



Narodowy Bank Polski

Instytut Ekonomiczny
Biuro Gospodarki Światowej

Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej

Lipiec 2013

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:

Streszczenie	5
Kraje Europy Środkowej i Wschodniej	7
Bułgaria - niekorzystne uwarunkowania zewnętrzne przyczyną spadku eksportu	16
Chorwacja - konsolidacja finansów publicznych opóźnia wyjście z kryzysu	19
Czechy - drugie dno czeskiej recesji	22
Estonia, Litwa, Łotwa - popyt ze strony krajów b. ZSRR podstawą utrzymania wysokiej dynamiki eksportu	25
Rumunia - sytuacja w rolnictwie nadal silnie wpływa na gospodarkę	30
Słowacja - gospodarka uzależniona od przemysłu motoryzacyjnego	33
Słowenia - kryzys sektora bankowego hamulcem wzrostu	36
Węgry - działania na rzecz pobudzenia inwestycji	39
 Aneksy:	
Napływ kapitału zagranicznego do krajów EŚW - zmiany w strukturze i ich wpływ na dług zagraniczny	42
Zmiany w funkcjonowaniu obowiązkowych funduszy emerytalnych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej w latach 2009-2013	46
 Aneks statystyczny	52

Opracowanie:

Marcin Grela (koordynacja)

Marcin Humanicki

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

Tomasz Michałek

Wojciech Mroczek

Jakub Mućk

Agnieszka Rybaczyk (*Biuro Finansów Publicznych, IE, NBP*)

Akceptacja:

Ewa Rzeszutek

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

Jarosław Jakubik

Informacje ogólne o krajach Europy Środkowej i Wschodniej w 2011 r.

	Powierzchnia w km ²	Ludność		PKB w mln EUR	PKB per capita w EUR	
		w tys. osób	na 1 km ²		wg kursów nominalnych	wg parytetu siły nabywczej*
Bułgaria	110 879	7 282	65,7	39 668	5 400	11 600
Chorwacja	56 594	4 285	75,7	43 904	10 300	15 200
Czechy	78 867	10 516	133,3	152 311	14 500	20 100
Estonia	45 227	1 340	29,6	16 998	12 700	16 900
Litwa	65 300	2 972	45,5	32 864	11 000	16 600
Łotwa	64 559	2 018	31,3	22 258	10 900	14 700
Polska	312 685	38 533	123,2	381 214	9 900	16 200
Rumunia	238 391	21 305	89,4	131 747	6 200	11 800
Słowacja	49 035	5 411	110,3	71 463	13 200	18 400
Słowenia	20 273	2 059	101,6	35 466	17 200	21 000
Węgry	93 028	9 906	106,5	97 674	9 800	16 500

*2011

źródło: Eurostat.

Dynamika produktu krajowego brutto (ceny stałe wyrównane sezonowo)

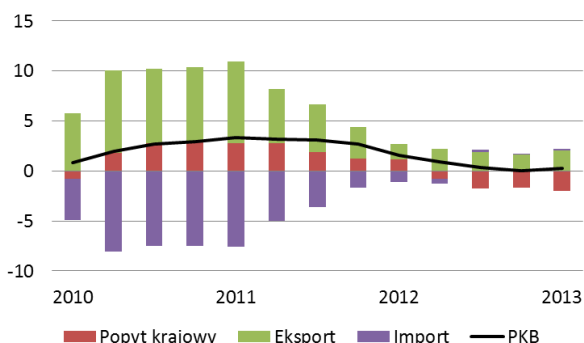
	2012			2013	2011			2013
	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.
	kw/kw				r/r			
Bułgaria	0,1	0,1	0,1	0,1	0,8	0,7	0,6	0,4
Chorwacja*	-0,7	-0,6	-0,7	-	-2,1	-2,3	-2,6	-1,5
Czechy	-0,5	-0,3	-0,3	-1,1	-1,1	-1,4	-1,6	-2,2
Estonia	0,3	1,4	0,6	-1,0	2,8	3,1	3,0	1,3
Litwa	0,6	1,5	0,7	1,3	3,1	3,8	3,1	4,1
Łotwa	1,4	1,7	1,4	1,4	5,0	5,4	5,8	6,0
Polska	0,1	0,3	0,0	0,1	2,2	1,7	0,7	0,5
Rumunia	0,9	-0,4	1,0	0,7	1,8	-0,5	1,2	2,2
Słowacja	0,3	0,2	0,1	0,2	2,3	1,9	1,0	0,8
Słowenia	-1,1	-0,6	-1,0	-0,7	-2,3	-2,8	-2,8	-3,3
Węgry	-0,6	0,0	-0,4	0,7	-1,7	-1,8	-2,4	-0,3

*Dane r/r dla Chorwacji wyliczane z szeregów niewyrównanych sezonowo

źródło: Eurostat.

Streszczenie

Pogłębiający się w 2012 r. kryzys strefy euro, trwająca konsolidacja finansów publicznych oraz proces oddłużania sektora prywatnego były głównymi przyczynami spowolnienia gospodarczego w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW)¹ w ubiegłym roku. Tempo wzrostu PKB, które jeszcze w 2011 r. wynosiło w regionie 3,1%, spadło do 0,7% w 2012 r., a w IV kw. zmniejszyło się do zera.

PKB i jego składowe w krajach EŚW (w pp., r/r)

Źródło: Eurostat

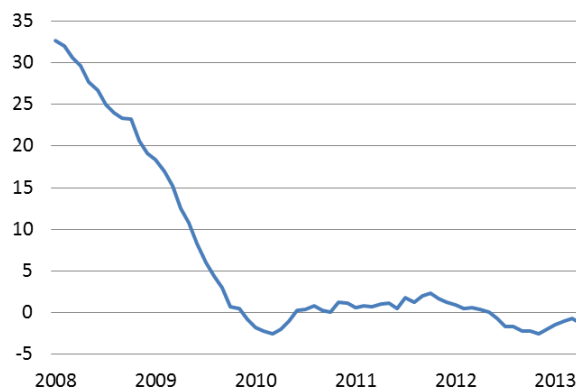
Recesja w strefie euro była główną przyczyną spowolnienia eksportu w krajach regionu. O ile spadek dynamiki eksportu miał miejsce we wszystkich gospodarkach EŚW, to jego skala różniła się. Stosunkowo nieznacznie zmniejszył się eksport w krajach bałtyckich, zwłaszcza na Litwie i Łotwie, które słabnącą sprzedaż towarów do krajów strefy euro rekompensowały zwiększonym eksportem do krajów spoza UE, głównie do gospodarek b. ZSRR. Z kolei słowacki eksport, oparty na sprzedaży samochodów, który jeszcze w I połowie ub.r. rósł najszybciej w regionie, w II połowie 2012 r. wyraźnie wyhamował, co wiązało się z osłabieniem wzrostu produkcji w sektorze motoryzacyjnym. Eksport Bułgarii i Rumunii zmniejszył się natomiast w ubiegłym roku, co wynikało z większego niż pozostałych krajach EŚW udziału krajów peryferyjnych strefy euro w handlu zagranicznym.

Dynamika eksportu wzrosła w I kw. 2013 r., w Bułgarii, Polsce, Rumunii, Słowenii i na Węgrzech. Jak wskazują dane struktury towarowej eksportu, wynikało to przede wszystkim z przejściowej poprawy koniunktury w europejskim sektorze motoryzacyjnym (spowodowanej wzrostem popytu spoza krajów UE).

Trwający proces oddłużania sektora prywatnego w krajach EŚW spowodował spadek popytu krajowego. Dotyczyło to zarówno konsumpcji, jak i inwestycji. Spadek dynamiki kredytów udzielanych prywatnym firmom i gospodarstwom domowym można było

zaobserwować już w 2008 r., a od połowy 2012 r. tempo wzrostu akcji kredytowej spadło już poniżej zera. O ile w poprzednich latach duży wpływ na osłabienie akcji kredytowej miały czynniki podażowe (niedostateczna wartość krajowych depozytów oraz odpływ kapitału zagranicznego z sektora bankowego), to w 2012 i 2013 r. w większości krajów regionu większą rolę odgrywał niski popyt na kredyt ze strony mających coraz większy problem ze spłatą już istniejących zobowiązań podmiotów krajowych.

Kolejną z ważnych przyczyn, które w ostatnich kwartałach ograniczały wzrost popytu krajowego w regionie była prowadzona konsolidacja fiskalna. Szczególnie widoczne było to w Czechach, gdzie prowadzone od dwóch lat działania konsolidacyjne wpłynęły na największy od początków transformacji spadek konsumpcji prywatnej, a także w Chorwacji, Słowenii, na Słowacji i Węgrzech. W obecnym i przyszłym roku planowane działania konsolidacyjne będą już mniej intensywne (z wyjątkiem Chorwacji, a także zmuszonej do ratowania krajowego sektora bankowego Słowenii), co powinno ograniczyć ich negatywny wpływ na konsumpcję i inwestycje.

Kredyt dla sektora prywatnego w krajach EŚW, średnia, w %, r/r

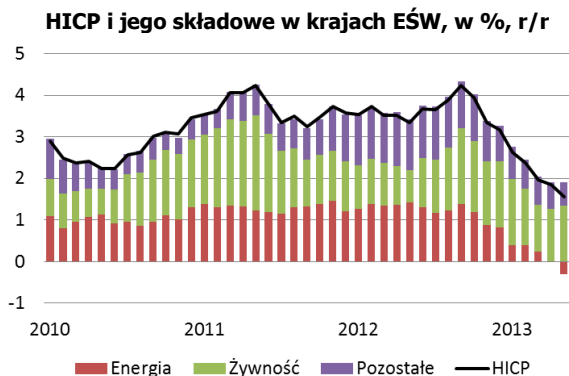
Źródło: Banki centralne

Słabnący popyt z zagranicy wpłynął na spowolnienie wzrostu w sektorze przemysłowym w 2012 r., co było jedną z głównych przyczyn (poza trwającym w większości regionu kryzysem w budownictwie) pogorszenia się sytuacji na rynkach pracy. Wydaje się, że niewielkie ożywienie w przetwórstwie przemysłowym w pierwszych miesiącach 2013 r. nie było w stanie odwrócić negatywnych tendencji w zakresie zatrudnienia.

