechach ponownie się zmniejszył. Jego roczna dynamika spadła już do -0,7%, co oznaczało jeden z najgorszych wyników w regionie EŚW. Za recesję w Czechach odpowiedzialny był przede wszystkim słaby popyt krajowy. Zarówno konsumpcja prywatna, publiczna, jak i inwestycje zmniejszyły się na przestrzeni ostatnich 4 kwartałów. Z kolei eksport był jedynym czynnikiem wspierającym wzrost gospodarczy.

Główną przyczyną słabości popytu krajowego jest trwająca w Czechach konsolidacja sektora finansów publicznych.

Zmniejszenie deficytu sektora *general government* w Czechach w 2011 r. (z 4,8% do 3,1% PKB) związane było przede wszystkim z ograniczeniem wydatków budżetowych (cięcia transferów socjalnych, wydatków bieżących – w tym na wynagrodzenia). Jednocześnie podwyższono akcyzę, PIT (tymczasowe zmniejszenie kosztów uzyskania przychodu z przeznaczeniem na finansowanie usuwania skutków powodzi) oraz opłaty za korzystanie z sieci drogowej, a także opodatkowano darmowe prawa do emisji dwutlenku węgla.

W 2012 i 2013 r. działania konsolidacyjne są kontynuowane, przy czym z uwagi na prognozowane spowolnienie wzrostu gospodarczego czechoskie władze prognozują stabilizację deficytu sektora *general government* na poziomie ok. 3% PKB. Dług publiczny Czech w br. i przyszłym roku pozostanie istotnie poniżej wartości referencyjnej (ok. 45% PKB według szacunków KE).

W 2012 r. podwyższono obniżoną stawkę VAT (z 10% na 14%), wprowadzono podatek hazardowy, a wydatki administracji państwowej na wynagrodzenia zostały zamrożone. W marcu br. Rząd Czech przyjął dodatkowe cięcia wydatków jednostek budżetowych (ok. 0,6% PKB), w celu utrzymania celu budżetowego w br. Miesiąc później zostały przedstawione nowe działania dostosowawcze (ok. 0,5% PKB w 2012 r. i ok. 1,5% w 2013 r.), koncentrujące się na stronie dochodowej. Zmiany w systemie podatkowym mają mieć charakter przejściowy, wygasną z końcem 2015 r. Dotyczą one w szczególności podwyżki stawek VAT od 2013 r. (o 1 pkt. proc., do 15% - obniżona i 21% - podstawowa) oraz PIT od 2014 r. (o 1 pkt. proc., do 20%, dodatkowe zwiększenie o 7 pkt. proc. dla najlepiej zarabiających). Po stronie wydatkowej, wynagrodzenia w sektorze publicznym pozostaną zamrożone. W latach 2013-2015 nastąpi przejściowe obniżenie wskaźnika waloryzacji świadczeń emerytalno-rentowych. W 2014 r. zapowiadana jest reforma administracji pu-

blicznej, która ma na celu uproszczenie jej struktury. Powyższe działania spowolnią dynamikę wzrostu gospodarczego. Władze Czech szacują, że same zmiany w stawkach VAT przełożą się na osłabienie rocznego tempa wzrostu PKB w 2012 r. o ok. 0,2-0,4 pkt. proc., zaś w 2013 r. w skali o połowę niższej.

Czynniki ryzyka dla osiągnięcia zakładanych celów budżetowych w 2012 i 2013 r. wynikają m.in. z rozpoczęcia funkcjonowania dobrowolnego filaru kapitałowego w ramach systemu emerytalnego oraz ewentualnej decyzji o zwrocie Kościołowi mienia, przejętego po II wojnie światowej (ok. 1,5% PKB). Czechy czasowo wstrzymały do czerwca br. składanie wniosków o refundację wydatków w ramach programów operacyjnych, w następstwie zastrzeżeń Komisji Europejskiej w odniesieniu do systemu audytu projektów z dofinansowaniem UE. Może to spowodować, że niektóre projekty będą ostatecznie finansowane w całości ze środków krajowych. W 2013 r. zacznie funkcjonować dobrowolny kapitałowy filar systemu emerytalnego. Ubytek dochodów budżetu państwa ze składek (0,5% PKB w 2013 r.) zostanie pokryty dochodami z tytułu podwyżki VAT. Władze szacują, że do OFE przystąpi ok. 15% pracujących, większa partycypacja będzie miała negatywny wpływ na wynik sektora finansów publicznych.

Przyczyn słabości popytu krajowego nie można natomiast utożsamiać z brakiem stabilności sektora finansowego, zwłaszcza banków. Co prawda, dynamika kredytów dla sektora prywatnego wyraźnie się zmniejszyła po 2008 r., jednak wartość kredytów (z wyjątkiem kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych) w 2011 i I kw. 2012 r. cały czas rosła, a jej dynamika była wyższa niż w 2010 r. Ograniczenie liczby kredytów wynikało przede wszystkim z niskiego popytu, głównie ze strony gospodarstw domowych, a w mniejszym stopniu z ograniczeń podaży banków, na co wskazują badania Narodowego Banku Czech<sup>8</sup>. Banki czechoskie w w/w okresie znajdowały się w relatywnie dobrej sytuacji. Wskaźniki płynności i wypłacalności przekraczały wymagane progi i nie były zmuszone do ograniczenia podaży kredytów.

Czynnikiem amortyzującym spadki popytu krajowego w Czechach był popyt zewnętrzny. Przełożył się on nie tylko na wzrost eksportu, ale także na ożywienie sektora przemysłowego, zwłaszcza branż nakierowanych na rynki zagraniczne. Przy słabości popytu gospodarstw domowych oraz sektora rządowego i samorządowego, to właśnie prywatne przedsiębiorstwa, zwłaszcza przemysłowe, ograniczały spadki popytu krajowego. Inwestycje prywatnych firm sektora niefinansowego, zwłaszcza w maszyny i środki transportu, były jedyną kategorią nakładów inwestycyjnych, które rosły w 2011 r. Jednak wzrost

<sup>8</sup> Według badań CNB i konfederacji przemysłu, 85% ankietowanych firm w IV kw. 2011 r. oceniało dostępność kredytów jako „dobrą”, a odsetek spodziewający się pogorszenia warunków kredytowania zmniejszył się.



inwestycji przedsiębiorstw nie był w stanie w pełni zrekomensować spadku inwestycji gospodarstw domowych i sektora publicznego.

Wzrost produkcji i inwestycji w przemyśle wpłynął na wyższe zatrudnienie w tym dziale gospodarki. W 2011 r. był to niestety jedyny dział, w którym liczba zatrudnionych wzrosła<sup>9</sup>. Wzrost ten był jednak wyraźnie słabszy niż w 2010 r. i niewystarczająco duży, aby zniwelować spadki liczby zatrudnionych w pozostałych sektorach gospodarki. Liczba pracujących w czeskiej gospodarce w 2011 r. zmniejszyła się o 0,1%, pomimo wzrostu zatrudnienia o 1,4% w przemyśle.

Jednak już w I kw. 2012 r. można było zauważyć wyraźne spowolnienie w czeskim przemyśle. Wartość dodana wytworzona przez sektor przetwórstwa przemysłowego, która w 2011 r. wyniosła blisko 3 pp., w I kw. br. obniżyła się już do 0,9 pp. Spadek ten, przy trwającym kryzysie w pozostałych działach gospodarki, był główną przyczyną obserwowanego spadku PKB w tym okresie.

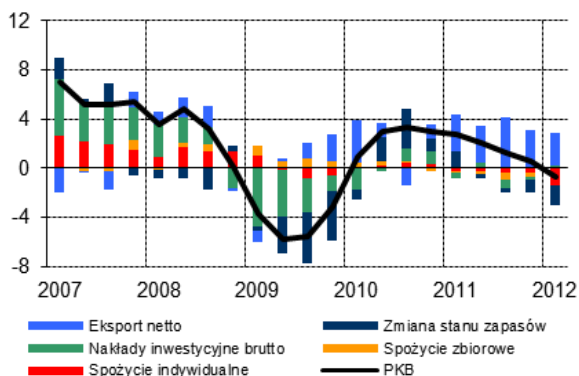
Perspektywy wzrostu gospodarczego w Czechach w kolejnych kwartałach 2012 r. wydają się być jeszcze bardziej pesymistyczne. Wyraźnie słabnący popyt ze strony strefy euro spowoduje prawdopodobnie dalsze wyhamowanie eksportu i aktywności inwestycyjnej sektora przemysłowego. Z kolei trwająca konsolidacja finansów publicznych, przy oczekiwanej dalszej stagnacji na rynku pracy, będzie wpływać na erozję dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych (m.in. poprzez przeprowadzoną na początku 2012 r. i planowaną na 2013 r. podwyżkę stawek VAT) i ograniczanie konsumpcji. W rezultacie, oczekuje się, że PKB w Czechach, po okresie powolnego ożywienia w 2010 i 2011 r., w 2012 r. ponownie będzie się kurczyć.

Pomimo pogarszającej się sytuacji w gospodarce realnej, inwestorzy w dalszym ciągu nie tracili zaufania do czeskich rynków finansowych. W maju 2012 r., kiedy to informacje dotyczące rozwiązania parlamentu Grecji wywołały ponowne zamieszanie na światowych rynkach finansowych, czeskie aktywa finansowe traciły na wartości relatywnie mniej niż aktywa innych krajów regionu. W maju 2012 r. czeska korona osłabiła się o 3,5% wobec euro, czyli dwukrotnie mniej niż polski złoty i ponad trzykrotnie mniej niż węgierski forint w tym samym okresie. Rentowność czeskich obligacji nadal pozostawała najniższa w regionie (pod koniec czerwca 2012 r. wynosiła ona 3,11% dla obligacji 10 letnich, wobec 5,15% dla Polski i 8,13% dla Węgier).

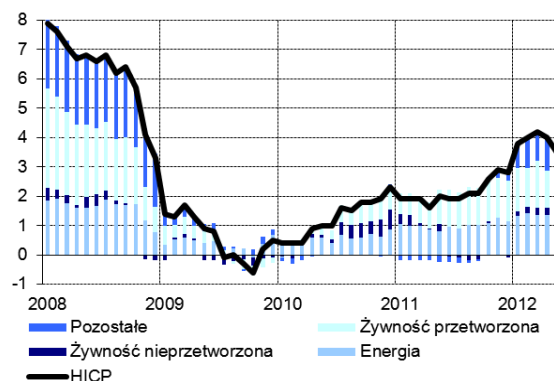
---

<sup>9</sup> Niewielki wzrost zatrudnienia miał również miejsce w pojedynczych kwartałach w niektórych sektorach usług rynkowych.

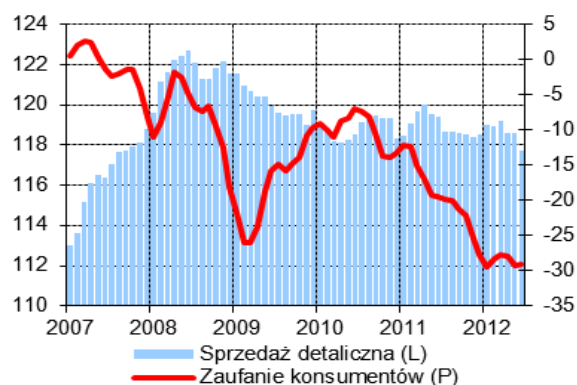
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



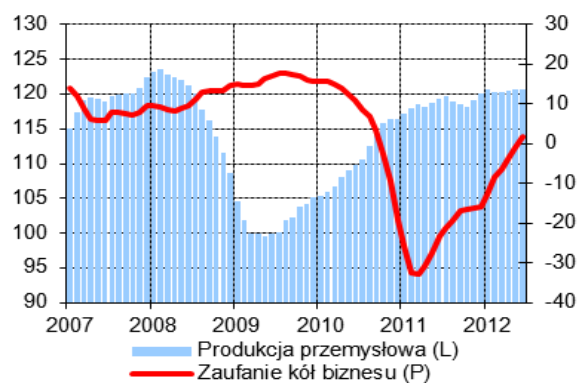
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



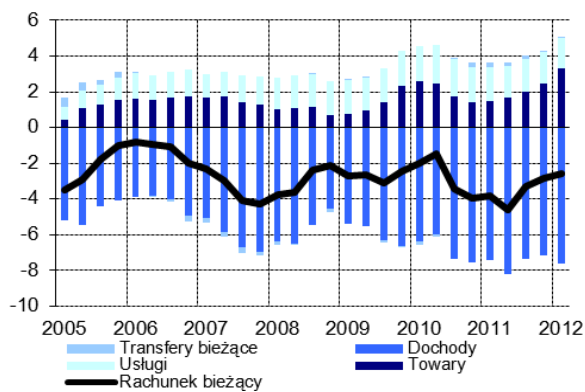
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



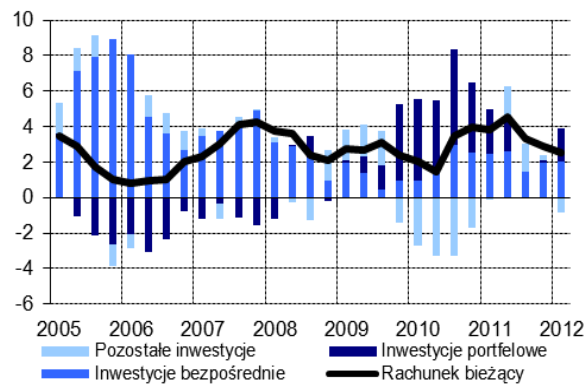
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania kół biznesu



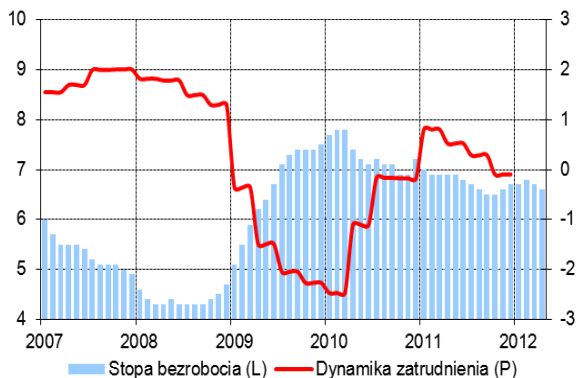
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



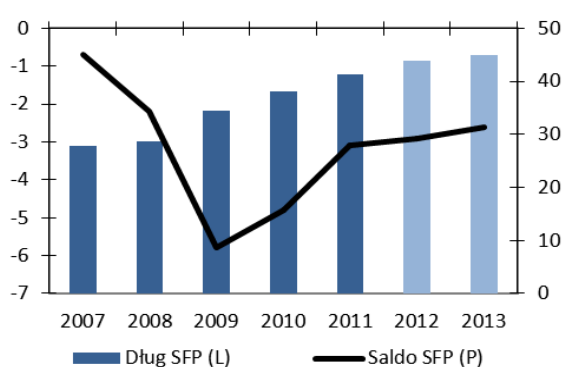
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



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



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



**ESTONIA**



**LITWA**



**ŁOTWA**

Estonia, Litwa i Łotwa były w 2011 r. najszybciej rozwijającymi się gospodarkami, nie tylko wśród krajów regionu EŚW, lecz również w całej UE. PKB Estonii wzrosło o 7,6%, na Litwie o 5,9%, a na Łotwie o 5,5%. W I kw. 2012 r. PKB w ujęciu kwartalnym ponownie wzrosło we wszystkich trzech krajach, jednak tempo tego wzrostu było niższe niż przed rokiem, co spowodowało nieznaczne obniżenie się rocznej dynamiki PKB. Nadal była ona jednak najwyższa wśród krajów EŚW, a także wśród wszystkich krajów UE.

Pomimo wyraźnego przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego w 2011 r., kraje bałtyckie w dalszym ciągu nie zdołały jeszcze w pełni odrobić strat, jakie poniosły w poprzednich latach. Pod koniec 2011 r. poziom PKB w dalszym ciągu był średnio o 10% niższy niż w 2007 r., konsumpcji prywatnej o blisko 20%, a nakładów inwestycyjnych brutto o ponad 35%. Oznacza to, że aby osiągnąć poziom przedkryzysowy, gospodarki bałtyckie musiałyby rozwijać się w podobnym jak w 2011 r. tempie przez dwa kolejne lata, na co nie wskazują ani ostatnie szacunki PKB, ani prognozy tempa wzrostu.

Wzrost gospodarczy w 2011 r. w krajach bałtyckich, w przeciwieństwie do pozostałych gospodarek regionu EŚW nie był oparty jedynie na szybko rosnącym eksporcie, ale również na wzrastającym w dwucyfrowym tempie popycie krajowym, zwłaszcza inwestycyjnym. Do wzrostu nakładów inwestycyjnych przyczyniły się przede wszystkim inwestycje prywatnych przedsiębiorstw w urządzenia i maszyny oraz środki transportu, co było, między innymi, odpowiedzią na szybko rosnący popyt z zagranicy. Wzrost, aczkolwiek mniejszy, odnotowały jednak także inwestycje gospodarstw domowych i sektora publicznego.

Oznaczało to, że tempo wzrostu gospodarczego w krajach bałtyckich, po okresie silnego załamania, zbliżyło się do tego obserwowanego przed 2008 r. Podstawy wzrostu gospodarczego w krajach bałtyckich w 2011 r. były jednak inne niż przed wybuchem kryzysu.

W latach 2008-2009 kraje bałtyckie doświadczyły bardzo silnego kryzysu gospodarczego. PKB w tym okresie obniżył się łącznie o prawie 20%. Wynikało to z jednej strony z drastycznego pogorszenia nastrojów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, które m.in. w wyniku załamania się boomu na rynku kredytów hipotecznych, właściwie zrezygnowały wówczas z zakupów dóbr trwałego użytku oraz zaniechały nowych inwestycji. Z drugiej, było efektem nagłego zatrzymania napływu kapitału zagranicznego, od którego uzależniony był wzrost popytu krajowego w gospodarkach bałtyckich. Konsumpcja prywatna spadła wówczas o blisko 25%, a nakłady inwestycyjne o 50%.

Przyspieszenie gospodarcze w 2011 r. wynikało z realizacji odroczonej wówczas zakupów i inwestycji. Było to wynikiem znacznej poprawy nastrojów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, na co miało wpływ kilka

czynników. Po pierwsze, najbardziej dotkliwe działania związane z konsolidacją fiskalną miały miejsce w latach 2009-2010, a w kolejnym roku ich wpływ na sytuację gospodarczą był zdecydowanie mniejszy. Po drugie, w krajach bałtyckich odnotowano dość wyraźną poprawę sytuacji na rynku pracy. W porównaniu z przełomem 2009 i 2010 r. stopa bezrobocia spadła o ok. 5 pp., a liczba zatrudnionych w gospodarce wzrosła przeciętnie prawie o 8% (cały czas jednak kraje bałtyckie były dalekie od osiągnięcia poziomów zatrudnienia sprzed kryzysu).

Kolejnym czynnikiem wpływającym na wzrost optymizmu, tym razem głównie wśród przedsiębiorców, była relatywnie dobra na tle Europy, koniunktura w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Estonii, Litwy i Łotwy (Niemcy, Szwecja, Polska, Rosja). Wpłynęło to na wzrost nowych zamówień i ożywienie sektora przemysłowego. Dodatkowo wewnętrzna dewaluacja, jaka miała miejsce w krajach bałtyckich w latach 2009-2010 (jednostkowe koszty pracy spadły o 10-20%) doprowadziła do odzyskania konkurencyjności. Oba te czynniki spowodowały silny wzrost eksportu. W 2011 r. wzrastał on w tempie od 13% r/r w Estonii do 25% na Łotwie, znacznie szybciej niż w innych krajach EŚW. Jednak już w II połowie 2011 r., a także w I kw. 2012 r. dynamika eksportu wyraźnie spowolniła wraz z nasilającym się kryzysem strefy euro.

Podstawową różnicą pomiędzy okresem przedkryzysowym, a 2011 r. była jednak skala i kierunek napływu kapitału zagranicznego do sektora bankowego, co przełożyło się na dynamikę akcji kredytowej. W latach 2004-2007 kredyty dla sektora prywatnego rosły w tempie ok. 50% rocznie w Estonii i na Litwie i nawet 70% rocznie na Łotwie, co było podstawą obserwowanego wówczas boomu gospodarczego. W 2011 r. i I kw. 2012 r. sytuacja zdecydowanie się zmieniła. We wszystkich krajach obserwowano silne oddłużanie się sektora prywatnego. We wszystkich krajach bałtyckich nastąpiło zmniejszenie się nominalnego stanu udzielonych kredytów: o 5% r/r w Estonii i na Litwie, 9% r/r na Łotwie w I kw. 2012 r. Dotyczyło to niemal wszystkich kategorii kredytów, jednak w największym stopniu zmniejszała się wartość kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych. Jednocześnie, w tym samym okresie obserwowano odpływ kapitału zagranicznego z sektora bankowego tych krajów (wycofywanie depozytów oraz spłata kredytów). Wydaje się, że fakt ten miał decydujący wpływ na spadek podaży kredytów w krajach bałtyckich. Do 2008 r. niespełna połowa akcji kredytowej w tych gospodarkach finansowana była napływem krajowych depozytów. Pozostała jej część była zatem finansowana przez napływ kapitału zagranicznego. Przy jego braku, a także w obliczu coraz bardziej surowych regulacji systemu bankowe-

go<sup>10</sup>, banki w krajach bałtyckich były zmuszone do ograniczenia podaży kredytów.

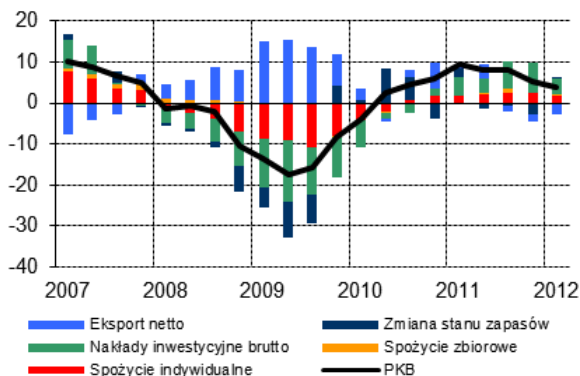
Wydaje się zatem, że przyspieszenie gospodarcze, jakie miało miejsce w ubiegłym roku w krajach bałtyckich nie ma trwałych podstaw, przede wszystkim z powodu silnego oddłużania się sektora finansowego i coraz trudniejszego dostępu do finansowania dla podmiotów gospodarczych. Już w II połowie 2011 r. tempo wzrostu zaczęło się obniżać, co potwierdziły również wstępne szacunki za I kw. 2012 r. Również prognozy wzrostu PKB na 2012 i 2013 r. wskazują na wyraźne spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego (średnio 2,1% w 2012 r. i przyspieszenie do 3,6% w 2013 r.), aczkolwiek nadal będą to jedne z najlepszych wyników wśród krajów EŚW. W dalszym ciągu obecne będą bodźce wpływające na wzrost popytu krajowego w krajach bałtyckich, wynikające przede wszystkim z planowanego zwiększenia wydatków publicznych (inwestycje związane z modernizacją sektora energetycznego i dostosowaniem do wymogów Pakietu Energetyczno-Klimatycznego). Podwyżka emerytur w Estonii z kwietnia 2012 r., czy planowana na lipiec 2012 r. obniżka podstawowej stawki VAT na Łotwie powinny wpłynąć na wzrost konsumpcji gospodarstw domowych. Znacznemu ograniczeniu ulegają natomiast inwestycje sektora prywatnego. Główną przyczyną oczekiwanego spowolnienia gospodarczego w krajach bałtyckich, podobnie jak w pozostałych krajach regionu, będzie pogłębiający się kryzys strefy euro, a co się z tym wiąże spadek dynamiki eksportu. Już w I kw. 2012 r. jego dynamika obniżyła się do 4,3% r/r wobec blisko 25% r/r rok wcześniej, a prognozy KE wskazują na dalsze spowolnienie dynamiki eksportu, zwłaszcza w Estonii, do średnio poniżej 3% r/r w 2012 r.

Mało prawdopodobne wydaje się jednak powtórzenie sytuacji, jaka miała miejsce w 2008 i 2009 r., kiedy to kraje bałtyckie doświadczyły najsilniejszego na świecie spadku PKB. Obecnie, po serii zmian strukturalnych, gospodarki bałtyckie są znacznie bardziej odporne na szoki zewnętrzne. W latach 2009-2010 przeprowadzono szereg zmian uwzględniających m.in., poważne oszczędności wprowadzone w sektorze publicznym, któremu towarzyszyło zmniejszenie zatrudnienia i płac w sektorze prywatnym. Doprowadziło to do wzrostu wydajności, spadku jednostkowych kosztów pracy i tym samym do wzrostu konkurencyjności gospodarek bałtyckich, co uwidoczniło się już 2011 r. poprzez najszybszy w regionie EŚW wzrost eksportu. Kraje bałtyckie wyraźnie zmniejszyły deficyty na rachunku obrotów bieżących. W 2011 r. Estonii udało się utrzymać nadwyżkę wypracowaną w 2010 r. Na Litwie i Łotwie, co prawda, nadwyżka zmieniła się w deficyt (odpowiednio 3,2 i 1,2% PKB), jednak jego wielkość była nieporównywalnie mniejsza niż w 2007 r. Kraje bałtyckie są zdecydowanie słabiej powiązane bezpośrednio więzami handlowymi i finansowymi ze strefą euro, zwłaszcza z jej peryferiami, niż pozostałe kraje regionu, zatem bezpośrednie efekty recesji w tamtej

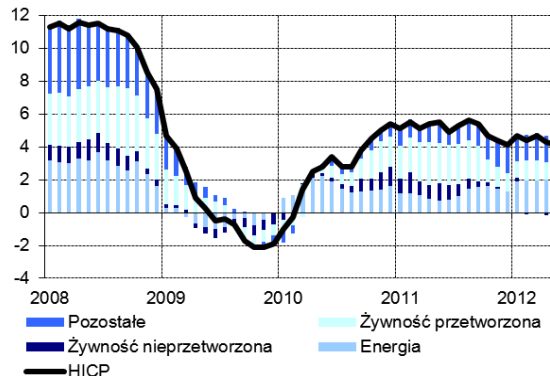
części Europy nie będą miały tak szybkiego przełożenia na sytuację Estonii, Litwy, czy Łotwy, jak może mieć to miejsce w pozostałych gospodarkach regionu.

<sup>10</sup> Zaostrzenie regulacji wymogły m.in. wymuszona nacjonalizacja łotewskiego banku Parex w 2008 r., a także upadłości Litewskiego banku Snoras i jego łotewskiej filii Krajbanka.

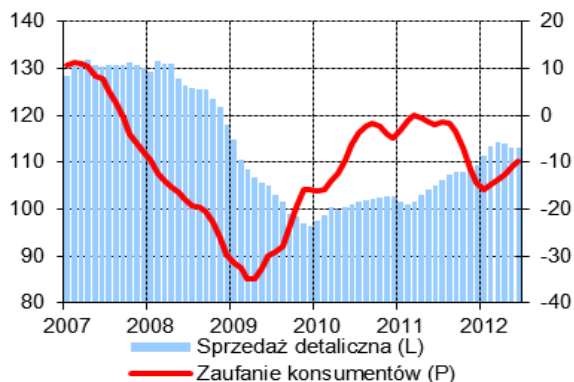
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



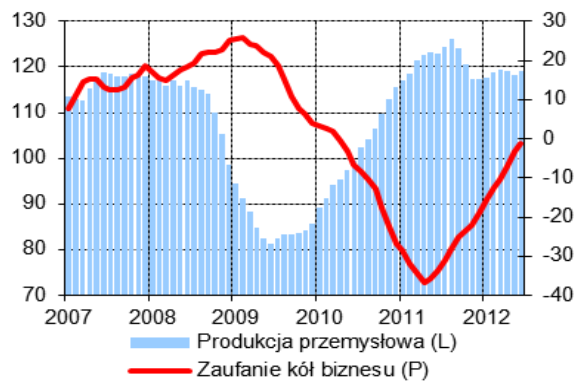
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



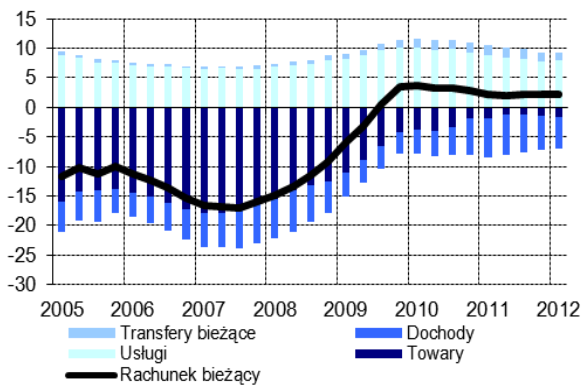
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



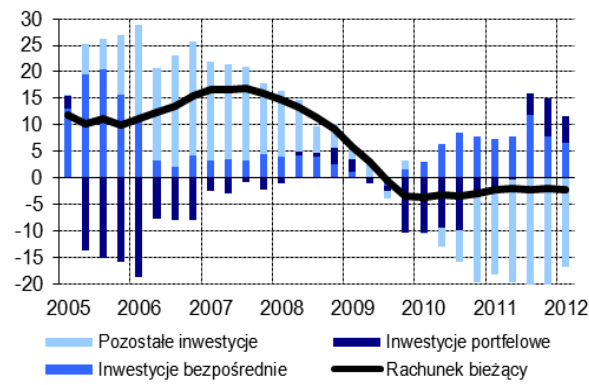
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania kół biznesu



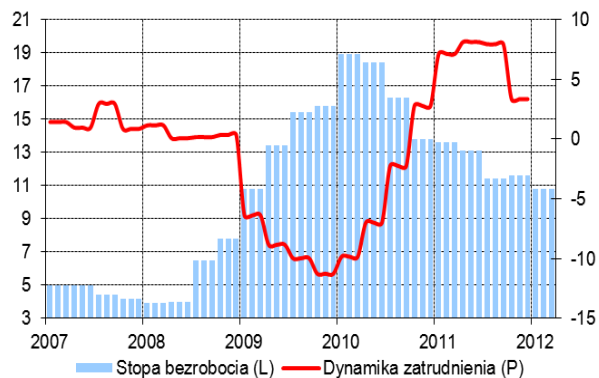
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



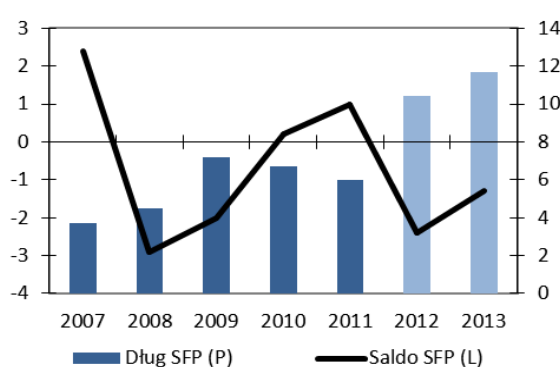
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



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

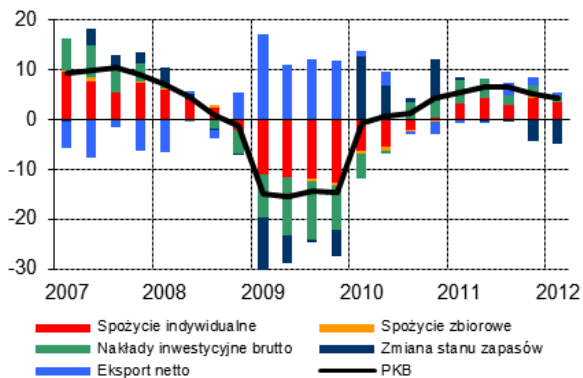


Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)

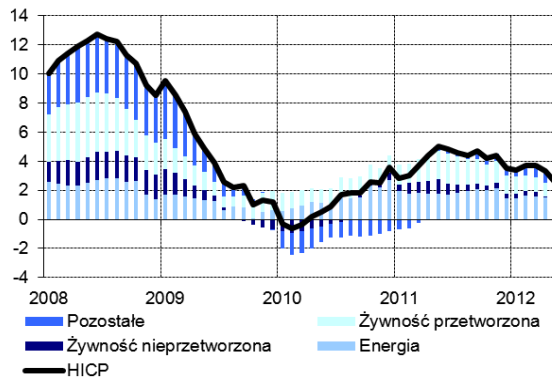


Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne

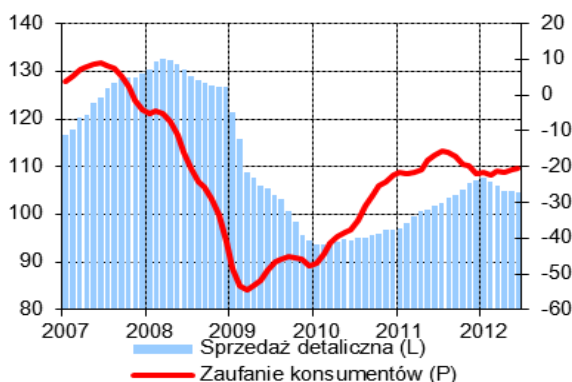
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



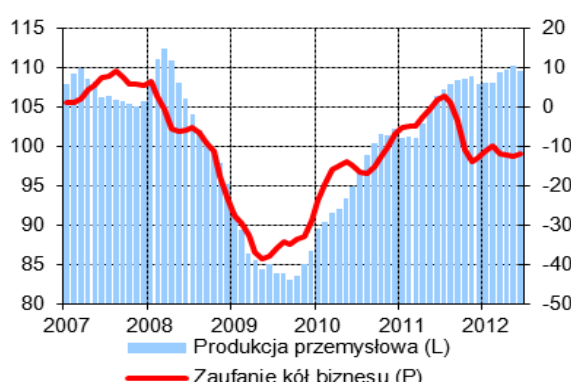
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



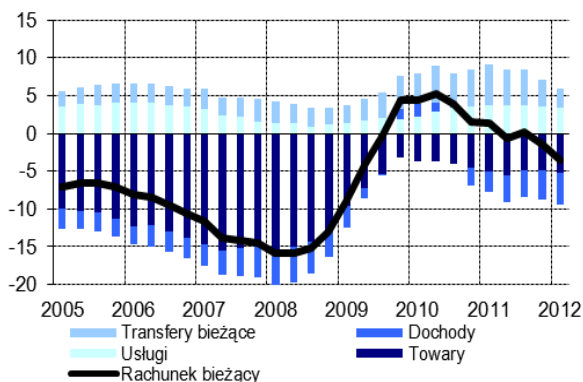
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



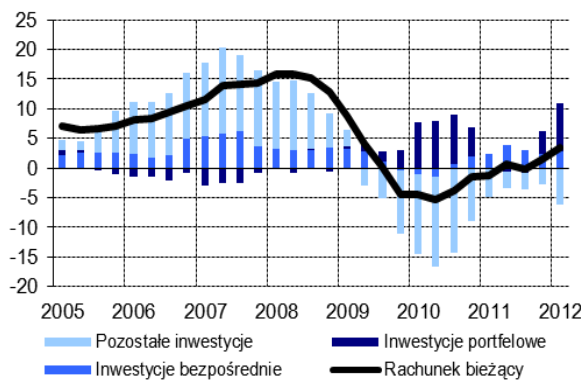
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania kół biznesu



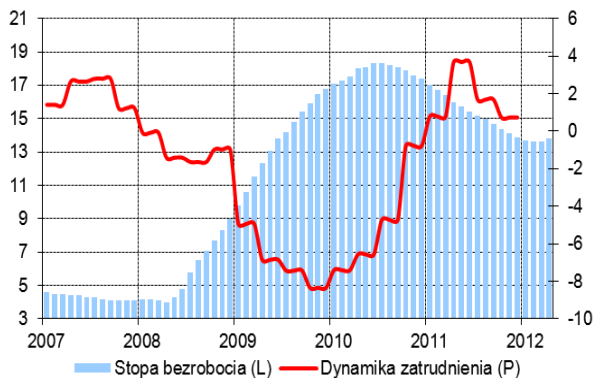
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



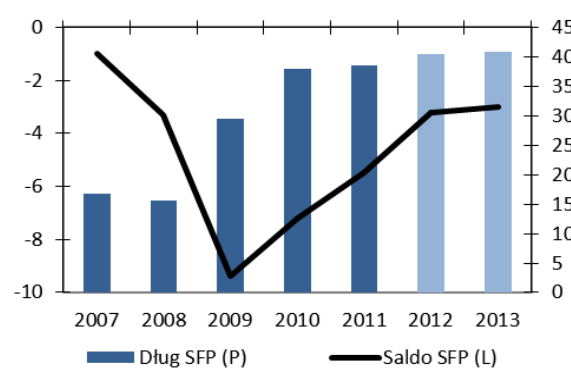
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



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

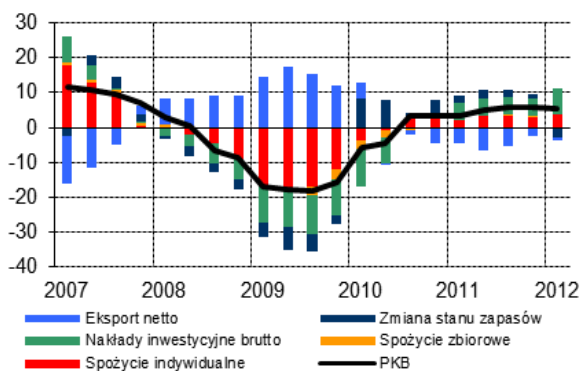


Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)

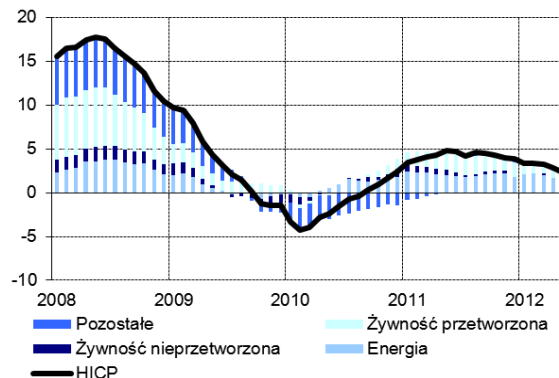


Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne

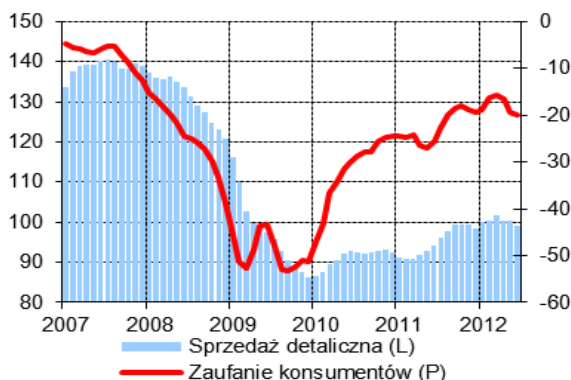
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



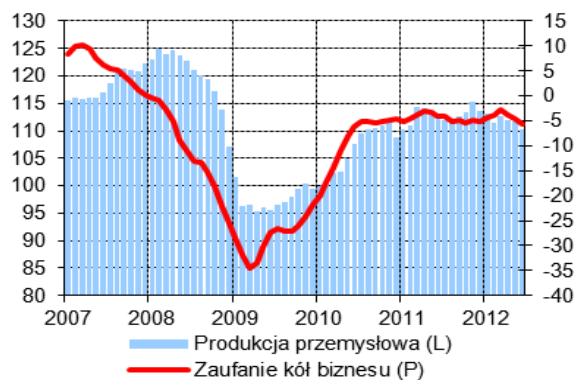
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