Spadek cen surowców energetycznych, a także słaby popyt konsumpcyjny w krajach EŚW spowodowały wyraźny spadek inflacji w regionie w pierwszych miesiącach 2013 r. W maju br. średni ważony wskaźnik HICP dla regionu wyniósł 1,5%, co było najniższym poziomem od momentu rozpoczęcia publikacji statystyk. Spadek ten wynikał przede wszystkim z wyraźnego spadku dynamiki cen energii

¹ Od raportu z lipca 2013 r. grupa gospodarek została powiększona o Chorwację. Obecnie w skład analizowanej grupy wchodzi więc 11 krajów Europy Środkowo-Wschodniej, które wstąpiły do UE od 2004 r.

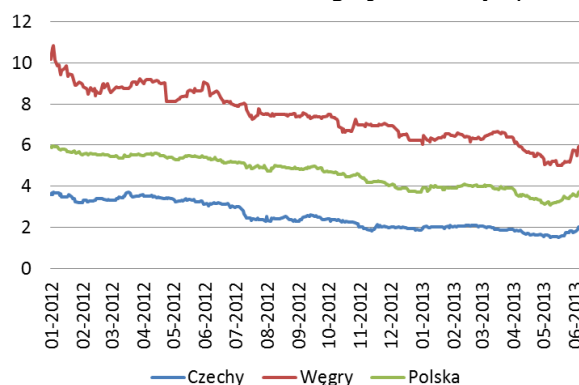
(skutek spadku cen surowców energetycznych, ale również decyzji administracyjnych nakazujących zmniejszenie cen energii dla odbiorców indywidualnych), która w maju br. miała już ujemny wkład do dynamiki cen. Słabnący popyt konsumpcyjny wpłynął natomiast na spadek inflacji bazowej w tym okresie.



Źródło: Banki centralne

Uspokojenie sytuacji na europejskich rynkach finansowych, spadek awersji do ryzyka, a także działania banków centralnych w krajach rozwiniętych mające na celu zwiększenie płynności sektora finansowego w II połowie 2012 r. wpłynęły na wzrost cen aktywów finansowych w krajach EŚW. W rezultacie rentowności obligacji skarbowych krajów EŚW na początku II kw. br. osiągnęły rekordowo niskie poziomy. Jednak już czerwc. br. sytuacja zaczęła się odwracać, wraz z zapowiedziami zakończenia działań o charakterze ilościowym przez FED. Rentowności obligacji zaczęły wzrastać, aczkolwiek nadal znajdowały się na poziomach niższych niż w połowie 2012 r. Waluty regionu, po okresie aprecjacji w II połowie 2012 r., od początku 2013 r. osłabiały się wobec głównych walut świata, zwłaszcza pod koniec II kw. br.

Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, w %



Źródło: Reuters

Ostatnie prognozy wzrostu na 2013 i 2014 r. dla regionu EŚW zostały zrewidowane w dół (podobnie jak prognozy dla niemal wszystkich gospodarek świata). Oczekuje się, że stagnacja gospodarcza, jaką obserwowano w 2012 r. przedłuży się na 2013 r., a powolny powrót na ścieżkę relatywnie szybkiego wzrostu nastąpi dopiero w 2014 r.

Czynnikami, które przemawiają, za utrzymaniem się spowolnienia w gospodarkach regionu są: pogarszające się perspektywy wzrostu dla krajów strefy euro, przedłużający się proces delewarowania sektora prywatnego, czy też obserwowany w ostatnich miesiącach wzrost napięć na globalnych rynkach finansowych. Z kolei akomodacyjna polityka pieniężna prowadzona przez banki centralne w regionie, a także oczekiwane łagodzenie działań konsolidacyjnych powinny, przynajmniej w 2014 r., wspierać powolne ożywienie w krajach EŚW.

KRAJE EUROPY ŚRODKOWEJ I WSCHODNIEJ***I kw. 2013 r. przyniósł nieznaczne przyspieszenie tempa wzrostu w krajach EŚW po okresie spowolnienia gospodarczego w 2012 r.***

Spowolnienie tempa wzrostu w gospodarkach EŚW można było już zauważyć od początku 2012 r. O ile w 2011 r. roczne tempo wzrostu PKB wynosiło 3,1%, to w 2012 spowolniło ono do 0,7%, a w IV kw. 2012 r. spadło do 0,0%. Spadkowa tendencja została zahamowana w I kw. 2013 r., kiedy to PKB w regionie EŚW wzrósł o 0,2% r/r. Nie oznaczało to jednak, że taka sytuacja miała miejsce we wszystkich krajach regionu. Przyspieszenie dynamiki PKB można było zaobserwować jedynie na Litwie, Łotwie, w Rumunii, Chorwacji i na Węgrzech, jednak w dwóch ostatnich krajach dotyczyło to zmniejszenia się skali jego spadku. W pozostałych gospodarkach dynamika PKB w I kw. br. ponownie obniżyła się, w Czechach i Słowenii oznaczało to pogłębienie się trwającej od początku 2012 r. recesji.

Nadal utrzymywało się duże zróżnicowanie w dynamice wzrostu pomiędzy poszczególnymi krajami regionu. Z jednej strony coraz szybsze tempo wzrostu było obserwowane na Litwie (4,1% w I kw. br.) oraz Łotwie (6,0%). Z kolei w Czechach, Chorwacji, Słowenii i na Węgrzech nadal można było odnotować spadki PKB w ujęciu rocznym (od -0,3% na Węgrzech do -3,3% w Słowenii).

Kryzys w strefie euro nadal przekładał się na sytuację gospodarczą w regionie

Główną przyczyną spowolnienia gospodarczego w krajach EŚW w 2012 r. był pogłębiający się kryzys w krajach strefy euro. Słabnący popyt ze strony największego partnera handlowego regionu² doprowadził nie tylko do spadku dynamiki eksportu, ale również zmniejszenia aktywności proeksportowo nastawionego sektora przemysłowego krajów EŚW. W I kw. br. można było zauważyć niewielki wzrost produkcji przemysłu strefy euro, co równocześnie przełożyło się na wzrost aktywności tego sektora w krajach EŚW i wzrost dynamiki eksportu. To właśnie przyspieszenie eksportu odpowiadało za wzrost PKB w regionie w I kw. 2013 r., jednak dotychczas sytuacja ta nie przyczyniła się do przerwania zastoju inwestycyjnego i odwrócenia negatywnych tendencji na rynkach pracy.

W ostatnich kwartałach nadal miał miejsce proces delewarowania banków krajowych. W 2012 r., zwłaszcza w I jego połowie obserwowano odpływ kapitału z sektora bankowego w krajach regionu do banków zagranicznych (wycofywanie depozytów i spłata kredytów), co było jedną z przyczyn dalszego ograniczania akcji kredytowej dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Proces ten zaczął spowalniać w II połowie ub.r., jednak akcja kredy-

towa w regionie nadal pozostała słaba. Świadczy to o fakcie, że na niską podaż kredytów coraz większy wpływ ma również słaby popyt ze strony podmiotów gospodarczych.

Pogłębiający się spadek popytu krajowego

Od początku 2012 r., w regionie EŚW można było zaobserwować sukcesywny spadek dynamiki zarówno konsumpcji, jak i nakładów inwestycyjnych. W III kw. ub.r. roczne tempo wzrostu obu tych kategorii popytu krajowego spadło poniżej zera i pozostawało ujemne przez dwa kolejne kwartały. Jednocześnie w 2012 r. można było zaobserwować odwrócenie się cyklu zapasów. O ile w poprzednich dwóch latach zmiana stanu zapasów miała dodatni wkład do tempa wzrostu PKB, to od początku ub.r. do I kw. 2013 r. działała już w kierunku jego spadku.

Spadek dynamiki popytu krajowego, jaki miał miejsce w 2012 r. nie dotknął jednak w jednakowym stopniu wszystkich gospodarek regionu. W dalszym ciągu relatywnie wysokie tempo wzrostu konsumpcji oraz inwestycji można było obserwować w krajach bałtyckich³, zwłaszcza w Estonii, gdzie roczna dynamika obu tych kategorii nawet przyspieszyła w porównaniu z 2011 r. Ożywienie popytu krajowego miało miejsce także w Bułgarii i Rumunii, gdzie popyt krajowy zastąpił eksport netto jako podstawowy czynnik wzrostu. W pozostałych krajach regionu dynamika popytu krajowego obniżyła się w porównaniu z 2011 r. Szczególnie widoczne było to w Chorwacji, Czechach, Słowenii i na Węgrzech, gdzie roczne tempo wzrostu zarówno spożycia indywidualnego, jak i nakładów inwestycyjnych spadło poniżej zera, co było główną przyczyną recesji w tych krajach.

W I kw. 2013 r. spadek popytu dotknął zdecydowanie więcej krajów. W Rumunii, Estonii i na Łotwie miało miejsce bardzo wyraźne obniżenie dynamiki nakładów inwestycyjnych (w Estonii aż o 11,2% kw/kw), co spowodowało, że jedynym krajem regionu, w którym nakłady inwestycyjne rosły w ujęciu rocznym pozostała Bułgaria. Jednocześnie w większości krajów regionu zmniejszała się roczna dynamika spożycia indywidualnego, m.in. w Bułgarii i Rumunii, gdzie w poprzednich kwartałach była ona relatywnie wysoka. Jedynymi krajami regionu, w których roczna dynamika konsumpcji prywatnej pozostała dodatnia w I kw. 2013 r. były Estonia, Łotwa i Litwa.

Delewarowanie sektora prywatnego nadal ogranicza wzrost popytu krajowego

Jednym z głównych czynników ograniczających wzrost gospodarczy w regionie, przede wszystkim wzrost popytu krajowego, jest trwający proces oddłużania sektora prywatnego. Roczne tempo wzrostu kredytu bankowego dla

² PKB w strefie euro obniża się stale od II kw. 2011 r., a w I kw. 2013 r. jego roczne tempo wzrostu spadło do -1,0%.