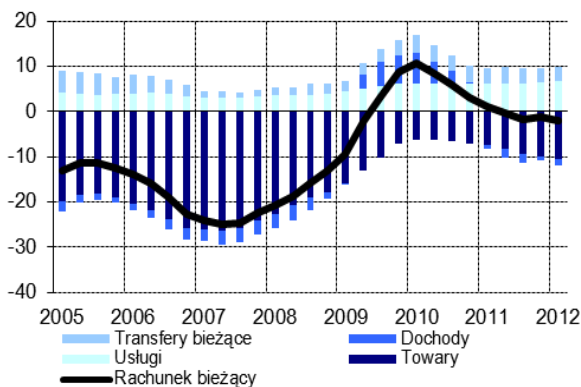
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



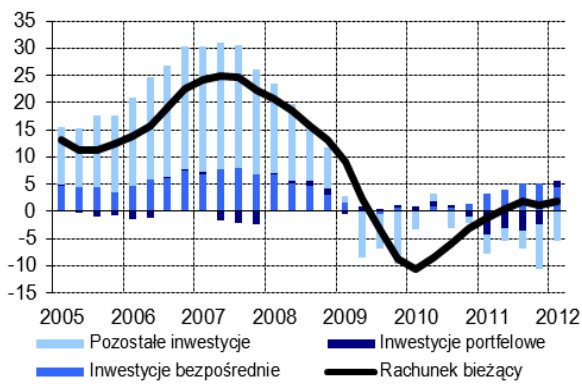
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania kół biznesu



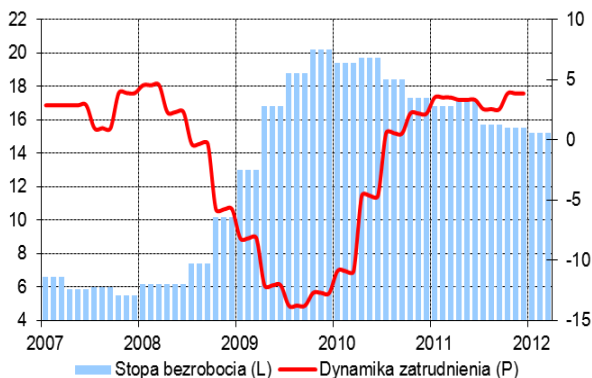
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



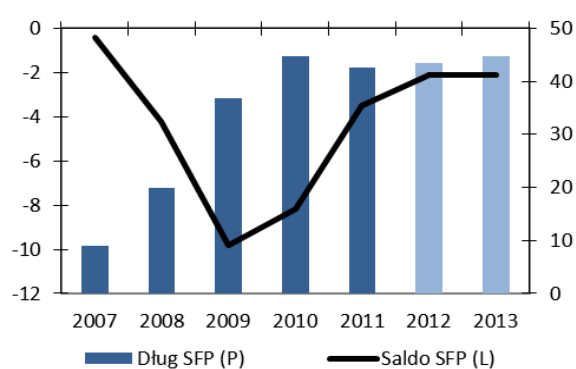
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



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



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



## RUMUNIA

Rumunia, obok Bułgarii, należała do krajów najwolniej wchodzących w okres ożywienia po kryzysie w 2009 r. Dopiero w I kw. 2011 r. roczna dynamika PKB wzrosła powyżej zera, jednak w I połowie ubiegłego roku nadal była najniższa spośród krajów EŚW (1,5% r/r). Sytuacja wyraźnie zmieniła się w III kwartale 2011 r., kiedy to w Rumunii miał miejsce wyraźny wzrost dynamiki PKB. Po wzroście o 1% w ujęciu kwartalnym, roczna dynamika PKB wyniosła 3,2%, co przesunęło Rumunię z pozycji outsidera do czołówki regionu pod względem tempa wzrostu gospodarczego. Na ten wzrost złożyły się przede wszystkim dwa czynniki: wyjątkowo dobre zbiory w rolnictwie oraz stopniowe wygasanie efektów konsolidacji fiskalnej, jaka była prowadzona w Rumunii w połowie 2010 r.

W III kw., w porównaniu z poprzednimi kwartałami 2011 r., miał miejsce zaskakujący wzrost popytu krajowego. Konsumpcja prywatna wzrosła o blisko 2%, a inwestycje o ponad 5% w porównaniu z II kw. ub.r. Biorąc pod uwagę strukturę tworzenia wartości dodanej, wzrost ten wynikał przede wszystkim z wyraźnego podwyższenia wartości dodanej w rolnictwie, która stanowiła blisko połowę wzrostu wartości dodanej w tym okresie (1,5 pp.), a jej roczna dynamika wyniosła 19%. Zatem wyjątkowo dobrym zbiorem w rolnictwie należy przypisać w dużej części przyspieszenie wzrostu gospodarczego w Rumunii w II połowie 2011 r. Czynnikiem ten wydaje się szczególnie ważny, biorąc pod uwagę strukturę gospodarki Rumunii, która znacząco różni się nie tylko od gospodarek strefy euro, ale również od pozostałych krajów regionu. Rolnictwo w Rumunii jest bardzo ważnym sektorem gospodarki, zdecydowanie większym niż w innych krajach EŚW. Jego wartość dodana stanowiła w 2011 r. 7,4% całości wartości dodanej w gospodarce, co było wynikiem ponad dwukrotnie wyższym od średniej dla pozostałych krajów regionu (3,6%). Jeszcze większa dysproporcja wyłaniała się biorąc pod uwagę liczbę osób pracujących w rolnictwie. W Rumunii stanowiły one niemal 1/3 wszystkich zatrudnionych (30,1% w 2011 r.), podczas gdy w pozostałych krajach regionu było to średnio 8,5%. Wyjątkowo dobre żniwa w 2011 r., zwłaszcza w porównaniu ze znacznie gorszymi w roku poprzednim, wyraźnie wpłynęły na wzrost dochodów ludności rolniczej w Rumunii. Był to zatem główny czynnik odpowiedzialny za wyższą konsumpcję prywatną.

Kolejnym czynnikiem wpływającym na wzrost dynamiki popytu krajowego, było wygasanie efektów związanych z silnym zacieśnieniem finansów publicznych, jakie miało miejsce w połowie 2010 r. i było jednym z wymagań otrzymania pomocy finansowej od MFW i KE. Wówczas to podniesiono stawkę VAT (z 20% na 25%), obniżono wynagrodzenia w sektorze publicznym o 25% i zwiększono wpłaty przedsiębiorstw państwowych do budżetu państwa. Działania te spowodowały wyraźny spadek realnych dochodów gospodarstw domowych, jak również spadek wartości środków własnych przedsiębiorstw, co w efekcie spowodowało obniżenie się popytu krajowego i późniejsze

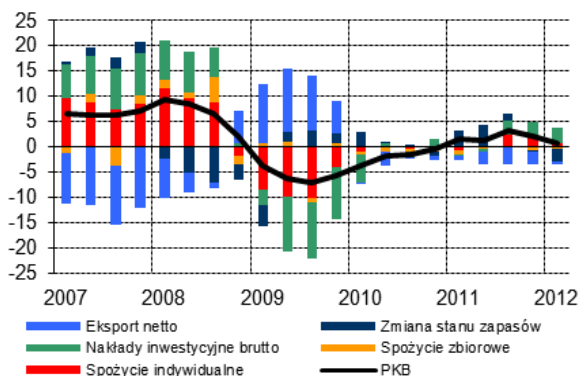
niż w pozostałej części regionu wychodzenie z pierwszej fazy kryzysu. W II połowie 2011 r. efekty konsolidacji fiskalnej zaczęły wygasać, co korzystnie wpłynęło na konsumpcję, ale przede wszystkim na wydatki inwestycyjne przedsiębiorstw. W III kw. 2011 r. wzrosły one o 5,3% wobec II kw. 2011 r., a ich roczna dynamika zwiększyła się odpowiednio do 11,2% z -1,4%. Wzrost inwestycji w Rumunii, to przede wszystkim zasługa inwestycji publicznych, które wzrosły o 36% w ujęciu rocznym w III kw. 2011 r. (efekt niskiej bazy). Inwestycje prywatne również wzrastały, jednak znacznie wolniej, zwłaszcza inwestycje gospodarstw domowych.

Efekt dobrych zbiorów w rolnictwie, a także wygaśnięcie efektów zacieśnienia fiskalnego miały znaczący, jednak krótkotrwały charakter. Przejściowy charakter wzrostu dotyczył zwłaszcza konsumpcji prywatnej, która w kolejnych dwóch kwartałach wyraźnie się obniżyła, niemal powracając do poziomu z połowy 2011 r. Z tego też powodu, a także w wyniku ograniczania rządowych wydatków konsumpcyjnych, w IV kw. 2011 r. tempo wzrostu gospodarczego wyhamowało do 2,1%, a w I kw. 2012 r. spadło do zaledwie 0,8% r/r (przy spadku w ujęciu kw/kw w obu tych kwartałach).

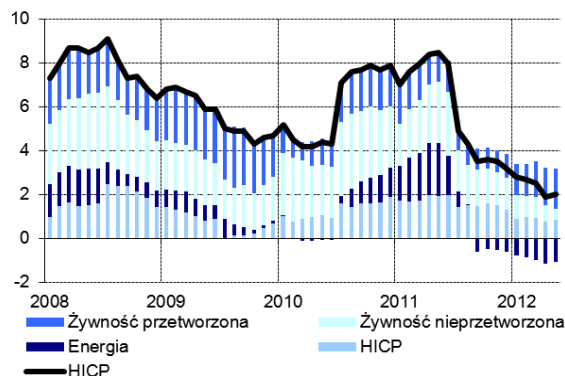
Prognozy na II połowę 2012 r. wskazują na powolne odbudowywanie się popytu krajowego w Rumunii, przy utrzymującym się ujemnym wkładzie eksportu netto do dynamiki PKB. Powolna poprawa sytuacji na rynku pracy, wyraźny spadek inflacji, która w I połowie 2012 r. należała do najniższych w regionie, a także rosnąca, aczkolwiek w wolnym tempie, akcja kredytowa, wpłyną na wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, co powinno przełożyć się na wzrost konsumpcji. To właśnie wzrost wydatków gospodarstw domowych, a także realizacja przesuniętych w wyniku konsolidacji fiskalnej inwestycji infrastrukturalnych mają być głównymi czynnikami wzrostu w Rumunii w najbliższych kwartałach.



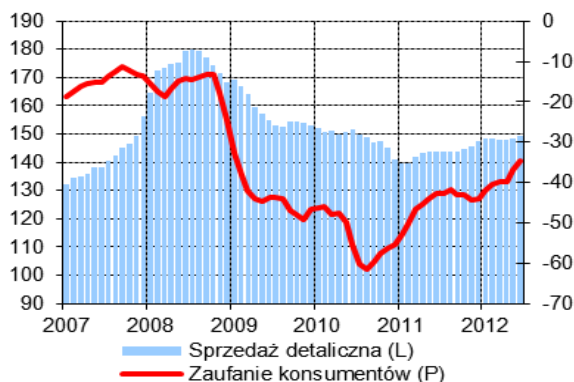
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



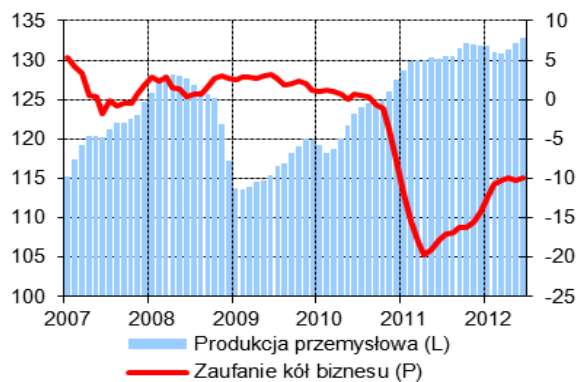
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



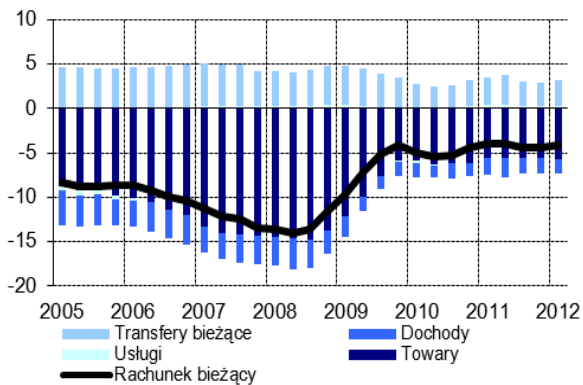
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



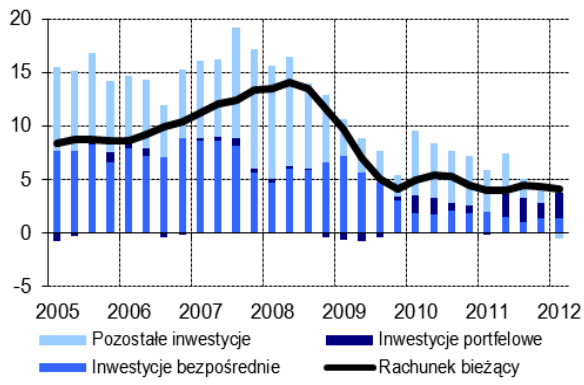
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania kół biznesu



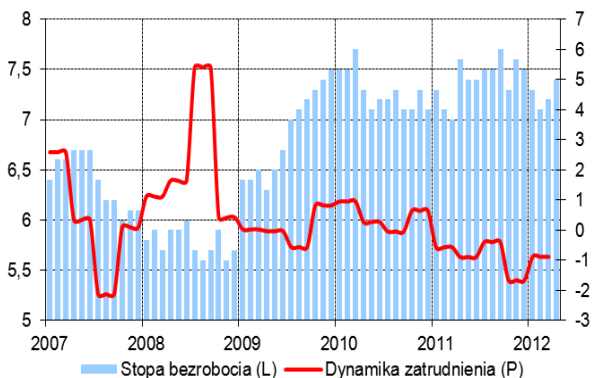
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



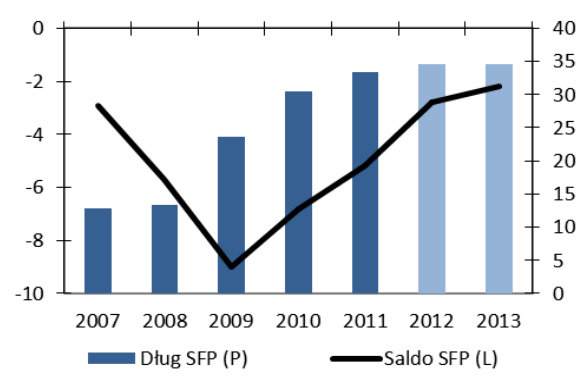
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



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



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



## SŁOWACJA

Według publikowanych w maju i czerwcu br. prognoz, skala spowolnienia słowackiej gospodarki w 2012 r. będzie prawdopodobnie stosunkowo niewielka. Co więcej, Słowacja jest także jedną z niewielu gospodarek Europy Środkowej i Wschodniej, dla której w ostatnich miesiącach ośrodki prognostyczne podwyższały prognozy wzrostu na br., głównie w wyniku szybszego niż wcześniej oczekiwano wzrostu eksportu. Tak więc wybitnie proeksportowa specjalizacja prawdopodobnie w dalszym ciągu będzie czynnikiem przyczyniającym się do wzrostu gospodarczego, nawet pomimo spodziewanego wyraźnego obniżenia się popytu w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Słowacji.

Duży wpływ na weryfikację w górę prognoz makroekonomicznych, miała stabilizacja dynamiki wzrostu gospodarczego na początku br. W I kw. 2012 r. produkt krajowy brutto zwiększył się o 3,2% r/r, a więc w podobnym tempie, jak miało to miejsce w 2011 r. Nie zmieniała się również struktura wzrostu gospodarczego. Wzrost PKB w pierwszych trzech miesiącach br. wynikał z dalszego zwiększania się nadwyżki w handlu zagranicznym. Na wzrost dodatniego salda w handlu Słowacji złożyła się kontynuacja wzrostowej tendencji w eksporcie (choć tempo jego wzrostu było nieco niższe w porównaniu z poprzednimi kwartałami) i jednoczesny dalszy spadek importu, na co wpływ miały przede wszystkim zmniejszające się wydatki gospodarstw domowych oraz dalszy spadek poziomu zapasów. Wydatki gospodarstw domowych w ujęciu rocznym obniżały się już praktycznie dziesiąty kolejny kwartał. Natomiast kontynuowana była wzrostowa tendencja wydatków inwestycyjnych. Ich wzrost, podobnie jak w ub.r., związany był przede wszystkim z relatywnie wysoką aktywnością sektora eksportowego.

Mimo silnego obniżenia popytu na głównych rynkach eksportowych, na początku br. słowacki eksport charakteryzował się relatywnie wysokim tempem wzrostu (także w porównaniu z pozostałymi krajami EŚW). Według szacunków Eurostatu w ciągu pierwszych trzech miesięcy br. wartość słowackiego eksportu zwiększyła się o 8,2%, a więc prawie dwukrotnie silniej niż w pozostałych krajach EŚW traktowanych łącznie. Kontynuowany był wzrost eksportu do krajów strefy euro, jak i pozostałych krajów.

Źródłem wzrostu eksportu ze Słowacji jest nie tyle popyt zewnętrzny, którego dynamika w br. uległa znaczącemu spowolnieniu, ile czynniki podażowe. Cechą charakterystyczną słowackiego eksportu jest jego silna koncentracja w kategoriach związanych z międzynarodowymi sieciami produkcji (*GVC - global value chains*), co wskazuje na dominującą rolę w słowackim eksporcie korporacji międzynarodowych. Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych do przemysłu przetwórczego, jaki nastąpił już po I fazie recesji w strefie euro, pozwala na utrzymanie dużej roli innowacyjności produkcji we wzroście eksportu.

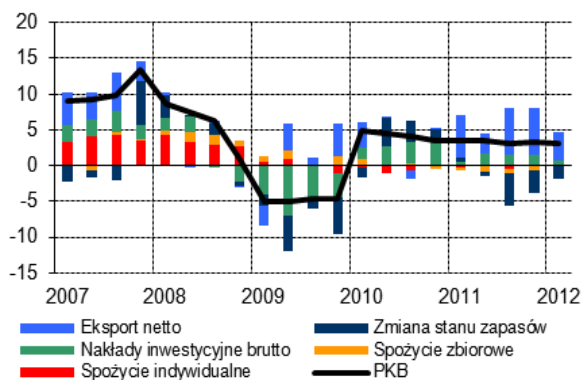
W efekcie wzrost eksportu ze Słowacji znacznie wyprzedza wzrost popytu na rynkach eksportowych. Wprowadzane do oferty eksportowej nowe produkty (w br. m.in. nowe modele samochodów, a także urządzeń telekomunikacyjnych – w tym głównie telefonów komórkowych) powodują, że wzrost sprzedaży w poszczególnych kategoriach eksportu jest na Słowacji wyższy niż w większości pozostałych krajów EŚW. Utrzymująca się wysoka dynamika eksportu dóbr finalnych łagodziła na początku br. obniżającą się dynamikę eksportu dóbr pośrednich (w tym przede wszystkim wyrobów metalurgicznych), co było powszechnym zjawiskiem w krajach regionu. Jednocześnie działające na Słowacji korporacje międzynarodowe w ramach globalnych sieci dystrybucji stosunkowo łatwo dokonują reorientacji struktury geograficznej eksportu, w kierunku zwiększenia udziału krajów o wysokiej dynamice popytu.

Potencjał eksportowy Słowacji będzie dynamicznie rozwijał się nadal. W I poł. 2012 r. kolejne korporacje ogłosiły zwiększenie planów inwestycyjnych w tym kraju, w tym największe koreański koncern motoryzacyjny KIA.

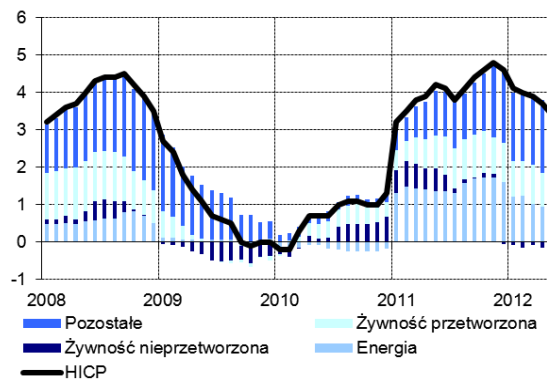
Jednak dobre wyniki sektora eksportowego jedynie w niewielkim stopniu wpływają na sytuację wewnętrzną gospodarki słowackiej. Mimo wzrostu eksportu, zatrudnienie w przetwórstwie przemysłowym praktycznie nie zmieniło się (w efekcie wpłynęło to na wzrost produktywności sektora eksportowego i obniżenie jednostkowych kosztów pracy). Nie wpłynęło to także na wzrost wynagrodzeń. W tej sytuacji stopa bezrobocia w kwietniu br. wynosiła 13,7% i należała do najwyższych w regionie (była także o 0,5 pkt. proc. wyższa w porównaniu z kwietniem ub.r.). W konsekwencji spowolnienia wzrostu nominalnych wynagrodzeń, nastąpił spadek realnych dochodów do dyspozycji.

Według prognoz Narodowego Banku Słowacji (NBS), PKB na Słowacji zwiększy się w br. o 2,5%. Wzrost gospodarczy nie będzie tylko efektem rosnącego eksportu, ale także popytu krajowego. NBS spodziewa się, że wydatki gospodarstw domowych zwiększą się w br. o 0,6%. Prawdopodobnie wygaśnie także negatywny wpływ zmniejszania wydatków publicznych, który związany był z silnym ograniczeniem wydatków budżetowych w 2011 r. Wydaje się, że nowy słowacki rząd znacznie ograniczy skalę redukcji wydatków budżetowych. Stosunkowo niewielka pozostanie dynamika inwestycji, których wzrost będzie miał miejsce przede wszystkim w przedsiębiorstwach zagranicznych. Oczekuje się, że od 2013 r. istotnym czynnikiem wzrostu będzie wzrost popytu na głównych rynkach eksportowych.

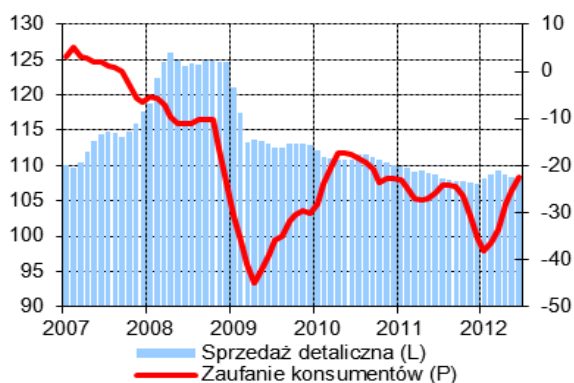
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



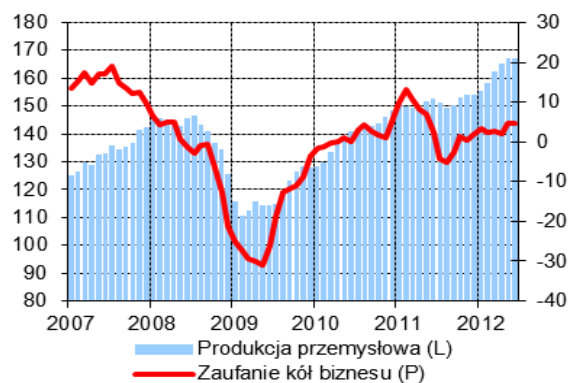
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



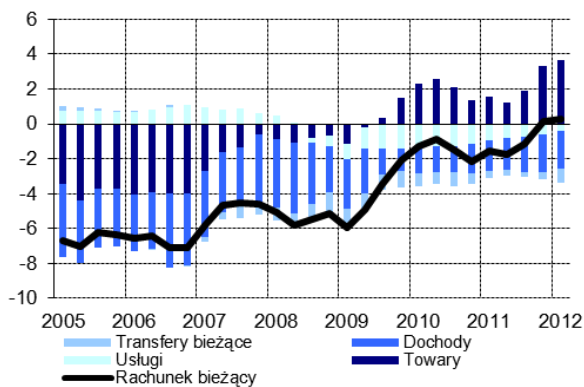
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



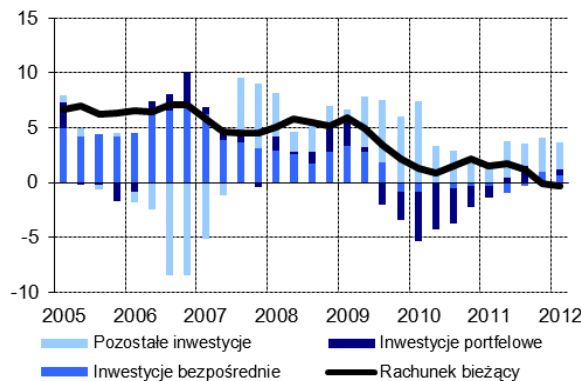
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania kół biznesu



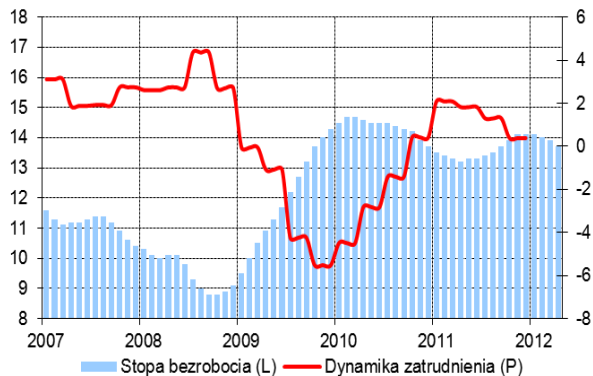
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



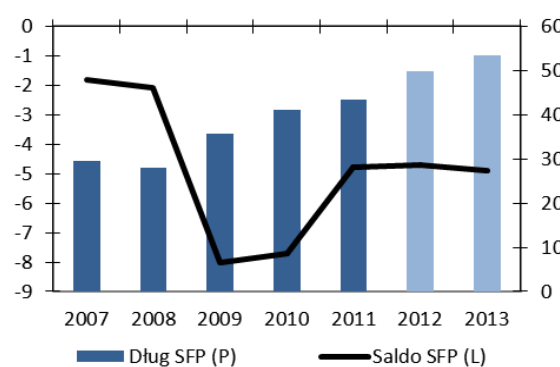
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



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



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



## SŁOWENIA

Gospodarka Słowenii była jedyną w regionie EŚW, która odnotowała spadek PKB w 2011 r. (o 0,2%). Poza Grecją i Portugalią, był to najgorszy wynik spośród 27 krajów UE. Niespodziewany wzrost konsumpcji prywatnej w I kw. 2012 r. (o 2,9% kw/kw) spowodował co prawda zmniejszenie skali spadku PKB, jednak jego dynamika nadal była ujemna (-0,8% r/r).

Słabe tempo wzrostu gospodarki Słowenii wynika z faktu, że w 2011 r. w dalszym ciągu nie otrząsnęła się ona z efektu pęknięcia bańki na rynku nieruchomości. Utrzymujący się od kilku lat kryzys w budownictwie (wartość dodana w budownictwie zmniejszyła się o 20% w 2011 r. i 15% r/r w I kw. 2012 r.) nadal pozostawał główną przyczyną słabego popytu krajowego, zwłaszcza inwestycyjnego.

Jednocześnie eksport Słowenii nie wzrastał tak szybko jak w innych krajach regionu (6,8% wobec 10% w całym regionie EŚW), co przy relatywnie wysokiej dynamice importu, spowodowało, że wkład wymiany handlowej z zagranicą w Słowenii w 2011 r. wyniósł 1,5 pp., czyli był dwukrotnie mniejszy niż w zmagających się z kryzysem popytu krajowego Węgrzech czy Czechach. Niewielkiemu wzrostowi eksportu towarzyszyła również słabnąca produkcja przemysłu, zwłaszcza zorientowanego na eksport przetwórstwa przemysłowego. Zmniejszyła się ona w 2011 r. o 4,3%, co wynikało przede wszystkim ze słabnącego zapotrzebowania na produkty słoweńskiego przemysłu motoryzacyjnego.

Jedną z przyczyn relatywnie słabego wzrostu eksportu Słowenii jest utrzymująca się w ostatnich latach niska konkurencyjność słoweńskiej gospodarki. Co prawda wydajność pracy w przemyśle od 2009 r. sukcesywnie rośnie, jednak w pozostałych krajach EŚW wzrost konkurencyjności gospodarek był w tym okresie dużo wyższy. Na Słowenii nie zaobserwowano w ostatnich latach nominalnego spadku wynagrodzeń w sektorze prywatnym, co w przypadku krajów bałtyckich było podstawą wzrostu konkurencyjności. Z kolei, Polska, Czechy, Węgry i Rumunia doświadczyły w II połowie 2011 r. silnej deprecjacji walut krajowych wobec euro (co w przypadku będącej członkiem strefy euro Słowenii było wykluczone), co również przyczyniło się do wzrostu konkurencyjności cenowej eksportu tych krajów. W przypadku Słowenii konkurencyjność cenowa ma duże znaczenie z powodu niewielkiego udziału w eksporcie towarów wysokich technologii (*high-tech*) oraz usług opartych na wiedzy (*knowledge-based services*)<sup>11</sup>.

Prognozy na 2012 r. wskazują na dalsze spowolnienie eksportu, a tym samym ograniczenie korzystnego wpły-

wu eksportu netto na gospodarkę, za co odpowiadać ma słabnący popyt ze strony strefy euro. Dodatkowo zawirowania związane z sytuacją gospodarczą i polityczną w Grecji spowodowały dalszą deprecjację walut krajów EŚW wobec euro (PLN, CZK, HUF, RON) w II kw. 2012 r., co dodatkowo pogarsza konkurencyjną pozycję Słowenii w regionie.

Co prawda, w I kw. br. na Słowenii można było zaobserwować wyraźny wzrost popytu krajowego, jednak podtrzymanie tego trendu wydaje się być mało prawdopodobne, zwłaszcza w obliczu konieczności podjęcia bardziej zdecydowanych działań konsolidacji finansów publicznych.

Pomimo kontynuowania działań konsolidacyjnych, Słowenia (obok Cypru) była jedynym krajem Unii Europejskiej, w którym deficyt sektora finansów publicznych zwiększył się w 2011 r. (z 6,0% do 6,4% PKB). Główną przyczyną jego wzrostu było wsparcie kapitałowe jednego z banków komercyjnych oraz przedsiębiorstw państwowych, którego łączna skala wyniosła ok. 1,3% PKB.

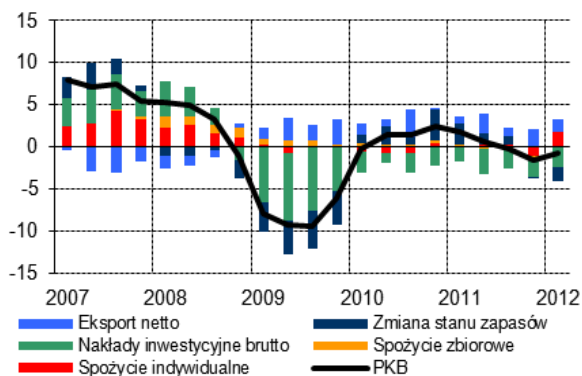
Nowy słoweński rząd przygotował pakiet działań dostosowawczych (ok. 2,3-2,6% PKB), który zakłada obniżenie deficytu sektora finansów publicznych do 3,5% PKB w br. i 2,5% w 2013 r., tj. w terminie wynikającym z procedury nadmiernej deficytu nałożonej na Słowenię pod koniec 2009 r. Przewiduje on dalsze ograniczanie wydatków administracji państwowej, przede wszystkim na wynagrodzenia (obniżka płac o 15%, likwidacja lub zmniejszenie niektórych dodatków i świadczeń pozapłacowych) oraz wydatków inwestycyjnych. Oszczędności z tego tytułu szacowane są przez władze Słowenii na ok. 1,1% PKB w 2012 r. i 1,7% PKB w 2013 r. Ograniczenia mają dotyczyć także m.in. wydatków socjalnych (emerytur, zasiłków: chorobowych, rodzinnych i dla bezrobotnych), w skali ok. 0,4% PKB w 2012 r. i 0,6% PKB w 2013 r. Działania te zostały zaakceptowane przez partnerów społecznych. Jednocześnie przewidywany wzrost obciążeń podatkowych nie będzie znaczący. Założono propozycję podwyżki akcyzy i opodatkowania zysków kapitałowych (z 20% do 25%). Ponadto zostaną wprowadzone dodatkowe podatki (od statków, pojazdów mechanicznych, nieruchomości). Jednak w celu pobudzenia wzrostu gospodarczego przewiduje się stopniowe zmniejszanie stawki CIT (z 20% do 15%) wraz z wprowadzeniem ulgi w PIT i CIT z tytułu działalności badawczo-rozwojowej. W wiosennej prognozie Komisja Europejska szacuje, że działania przewidziane w pakiecie konsolidacyjnym będą niewystarczające do obniżenia nierównowagi fiskalnej poniżej 3% PKB w 2013 r. (3,8% PKB), co związane jest m.in. z przyjęciem bardziej pesymistycznej oceny sytuacji makroekonomicznej. Zagrożeniem może być konieczność dalszego dokapitalizowania sektora bankowego. KE prognozuje także, że Słowenia będzie krajem regionu, w którym w okresie 2011-2013 dług publiczny będzie przyrastał najsilniej (o 10,6 pkt. proc. do 58,1% PKB).

<sup>11</sup> Udział towarów wysokiej technologii w eksporcie Słowenii w ostatnich latach wynosił ok. 5% całości eksportu, co było najniższym wynikiem spośród krajów EŚW. Dla przykładu w Czechach był on trzykrotnie, a na Węgrzech ponad czterokrotnie wyższy.

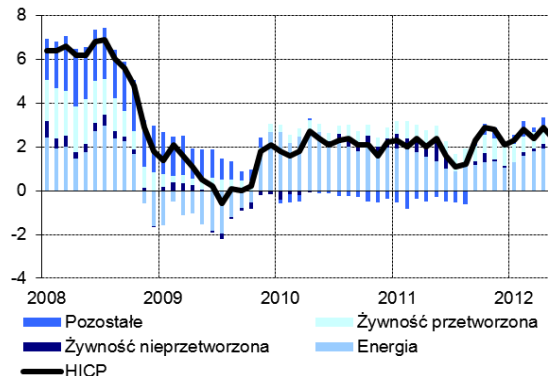
W Słowenii trwają także prace nad Paktem Społecznym na lata 2012-2017. Rząd proponuje w nim m.in. reformę sektora ochrony zdrowia oraz systemu emerytalnego. Proponowane zmiany w systemie emerytalnym obejmują te same propozycje, które zostały odrzucone w referendum w połowie ub.r. (wydłużenie wieku emerytalnego, zmiana zasad waloryzacji świadczeń). Tym razem partie polityczne uzgodniły zmiany w prawie, które uniemożliwiłyby odrzucanie w trybie referendum ustaw dotyczących m.in. spraw związanych z realizacją ustawy budżetowej i sytuacją finansów publicznych.

Niepewność co do kształtu działań dostosowawczych w związku z przyspieszonymi wyborami parlamentarnymi w połowie ub.r. wraz z pogorszeniem perspektyw wzrostu, trudną sytuacją systemu bankowego oraz wysokim poziomem zadłużenia sektora przedsiębiorstw spowodowały obniżenie ratingu Słowenii i znaczący wzrost oprocentowania obligacji słoweńskich. Bycie członkiem strefy euro nadal daje Słowenii rating inwestycyjny (pozostaje on obok Czech, Słowacji i Estonii na jednym z najwyższych poziomów w regionie), jednak został on obniżony na przełomie 2011 i 2012 r. i dodatkowo agencje nie wykluczają dalszych cięć ratingu słoweńskich obligacji.

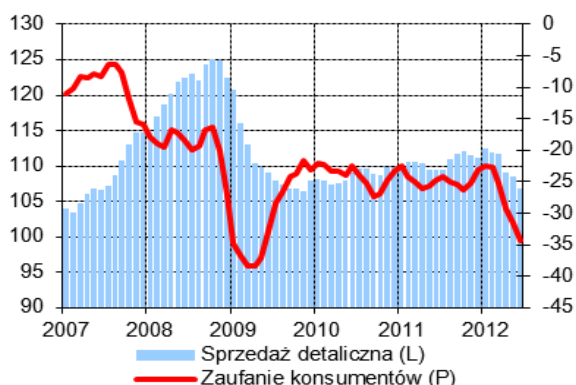
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



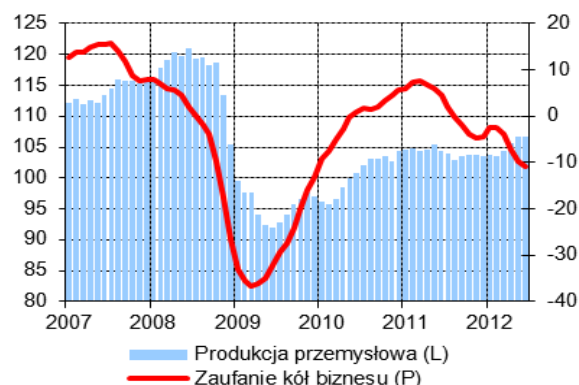
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



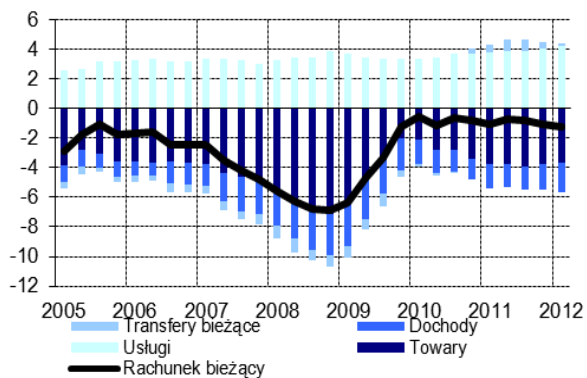
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



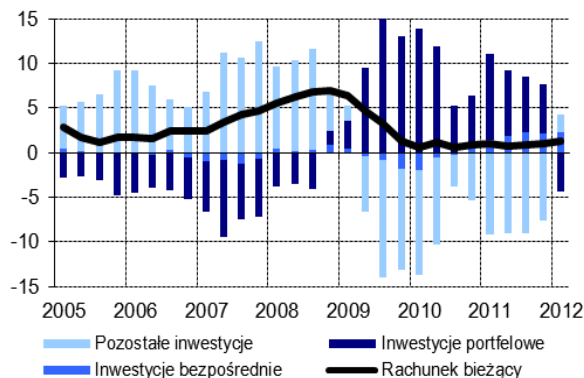
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania kół biznesu



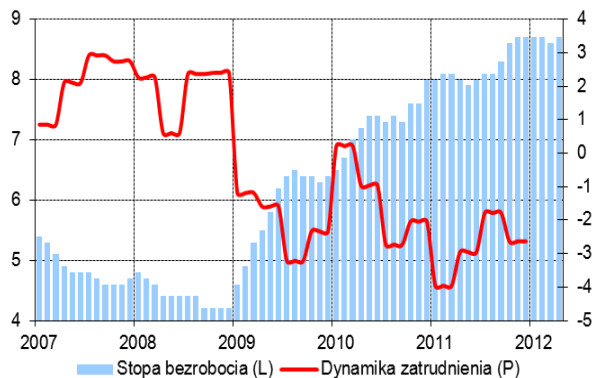
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



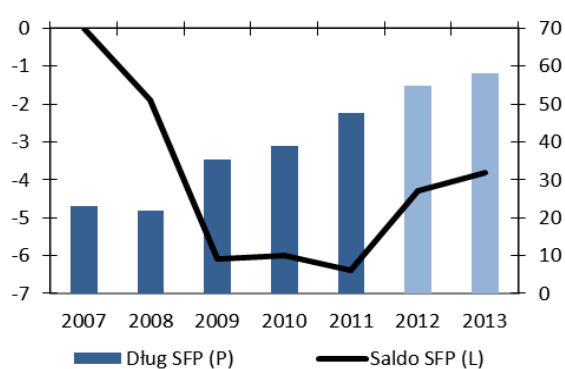
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



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



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



## WĘGRY

W 2011 r. Węgry odnotowały drugi rok z rzędu dodatnią dynamikę PKB (1,7% r/r wobec 1,2% r/r w 2010 r.), co było zasługą sektora eksportowego korzystającego przede wszystkim z utrzymującej się koniunktury w niemieckim przemyśle. Natomiast popyt wewnętrzny w dalszym ciągu negatywnie oddziaływał na tempo wzrostu gospodarki kraju. W II poł. ub.r. doszło jednak do wyraźnego wyhamowania dynamiki eksportu (w tym okresie jego wolumen zwiększył się o 5,9% r/r po wzroście o 11,0% r/r w I poł. 2011 r.).