³ Wyraźny spadek dynamiki nakładów inwestycyjnych miał miejsce jedynie na Litwie, jednak konsumpcja prywatna nadal rosła w tempie 5% r/r.

sektora prywatnego w krajach EŚW od połowy 2012 r. do kwietnia 2013 r. pozostawało ujemne. Szczególnie widoczne było to w Chorwacji i Słowenii, gdzie skala spadków cały czas się zwiększała. Spadek akcji kredytowej na początku 2013 r. miał miejsce także na Łotwie i Węgrzech, jednak w przypadku tych krajów zmniejszył się on w porównaniu z poprzednim rokiem. W większości pozostałych krajów regionu wartość kredytu dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw wciąż rosła, jednak skala tego wzrostu obniżała się w kolejnych kwartałach. Jedynie w Estonii i na Litwie dynamika akcji kredytowej zwiększyła się, co jednak w dużym stopniu wynika z wyjątkowo niskiej bazy (od połowy 2009 r. do końca 2012 r. we wszystkich krajach bałtyckich można było zauważyć bardzo silny spadek kredytu dla sektora prywatnego). W większości gospodarek regionu niska podaż kredytu związana była przede wszystkim z niskim popytem. Czynnikiem podażowy, związany z odpływem kapitału zagranicznego z sektora bankowego (wycofywanie depozytów oraz spłata kredytów wobec banków zagranicznych), który miał wpływ na ograniczanie akcji kredytowej w latach 2009-2011, w 2012 r. powoli tracił na znaczeniu. Potwierdzają to dane Banku Rozliczeń Międzynarodowych (BIS). Po okresie silnego delewarowania banków krajowych w regionie EŚW w latach 2009-2011 (wartość zobowiązań wobec banków europejskich zmniejszyła się wówczas o prawie 230 mld USD, czyli 20% całości zobowiązań), w 2012 r., a zwłaszcza w II jego połowie, proces ten się właściwie zatrzymał. W Czechach, Estonii, Polsce czy na Słowacji można było już nawet zauważyć ponowny wzrost *foreign claims* wobec banków z krajów Europy Zachodniej.

Eksport netto jedynym dodatnim wkładem do dynamiki PKB

Pogłębiający się kryzys gospodarczy w strefie euro spowodował wyraźny spadek dynamiki eksportu w krajach EŚW w 2012 r. Jego tempo wzrostu wyniosło 2,7% wobec 9,1% w 2011 r. Stosunkowo wysoka dynamika eksportu utrzymywała się jedynie w krajach bałtyckich, zwłaszcza na Litwie i Łotwie, co było wynikiem wzrostu popytu ze strony rynków spoza UE (w przypadku krajów bałtyckich była to głównie Rosja i kraje b. ZSRR). Szybkie tempo wzrostu eksportu w I połowie 2012 r. miało miejsce również na Słowacji, jednak już w II połowie ub.r. wyraźnie osłabło wraz ze stabilizacją produkcji i eksportu sektora motoryzacyjnego. Z kolei w Bułgarii i Rumunii eksport obniżył się w porównaniu z 2011 r., co było efektem słabego popytu ze strony głównych partnerów handlowych (kraje peryferyjne strefy euro, a zwłaszcza Grecja, należą do grupy głównych odbiorców eksportu w obu tych gospodarkach EŚW).

W I kw. 2013 r. dynamika eksportu w regionie przyspieszyła, co wiązało się ze wzrostem aktywności w sektorze przemysłowym (przede wszystkim w sektorze motoryza-

cyjnym) strefy euro, jednak może to być czynnik o krótkotrwałym charakterze⁴.

Pomimo spowolnienia dynamiki eksportu w 2012 r., wkład salda wymiany handlowej z zagranicą w krajach EŚW do dynamiki PKB pozostał dodatni, a nawet wzrósł w porównaniu z 2011 r. (odpowiednio 1,5 pp. i 0,9 pp.). Wynikało to przede wszystkim ze słabnącego popytu krajowego, który spowodował wyraźne spowolnienie wzrostu importu. W 2012 r. wzrósł on o zaledwie 0,5%, a w II połowie ub.r. już się obniżał. W I kw. 2013 r. wkład eksportu netto do dynamiki PKB jeszcze się zwiększył (do 2,2 pp.). Wpłynął na to nie tylko wzrost dynamiki eksportu, ale również pogłębienie się spadku importu, co było potwierdzeniem wciąż słabnącego popytu krajowego.

O ile w 2012 r. nie we wszystkich krajach EŚW eksport netto miał dodatni wkład do dynamiki PKB (był on ujemny w krajach, w których stosunkowo szybko rósł popyt krajowy, tj. w Bułgarii, Rumunii i Estonii), to w I kw. 2013 r. taka sytuacja miała już miejsce we wszystkich krajach regionu.

Przy słabości popytu krajowego oraz odwróceniu się cyklu inwestycji, to właśnie eksport netto pozostawał jedyną kategorią rachunków narodowych, zarówno w 2012 r., jak i na początku 2013 r., która miała dodatni wkład do dynamiki PKB.

Powolna poprawa wskaźników koniunktury

Od stycznia do kwietnia 2013 r. sprzedaż detaliczna na skali regionu zwiększyła się o 2,5%, a jej spadek można było zauważyć jedynie w krajach dotkniętych recesją w I kw. br., czyli w Czechach i Słowenii. Wzrost ten można jednak w dużej mierze tłumaczyć wyższą konsumpcją energii (w wyniku spadku jej cen). Sprzedaż żywności na początku 2013 r. praktycznie nie zmieniła się w porównaniu z końcem 2012 r., a w przypadku dóbr trwałego użytku, wyraźny wzrost wolumenu sprzedaży można było zauważyć jedynie w Bułgarii i Rumunii. W okresie styczeń-maj 2013 r. nieznacznie poprawiły się również wskaźniki optymizmu konsumentów w krajach EŚW. Wzrost ten wynikał jednak przede wszystkim ze spadku inflacji, podczas gdy ocena przyszłej sytuacji finansowej gospodarstw domowych, czy też sytuacji na rynku pracy nadal pozostawała bardzo niska.

Koniunktura w przemyśle również nieznacznie poprawiła się od początku br., za co odpowiedzialny był wspomniany wcześniej wzrost aktywności w przemyśle strefy euro. W okresie styczeń-kwiecień 2013 r. wolumen produkcji przemysłu w regionie EŚW zwiększył się o 1,9%. Sytuacja nie była jednak jednolita w całym regionie. Wzrost produkcji to przede wszystkim zasługa Polski, Rumunii i Węgier⁵, natomiast w pozostałych gospodarkach prze-

⁴ Wzrost produkcji w sektorze motoryzacyjnym wiązał się z ze wzrostem popytu na samochody, zwłaszcza te eksportowane przez Niemcy i Francję, ze strony krajów spoza UE, natomiast popyt wewnątrz krajów strefy euro nadal pozostawał słaby.

⁵ Na Węgrzech jeszcze w IV kw. 2012 r. odnotowywano silny spadek produkcji przemysłowej, tak więc jej wzrost w pierwszych miesiącach 2013 r. może być częściowo tłumaczony efektem niskiej bazy.

mysł nadal trwał w stagnacji bądź też wartość produkcji zmniejszała się (w Bułgarii, i krajach bałtyckich). W ujęciu rocznym, wolumen produkcji sprzedanej przemysłu, po okresie spadku w II połowie 2012 r., ponownie zaczął się zwiększać. W porównaniu do okresu 2010-2011, kiedy to produkcja przemysłowa zwiększała się w tempie dwucyfrowym, był to jednak bardzo niewielki wzrost (1,1% w kwietniu 2013 r. i wynikał przede wszystkim z jej znaczącego wzrostu w Rumunii).

Wzrost produkcji przemysłowej w regionie EŚW oraz strefie euro wpłynął również na niewielką poprawę nastrojów przedsiębiorców. W większości krajów (poza Bułgarią, Czechami i Łotwą) indeks zaufania w przemyśle nieco wzrósł, przede wszystkim w wyniku lepszej oceny wartości bieżącej produkcji oraz napływu nowych zamówień.

Trwałość ożywienia w sektorze przemysłowym strefy euro, czyli największego odbiorcy produkcji przemysłowej w krajach EŚW wydaje się być warunkiem koniecznym utrzymania wzrostów w przemyśle krajów regionu. Co prawda dotychczasowe dane były pozytywnym zaskoczeniem, jednak dotyczyły jedynie jednej branży (sektor motoryzacyjny). Nie musi to oznaczać, że cały europejski sektor przemysłowy, zarówno w starych, jak i nowych krajach członkowskich wydzwignął się już z kryzysu, zwłaszcza wobec pogarszających się perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie.

Trwająca stagnacja na rynku pracy

Sytuacja na rynkach pracy krajów EŚW w 2012 r. była jedną z głównych przyczyn utrzymywania się niskiego poziomu optymizmu konsumentów oraz słabnącej konsumpcji prywatnej. W większości gospodarek regionu w ubiegłym roku (poza krajami bałtyckimi), trudno było zaobserwować pozytywne sygnały płynące z rynków pracy. Liczba pracujących w gospodarce zmniejszyła się w Bułgarii, Chorwacji, Czechach, Polsce, Słowenii i na Słowacji. W krajach bałtyckich, w Rumunii i na Węgrzech zatrudnienie w ub.r. wzrosło, jednak w przypadku dwóch ostatnich krajów nie szło to w parze ze spadkiem stopy bezrobocia. Liczba bezrobotnych wzrosła również w pozostałych sześciu krajach EŚW.

Zatrudnienie w krajach EŚW zmniejszyło się niemal w każdym sektorze gospodarki w 2012 r. i I kw. 2013 r. W dalszym ciągu największy spadek zatrudnienia miał miejsce w budownictwie oraz obsłudze i pośrednictwie handlu nieruchomościami. Obserwowane w 2012 r. spowolnienie w przemyśle również wpłynęło na zmniejszenie się miejsc pracy, jednak już w I kw. br. liczba zatrudnionych w sektorze przemysłowym nieznacznie wzrosła wraz ze zwiększającą się produkcją. Podobna sytuacja miała miejsce w handlu detalicznym, gdzie obroty również zaczęły nieznacznie rosnąć po spadkach w II połowie 2012 r. Z kolei administracja publiczna oraz sektor usług telekomunikacyjnych i informatycznych charakteryzowały się w ostatnich kwartałach stabilnością zatrudnienia.

Wraz ze wzrostem stopy bezrobocia, można było zaobserwować stale rosnący odsetek osób trwale pozostają-

cych bez pracy, który w 2012 r. również wyraźnie zwiększył się w regionie EŚW (poza Estonią, Litwą i Łotwą). Długotrwale bezrobotni stanowili w IV kw. 2012 r. już połowę wszystkich bezrobotnych,. A w Chorwacji i na Słowacji, czyli w krajach o najwyższej stopie bezrobocia, ponad 2/3.

Od stycznia do kwietnia 2013 r. sytuacja na rynkach pracy w części krajów regionu poprawiła się. Można już było zauważyć spadek stopy bezrobocia nie tylko w krajach bałtyckich, ale również na Węgrzech i w Bułgarii, a w Chorwacji, Czechach i na Słowacji zharmonizowana stopa bezrobocia utrzymywała się na poziomie z końca 2012 r. Jednak wszystkie te kraje w dalszym ciągu charakteryzowały się stosunkowo wysokim bezrobociem (od 10,6% na Węgrzech do 18,1% w Chorwacji w kwietniu 2013 r.). Z kolei w pozostałych krajach EŚW zharmonizowana stopa bezrobocia w okresie styczeń-kwiecień 2013 dalej rosła. W przypadku Słowenii do najwyższego poziomu od 20 lat.