Z opublikowanych przez Eurostat wstępnych danych wynika, że w I kw. br. PKB Węgier obniżył się realnie o 1,4% r/r (-1,2% kw/kw), po niespodziewanym wzroście o 1,2% r/r (w ujęciu kwartalnym stabilizacja) w IV kw. 2011 r. Do spadku PKB przyczyniły się w głównej mierze malejące od początku 2011 r. nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw. Co więcej, dodatnia dynamika eksportu ponownie silnie zwolniła w pierwszych trzech miesiącach br. (1,8% r/r). Mediana prognoz ośrodków zewnętrznych wskazuje, że w 2012 r. węgierskie gospodarstwa domowe ponownie zmniejszą wydatki konsumpcyjne oraz firmy będą w dalszym ciągu ograniczać nakłady na środki trwałe, choć najprawdopodobniej w wolniejszym tempie. Można stąd oczekiwać, że w 2012 r. gospodarka Węgier wejdzie w fazę płytkiej recesji.

Przewidywany spadek konsumpcji prywatnej będzie wynikiem przede wszystkim niższych realnych dochodów do dyspozycji (z uwagi m.in. na utrzymującą się relatywnie wysoką inflację) oraz braku perspektyw na istotną poprawę sytuacji na rynku pracy w niedalekiej przyszłości. Ponadto należy wziąć pod uwagę, że część zadłużonych gospodarstw domowych na Węgrzech postanowiła skorzystać z rządowego programu umożliwiającego jednorazową spłatę walutowego kredytu mieszkaniowego na preferencyjnych warunkach (po sztywnym kursie walutowym niższym od rynkowego). Powinno to przełożyć się na ograniczenie wydatków konsumpcyjnych, zwłaszcza na dobra trwałe użytku.

Trwająca konsolidacja finansów publicznych na Węgrzech, przewidująca m.in. obniżenie wydatków budżetu państwa, zapewne negatywnie odbije się na inwestycjach sektora publicznego. Czynnikiem łagodzącym oczekiwany spadek inwestycji publicznych mogą, przynajmniej częściowo, okazać się nowe projekty inwestycyjne finansowane z funduszy Unii Europejskiej.

Inwestycje sektora prywatnego również powinny maleć. Złożą się na to przede wszystkim słaby popyt krajowy i mniejszy popytu z zagranicy. Dodatkowo czynnikiem hamującym aktywność inwestycyjną na Węgrzech mogą okazać się nie tylko wprowadzone w 2010 r. tymczasowe podatki kryzysowe (podatek od instytucji finansowych oraz firm działających w branży telekomunikacyjnej,

energetycznej oraz detalicznej<sup>12</sup>), ale również zapowiedziane nowe obciążenia fiskalne<sup>13</sup>. Z drugiej zaś strony, pomimo wprowadzenia tych działań, branża motoryzacyjna spodziewa się pewnego ożywienia inwestycji w nadchodzących latach. Pod koniec marca br. niemiecki koncern Daimler AG uruchomił na Węgrzech nową fabrykę samochodów marki Mercedes. Natomiast w 2013 r. kolejny niemiecki koncern (Volkswagen) planuje rozbudować istniejący zakład produkujący auta marki Audi.

Pomimo słabej konsumpcji prywatnej oraz niskiej aktywności inwestycyjnej, na początku 2012 r. inflacja na Węgrzech nadal utrzymywała się powyżej średniookresowego celu banku centralnego (3% r/r) – np. w maju br. ceny towarów i usług konsumpcyjnych (licząc wg metodologii HICP) wzrosły o 5,4% r/r. U podstaw tego leży nie tylko wciąż niski kurs forinta, który w II poł. 2011 r. wyraźnie osłabił się wobec euro i dolara amerykańskiego, ale także utrzymujące się efekty wysokich cen surowców energetycznych w I kw. 2012 r. Za podwyższonym poziomem cen w gospodarce Węgier stoi również podwyżka podatku VAT z 25% do 27%, tj. do najwyższego dopuszczalnego poziomu w Unii Europejskiej, która została wprowadzona w styczniu br. Wstępne szacunki pokazują, że wspomniana podwyżka doprowadziła do wzrostu wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych łącznie o 1,1 pkt proc. w okresie styczeń-luty 2012 r.<sup>14</sup>

Z punktu widzenia perspektyw rozwoju gospodarki Węgier w najbliższych latach, ważne miejsce zajmuje pytanie o źródła finansowania akcji kredytowej tamtejszych banków. Kwestia ta odgrywa istotną rolę z co najmniej dwóch powodów. Po pierwsze, węgierski sektor bankowy jest zdominowany przez kapitał zagraniczny, co oznacza, że część środków przeznaczanych na kredyty dla sektora prywatnego (gospodarstw domowych i przedsiębiorstw) pochodzi bezpośrednio od spółek-matek z Europy Zachodniej. Biorąc ponadto pod uwagę trwający proces delewarowania europejskiego sektora bankowego można zatem spodziewać się ograniczenia lub wręcz zatrzymania finansowania zagranicznego dla węgierskich banków. Od połowy 2008 r., do końca 2011 r. zobowiązania węgierskich banków wobec banków europejskich zmniejszyły się o ponad 35%, co poza krajami bałtyckimi, było największym dostosowaniem w regionie.

<sup>12</sup> Zgodnie z tzw. planem Szélla Kálmána podatki te będą obowiązywać do końca 2012 r.

<sup>13</sup> W kwietniu br. węgierski parlament uchwalił tzw. Program Konwergencji (zwany potocznie planem Szélla Kálmána 2), który przewiduje zastąpienie od 2013 r. wyżej wspomnianych podatków kryzysowych nowymi.

[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/pdf/20\\_scps/2012/01\\_programme/hu\\_2012-04-23\\_cp\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/20_scps/2012/01_programme/hu_2012-04-23_cp_en.pdf)

<sup>14</sup> Szczegółowy opis metody estymacji skutków podwyżki podatku VAT oraz wyniki można znaleźć w marcowym Raporcie o Inflacji opublikowanym przez Narodowy Bank Węgier.

[http://english.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/ENMNB/Kiadvanyok/mnben\\_infrep\\_en/mnben-inflation-20120329/inf\\_jelentes\\_201203\\_en.pdf](http://english.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/ENMNB/Kiadvanyok/mnben_infrep_en/mnben-inflation-20120329/inf_jelentes_201203_en.pdf)

Po drugie, obserwowany przyrost depozytów podmiotów krajowych w węgierskim sektorze bankowym może okazać się niewystarczający by zrekompensować oczekiwany mniejszy dopływ środków z zagranicy. Co więcej, dostępne dane pokazują, że gospodarstwa domowe, które przystąpiły do programu rządowego, wykorzystały głównie swoje oszczędności (środki na rachunkach i lokatach bankowych, posiadane papiery wartościowe, itd.) do spłaty zaciągniętego w przeszłości walutowego kredytu mieszkaniowego<sup>15</sup>. W związku z powyższym należy przewidywać, że w 2012 r. dynamika akcji kredytowej na Węgrzech zwolni, co dodatkowo powinno stanowić barierę dla ożywienia popytu wewnętrznego.

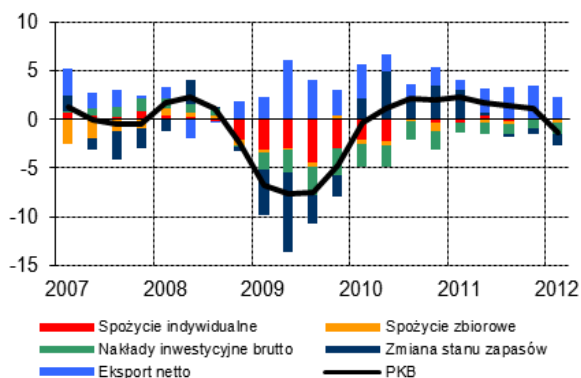
W obliczu rosnącego ryzyka zatrzymania napływu lub wręcz odpływu kapitału zagranicznego z węgierskiego sektora bankowego, kwestia ewentualnej pomocy finansowej z MFW i KE nabiera szczególnego znaczenia z punktu widzenia utrzymania stabilności gospodarki kraju. Można domniemywać, że umowa między rządem Węgier i MFW/KE w sprawie uruchomienia linii kredytowej pomogłaby zwiększyć odporność kraju na potencjalne szoki zewnętrzne oraz obniżyć koszty finansowania długu na rynkach zagranicznych poprzez spadek premii za ryzyko kraju. Warunkiem uzyskania wspomnianej pomocy jest m.in. obniżenie deficytu sektora finansów publicznych oraz zapewnienie zgodności proponowanych zmian prawnych na Węgrzech z obowiązującym porządkiem prawnym w Unii Europejskiej (chodzi m.in. o zapisy do ustawy o banku centralnym, które zdaniem KE ograniczą jego niezależność).

---

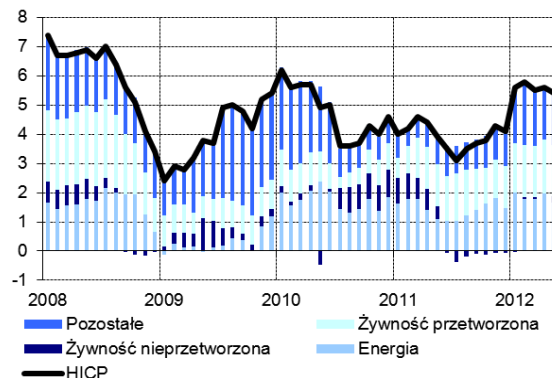
<sup>15</sup> por. Report on Financial Stability, April 2012, National Bank of Hungary.



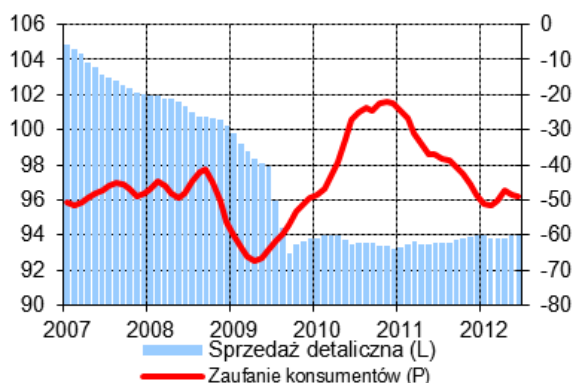
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



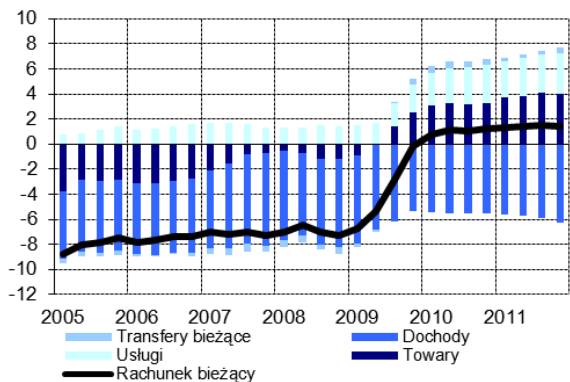
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



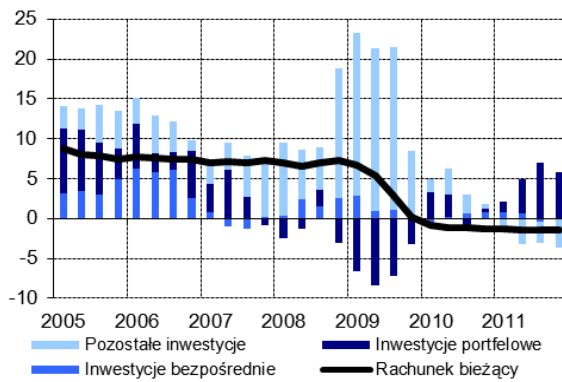
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania kół biznesu



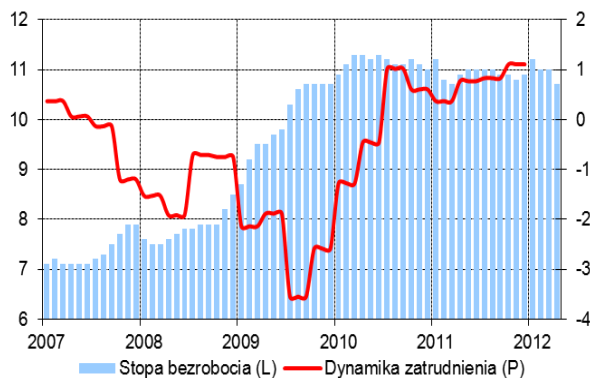
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



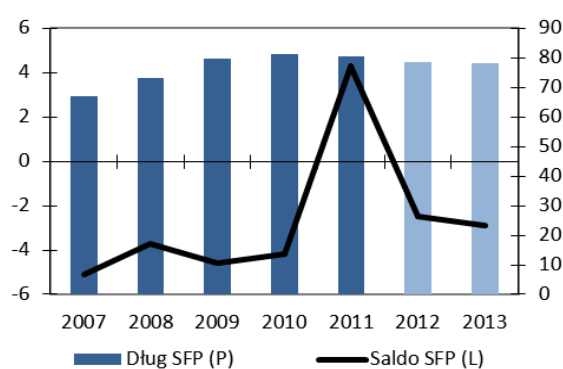
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



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



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne

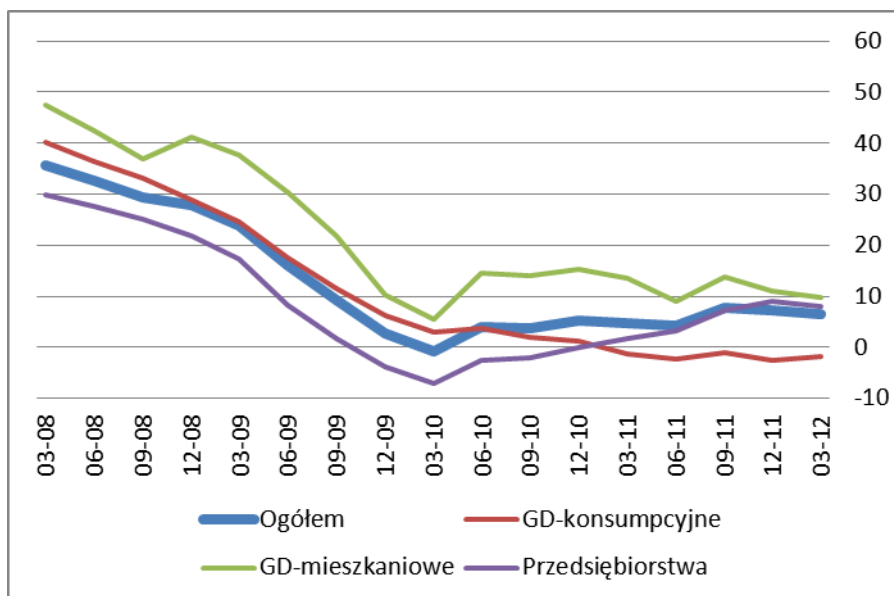
**Aneks 1**

**Delewarowanie w gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej**

Kraje Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW) swój szybki wzrost w okresie poakcesyjnym zawdzięczały w dużym stopniu liberalizacji rynków finansowych, dopuszczeniu do krajowego rynku instytucji zagranicznych, głównie zachodnioeuropejskich, które dzięki przyciąganiu kapitału ze swoich macierzystych krajów doprowadziły w konsekwencji do szybkiego wzrostu akcji kredytowej finansującej przede wszystkim wzrost popytu krajowego. Tak szybki wzrost akcji kredytowej skutkowało powstaniem w niektórych krajach regionu (przede wszystkim w krajach bałtyckich, Bułgarii, Rumunii i na Węgrzech) niestabilnych boomów kredytowych. Jeszcze w 2008 r. wartość kredytów dla sektora prywatnego wzrastała w regionie średnio o ponad 30% r/r, a w Bułgarii i Rumunii tempo ich wzrostu przekraczało nawet 60% r/r<sup>16</sup>.

Sytuacja ta zmieniła się radykalnie w momencie wybuchu światowego kryzysu finansowego, w wyniku którego zdecydowanie zmniejszył się napływ kapitału do sektora bankowego w krajach EŚW, co w konsekwencji doprowadziło do znacznego spowolnienia akcji kredytowej. Na początku 2010 r. roczna dynamika akcji kredytowej w całym regionie EŚW była już ujemna. Przyczyny spowolnienia, a następnie spadku akcji kredytowej leżały zarówno po stronie podażowej, jak i popytowej. Z jednej strony banki w reakcji na zaostrzające się przepisy makro-ostrożnościowe, ograniczenie napływu zagranicznego kapitału, a także pogarszający się portfel kredytów, wyraźnie zaostrzyły kryteria przyznawania nowych pożyczek. Z drugiej strony pogarszająca się sytuacja finansowa podmiotów gospodarczych w regionie, a wraz z nią spadający optymizm gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, a także rosące koszty spłaty już zaciągniętych pożyczek, spowodowały dużo mniejsze zainteresowanie zaciąganiem nowych zobowiązań.

**Wykres 1. Dynamika kredytów dla sektora prywatnego w krajach EŚW, w % r/r**



Źródło: EcoWin Finacial, banki centralne

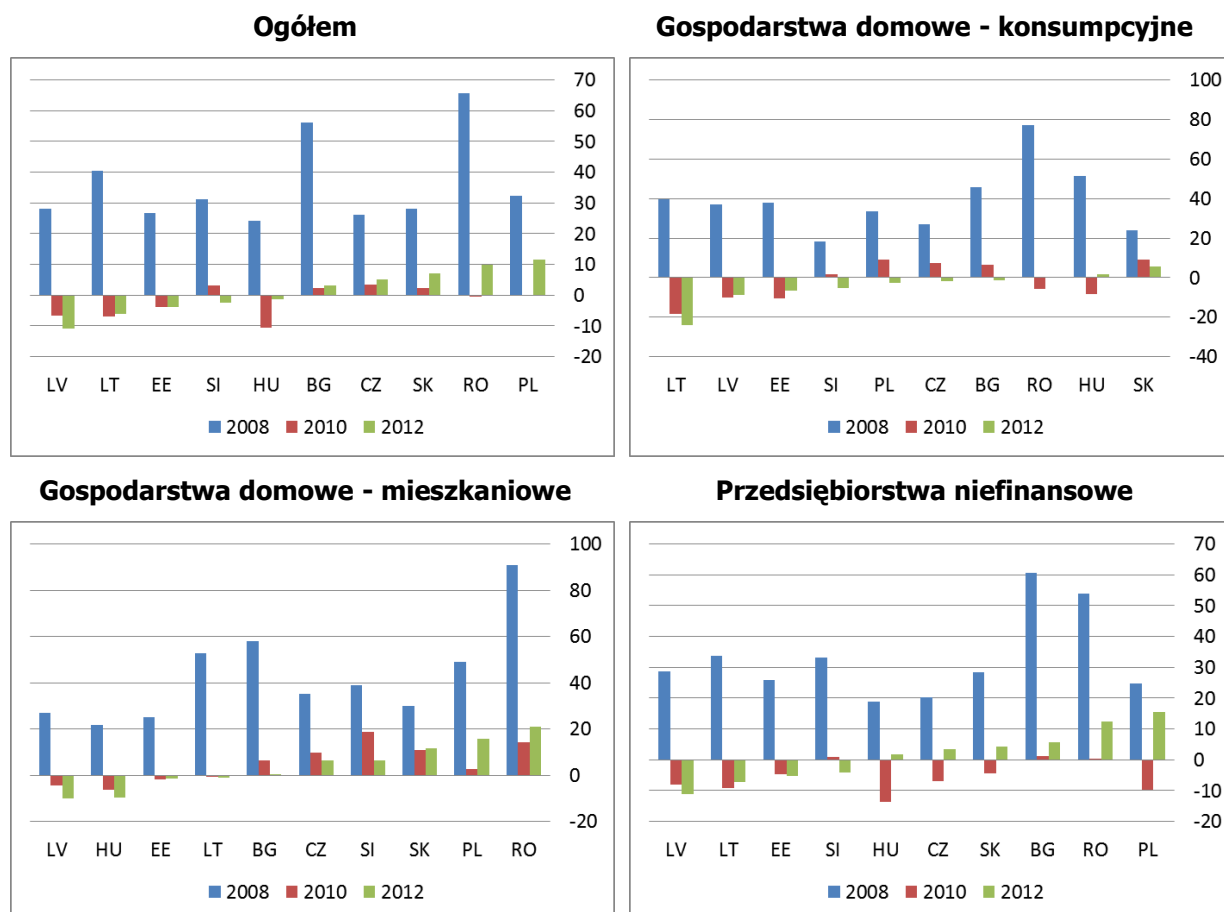
Spowolnienie dynamiki akcji kredytowej dotyczyło wszystkich rodzajów kredytów, jednak w skali całego regionu jedynie stan kredytów udzielanych przedsiębiorstwom zmniejszył się w ujęciu nominalnym. Roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych w latach 2009-2010 pozostawała dodatnia. Dotyczyło to zarówno kredytów konsumpcyjnych (co przede wszystkim wynikało z ich relatywnie dużej podaży w Polsce, Czechach i na Słowacji), jak i kredytów na cele mieszkaniowe.

W II połowie 2010 r. dynamika akcji kredytowej w regionie zaczęła powoli wzrastać. Sytuacja nie była jednak jednolita, zarówno pod względem geograficznym, jak i rodzaju kredytobiorców oraz przeznaczenia pożyczek.

<sup>16</sup> W 2006 i 2007 r. równie wysoką (50-70% r/r) dynamikę obserwowano w Estonii, na Litwie i Łotwie.

Relatywnie silny w 2011 r. popyt zagraniczny wpłynął pozytywnie na koniunkturę przedsiębiorstw, zwłaszcza z sektora przetwórstwa przemysłowego. Wzrost liczby nowych zamówień, a co się z tym wiąże również wolumenu produkcji sprzedanej zachęcił przedsiębiorców do coraz odważniejszego szukania zewnętrznych źródeł finansowania, zarówno swojej bieżącej działalności, jak i inwestycji<sup>17</sup>. Roczna dynamika kredytów udzielonych przedsiębiorstwom niefinansowym, która w I kw. 2010 r. była ujemna lub bliska zeru dla wszystkich krajów regionu, w IV kw. 2011 r. dla większości z nich wyraźnie wzrosła<sup>18</sup>, a w Polsce i Rumunii osiągnęła nawet wartości dwucyfrowe. Słabnąca koniunktura w sektorze przemysłowym, zwłaszcza w sektorach nakierowanych na eksport, spowodowana pogłębianiem się recesji w strefie euro wpłynęła na spowolnienie akcji kredytowej dla przedsiębiorstw w I kw. 2012 r. Prognozowane dalsze osłabienie wzrostu w krajach Europy Zachodniej może być zatem jedną z przyczyn wolniejszej odbudowy akcji kredytowej w regionie.

### Wykresy 2-5. Dynamika kredytów (r/r, w %)



Źródło: EcoWin Financial, banki centralne

Inaczej wyglądała sytuacja na rynku kredytów dla gospodarstw domowych. O ile w przypadku kredytów na cele mieszkaniowe można było zauważyć wzrost ich dynamiki w skali regionu, to sytuacja wyraźnie różniła się w poszczególnych krajach. Wyraźny wzrost wartości udzielonych kredytów mieszkaniowych można było zaobserwować w Polsce i Rumunii, nieco mniejszy na Słowacji, natomiast w pozostałych krajach dynamika tego typu pożyczek zmniejszyła się w okresie I kw. 2010 – I kw. 2012 r., a w krajach bałtyckich oraz na Węgrzech pozostawała w tym okresie ujemna.

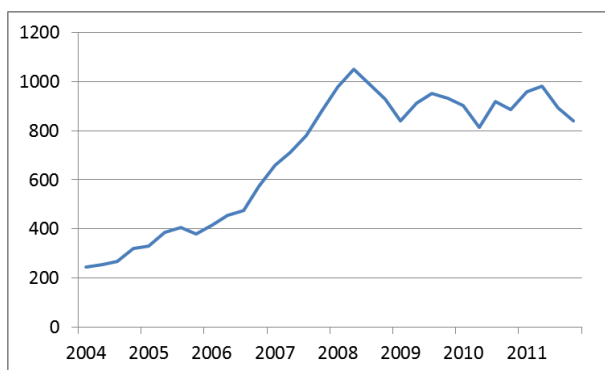
Od momentu wybuchu kryzysu finansowego w 2008 r. w krajach regionu EŚW obserwowano się wyraźne pogorszenie nastrojów konsumentów. Wynikało ono z utrzymującej się niekorzystnej sytuacji na rynku pracy, konsolidacji finansów publicznych, wysokiej inflacji wynikającej ze wzrostu cen żywności i energii, a także deprecjacji walut krajowych (zwłaszcza na Węgrzech, w Rumunii i Polsce), co wpłynęło na zwiększone obciążenie budżetów gospodarstw zadłużonych w walutach obcych. Wszystkie te

<sup>17</sup> W wielu krajach regionu inwestycje prywatnych przedsiębiorstw, zwłaszcza z sektora niefinansowego, były jedyną kategorią nakładów na środki trwałe, która wzrosła w 2011 r.

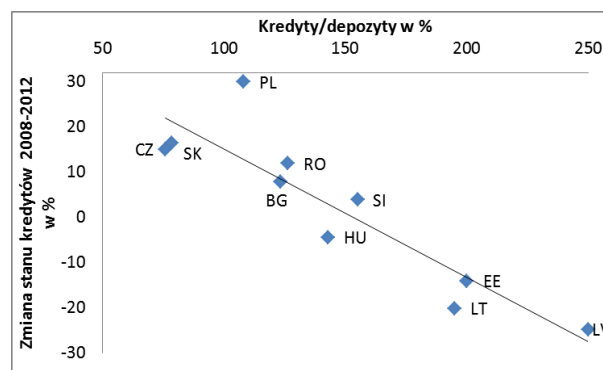
<sup>18</sup> Ujemną dynamikę kredytu dla przedsiębiorstw prywatnych w dalszym ciągu obserwowano w krajach bałtyckich. Natomiast w Słowenii obserwowano stały spadek wartości udzielonych kredytów, na co złożyły się: zła sytuacja finansowa największych, państwowych słoweńskich banków oraz trwający w 2011 r. kryzys w budownictwie.

czynniki wpłynęły na ograniczenie realnego dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych i w konsekwencji spowodowały niewielkie zainteresowanie kolejnymi kredytami, zwłaszcza finansującymi zakupy o charakterze konsumpcyjnym. W połączeniu z zaostrzoną polityką kredytową banków, roczna dynamika kredytu konsumpcyjnego obniżała się sukcesywnie od 2008 r., a od początku 2011 r. już była ujemna w skali całego regionu. Spadek wartości kredytów konsumpcyjnych w 2011 r. i na początku 2012 r. miał miejsce w niemal wszystkich krajach regionu, poza Słowacją i Węgrami. Szczególnie zaskakujący wydaje się być wzrost zainteresowania tego typu kredytami na Węgrzech. Nie powinien on być jednak tłumaczony zwiększonymi wydatkami konsumpcyjnymi węgierskich gospodarstw domowych, a raczej traktowany jako wynik zaciągania przez nie nowych kredytów w celu spłacenia na korzystnych warunkach (usztywniony kurs franka szwajcarskiego, euro i jena dla spłat kredytów hipotecznych) mieszkaniowych kredytów walutowych. Powyższą hipotezę potwierdzają również dane mówiące o wyraźnym spadku stanu kredytów hipotecznych na Węgrzech w 2011 r. i I kw. 2012 r.

**Wykres 6. Zobowiązania sektora bankowego EŚW wobec banków europejskich**



**Wykres 7. Zmiana stanu kredytów a stosunek kredytów do depozytów w 2008 r.**

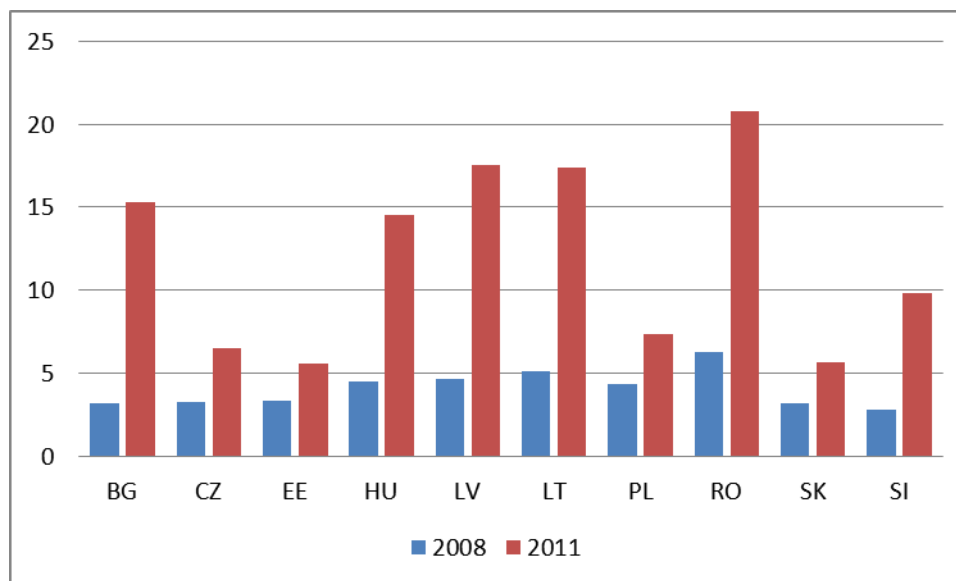


Źródło: EcoWin Financial, banki centralne, BIS

Oddłużanie gospodarek EŚW nie postępowo w jednakowym tempie we wszystkich krajach regionu. Najsilniejszy i ciągle pogłębiający się spadek wartości kredytów dla sektora prywatnego miał miejsce w krajach bałtyckich, podczas gdy w Polsce, Czechach, Rumunii i na Słowacji akcja kredytowa w 2011 r. i na początku 2012 r. rozwijała się w miarę szybkim tempie (aczkolwiek zdecydowanie wolniej niż przed wybuchem kryzysu finansowego). Jedną z przyczyn tych zmian jest struktura finansowania sektora bankowego w poszczególnych krajach. Kraje bałtyckie do 2008 r. opierały swoją akcję kredytową na pożyczkach i depozytach zagranicznych instytucji finansowych, które przewyższały nawet wartość krajowych depozytów (stosunek kredytów do depozytów na Łotwie w 2008 r. wynosił ok. 250%, w Estonii i na Litwie ok. 200%). W tym samym czasie w Czechach i na Słowacji wartość depozytów w bankach krajowych przekraczała wartość udzielonych kredytów, a w Polsce wielkości te były zbliżone. Dlatego też zatrzymanie, a nawet odpływ kapitału z sektora bankowego (spłata zobowiązań, wycofywanie depozytów przez nierezydentów), jaki obserwowano w ostatnich latach we wszystkich krajach regionu, najsilniej dotknął banki działające w Estonii, na Litwie i Łotwie. Dodatkowo, skala odpływu kapitału z sektora bankowego w krajach bałtyckich była dwukrotnie większa niż w pozostałych krajach EŚW. Od II kw. 2008 r. do IV kw. 2011 r. wartość zobowiązań banków wobec banków zachodnioeuropejskich zmniejszyła się o 39% w krajach bałtyckich i o 18% w pozostałych krajach regionu. Czynniki te spowodowały, że nawet w okresie silnego ożywienia popytu krajowego w krajach bałtyckich i wyraźnej poprawy nastrojów przedsiębiorców i gospodarstw domowych, lokalne banki nie posiadały wystarczających środków na zwiększenie akcji kredytowej.

Kolejnym czynnikiem, wpływającym na ograniczenie podaży kredytów w krajach EŚW, jest znaczące pogorszenie ich portfela po 2008 r. Wartość należności zagrożonych wyraźnie zwiększyła się we wszystkich krajach. Największy wzrost miał miejsce w tych gospodarkach, w których dynamika akcji kredytowej przed 2008 r. była największa, tj. w krajach bałtyckich (poza Estonią), Bułgarii i Rumunii. Największy wzrost liczby i wartości kredytów zagrożonych obserwowano w 2009 r. W kolejnych latach liczba należności zagrożonych wzrastała dużo wolniej. Ich odsetek w całości udzielonych kredytów wyraźnie zwiększał się jedynie na Węgrzech, Słowenii i Bułgarii, czyli krajach, których gospodarki najwolniej wychodziły z kryzysu. W pozostałych krajach odsetek kredytów zagrożonych utratą wartości nie wskazywał wyraźnej tendencji wzrostowej, a w przypadku krajów bałtyckich nawet wyraźnie się zmniejszał w 2011 r.

**Wykres 7. Należności zagrożone jako % całości należności sektora bankowego**



Źródło: EcoWin Financial, banki centralne, Unicredit

Pomimo kryzysu bankowego w strefie euro, sytuacja w sektorach bankowych krajów EŚW w 2011 r. i na początku 2012 r. nie przedstawiała się źle. Pomimo obserwowanego od II połowy 2011 r. stopniowego zmniejszenia się zaangażowania zachodnioeuropejskich banków w finansowanie sektora bankowego w krajach EŚW, dynamika akcji kredytowej w większości krajów powoli rosła. Przewidywania międzynarodowych instytucji finansowych<sup>19</sup> zakładają, że powolny wzrost akcji kredytowej będzie miał miejsce również w najbliższych kwartałach, aczkolwiek powrót do sytuacji sprzed wybuchu kryzysu wydaje się mało prawdopodobny. Delewarowanie dużych banków ze strefy euro, biorąc pod uwagę ich dominującą rolę w regionie, nadal stanowi jednak największe zagrożenie dla stabilności systemu bankowego w krajach EŚW.

Jedną z form reakcji na powyższe zagrożenie jest uchwalona w marcu 2012 r. tzw. druga inicjatywa wiedeńska (*Vienna Initiative 2*). Nawiązuje ona do działań podjętych w 2009 r. przez organizacje międzynarodowe (m.in. EBOiR, MFW, KE) w celu nakłonienia banków komercyjnych, aby nie ograniczały aktywności w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Tym razem jednak sytuacja wygląda zdecydowanie inaczej, gdyż banki europejskie zostały zobowiązane do spełnienia nowych wymogów kapitałowych (w ramach dyrektywy CRD IV), zakładających m.in. poprawę wskaźników adekwatności kapitałowej. Zatem ograniczenie nowego finansowania dla banków-córek z regionu EŚW jest raczej nieuniknione. Chodzi jednak o to, by skoordynować działania banków centralnych i organów nadzoru finansowego z Europy Zachodniej w celu uniknięcia masowego i beładnego wycofywania kapitału zagranicznego z sektora bankowego krajów EŚW. Innymi słowy, druga inicjatywa wiedeńska miałaby doprowadzić do tego, by krajowe instytucje nadzoru nad bankami zachodnioeuropejskimi nie kierowały się wyłącznie własnym interesem, gdyż może to mieć przejemne w skutkach konsekwencje dla banków-córek działających w Europie Środkowo-Wschodniej<sup>20</sup>.

<sup>19</sup> M.in. CEE Banking Outlook; Banking in CEE: the new "normal", Unicredit, styczeń 2012

<sup>20</sup> W 2011 r. austriacki nadzór finansowy i bank centralny nakazały lokalnym bankom komercyjnym, by ich spółki córki działające w Europie Środkowej, Wschodniej i Południowo-Wschodniej finansowały swoją akcję kredytową depozytami pozyskiwanymi od tamtejszych podmiotów gospodarczych. Innymi słowy, obie instytucje zaleciły bankom austriackim, by zmniejszyły skalę działania m.in. w krajach naszego regionu poprzez ograniczenie nowych pożyczek dla tamtejszych podmiotów zależnych.