Najniższą stopę bezrobocia w kwietniu br., aczkolwiek wysoką w porównaniu do lat poprzednich, obserwowano w Czechach i Rumunii (odpowiednio 7,2% i 7,3%). Z kolei najwyższą była ona w Chorwacji (18,1%) i na Słowacji (14,5%).

Oslabienie popytu zewnętrznego, wyhamowanie aktywności w przemyśle oraz stale pogarszające się perspektywy wzrostu popytu krajowego, zdają się sugerować, że w bieżącym roku trudno będzie oczekiwać odwrócenia negatywnych trendów na rynkach pracy większości krajów EŚW. Prognozy instytucji zewnętrznych wydają się być jeszcze bardziej pesymistyczne, gdyż zakładają, że jeszcze w 2014 r. stopa bezrobocia w regionie będzie rosła. Największy jej wzrost ma mieć miejsce w Chorwacji i Słowenii, za co odpowiadać ma ograniczanie zatrudnienia w sektorze publicznym.

Dalszy wzrost jednostkowych kosztów pracy pomimo spadku dynamiki wynagrodzeń

Pomimo utrzymującej się stagnacji na rynkach pracy w krajach EŚW w 2012 r., dynamika przeciętnych nominalnych wynagrodzeń praktycznie nie zmieniła się w porównaniu z 2011 r. W ubiegłym roku średnia dla całego regionu wyniosła 4,2%, wobec 4,3% w 2011 r. Wyraźny spadek dynamiki wynagrodzeń miał miejsce w Polsce, Słowenii, Bułgarii, Rumunii i na Węgrzech, jednak poza Polską i Słowenią (jedyne kraje w regionie gdzie odnotowano spadek nominalnych płac w 2012 r.), dynamika wynagrodzeń w tych gospodarkach wciąż należała do najwyższych w regionie. Jednocześnie wzrost inflacji w 2012 r. w części krajów regionu spowodował spadek wynagrodzeń w ujęciu realnym. Poza Słowenią, miało to miejsce również w Chorwacji, Czechach, Polsce, na Słowacji i Węgrzech.

Niemal niezmienną dynamiką wynagrodzeń, przy jednoczesnym spadku wydajności pracy (skala spowolnienia wzrostu gospodarczego w regionie była wyższa niż spadek zatrudnienia), spowodowała wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy (ULC) w regionie. Było to

szczególnie zauważalne w Czechach, Słowenii i na Węgrzech, czyli w krajach zmagających się z recesją, gdzie spadkowi produkcji nie towarzyszyły wyraźne spadki dynamiki wynagrodzeń, a także w krajach bałtyckich, gdzie wzrost dynamiki ULC wiązał się przede wszystkim z wyższą dynamiką płac.

Prognozy KE pokazują, że dynamika wynagrodzeń w większości krajów EŚW w 2013 r. powinna się obniżyć. Przy oczekiwaniu utrzymania zbliżonej do 2012 r. wydajności pracy, dynamika nominalnych ULC powinna nieznacznie się obniżyć. Z kolei w przyszłym roku, oczekuje się zarówno przyspieszenia wzrostu gospodarczego, jak i dynamiki przeciętnego wynagrodzenia, co spowoduje, że dynamika nominalnych ULC powinna ustabilizować się na poziomie z roku bieżącego.

Wyraźny spadek inflacji wynikający z niższych cen energii

Od III kw. 2012 r. w krajach EŚW można było zauważyć wyraźny spadek inflacji. Roczna dynamika cen konsumpcyjnych w całym regionie od września 2012 r. do maja 2013 r. zmniejszyła się z 4,2% do 1,5%. Był to najniższy poziom inflacji obserwowany od momentu rozpoczęcia publikacji statystyk HICP dla krajów EŚW

Spadek inflacji HICP miał miejsce we wszystkich krajach regionu, a jego przyczyny były zbliżone. Odpowiadał za to przede wszystkim spadek dynamiki cen energii, dzięki któremu w opisywanym okresie inflacja zmniejszyła się o 1,7 pp. W maju br. ceny energii miały już ujemny wpływ na inflację HICP w regionie. Spadek ten wynikał z jednej strony z niższych cen surowców energetycznych na świecie, co przełożyło się przede wszystkim na spadek dynamiki cen paliw, ale także z decyzji administracyjnych. Na Węgrzech (energia elektryczna) i w Polsce (gaz), władze zobligowały dostawców energii do obniżenia jej cen dla odbiorców detalicznych, co spowodowało, że w obu tych krajach dynamika cen energii w I kw. 2013 r. spadła poniżej zera. Ujemną dynamikę cen energii w maju 2013 r. zaobserwowano również w Bułgarii, Chorwacji, Czechach, Słowacji, na Litwie i Łotwie. W mniejszym stopniu zmniejszyła się dynamika cen żywności. Jej wkład do spadku dynamiki HICP w analizowanym okresie wyniósł 0,4 pp. i dotyczył w większości żywności przetworzonej, czyli tej, która w większym stopniu reaguje na zmiany popytu. Jednocześnie ceny żywności nieprzetworzonej w wielu krajach regionu wzrosły (kraje bałtyckie, Słowacja, Słowenia, Chorwacja), pomimo relatywnie dobrych zbiorów w rolnictwie w tych krajach.

Poziom inflacji w poszczególnych gospodarkach EŚW w I połowie 2013 r. nadal pozostał wyraźnie zróżnicowany. W maju br. najniższą inflację odnotowano na Łotwie (-0,2% - jedyny kraj w regionie w którym ceny obniżyły się), a także w Polsce (0,5%). Z kolei najwyższą zaobserwowano w Rumunii (4,4% - efekt wysokiej dynamiki cen żywności) oraz Estonii (3,6%).

Oprócz przyczyn o charakterze podażowym, do spadku inflacji w regionie przyczyniła się również niższa inflacja bazowa. Złe nastroje konsumentów i stale zmniejszające

się spożycie gospodarstw domowych, w połączeniu z przełożeniem się spadku dynamiki cen energii i żywności na inne kategorie towarów i usług, spowodowały, że po niewielkim wzroście inflacji bazowej na początku ub.r. (głównie z powodu wprowadzenia wyższych stawek podatków pośrednich, m.in. w Czechach i na Węgrzech), od II jego połowy powoli się ona obniża, nawet pomimo podwyżek podatków pośrednich (głównie akcyzy na alkohol i tytoń). W maju 2013 r. inflacja bazowa dla regionu EŚW wyniosła 1,0% i była niemal dwukrotnie niższa niż rok wcześniej. Ten poziom inflacji bazowej był najniższym wynikiem obserwowanym od ponad dwóch lat. Nie we wszystkich krajach spadek ten miał jednak miejsce. Na początku br. inflacja bazowa wzrosła m.in. w Chorwacji i Słowenii, czyli w krajach, w których popyt krajowy obniżał się w najszybszym tempie. Wiązało się to jednak z trwającymi w tych krajach działaniami konsolidacji finansów publicznych, m.in. podwyższeniem stawek podatków pośrednich, co doprowadziło do wzrostu cen większości towarów i usług w tym okresie.

Oczekiwana stabilizacja inflacji w najbliższym okresie

Po silnym spadku inflacji w II połowie 2012 r. i początku 2013 r. w krajach regionu EŚW, w kolejnych kwartałach 2013 r. powinna się ona ustabilizować. Potwierdzają to już dane z maja br., kiedy to w części krajów regionu można było zauważyć zatrzymanie się spadków dynamiki cen, a w Bułgarii, Estonii, na Litwie, Łotwie i Słowacji inflacja nawet wzrosła. Wydaje się, że w kolejnych miesiącach 2013 r. skala spadków dynamiki cen energii powinna się zmniejszyć, nawet w obliczu prognozowanego dalszego spadku cen surowców energetycznych na rynkach światowych. Wyjątkowo długa i mroźna zima w krajach regionu może natomiast doprowadzić do silniejszego wzrostu cen żywności, zwłaszcza żywności nieprzetworzonej. Jednocześnie inflacja bazowa w regionie nadal powinna utrzymywać się na niskim poziomie, jako że nie oczekuje się wyraźnego wzrostu popytu konsumpcyjnego w II połowie 2013 r. W 2014 r. przewiduje się już niewielki wzrost inflacji, wynikający z jednej strony z efektów niskiej bazy roku 2013, a z drugiej, z oczekiwanego ożywienia w gospodarce realnej oraz efektów łagodzenia polityki pieniężnej w regionie. Jednocześnie, w kierunku obniżenia inflacji powinna działać polityka fiskalna, jako że planowane działania konsolidacyjne, w tym podwyższanie stawek podatków pośrednich, nie powinny być już tak restrykcyjne jak w ubiegłych latach.

Łagodzenie polityki monetarnej

Wyraźny spadek inflacji, zarówno bieżącej, jak i jej prognoz na najbliższe kwartały, a także trwające spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego w gospodarkach EŚW, były podstawą dalszego łagodzenia polityki monetarnej w części krajów regionu, które stosują politykę bezpośredniego celu inflacyjnego. Dotyczyło to banków centralnych Polski i Węgier. Narodowy Bank Polski (NBP) od początku 2013 r. pięciokrotnie obniżał główną stopę procentową, z 4,25% do 2,75%. Stopa procentowa Narodowego Banku Węgier (MNB) zmniejszyła w tym okresie z 5,75% do

4,25%, po serii 6 obniżek. Banki centralne Czech (CNB) i Rumunii (BNR) pozostawiły swoje stopy bez zmian w I połowie 2013 r. CNB już jednak w 2012 r. wyczerpał swoje możliwości stymulowania gospodarki poprzez łagodzenie polityki stopy procentowej. W listopadzie 2012 r. główna stopa procentowa CNB (*2 week Repo rate*) została obniżona do poziomu „technicznego zera” (0,05%). W tym samym okresie BNR stosował ilościową kontrolę pieniądza poprzez zmiany górnej granicy wartości tygodniowych transakcji Repo z bankami komercyjnymi (od marca br. całkowicie zniesiono ten limit). Sytuacja w gospodarkach Polski i Węgier w I połowie 2013 r. sugeruje, że dalsze obniżki stóp procentowych, zwłaszcza na Węgrzech, nie są wykluczone.

Akomodacyjnej polityce banków centralnych Polski, Węgier i Rumunii towarzyszył spadek krótkookresowych stóp procentowych na rynkach międzybankowych. W Polsce i na Węgrzech jego skala była nawet większa niż skala obniżek stóp banków centralnych, co wynikało ze zwiększonej płynności sektora bankowego w związku z efektami działań banków centralnych w gospodarkach rozwiniętych, mającymi na celu zwiększenie płynności w europejskim i światowym systemie finansowym. W przypadku Rumunii spadek stóp na rynku międzybankowym (do poziomu o ponad 1 pp. niższego od stopy banku centralnego) to wynik zwiększonej płynności krajowego sektora bankowego.

Kontynuacja procesu konsolidacji finansów publicznych w 2012 r.

W 2012 r., zgodnie z wiosenną notyfikacją fiskalną (z kwietnia 2013 r.), nastąpiło dalsze ograniczenie nierównowagi fiskalnej niemal we wszystkich krajach regionu, w rezultacie podejmowanych działań dostosowawczych. Wyjątek stanowiły Czechy, Estonia i Węgry, w których deficyt budżetowy w ub.r. wzrósł w porównaniu z 2011 r., co było m.in. efektem wystąpienia czynników jednorazowych⁶. Najsilniejsze zacieśnienie fiskalne (mierzone zmianą salda strukturalnego sektora *general government*⁷) w ub.r. miało miejsce na Węgrzech (3,4 pkt. proc. PKB), w Słowenii (2,0 pkt. proc. PKB) oraz w Polsce i na

Litwie (1,7 pkt. proc. PKB). Realizacja celów budżetowych założonych w Aktualizacjach Programów Konwergencji/Stabilności (APK/S) na 2012 r. była w większości krajów EŚW utrudniona na skutek pogorszenia się warunków makroekonomicznych. W tej sytuacji większość z nich podjęła w trakcie ub.r. dodatkowe działania dostosowawcze (Czechy, Chorwacja, Słowacja, Słowenia, Węgry), polegające przede wszystkim na ograniczeniu wydatków⁸, w tym m.in. majątkowych. Ostatecznie wyższe saldo sektora *general government* niż założone w APK/S odnotowano w Czechach (4,4% PKB, tj. o 1,4 pkt. proc. PKB wyższe), Polsce (3,9% PKB, tj. o 1,0 pkt. proc. PKB), Słowenii (4,0% PKB, tj. o 0,5 pkt. proc. PKB) oraz w Rumunii i na Litwie (2,9%-3,2% PKB, tj. o ok. 0,1-0,2 pkt. proc. PKB). Z kolei w Bułgarii, Estonii i na Łotwie, dzięki m.in. lepszej od zakładanej sytuacji gospodarczej deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2012 r. był znacząco niższy od zakładanego (odpowiednio: o ok. 0,7 pkt. proc., ok. 1,8 pkt. proc. i ok. 0,9 pkt. proc.).

W 2012 r. upłynął termin ograniczenia deficytu budżetowego, wynikający z procedury nadmiernego deficytu (*excessive deficit procedure – EDP*) nałożonej na Polskę, Węgry, Rumunię, oraz Litwę i Łotwę. Z wyjątkiem Litwy (3,2% PKB) i Polski (3,9% PKB), wszystkie kraje ograniczyły nierównowagę fiskalną w ub.r. poniżej 3% PKB. Osłabienie wzrostu gospodarczego w Polsce spowodowało utrzymanie się deficytu budżetowego wyraźnie powyżej wartości referencyjnej, pomimo dużej skali działań dostosowawczych. Na Węgrzech nastąpiło ograniczenie ujemnego salda sektora finansów publicznych poniżej 3% PKB (1,9% PKB), jednakże KE oceniła, że korekta nadmiernego deficytu będzie nietrwała (3,0% PKB w 2013 r., 3,3% PKB 2014 r.). W odpowiedzi władze węgierskie przyjęły w maju br. dodatkowe działania dostosowawcze. Zbliżony do wartości referencyjnej deficyt budżetowy na Litwie (3,2% PKB) umożliwił przy ocenie sytuacji fiskalnej w tym kraju uwzględnienie kosztów reformy emerytalnej (ok. 0,2% PKB). Ostatecznie KE zarekomendowała Radzie UE pod koniec maja br. uchylenie EDP wobec wszystkich państw regionu, którym termin na korektę nadmiernego deficytu upłynął w 2012 r. Jedynym wyjątkiem jest Polska, w przypadku której KE proponuje jego wydłużenie o 2 lata.

Zahamowanie tempa konsolidacji finansów publicznych w latach 2013-2014

Według wiosennej prognozy Komisji (z maja 2013 r.), tempo konsolidacji fiskalnej (mierzone zmianą salda strukturalnego) w 2013 i 2014 r. ulegnie zahamowaniu, a w niektórych krajach regionu ma nastąpić poluzowanie polityki fiskalnej⁹. Wynika to po pierwsze z osiągniętej w

⁶ W 2011 r. Węgry odnotowały nadwyżkę budżetową (4,3% PKB) w rezultacie likwidacji kapitałowego systemu emerytalnego (transfer aktywów na poziomie ok. 10% PKB). Po wyłączeniu tego czynnika, Węgry są krajem regionu, który najsilniej ograniczył nominalne saldo sektora finansów publicznych w 2012 r. (o ok. 3,6 pkt. proc. PKB). Wzrost deficytu sektora finansów publicznych Czech (z 3,3% PKB w 2011 r. do 4,4% PKB w ub.r.) jest związany z uchwaleniem ustawy o restytucji mienia kościelnego (ok. 1,5% PKB). W Estonii, nadwyżka budżetowa (1,2% PKB) w 2011 r. była wynikiem m.in. uzyskania wysokich dochodów ze sprzedaży praw do emisji dwutlenku węgla (ok. 1% PKB). W 2012 r. część tych środków zostanie przeznaczona na inwestycje środowiskowe, co wraz z wygaśnięciem części czasowych działań konsolidacyjnych przyjętych w 2009 r., spowodowało pogorszenie się wyniku sektora *general government* (nie wielki deficyt budżetowy na poziomie 0,3% PKB).

⁷ Saldo strukturalne sektora finansów publicznych to saldo nominalne skorygowane o wahania cyklu koniunkturalnego oraz wpływ tzw. czynników jednorazowych (*one-off and temporary measures*). Dane dla wszystkich krajów regionu – z wyjątkiem Chorwacji (brak danych) – za wiosenną prognozę KE (maj 2013 r.).

⁸ Z wyjątkiem Słowacji, gdzie dodatkowe działania koncentrowały się na stronie dochodowej i dotyczyły m.in. przekierowania części składki z II do I filara systemu emerytalnego, wprowadzenia jednorazowego podatku bankowego i specjalnej opłaty dla przedsiębiorstw działających w branżach regulowanych, przyspieszeniu podwyżki akcyzy na wyroby tytoniowe.

⁹ W okresie 2010-2012 r. średnia ważona skala dostosowania fiskalnego w krajach regionu, zgodnie z danymi KE (z maja 2013

ostatnich latach wyraźnej poprawy sytuacji fiskalnej, czego wyrazem jest zakończenie EDP wobec połowy krajów Europy Środkowo-Wschodniej nią objętych. Jedynie w przypadku Chorwacji, Słowenii oraz Polski ujemne saldo sektora *general government* ma nadal znacząco przekraczać 3% PKB (odpowiednio: 5,6% PKB, 4,9% PKB i 4,1% PKB¹⁰ w 2014 r.). Po drugie pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego oznacza, że zacieśnienie fiskalne miałyby procykliczny charakter.

Wprowadzone w poprzednich latach zmiany po stronie wydatkowej mają zostać utrzymane w połowie państw regionu (wyjątki: Estonia, Rumunia, Łotwa, Litwa oraz Bułgaria¹¹). W krajach bałtyckich, Polsce, na Węgrzech i Słowacji elementem konsolidacji fiskalnej będzie także ograniczenie wydatków inwestycyjnych. Po stronie dochodowej w 2013 i 2014 r. większość krajów zapowiada działania zmierzające do ograniczenia szarej strefy i uszczelnienia systemu podatkowego oraz podwyżki niektórych kategorii podatkowych. Jednocześnie, w celu wsparcia wzrostu gospodarczego, planowane są obniżki podatków bezpośrednich lub składek na ubezpieczenia społeczne i zdrowotne w Chorwacji, Estonii, Łotwie i na Węgrzech. Ponadto nastąpi podwyższenie wymiaru składki odprowadzanej do kapitałowej części systemu emerytalnego (Polska, Litwa, Łotwa, Rumunia, Estonia), obniżonej lub zawieszonych w poprzednich latach, co oznacza ubytek dochodów sektora finansów publicznych. W przypadku Polski możliwe są także inne zmiany w funkcjonowaniu tzw. II filara, wpływające na saldo finansów publicznych, np. wprowadzenie możliwości wystąpienia z OFE.

W 2013 r. upływa termin korekty nadmiernego deficytu dla Czech i Słowacji. Zgodnie z wiosenną prognozą KE, deficyt budżetowy ukształtuje się w latach 2013-2014 na poziomie wartości referencyjnej (ok. 3% PKB). Z uwagi na znaczące pogorszenie sytuacji gospodarczej, KE zarekomendowała przesunięcie terminu korekty nadmiernego deficytu przez Słowenię z 2013 r. na 2015 r.

W kierunku utrzymania dyscypliny finansów publicznych i wypełniania europejskich reguł fiskalnych oddziaływać będą planowane lub już przyjęte zmiany w ramach fiskalnych poszczególnych państw regionu. Zmiany te są związane z zaleceniami tzw. „sześciopaku”¹², dotyczącymi

przyjmowania krajowych reguł fiskalnych, które wspierają realizację zobowiązań wynikających z Paktu Stabilności i Wzrostu. Dotyczą one najczęściej przyjęcia limitów wydatków budżetowych, poziomu długu publicznego, a także deficytu finansów publicznych w średnim okresie. Co istotne, skala ewentualnych korekt wynikających z ich stosowania będzie dostosowana do fazy cyklu koniunkturalnego. Reguły te mają wspierać osiągnięcie tzw. budżetowego celu średniokresowego (*medium term budgetary objective, MTO*¹³). Ponadto Czechy, Bułgaria oraz Łotwa zamierzają powołać Rady Fiskalne, tym samym jedynie Polska, Estonia oraz Litwa pozostałyby krajami regionu, w których instytucja taka nie funkcjonuje.