**ANEKS STATYSTYCZNY**

**1. Rachunki narodowe**

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

	2010	2011	I 2011	II 2011	III 2011	IV 2011	I 2012
Polska	3,8	4,3	4,6	4,5	4,0	4,2	3,8
Czechy	2,3	1,7	2,8	2,1	1,3	0,6	-0,7
Słowacja	4,0	3,3	3,5	3,4	3,2	3,3	3,2
Słowenia	1,0	-0,2	1,8	0,6	-0,2	-1,5	-0,8
Węgry	1,2	1,7	2,4	1,7	1,4	1,2	-1,4
Estonia	3,1	7,6	9,5	8,1	8,1	5,1	3,7
Litwa	-0,3	6,0	5,6	6,5	6,7	5,2	4,4
Łotwa	1,3	5,0	3,3	5,2	5,8	5,7	5,6
Bułgaria	0,2	1,8	2,8	2,1	1,4	0,9	0,5
Rumunia	-1,3	2,1	1,6	1,4	3,2	2,1	0,8

Źródło: Eurostat

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

	2010	2011	I 2011	II 2010	III 2011	IV 2011	I 2012
Polska	3,2	3,1	3,5	3,6	2,8	2,5	2,2
Czechy	0,2	-0,6	-0,6	-0,5	-0,7	-0,7	-2,9
Słowacja	-0,3	-0,4	-0,4	-0,1	-0,7	-0,2	-0,2
Słowenia	0,7	-0,2	0,1	0,4	0,4	-1,8	3,2
Węgry	-2,1	0,0	-0,5	0,7	-0,3	0,1	0,0
Estonia	-1,9	4,2	3,5	3,9	4,7	4,6	3,2
Litwa	-0,1	6,1	5,1	7,0	4,9	7,3	5,6
Łotwa	-4,5	4,4	3,2	4,9	5,3	4,1	5,4
Bułgaria	-1,2	0,2	-0,3	-0,1	0,5	0,8	0,7
Rumunia	-1,7	1,3	-0,7	0,0	3,0	3,1	0,8

Źródło: Eurostat

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

	2010	2011	I 2011	II 2010	III 2011	IV 2011	I 2012
Polska	-2,0	8,1	7,3	7,1	8,3	9,5	7,6
Czechy	-3,1	-0,9	-2,0	1,6	-2,6	-0,6	1,0
Słowacja	3,6	5,7	2,3	7,5	6,2	6,8	2,7
Słowenia	-7,1	-10,4	-7,9	-13,3	-10,7	-9,5	-11,5
Węgry	-5,6	-5,5	-5,3	-6,1	-6,0	-4,5	-7,0
Estonia	-9,2	26,8	21,9	16,5	35,2	33,2	16,8
Litwa	-19,5	17,2	28,7	21,4	9,4	11,8	7,1
Łotwa	0,0	28,6	30,6	30,5	25,8	28,0	37,6
Bułgaria	-16,5	-7,9	-6,7	-7,0	-7,4	-10,5	-5,4
Rumunia	-13,1	4,4	-1,6	-1,4	11,2	9,8	11,9

Źródło: Eurostat

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

	2010	2011	I 2011	II 2010	III 2011	IV 2011	I 2012
Polska	10,2	7,6	9,2	4,5	8,8	8,2	1,6
Czechy	18,0	11,1	18,4	12,9	8,5	5,2	6,5
Słowacja	16,4	10,8	18,5	13,5	5,9	6,3	3,2
Słowenia	7,7	7,8	9,7	8,3	6,7	6,4	1,7
Węgry	14,1	8,4	13,6	8,6	6,8	5,0	1,8
Estonia	21,7	24,9	35,7	32,3	25,1	10,1	6,5
Litwa	10,3	14,6	22,9	17,1	12,7	7,4	0,4
Łotwa	17,4	13,1	15,5	14,8	11,9	10,5	10,0
Bułgaria	16,2	12,8	21,9	13,5	5,3	11,9	-0,1
Rumunia	13,1	10,5	21,4	8,2	9,6	4,0	-3,3

Źródło: Eurostat

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

	2010	2011	I 2011	II 2010	III 2011	IV 2011	I 2012
Polska	10,7	5,8	8,4	4,4	5,5	5,1	4,1
Czechy	18,0	7,5	16,0	9,8	3,6	1,5	3,9
Słowacja	14,9	4,5	11,3	10,7	-1,9	-1,1	-1,3
Słowenia	6,7	5,6	8,6	5,0	5,4	3,3	-0,3
Węgry	12,0	6,3	13,7	6,7	3,7	1,7	-0,4
Estonia	21,0	27,0	37,0	30,4	30,0	13,4	10,0
Litwa	8,6	13,6	24,2	18,1	9,1	5,1	-0,2
Łotwa	17,9	20,6	23,4	25,9	20,4	13,8	10,4
Bułgaria	4,5	9,0	13,5	8,7	8,9	5,2	0,0
Rumunia	11,6	11,5	16,2	10,1	12,9	7,0	-1,7

Źródło: Eurostat

## 2. Wskaźniki koniunktury i aktywności gospodarczej

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

	2010	2011	11.2011	12.2011	01.2012	02.2012	03.2012	04.2012
Polska	10,7	7,3	9,4	9,8	8,8	5,6	3,9	5,0
Czechy	9,8	6,7	3,6	4,4	0,8	1,0	2,7	2,2
Słowacja	18,9	7,4	1,3	2,5	5,0	9,2	12,0	10,7
Słowenia	6,4	2,8	0,5	-3,4	0,9	-0,7	0,1	3,7
Węgry	6,5	7,9	0,8	1,1	1,0	-2,0	5,6	7,7
Estonia	20,0	17,6	2,2	0,0	-0,6	1,5	-5,9	-4,0
Litwa	13,9	9,0	8,4	3,6	8,9	7,8	8,4	3,9
Łotwa	10,2	5,7	3,3	6,9	-1,7	-3,7	0,6	-3,0
Bułgaria	2,0	6,1	1,5	0,7	-3,1	-3,3	-2,1	-1,3
Rumunia	5,6	6,1	3,9	1,9	1,5	-0,6	1,2	2,6

Źródło: Eurostat

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

	2010	2011	11.2011	12.2011	01.2012	02.2012	03.2012	04.2012
Polska	6,2	0,1	0,3	-1,5	2,8	-1,7	1,8	0,9
Czechy	-1,1	0,4	-0,1	1,3	0,1	-1,7	0,5	-2,5
Słowacja	-2,2	-2,3	-2,2	-2,8	-0,1	0,2	0,1	-1,8
Słowenia	-0,3	1,8	1,3	1,1	3,8	-1,3	0,9	-3,3
Węgry	-2,3	0,2	0,8	1,3	0,2	-0,4	0,9	0,6
Estonia	-0,5	4,3	6,5	7,5	14,7	14,5	8,9	8,6
Litwa	-6,7	8,3	11,2	11,8	10,2	4,9	4,8	3,5
Łotwa	-2,2	4,3	7,6	6,3	15,2	10,1	10,4	7,9
Bułgaria	-7,0	-1,8	-4,0	-2,4	-3,2	-6,6	-2,6	-1,9
Rumunia	-5,8	-2,3	3,2	8,2	7,4	3,0	3,1	3,4

Źródło: Eurostat

**Tabela 8. Wskaźnik zaufania konsumentów**

	2010	2011	12.2011	01.2012	02.2012	03.2012	04.2012	05.2012
Polska	-18,8	-23,7	-33,0	-28,7	-28,6	-24,4	-27,1	-28,8
Czechy	-10,5	-20,9	-31,2	-27,5	-26,3	-29,6	-28,1	-30,0
Słowacja	-20,4	-28,1	-40,3	-37,5	-31,7	-31,4	-21,6	-23,3
Słowenia	-24,1	-24,6	-18,5	-24,3	-25,1	-26,3	-36,6	-31,9
Węgry	-29,4	-39,2	-51,8	-54,1	-49,0	-47,4	-45,9	-51,9
Estonia	-6,7	-4,9	-15,6	-14,8	-13,8	-12,9	-11,5	-8,1
Litwa	-32,4	-19,3	-25,2	-19,9	-22,2	-21,3	-21,7	-19,5
Łotwa	-29,7	-22,0	-19,4	-17,5	-11,6	-18,1	-19,9	-19,8
Bułgaria	-40,6	-40,2	-44,2	-40,2	-43,2	-43,6	-42,8	-42,5
Rumunia	-54,6	-44,1	-43,1	-39,9	-38,2	-41,6	-39,6	-29,4

Źródło: Komisja Europejska

**Tabela 9. Wskaźnik zaufania w przemyśle**

	2010	2011	12.2011	01.2012	02.2012	03.2012	04.2012	05.2012
Polska	-13,0	-12,6	-14,2	-13,1	-14,0	-13,9	-15,3	-16,0
Czechy	3,5	5,6	-0,1	-0,1	1,3	1,6	-1,9	-3,3
Słowacja	1,9	3,2	3,5	5,9	-1,9	3,9	4,3	5,3
Słowenia	0,0	1,5	-2,2	-0,8	-4,0	-7,1	-10,6	-11,4
Węgry	-1,9	-0,3	-7,2	-7,3	-3,7	0,0	0,0	-8,6
Estonia	0,5	6,9	0,8	-1,2	1,0	3,9	-0,8	-2,4
Litwa	-13,1	-4,8	-7,6	-11,8	-9,9	-13,8	-12,9	-10,7
Łotwa	-7,5	-4,5	-5,7	-2,8	-3,1	-2,6	-6,0	-5,1
Bułgaria	-9,1	-5,0	-7,3	-6,8	-5,8	-2,7	-6,1	-7,9
Rumunia	-8,3	-1,7	-3,6	-1,7	-1,3	-0,9	-0,5	-0,9

Źródło: Komisja Europejska

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

	2010	2011	12.2011	01.2012	02.2012	03.2012	04.2012	05.2012
Polska	53,5	52,3	48,8	52,2	50,0	50,1	49,2	48,9
Czechy	56,8	54,9	49,2	48,8	50,5	52,1	49,7	47,6
Węgry	52,8	52,1	48,5	49,8	50,3	57,9	47,1	52,2

Źródło: EcoWin Economic

### 3. Ceny

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

	10.2011	11.2011	12.2011	01.2012	02.2012	03.2012	04.2012	05.2012
Polska	3,8	4,4	4,5	4,1	4,4	3,9	4,0	3,6
Czechy	2,6	2,9	2,8	3,8	4,0	4,2	4,0	3,5
Słowacja	4,6	4,8	4,6	4,1	4,0	3,9	3,7	3,4
Słowenia	2,9	2,8	2,1	2,3	2,8	2,4	2,9	2,4
Węgry	3,8	4,3	4,1	5,6	5,8	5,5	5,6	5,4
Estonia	4,7	4,4	4,1	4,7	4,4	4,7	4,3	4,1
Litwa	4,2	4,4	3,5	3,4	3,7	3,7	3,3	2,6
Łotwa	4,3	4,0	3,9	3,4	3,3	3,2	2,8	2,3
Bułgaria	3,0	2,6	2,0	1,9	2,0	1,7	2,0	1,8
Rumunia	3,6	3,5	3,2	2,8	2,7	2,5	1,9	2,0

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

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

	10.2011	11.2011	12.2011	01.2012	02.2012	03.2012	04.2012	05.2012
Polska	7,4	7,8	7,1	6,9	5,6	4,3	4,2	
Czechy	5,5	5,5	4,5	4,1	3,6	3,0	2,2	1,7
Słowacja	3,0	3,2	2,5	2,5	4,0	4,3	3,9	
Słowenia	3,1	2,9	2,6	1,9	0,7	0,6	0,7	1,3
Węgry	7,5	7,9	7,4	7,8	7,6	7,4	7,0	
Estonia	3,6	3,1	3,2	4,0	4,4	4,4	3,5	3,3
Litwa	9,8	9,1	8,9	10,3	10,2	10,0	5,7	3,9
Łotwa	11,6	10,9	9,6	9,9	8,3	7,2	6,9	5,6
Bułgaria	6,5	5,9	4,1	5,3	4,6	4,6	5,0	
Rumunia	7,5	7,2	6,7	5,4	5,5	5,2	5,3	

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

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

	10.2011	11.2011	12.2011	01.2012	02.2012	03.2012	04.2012	05.2012
Polska	3,8	4,4	4,5	4,1	4,4	3,9	4,0	3,6
Czechy	2,6	2,9	2,8	3,8	4,0	4,2	4,0	3,5
Słowacja	4,6	4,8	4,6	4,1	4,0	3,9	3,7	3,4
Słowenia	2,9	2,8	2,1	2,3	2,8	2,4	2,9	2,4
Węgry	3,8	4,3	4,1	5,6	5,8	5,5	5,6	5,4
Estonia	4,7	4,4	4,1	4,7	4,4	4,7	4,3	4,1
Litwa	4,2	4,4	3,5	3,4	3,7	3,7	3,3	2,6
Łotwa	4,3	4,0	3,9	3,4	3,3	3,2	2,8	2,3
Bułgaria	3,0	2,6	2,0	1,9	2,0	1,7	2,0	1,8
Rumunia	3,6	3,5	3,2	2,8	2,7	2,5	1,9	2,0

Źródło: Eurostat



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

	10.2011	11.2011	12.2011	01.2012	02.2012	03.2012	04.2012	05.2012
Polska	-1,8	0,3	2,0	1,8	2,6	1,9	0,5	0,1
Czechy	0,9	-0,1	-1,0	2,3	3,1	3,7	3,6	5,1
Słowacja	1,7	1,3	-0,6	-1,1	-2,0	-1,2	-2,1	-1,4
Słowenia	5,1	1,1	0,7	0,1	2,3	1,8	3,1	0,9
Węgry	-1,7	-0,8	-0,7	-0,3	0,7	0,9	0,0	2,8
Estonia	2,1	0,9	-0,1	2,4	-1,1	-0,1	-1,9	-1,4
Litwa	2,8	2,9	2,6	3,1	2,4	3,2	1,1	-1,0
Łotwa	2,6	2,7	-0,8	-0,1	0,5	1,3	-0,5	-0,4
Bułgaria	1,5	1,0	1,2	0,4	1,0	0,5	0,6	2,5
Rumunia	-3,0	-3,3	-3,9	-5,1	-5,4	-6,3	-7,3	-6,7

Źródło: Eurostat

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

	10.2011	11.2011	12.2011	01.2012	02.2012	03.2012	04.2012	05.2012
Polska	6,0	5,7	5,7	5,5	5,6	5,1	5,2	4,8
Czechy	7,2	7,1	7,2	7,5	6,8	8,1	6,5	4,3
Słowacja	7,3	6,4	6,8	6,3	6,0	6,9	5,8	4,8
Słowenia	5,3	6,3	6,5	5,2	4,3	4,7	4,9	4,3
Węgry	5,6	6,0	6,5	8,5	9,0	8,8	9,4	8,9
Estonia	6,7	5,7	5,2	4,9	5,9	5,9	4,9	4,9
Litwa	6,1	6,5	5,4	5,0	4,6	4,2	3,8	2,7
Łotwa	8,1	7,0	8,1	5,5	4,4	4,7	4,3	3,2
Bułgaria	4,5	3,9	3,6	3,2	2,1	1,4	0,6	0,8
Rumunia	5,7	5,4	5,3	4,9	4,5	4,5	3,4	2,4

Źródło: Eurostat

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

	10.2011	11.2011	12.2011	01.2012	02.2012	03.2012	04.2012	05.2012
Polska	10,1	11,4	10,0	9,2	10,0	9,4	9,8	9,4
Czechy	7,7	9,0	8,2	9,4	10,0	9,6	9,6	9,1
Słowacja	12,1	12,0	11,2	8,3	8,5	7,0	6,6	6,1
Słowenia	8,5	8,6	6,9	6,8	8,5	9,5	10,1	7,8
Węgry	10,5	11,7	9,6	11,9	10,7	10,6	11,7	9,9
Estonia	11,5	10,6	9,2	12,9	13,1	13,3	13,7	11,8
Litwa	13,2	14,0	9,6	8,7	10,1	9,4	9,0	8,1
Łotwa	14,5	14,1	11,7	13,1	13,9	13,0	10,5	8,5
Bułgaria	8,0	6,6	3,3	5,0	6,6	6,4	9,4	5,3
Rumunia	9,0	8,5	7,3	7,0	7,6	7,3	6,0	6,6

Źródło: Eurostat

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

	10.2011	11.2011	12.2011	01.2012	02.2012	03.2012	04.2012	05.2012
Polska	2,3	3,0	3,2	2,8	2,8	2,5	2,7	2,4
Czechy	0,2	0,4	0,5	1,5	1,8	1,6	1,9	1,9
Słowacja	2,4	3,0	3,0	2,9	2,9	2,9	3,1	3,0
Słowenia	0,8	0,8	0,1	0,7	1,2	0,3	0,7	0,8
Węgry	2,0	2,2	2,2	3,5	3,9	3,5	3,3	3,1
Estonia	2,7	3,1	3,2	3,0	2,8	3,0	2,9	2,9
Litwa	0,9	1,0	0,9	1,1	1,6	1,8	1,7	1,7
Łotwa	0,2	0,2	0,8	0,4	0,3	0,0	0,5	0,7
Bułgaria	1,5	1,3	1,3	0,9	0,9	0,8	1,1	1,3
Rumunia	2,5	2,7	2,8	2,9	2,9	3,2	3,5	3,7

Źródło: Eurostat

#### 4. Bilans płatniczy

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

	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011	IV 2011	I 2012
Polska	-3,7	-4,3	-4,6	-4,7	-4,9	-4,6	-4,3	-4,4
Czechy	-1,5	-3,4	-3,9	-3,8	-4,6	-3,3	-2,9	-2,6
Słowacja	-0,9	-1,5	-2,1	-1,5	-1,8	-1,1	0,1	0,3
Słowenia	-0,7	-0,3	-0,6	-0,5	0,0	-0,1	0,0	-0,4
Węgry	1,1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,4	
Estonia	3,3	3,3	2,9	2,1	2,0	2,3	2,1	2,3
Litwa	5,3	3,9	1,5	1,4	-0,7	0,1	-1,6	-3,5
Łotwa	8,5	6,0	3,0	1,2	-0,4	-1,8	-1,2	-2,0
Bułgaria	-4,3	-1,2	-1,0	0,1	1,0	0,6	0,9	0,0
Rumunia	-5,4	-5,3	-4,5	-4,0	-4,0	-4,4	-4,4	-4,1

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

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

	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011	IV 2011	I 2012
Rachunek bieżący	-2614	-5187	-6297	-3134	-3354	-4488	-4959	-3623
Towary	-1622	-2475	-3347	-1893	-3139	-2303	-2808	-2073
Usługi	848	357	601	953	1533	1131	718	940
Dochody	-3129	-3459	-3457	-2915	-4127	-4022	-3376	-3464
Transfery	1289	390	-94	721	2379	706	507	974
Rachunek kapitałowy	1060	1282	2838	1659	1404	1456	3552	1297
Rachunek finansowy	4571	11657	2975	11568	4660	491	3000	4365
Inwestycje bezpośrednie	-19	-427	-115	1846	-106	1800		-1584
Inwestycji portfelowe	3348	7074	2117	1678	4404	4248	1045	3975
Pozostałe inwestycje	1307	4904	1233	8106	396	-6461	186	1473

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

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

	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011	IV 2011	I 2012
Rachunek bieżący	-1098	-4270	-1392	932	-2337	-2360	-688	1417
Towary	893	-181	179	1382	1204	322	917	2667
Usługi	969	613	682	582	836	769	516	518
Dochody	-3213	-4608	-2337	-1167	-4595	-3351	-1977	-1819
Transfery	254	-93	85	135	218	-102	-144	51
Rachunek kapitałowy	378	587	243	28	-4	114	448	22
Rachunek finansowy	972	5549	1891	-1022	3428	387	789	88
Inwestycje bezpośrednie	1179	1511	535	539	1418	-177	1264	690
Inwestycji portfelowe	1937	3133	367	-1637	1208	-76	718	1008
Pozostałe inwestycje	-2171	936	1079	-52	597	744	-855	-1742

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

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

	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011	IV 2011	I 2012
Rachunek bieżący	-94	-704	-496	1690	-267	-295	383	285
Towary	592	-38	80	-450	363	423	1094	-1638
Usługi	-260	-188	-124	666	-165	-135	-40	451
Dochody	-354	-243	-304	874	-398	-425	-431	1269
Transfery	-72	-235	-148	600	-68	-158	-240	203
Rachunek kapitałowy	178	477	346	-341	664	-155	873	-873
Rachunek finansowy	-902	462	310	631	855	684	1009	-2847
Inwestycje bezpośrednie	244	-336	-325	351	-158	69	570	-659
Inwestycji portfelowe	-957	-345	983	942	11	376	-38	7
Pozostałe inwestycje	-188	1143	-348	-661	1002	238	478	-2194

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

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

	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011	IV 2011	I 2012
Rachunek bieżący	-107	-61	-62	56	73	-91	-36	-77
Towary	-225	-185	-447	-227	-219	-214	-383	-237
Usługi	341	341	314	316	399	358	370	380
Dochody	-182	-226	-116	-85	-143	-238	-84	-202
Transfery	-42	8	188	52	36	3	61	-17
Rachunek kapitałowy	11	24	-37	-7	-6	-8	-82	6
Rachunek finansowy	280	206	35	55	-239	-77	-89	163
Inwestycje bezpośrednie	100	82	358	-9	240	246	161	212
Inwestycji portfelowe	509	-51	392	2592	-300	-440	-15	-936
Pozostałe inwestycje	-214	171	-689	-2457	-177	108	-236	848