Umiarkowany wzrost długu publicznego

Relacja długu publicznego do PKB w krajach regionu, pomimo poprawy sytuacji gospodarczej i stanu finansów publicznych, będzie w latach 2013-2014 dalej rosła, z wyjątkiem państw bałtyckich oraz Węgier (spadek o ok. 0,3-1,3 pkt. proc. PKB). Niemniej, zgodnie z wiosenną prognozą KE, przyrost ten będzie umiarkowany (0,7-4,6 pp. PKB), z wyjątkiem Słowenii (12,4 pp. PKB, wpływ dokapitalizowania systemu bankowego¹⁴) i Chorwacji (o 8,8 pp. PKB). W Estonii, Słowenii oraz Słowacji, będących członkami strefy euro, na wzrost długu publicznego wpływ będzie miało przekazanie środków w ramach Europejskiego Mechanizmu Stabilizującego (ESM) i Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej (EFSF)¹⁵. Jedynie na Węgrzech wielkość zobowiązań sektora instytucji rządowych i samorządowych pozostanie znacząco powyżej 60% PKB (79,7% PKB w 2013 r., 78,9% w 2014 r.). W horyzoncie prognozy KE, wartość referencyjna długu publicznego (60% PKB) ma zostać przekroczona w Słowenii (61,0% PKB w 2013 r., 66,5% PKB w 2014 r.) i Chorwacji (62,5% PKB w 2014 r.). Węgry nadal pozostają jedynym krajem regionu, którego skarbowe papiery wartościowe są oceniane przez trzy największe agencje ratingowe¹⁶ jako „śmieciowe”. Od końca ub.r. niektóre z

r.) wyniosła ok. 2,7% PKB, podczas gdy dla lat 2013-2014 ok. 0,9% PKB. KE prognozuje przy tym, że w przypadku Bułgarii, Czech, Łotwy, Węgier i Słowenii saldo strukturalne sektora finansów publicznych ulegnie pogorszeniu (o 0,4 do 1,1 pkt. proc. PKB).

¹⁰ KE nie uwzględniła w swojej prognozie zapowiedzianego przez Polskę w najnowszej aktualizacji Programu Konwergencji przedłużenia obowiązywania tymczasowej podwyżki VAT na lata 2014-2016 (ok. 0,3% PKB rocznie).

¹¹ Dotyczą m.in. podwyżek wynagrodzeń w administracji publicznej, cofnięcia zamrożenia lub obniżek świadczeń socjalnych.

¹² Wchodząca w jego skład dyrektywa Rady 2011/85/UE z dnia 8 listopada 2011 r. w sprawie wymogów dla ram budżetowych krajów członkowskich (Dz.Urz. UE L 306 z 23 listopada 2011 r., s. 33-49) ma na celu ich wzmocnienie oraz wbudowanie w nie elementów wspierających realizację zobowiązań wynikających z Pakty Stabilności i Wzrostu. Przepisy dyrektywy dotyczą m.in. kwestii wiarygodnych prognoz makroekonomicznych, przejrzystości

finansów publicznych, planowania wieloletniego oraz krajowych reguł fiskalnych, a ich transpozycja ma nastąpić do końca 2013 r.

¹³ Osiągnięcie MTO stwarza dostateczny margines umożliwiający swobodne działanie automatycznych stabilizatorów koniunktury w sposób, który nie powoduje przekroczenia wartości referencyjnej deficytu budżetowego. Wzmocnia to stabilizacyjną funkcję polityki fiskalnej i ogranicza jej procykliczny charakter. Por. *Public finances in EMU 2006*, European Economy, 3/2006, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, European Commission.

¹⁴ Władze Słowenii szacują, że w br. koszty dokapitalizowania sektora bankowego mają wynieść ok. 3,7% PKB. W 2013 r. rozpocznie funkcjonowanie specjalna agencja mająca charakter tzw. „złego banku”. Odkupi ona portfel zagrożonych kredytów (określono limit o wartości ok. 4 mld EUR, tj. ok. 11,4% PKB), przekazując bankom obligacje gwarantowane przez państwo. Kwota ta nie została uwzględniona w prognozie Komisji Europejskiej.

¹⁵ W 2012 r. na Słowacji wpływ na dług publiczny wyniósł ok. 2,5% PKB, w Estonii – 2,1% PKB, zaś Słowenii – 2,7% PKB. W 2013 r. odpowiednio: 3,2% PKB, 2,5% PKB i 3,7% PKB.

¹⁶ Moody's, Standard&Poor's, Fitch.

nich do poziomu „śmiecioviego” obniżyły ratingi Chorwacji i Słowenii¹⁷.

Dalsze zmniejszanie nierównowag zewnętrznych

W 2012 r. deficyt na rachunku obrotów bieżących w regionie EŚW, podobnie jak miało to miejsce w 2011 r., zmniejszył się. W ubiegłym roku wyniósł on 1,9% PKB, wobec 3% PKB w 2011 r. W I kw. 2013 r. zaobserwowano jego dalszy spadek, do 1,4% PKB. Na spadek deficytu w skali regionu największy wpływ miała poprawa salda na rachunku towarów. Deficyt w handlu zagranicznym zmniejszył się w większości krajów, nawet pomimo wyraźnego spadku dynamiki eksportu, a główną przyczyną tego spadku był słabnący popyt krajowy i tym samym import. Nieznacznie wzrosła również nadwyżka w handlu usługami, natomiast saldo dochodów oraz transferów bieżących praktycznie nie zmieniło się w skali regionu. Bułgaria i Estonia były jedynymi krajami, w których saldo handlu zagranicznego, a tym samym saldo obrotów bieżących pogorszyło się (w przypadku Estonii to efekt dużego importu inwestycyjnego, natomiast w Bułgarii wynikało to z wyjątkowo słabego eksportu).

W bieżącym roku oczekuje dalszej poprawy salda na rachunku obrotów bieżących, aczkolwiek jej skala będzie mniejsza niż w 2012 r. W dalszym ciągu dostosowania w obrotach bieżących odbywać się mają przede wszystkim poprzez handel zagraniczny. Wyniki na rachunkach usług, dochodów oraz transferów bieżących nie powinny wyraźnie odbiegać od zeszłorocznych. Wzrostu deficytu obrotów bieżących oczekuje się jedynie na Litwie i Łotwie, gdzie najprawdopodobniej nie uda się utrzymać tak szybkiego wzrostu eksportu jak miało to miejsce w 2012 r. W 2014 r. skala nierównowag zewnętrznych powinna już się ustabilizować. Oczekiwany wzrost popytu zewnętrznego powinien pobudzić eksport i tym samym saldo na rachunku towarów ponownie nieznacznie się poprawi. W przeciwnym kierunku oddziaływać będzie jednak wzrost deficytu na rachunku dochodów, kiedy to lepsza koniunktura w regionie przełoży się na wyższy transfer zysków przedsiębiorstw z dominującą rolą kapitału zagranicznego.

Niższy napływ inwestycji zagranicznych przy zmianie ich struktury

W 2012 r. i I kw. 2013 r. wyraźnie obniżył się napływ netto inwestycji zagranicznych do krajów EŚW. W 2011 r. wyniósł on 3,8% PKB, a w I kw. 2013 r. już tylko 1,4% PKB. Napływ inwestycji bezpośrednich w relacji do PKB pozostał bez zmian (2,0%), jednak zmieniła się struktura tych inwestycji. Coraz większy udział miały kredyty wewnątrz korporacyjne, natomiast zmniejszała się rola inwestycji udziałowych. Za spadek napływu kapitału zagranicznego odpowiadały jednak niemal w całości pozostałe inwestycje, czyli kredyty handlowe, a przede wszystkim zobowiązania sektora finansowego. To właśnie wyraźny

odpływ kapitału z sektora bankowego (wycofywanie depozytów i spłata kredytów na rzecz banków zagranicznych) zdecydował o rekordowo wysokim deficycie na rachunku pozostałych inwestycji w 2012 r. (-3,8% PKB wobec -0,6% PKB w 2011 r.). Wstępne dane z I kw. 2013 r. wskazują już jednak, że w niektórych krajach regionu EŚWS (m.in. w Polsce, Estonii, na Litwie i Słowacji) ma miejsce wyhamowanie skali odpływu pozostałych inwestycji.

W 2012 r. zwiększył się natomiast napływ inwestycji portfelowych, zwłaszcza na rynki rządowych papierów dłużnych (przede wszystkim w Polsce, Czechach, Słowacji, Rumunii Chorwacji). Spowodowane to było z jednej strony dużą płynnością europejskiego systemu bankowego (m.in. wskutek ww. wycofywania kapitału ze środkowoeuropejskiego systemu bankowego), a z drugiej spadającą awersją do ryzyka i poprawiającym się sentymentem wobec regionu EŚW. Dane za I kw. 2013 r. wskazują już jednak, że napływ inwestycji portfelowych nie wzrastał.

Rynki instrumentów dłużnych uzależnione od nastrojów na rynku globalnym

Zwiększony popyt na środkowoeuropejskie obligacje Skarbu Państwa miał miejsce również w początkowym okresie 2013 r. Zauważalne to było w dalszym spadku rentowności obligacji skarbowych. Na początku II kw. br. w większości krajów EŚW (poza Słowenią) spadły one do rekordowo niskich poziomów (m.in. rentowności 10-letnich obligacji spadły poniżej 1,5% w Czechach, 3% w Polsce, czy 5% na Węgrzech).

Na zdecydowanie niższy niż jeszcze w połowie 2012 r. poziom awersji do ryzyka i utrzymujący się dobry sentyment inwestorów zagranicznych do krajów regionu wskazywały również notowania kontraktów CDS dla obligacji skarbowych. W połowie czerwca br. w dalszym ciągu były one o średnio 200 pb. niższe niż przed rokiem. Największy spadek miał miejsce na Węgrzech, w Bułgarii i Rumunii, o średnio 300 pb., jednak w tych krajach, a także w Chorwacji należały one wciąż do najwyższych w regionie (ponad 300 pb. W Chorwacji i na Węgrzech, 200 pb. w Rumunii), podczas gdy w Czechach, Estonii, Polsce czy Słowacji kształtowały się w granicach 50-80 pb. W pierwszej połowie br. zmienność kwotowań kontraktów CDS nie była tak duża jak w II połowie 2012 r. Wyraźny ich wzrost miał miejsce jedynie w Słowenii i Chorwacji (w związku z nadal trudną sytuacją sektora finansów publicznych) oraz na Węgrzech w lutym br., (w związku z niepewnością dotyczącą zmian we władzach MNB).

Na rynkach akcji w krajach EŚW w I połowie 2013 r. panowały rozbieżne tendencje. O ile w I kw. br. na wszystkich większych rynkach regionu (Polska, Czechy, Węgry, Słowacja) miała miejsce tendencja spadkowa, to w kolejnych trzech miesiącach indeksy giełd z Warszawy i Budapesztu zdołały odrobić straty, natomiast czeskie i słowackie indeksy giełdowe nadal pozostawały na poziomie niższym o kilka procent wobec obserwowanego w końcu 2012 r.

¹⁷ Chorwacja: Standard&Poor's – grudzień 2012 r.; Moody's – luty 2013 r.; Słowenia: Moody's w kwietniu 2013 r. Przed końcem 2011 r. Słowenia cieszyła się najwyższym ratingiem wśród wszystkich krajów regionu.

Wzrost globalnej awersji do ryzyka, związany z zapowiedzią zakończenia programów wspierania płynności sektora bankowego przez FED¹⁸ spowodował, że II połowie maja i czerwca br. można już było zaobserwować wycofywanie się inwestorów z rynków EŚW. Sygnały to m.in. wyraźne wzrosty kwotowań CDS, zwłaszcza w końcu czerwca 2013 r., a także spadek cen aktywów finansowych w krajach EŚW. Rentowności obligacji ponownie wzrosły, zwłaszcza na największych rynkach (Polska, Czechy, Węgry, Rumunia), jednak ich poziom był nadal niższy niż na początku br. Na odpływie kapitału straciły również rynki akcji. Silne spadki w ostatnich dniach czerwca 2013 r. spowodowały powrót indeksów w okolice tegorocznych minimów.

Utrzymujący się wysoki napływ inwestycji portfelowych oraz nadal duże zainteresowanie obligacjami skarbowymi krajów EŚW nie przełożyły się jednak na aprecjację walut regionu w 2013 r. Od stycznia do czerwca "płynne" waluty krajów EŚW znajdują się w lekkim trendzie deprecyjnym. W tym okresie PLN osłabił się wobec EUR o prawie 6,5%, CZK o 4%, HUF o 2%, a RON o 1,5%. Deprecjacja walut była widoczna zwłaszcza w maju i czerwcu br., co zbiegło się w czasie z wycofywaniem się inwestorów z rynków finansowych regionu.

Oczekiwane powolne ożywienie w latach 2013-2014

Pogarszające się perspektywy światowej gospodarki, w tym głównie prognozy wzrostu dla strefy euro, spowodowały rewizję w dół prognoz dla krajów EŚW na lata 2013-2014.

Najnowsze prognozy wskazują, że spowolnienie gospodarcze w regionie będzie się utrzymywało w 2013 r., aczkolwiek w II jego połowie wzrost PKB powinien powoli zacząć przyspieszać¹⁹, a dopiero w 2014 r. gospodarki powinny powrócić na ścieżkę umiarkowanego wzrostu. Czechom, Słowenii i Chorwacji najprawdopodobniej nie uda się uniknąć kolejnego roku recesji, natomiast zaskakujący wzrost PKB na Węgrzech w I kw. br. może wróżyć powrót tego kraju na ścieżkę wzrostu już w 2013 r.

Wydaje się, że głównymi czynnikami, które będą w najbliższych miesiącach hamować wzrost w regionie EŚW są: nadal słaba koniunktura w strefie euro, która przekłada się na niskie tempo wzrostu eksportu (nawet pomimo chwilowego ożywienia w I kw. 2013 r.) oraz przedłużenie stagnacji na rynku pracy. Dodatkowo, nie wydaje się, aby trwający proces oddłużania sektora prywatnego zakończył się w najbliższym okresie. Co prawda proces delewarowania środkowo-europejskich systemów bankowych już w 2012 r. zaczął tracić na sile, a akomodacyjna polityka pieniężna doprowadziła do wyraźnego spadku kosztów kredytu w krajach regionu, to jednak głównymi czynnikami decydującymi o niskim zainteresowaniu kredytem w dalszym ciągu wydają się być niepewność co do przyszłej sytuacji gospodarczej i finansowej

gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oraz brak perspektyw szybkiej poprawy sytuacji na rynkach pracy. Obserwowany pod koniec II kw. 2013 r. odwrót inwestorów zagranicznych od rynków finansowych również należy traktować jako kolejne ryzyko opóźniające proces odbudowy wzrostu gospodarczego w regionie.

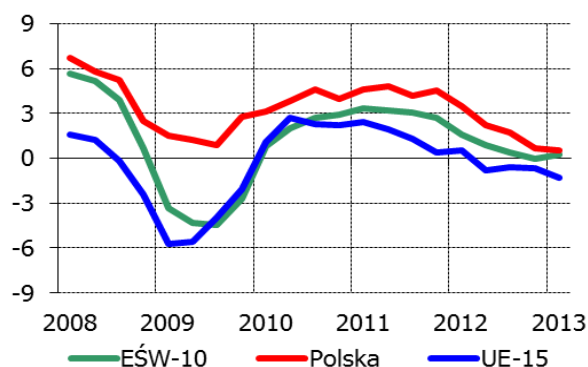
Wspomniane powyżej: przedłużająca się stagnacja na rynkach pracy, a także niechęć do dalszego zapożyczania się, spowodują, że konsumpcja prywatna do końca bieżącego roku pozostanie relatywnie słaba w krajach EŚW. Tempo wzrostu inwestycji, zwłaszcza inwestycji prywatnych również nie powinno znacząco wzrosnąć w porównaniu z 2012 r., do czego przyczyni się niski poziom nastroju przedsiębiorców związany ze słabnącym popytem i zmniejszającą się liczbą zamówień, zarówno krajowych, jak i zagranicznych. Niewielki wzrost produkcji w I kw. 2013 r., wynikający m.in. z ożywienia aktywności w sektorze motoryzacyjnym w strefie euro nie powinien w najbliższych miesiącach przełożyć się na wzmożone decyzje przedsiębiorców o rozpoczęciu nowych projektów inwestycyjnych. Nieco większym tempem wzrostu powinny charakteryzować się inwestycje publiczne, które nadal wspierane będą przez środki z funduszy UE. Wydaje się, że podobnie jak w 2012 r., eksport netto, nawet pomimo utrzymującego się na stałe niskim poziomie popytu eksportowego, pozostanie jedyną kategorią mającą dodatni wkład do tempa wzrostu PKB w 2013 r., co będzie wynikiem przełożenia się słabego popytu krajowego w regionie EŚW na niski import.

Spodziewane ożywienie gospodarcze w strefie euro w 2014 r. będzie podstawowym czynnikiem przyspieszenia gospodarczego w regionie w przyszłym roku. Powinno ono bezpośrednio przełożyć się na wzrost eksportu, a pośrednio, poprzez poprawę sytuacji na rynku pracy, również na popyt krajowy. Dodatkowo, negatywny wpływ konsolidacji fiskalnej na wzrost konsumpcji i inwestycji zmniejszy się. Pomimo faktu, że ożywienie w przyszłym roku będzie zapoczątkowane przez wzrost popytu zewnętrznego i eksportu, to jednak wkład wymiany handlowej z zagranicą może się wyraźnie zmniejszyć w porównaniu z 2012 i 2013 r., czego przyczyną będzie odbudowujący się import.

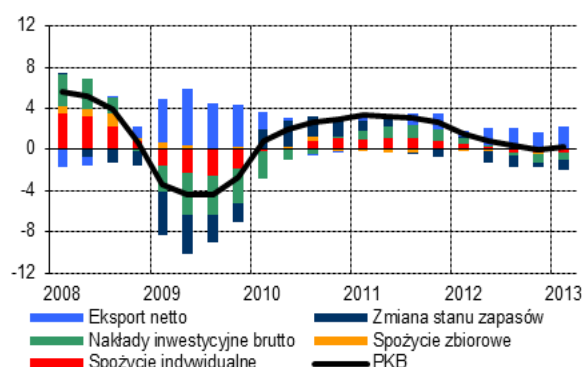
¹⁸ FED zapowiedział wygaszanie programu skupu papierów skarbowych, który zakończyć się ma w połowie przyszłego roku.

¹⁹ Według prognoz Komisji Europejskiej z maja 2013 r.

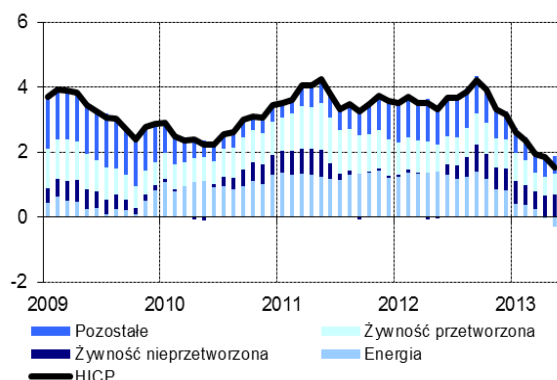
Dynamika PKB (% r/r)



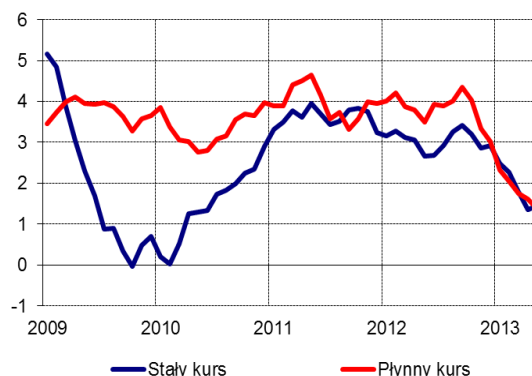
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB w krajach ESW (pp., r/r)



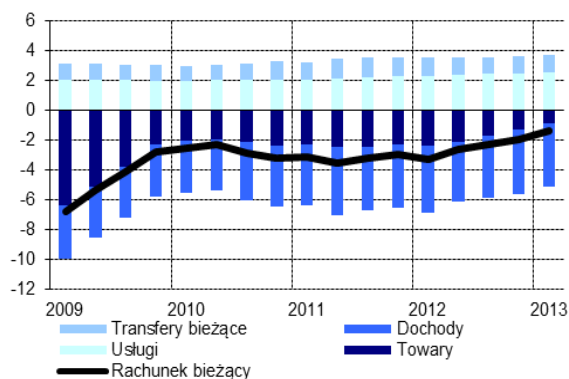
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



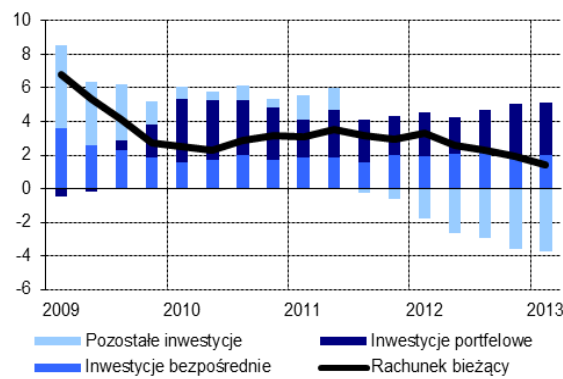
Inflacja HICP (% r/r)