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

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

	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011	IV 2011	I 2012
Rachunek bieżący	435	302	226	342	502	439	149	
Towary	909	560	886	1339	1064	838	795	
Usługi	786	910	593	455	1091	989	689	
Dochody	-1462	-1316	-1278	-1419	-1743	-1591	-1565	
Transfery	202	147	26	-34	90	202	228	
Rachunek kapitałowy	530	513	207	453	319	695	686	
Rachunek finansowy	215	-1269	85	2221	681	953	-1740	
Inwestycje bezpośrednie	-459	426	990	-209	-619	-530	1240	
Inwestycji portfelowe	-873	-1013	-262	3522	2119	1696	-1556	
Pozostałe inwestycje	1547	-682	-643	-1092	-820	-214	-1424	

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

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

	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011	IV 2011	I 2012
Rachunek bieżący	43	238	153	-118	36	292	131	-86
Towary	-134	-31	35	-129	-43	-37	-12	-175
Usługi	355	450	293	211	336	430	263	253
Dochody	-227	-218	-321	-225	-289	-168	-251	-175
Transfery	50	37	146	25	31	67	131	10
Rachunek kapitałowy	74	91	276	187	114	160	209	87
Rachunek finansowy	47	-829	-740	-105	-170	-285	-392	12
Inwestycje bezpośrednie	290	175	427	186	391	850	-194	18
Inwestycji portfelowe	-279	-237	22	213	-38	435	542	-118
Pozostałe inwestycje	24	-784	-1190	-474	-510	-1583	-732	85

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

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

	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011	IV 2011	I 2012
Rachunek bieżący	342	-92	208	-74	-246	143	-305	-676
Towary	-268	-401	-305	-428	-474	-254	-354	-571
Usługi	243	299	243	241	295	317	260	198
Dochody	-94	-230	-197	-275	-345	-235	-304	-423
Transfery	461	240	468	388	278	315	92	120
Rachunek kapitałowy	202	87	271	184	85	325	173	28
Rachunek finansowy	-533	-3	-469	-118	193	-449	85	647
Inwestycje bezpośrednie	-99	448	178	157	341	210	49	289
Inwestycji portfelowe	70	216	-217	-118	-87	154	1225	1242
Pozostałe inwestycje	-646	-299	-183	-183	-85	-346	-238	-1250

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

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

	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011	IV 2011	I 2012
Rachunek bieżący	243	-16	-39	29	-57	-279	66	-142
Towary	-271	-379	-342	-372	-477	-647	-495	-569
Usługi	292	282	267	280	340	320	378	363
Dochody	61	-44	-167	-15	-118	-76	22	-83
Transfery	161	125	202	136	198	124	161	148
Rachunek kapitałowy	62	96	55	5	20	320	80	1
Rachunek finansowy	-271	-189	-29	-119	92	-4	-29	217
Inwestycje bezpośrednie	84	103	160	249	258	340	195	148
Inwestycji portfelowe	37	-106	-185	-504	219	-229	49	188
Pozostałe inwestycje	-496	190	-116	-245	-262	9	-1161	291

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

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

	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011	IV 2011	I 2012
Rachunek bieżący	-329	1295	-848	-88	9	1155	-715	-439
Towary	-877	-202	-1040	-202	-697	-220	-856	-819
Usługi	401	1477	110	139	482	1510	156	80
Dochody	-289	-379	-213	-366	-445	-474	-359	-300
Transfery	436	398	295	341	670	339	344	601
Rachunek kapitałowy	-90	178	140	16	47	126	306	21
Rachunek finansowy	437	-868	67	-59	-443	-1178	327	-105
Inwestycje bezpośrednie	381	278	448	-86	85	302	904	452
Inwestycji portfelowe	-318	-50	-150	-181	-9	-234	67	-375
Pozostałe inwestycje	-5	-364	-167	-445	-420	-747	-364	-352

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

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

	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011	IV 2011	I 2012
Rachunek bieżący	-2385	-935	-786	-967	-2450	-1641	-937	-629
Towary	-2285	-1641	-2017	-990	-2509	-1823	-2200	-1184
Usługi	45	168	228	-20	106	-23	313	12
Dochody	-728	-812	-261	-696	-991	-497	-184	-602
Transfery	30	64	91	104	64	34	189	448
Rachunek kapitałowy	583	1350	1264	740	945	702	1136	1146
Rachunek finansowy	3045	277	855	1696	1946	864	343	-386
Inwestycje bezpośrednie	1012	1158	-215	473	443	606	376	433
Inwestycji portfelowe	-186	-564	246	438	2637	-314	-921	1840
Pozostałe inwestycje	847	1707	476	1925	777	-863	245	-864

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

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

	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011	IV 2011	I 2012
Polska	33,6	29,7	30,1	29,4	29,6	31,0	31,7	
Czechy	46,0	45,8	45,1	42,7	41,6	40,8	42,9	
Słowacja	3,3	3,1	3,3	3,1	3,1	3,5	3,6	
Słowenia	2,0	1,8	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8	1,7
Węgry	24,8	24,3	24,4	25,5	26,2	27,8	28,7	28,1
Estonia	15,8	12,9	11,2	13,3	12,9	13,5	13,9	13,7
Litwa	19,2	20,8	20,7	20,6	19,5	21,5	25,1	24,2
Łotwa	19,3	21,1	19,4	18,3	18,8	19,4	16,5	17,9
Bułgaria	32,5	34,7	35,0	33,5	33,9	36,1	37,7	36,9
Rumunia	39,4	39,3	38,9	38,1	38,5	38,1	37,8	39,3

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

## 5. Stopy procentowe i kursy

**Tabela 30. Stopy procentowe banków centralnych** (stan na koniec miesiąca)

	10.2011	11.2011	12.2011	01.2012	02.2012	03.2012	04.2012	05.2012
Polska	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,75
Czechy	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
Węgry	6,00	6,50	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00
Rumunia	6,25	6,00	6,00	5,75	5,50	5,25	5,25	5,25
Strefa euro	1,50	1,25	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00

Źródło: Banki Centralne, EcoWin Financial

**Tabela 31. 3-miesięczne rynkowe stopy procentowe** (średniomiesięczne)

	10.2011	11.2011	12.2011	01.2012	02.2012	03.2012	04.2012	05.2012
Polska	4,80	4,94	4,98	4,99	4,97	4,95	4,94	5,05
Czechy	1,17	1,15	1,16	1,17	1,20	1,23	1,24	1,24
Słowacja	1,59	1,47	1,36	1,13	0,98	0,78	0,71	0,67
Słowenia	1,58	1,48	1,43	1,23	1,05	0,86	0,74	0,68
Węgry	6,12	6,41	7,07	7,54	7,42	7,29	7,24	7,21
Estonia	1,59	1,47	1,36	1,13	0,98	0,78	0,71	0,67
Litwa	1,87	1,87	1,78	1,48	1,43	1,31	1,28	1,24
Łotwa	0,99	1,27	1,86	1,79	1,31	1,19	1,00	0,94
Bułgaria	3,68	3,64	3,64	3,34	3,19	2,91	2,71	2,59
Rumunia	6,21	6,26	6,30	5,51	5,04	4,50	4,37	4,94

Źródło: EcoWin Financial

**Tabela 32. Średniomiesięczny kurs walut narodowych do EUR**

	10.2011	11.2011	12.2011	01.2012	02.2012	03.2012	04.2012	05.2012
Polska	4,35	4,43	4,47	4,37	4,18	4,13	4,17	4,29
Czechy	24,80	25,47	25,50	25,51	25,00	24,65	24,78	25,30
Węgry	296,74	308,62	304,71	306,36	290,39	291,83	294,43	293,43
Litwa	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45
Łotwa	0,71	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
Bułgaria	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96
Rumunia	4,32	4,36	4,32	4,34	4,35	4,37	4,38	4,44

Źródło: Eurostat

**Tabela 33. Zmiany kursów walut narodowych do EUR** (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego – spadek oznacza aprecjację)

	10.2011	11.2011	12.2011	01.2012	02.2012	03.2012	04.2012	05.2012
Polska	10,2	12,2	12,1	12,4	6,4	3,0	5,4	9,1
Czechy	1,2	3,5	1,5	4,6	3,1	1,1	2,2	3,9
Węgry	8,4	12,0	9,9	11,4	7,2	7,8	11,1	9,9
Litwa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Łotwa	-0,5	-1,1	-1,7	-0,6	-0,7	-1,3	-1,4	-1,6
Bułgaria	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rumunia	1,1	1,5	0,8	1,9	2,5	5,0	6,9	7,9

Źródło: Eurostat, obliczenia własne

**Tabela 34. NEER** (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego – wzrost oznacza aprecjację)

	10.2011	11.2011	12.2011	01.2012	02.2012	03.2012	04.2012	05.2012
Polska	-9,6	-11,0	-10,7	-11,8	-7,1	-4,5	-7,2	-10,6
Czechy	-1,3	-3,0	-0,9	-4,6	-3,9	-2,7	-4,2	-6,0
Słowacja	0,5	1,0	0,9	0,5	-0,2	-1,0	-1,3	-1,2
Słowenia	0,3	0,6	0,7	0,1	-0,3	-0,8	-1,2	-1,2
Węgry	-7,8	-10,7	-8,4	-10,9	-7,6	-8,7	-12,0	-11,2
Estonia	-0,1	-0,1	0,4	-0,3	-0,8	-1,4	-2,1	-1,9
Litwa	0,8	1,0	1,3	0,7	-0,1	-1,0	-1,4	-1,0
Łotwa	1,0	1,8	2,8	1,2	0,5	0,5	0,1	0,7
Bułgaria	1,5	1,7	1,7	0,7	-0,1	-0,5	-0,9	-1,2
Rumunia	0,1	0,5	1,0	-1,2	-2,4	-5,4	-7,2	-8,3

Źródło: BIS, obliczenia własne

**Tabela 35. REER** (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego – wzrost oznacza aprecjację)

	10.2011	11.2011	12.2011	01.2012	02.2012	03.2012	04.2012	05.2012
Polska	-9,2	-9,9	-9,4	-10,9	-5,8	-3,6	-6,1	-9,8
Czechy	-2,5	-3,8	-1,6	-4,2	-3,3	-1,9	-3,7	-5,5
Słowacja	1,6	2,3	2,2	1,3	0,5	-0,3	-0,6	-0,6
Słowenia	-0,3	-0,1	-0,4	-0,6	-0,3	-1,4	-1,4	-1,5
Węgry	-7,5	-10,0	-7,6	-8,8	-4,9	-6,4	-9,6	-9,0
Estonia	0,6	0,6	0,9	1,0	0,4	0,1	-0,9	-0,7
Litwa	1,2	1,5	1,2	0,9	0,4	-0,4	-1,1	-1,3
Łotwa	1,7	2,3	3,6	1,6	0,8	0,7	0,0	0,3
Bułgaria	1,2	1,1	0,9	-0,5	-1,4	-2,1	-2,5	-2,5
Rumunia	0,0	0,3	0,7	-1,9	-3,2	-6,2	-8,6	-9,3

Źródło: BIS, obliczenia własne

## 6. Rynek pracy

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

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

Źródło: Eurostat

**Tabela 37. Stopa bezrobocia** (w % siły roboczej)

	09.2011	10.2011	11.2011	12.2011	01.2012	02.2012	03.2012	04.2012
Polska	9,8	9,9	10,0	10	9,9	10	9,9	9,9
Czechy	6,5	6,5	6,6	6,7	6,7	6,8	6,7	6,6
Słowacja	13,7	13,9	14,1	14,1	14,1	14	13,9	13,7
Słowenia	8,3	8,6	8,7	8,7	8,7	8,7	8,6	8,7
Węgry	10,9	10,9	10,8	10,9	11,2	11	11	10,7
Estonia	11,4	11,6	11,6	11,6	10,8	10,8	10,8	
Litwa	14,7	14,4	14,1	13,9	13,7	13,6	13,6	13,8
Łotwa	15,7	15,5	15,5	15,5	15,2	15,2	15,2	
Bułgaria	11,1	11,3	11,6	11,8	12,1	12,4	12,5	12,6
Rumunia	7,7	7,3	7,6	7,5	7,3	7,1	7,2	7,4

Źródło: Eurostat

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

	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2010	III 2011	IV 2011	I 2012
Polska	14,2	7,3	8,8	4,9	6,0	2,4	6,0	2,4
Czechy	5,3	8,0	7,5	8,5	8,6	7,0	8,6	7,0
Słowacja	-0,2	4,0	3,9	2,6	3,8	5,2	3,8	5,2
Słowenia	-0,5	-1,1	2,7	2,5	2,9	2,5	2,9	2,5
Węgry	4,5	-2,2	-4,0	0,1	7,9	8,0	7,9	8,0
Estonia	-2,4	-0,1	1,3	-0,5	-3,6	-1,6	-3,6	-1,6
Litwa	-6,1	-2,3	1,4	0,9	2,6	3,8	2,6	3,8
Łotwa	-7,6	-2,7	1,2	4,1	4,7	5,7	4,7	5,7
Bułgaria	10,8	11,6	9,4	7,1	9,8	7,3	9,8	7,3
Rumunia	3,0	-1,8	-1,8	-4,7	3,5	9,8	3,5	9,8

Źródło: Eurostat

**Tabela 39. ULC** (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego)

	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011	IV 2011
Polska	12,4	11,4	3,6	5,9	-2,0	-1,5	-1,5	-3,7
Czechy	3,7	2,6	5,5	5,8	-0,4	0,3	1,1	1,8
Słowacja	-9,4	-7,5	-1,5	0,9	-0,7	1,1	2,1	-0,6
Słowenia	0,2	-4,5	-4,9	-1,7	1,8	4,0	5,6	5,9
Węgry	12,7	3,1	-3,6	-5,9	-1,0	3,1	3,7	6,2
Estonia	-10,1	-10,6	-8,5	-2,8	-9,1	-10,8	-8,9	0,7
Litwa	-10,7	-9,7	-11,1	-3,1	0,9	0,1	-0,3	0,7
Łotwa	-20,7	-13,3	-2,8	-1,1	-3,7	-3,5	-3,7	-1,1
Bułgaria	4,5	4,3	6,2	1,1	4,4	7,2	6,1	8,1
Rumunia	2,5	-3,8	-7,4	-8,1	-3,7	0,9	6,5	7,5

Źródło: Eurostat, obliczenia własne

## 7. Finanse publiczne

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

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

p – Wiosenna prognoza Komisji Europejskiej z maja 2012 r.

Źródło: Eurostat (wiosenna notyfikacja fiskalna z kwietnia 2012 r.), Komisja Europejska

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

	2007	2008	2009	2010	2011	2012p	2013p
Polska	45,0	47,1	50,9	54,8	56,3	55,0	53,7
Czechy	27,9	28,7	34,4	38,1	41,2	43,9	44,9
Słowacja	29,6	27,9	35,6	41,1	43,3	49,7	53,5
Słowenia	23,1	21,9	35,3	38,8	47,6	54,7	58,1
Węgry	67,1	73,0	79,8	81,4	80,6	78,5	78,0
Estonia	3,7	4,5	7,2	6,7	6,0	10,4	11,7
Litwa	16,8	15,5	29,4	38,0	38,5	40,4	40,9
Łotwa	9,0	19,8	36,7	44,7	42,6	43,5	44,7
Bułgaria	17,2	13,7	14,6	16,3	16,3	17,6	18,5
Rumunia	12,8	13,4	23,6	30,5	33,3	34,6	34,6

p – Wiosenna prognoza Komisji Europejskiej z maja 2012 r.

Źródło: Eurostat (wiosenna notyfikacja fiskalna z kwietnia 2012 r.), Komisja Europejska

**Tabela 44. Termin korekty nadmiernego deficytu budżetowego (EDP)**

	Rok
Polska	2012
Czechy	2013
Słowacja	2013
Słowenia	2013
Węgry	2012
Estonia	nie objęta EDP
Litwa	2012
Łotwa	2012
Bułgaria	2011, procedura będzie zakończona latem 2012 r.
Rumunia	2012

Źródło: Komisja Europejska

## 8. Prognozy

**Tabela 45. Prognozy tempa wzrostu gospodarczego (w %, r/r)**

	2011	Komisja Europejska		MFW		Consensus forecast		Źródła krajowe	
		2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Polska	4,3	2,7	2,6	2,6	3,2	2,8	2,9	2,9	2,1
Czechy	1,7	0,0	1,5	0,1	2,1	-0,5	0,3	0,0	1,9
Słowacja	3,3	1,8	2,9	2,4	3,1	1,9	2,4	2,5	3,1
Słowenia	-0,2	-1,4	0,7	-1,0	1,4	-0,8	0,9	-1,2	0,6
Węgry	1,6	-0,3	1,0	0,0	1,8	-0,9	1,1	-0,8	0,8
Estonia	7,6	1,6	3,8	2,0	3,6	2,2	3,3	2,6	3,6
Litwa	5,9	2,4	3,5	2,0	2,7	2,8	3,1	3,0	3,5
Łotwa	5,5	2,2	3,6	2,0	2,5	2,8	2,9	1,3	2,7
Bułgaria	1,7	0,5	1,9	0,8	1,5	0,8	1,9		
Rumunia	2,5	1,4	2,9	1,5	3,0	1,1	2,4	1,7	3,1

**Tabela 46. Prognozy inflacji (w %, r/r)**

	2011	Komisja Europejska		MFW		Consensus forecast		Źródła krajowe	
		2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Polska	4,3	3,7	2,9	3,8	2,7	3,8	2,7	3,9	2,7
Czechy	2,1	3,3	2,2	3,5	1,9	3,3	2,2	3,6	1,5
Słowacja	4,1	2,9	1,9	3,8	2,3	3,4	2,7	3,5	1,7
Słowenia	2,1	2,2	1,7	2,2	1,8	2,2	2,0	2,3	1,7
Węgry	3,9	5,5	3,9	5,2	3,5	5,6	3,8	5,3	3,5
Estonia	5,1	3,9	3,4	3,9	2,6	3,5	2,9	3,9	3,2
Litwa	4,1	3,1	2,9	3,1	2,5	3,0	2,6	2,9	2,7
Łotwa	4,2	2,6	2,1	2,6	2,2	2,6	2,5	2,4	2,0
Bułgaria	3,4	2,6	2,7	2,1	2,3	2,8	3,2		
Rumunia	5,8	3,1	3,4	2,9	3,1	3,0	3,7	3,0	2,9

**Tabela 47. Prognozy salda na rachunku obrotów bieżących (w % PKB)**

	2011	Komisja Europejska		MFW		Źródła krajowe	
		2012	2013	2012	2013	2012	2013
Polska	-4,3	-3,9	-4,2	-4,5	-4,3	-2,1*	-1,3*
Czechy	-2,9	-3,2	-3,2	-2,1	-1,9	-2,2	-1,9
Słowacja	0,1	0,2	0,2	-0,4	-0,4	1,6	1,0
Słowenia	0,0	-0,4	0,7	0,0	-0,3	-0,1	1,3
Węgry	1,4	2,2	3,7	3,3	1,2	2,8	4,0
Estonia	2,1	-0,3	-0,3	0,9	-0,3	-2,6	-0,3
Litwa	-1,6	-2,0	-2,1	-2,0	-2,3	-3,0	-3,3
Łotwa	-1,2	-1,8	-2,6	-1,9	-2,5		
Bułgaria	0,9	0,6	-0,3	2,1	1,6		
Rumunia	-4,4	-5,0	-5,0	-4,2	-4,7	-4,6	-4,9

\* - saldo na rachunku bieżącym i kapitałowym

Źródła dla tabel 45-47: Komisja Europejska (04.2012), MFW (04.1012), Consensus Economics (06.2012) Narodowy Bank Polski (07.2012), Ceska Narodni Banka (05.2012), Narodna Banka Slovenska (06.2012), Magyar Nemzeti Bank (06.2012), Comisia Națională de Prognoză (05.2012), Banka Slovenije (04.2012), EestiPank (06.2012), Latvijas Banka (04.2012), Lietuvos Bankas (05.2012)