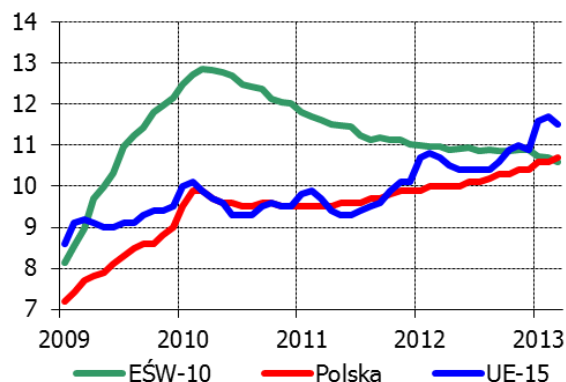
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



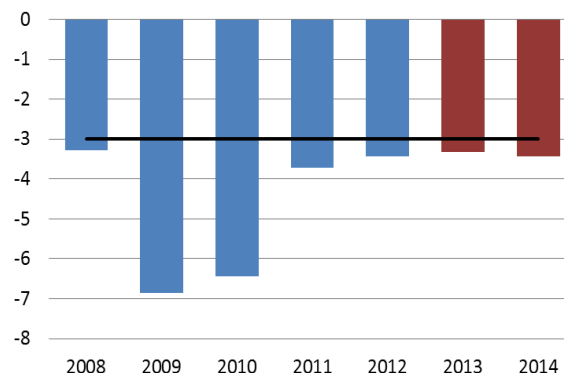
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



Stopa bezrobocia (%)



Saldo sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



BUŁGARIA

niekorzystne uwarunkowania zewnętrzne przyczyną spadku eksportu

W Bułgarii ubiegły rok charakteryzował się postępującym spowolnieniem aktywności gospodarczej. Po okresie przyspieszenia w I połowie 2012 r. znacząco spowolnił popyt wewnętrzny. W największym stopniu dotknęło to konsumpcję gospodarstw domowych (1,8% r/r w II poł. ub.r. wobec 3,6% r/r w I poł. ub.r.) oraz proces odbudowy zapasów. Wzrost dynamiki nakładów inwestycyjnych również okazał się nietrwały (stagnacja w II poł. ub.r. wobec 1,4% r/r w I poł. ub.r.). Dodatkowo, podczas całego ubiegłego roku dynamika importu przewyższała dynamikę eksportu, przez co eksport netto przestał pozytywnie wpływać na tempo wzrostu gospodarczego.

W latach 2009-2011 eksport netto był kategorią, która bardzo silnie wspierała wzrost PKB w Bułgarii. Jego przeciętny wkład do dynamiki PKB w ciągu tych trzech lat wyniósł niemal 6 pp. O ile w 2009 r. wzrost udziału wymiany handlowej z zagranicą wynikał z silnego spadku importu, w związku z załamaniem się popytu krajowego w tym okresie, to w kolejnych dwóch latach był wynikiem szybkiego (w dwucyfrowym tempie) wzrostu eksportu. Nawet silne powiązania handlowe z krajami peryferyjnymi strefy euro (zwłaszcza Grecją), które wówczas znajdowały się w głębokim kryzysie, nie wpłynęły negatywnie na wymianę handlową²⁰. Stało się tak między innymi dzięki znacznej poprawie jakości eksportowanych towarów, większemu eksportowi usług turystycznych oraz stosunkowo dużemu udziałowi eksportu do krajów spoza UE, których popyt na dobra bułgarskie długo utrzymywał się na relatywnie wysokim poziomie.

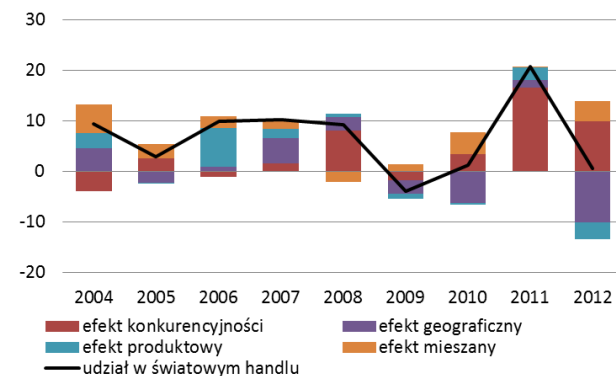
Na wzrost konkurencyjności produktowej (zarówno oferty produktów, jak i ich kosztu) bułgarskiego eksportu po 2009 r., która przyczyniła się przyspieszenia sprzedaży zagranicznej, wskazują badania *constant market shares*²¹. Należy podkreślić, że udział czynników związanych z konkurencyjnością odpowiadał za wzrost udziału w światowym handlu oraz równoważył łączny negatywny wpływ determinant strukturalnych (struktury geograficznej oraz towarowej) w latach 2008-2012²². Konkurencyjność produktowa Bułgarii nie zrównoważyła jednak negatywnych uwarunkowań geograficznych i strukturalnych. W rezultacie, w ubiegłym roku po raz pierwszy od 2009 r. eksport Bułgarii obniżył się.

Badania powyższe potwierdza kształtowanie się jednostkowych kosztów pracy (ULC) w Bułgarii. Co prawda wzrost ULC w bułgarskiej gospodarce był w okresie po-

kryzysowym zdecydowanie najwyższy spośród krajów regionu, to jednak dotyczył on w tych sektorów gospodarki, które ukierunkowane były na produkcję na rynek krajowy. Jednostkowe koszty pracy w całej gospodarce od połowy 2008 r. do I kw. 2013 r. wzrosły o ponad 20%, podczas gdy w pro-eksportowo nastawionym przemyśle przetwórczym nawet nieznacznie spadły w tym okresie.

Wydaje się zatem, że główną przyczyną spadku eksportu w ubiegłym roku było wyraźne pogorszenie się popytu ze strony partnerów handlowych Bułgarii. Potwierdzeniem tej tezy jest ujemna i znaczna kontrybucja efektu geograficznego na zmianę udziału Bułgarii w światowym handlu. W 2011 r. wzrost popytu na rynkach eksportowych Bułgarii wynosił 5,6%, a w 2012 r. spadł do zera, co było najgorszym wynikiem spośród wszystkich krajów EŚW (poza Chorwacją) w ubiegłym roku. Stagnacja popytu na rynkach eksportowych wynikała przed wszystkim z pogłębiającego się kryzysu strefy euro oraz wyraźnego osłabienia wzrostu popytu ze strony partnerów spoza UE, zwłaszcza szybko rosnącej w poprzednich latach gospodarki Turcji.

Dekompozycja zmian udziału Bułgarii w światowym handlu



Źródło: Badania IE NBP

Wzrost kosztów pracy w sektorach *non-tradables* w Bułgarii w ostatnich latach to wynik strukturalnych niedopasowań na rynku pracy, które od lat stanowią barierę dla przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego w tym kraju. W wyniku tych właśnie niedopasowań, korekty na bułgarskim rynku pracy w latach 2008-2013 odbywały się niemal wyłącznie poprzez redukcję zatrudnienia, podczas gdy dynamika wynagrodzeń pozostawała na relatywnie wysokim poziomie. W rezultacie stopa bezrobocia od połowy 2008 r. do końca 2013 r. zwiększyła się z 5,1% do 12,6%, a jej wzrost miał miejsce nawet w okresie relatywnie dobrej koniunktury w 2011, kiedy to w pozostałych krajach EŚW liczba bezrobotnych zmniejszała się. Jednocześnie przeciętna roczna dynamika nominalnych wynagrodzeń w latach 2009-2012 wyniosła niemal 10%, podczas gdy w pozostałych krajach regionu była średnio czterokrotnie niższa.

²⁰ W 2010 r. miał nawet miejsce wyraźny wzrost eksportu do Grecji, co wynikało z jednej strony z chęci zastępowania droższych greckich towarów i usług ich tańszymi odpowiednikami importowanymi z Bułgarii. Dodatkowo liczne w tamtym okresie strajki, m.in. w greckim sektorze energetycznym, doprowadziły do zwiększonego importu energii, głównie z Bułgarii.

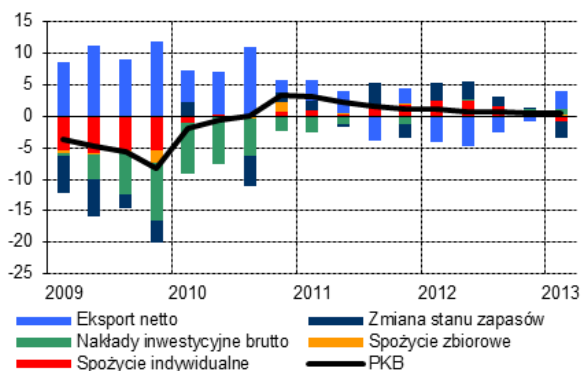
²¹ Na podstawie badań Narodowego Banku Polskiego.

²² W latach 2008-2012 udział Bułgarii w światowym handlu wzrósł o ponad 14% i osiągnął 0,17 pp. w 2012 r. Dotyczyło to handlu towarami z grup SITC 0, 1, 5-8 na trzecim poziomie agregacji.

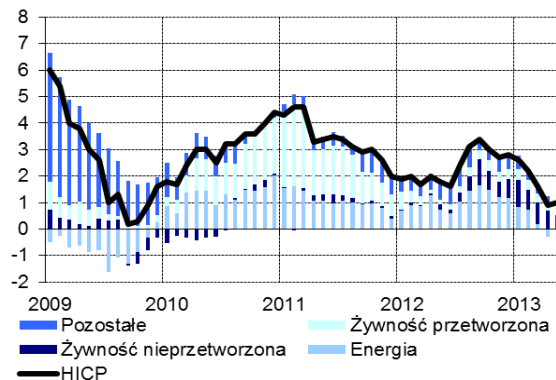
Jednak w 2012 r. można już było zaobserwować spadek dynamiki wynagrodzeń (do 5,7% w IV kw. ub.r.). Przy jednoczesnym stałym wzroście stopy bezrobocia, a także zmniejszającej się podaży kredytów dla gospodarstw domowych, skutkowało to wyraźnym wyhamowaniem spożycia gospodarstw domowych, zwłaszcza w II kw. ub.r.

Dane z pierwszego kwartału br., w którym PKB wzrosło o 0,4% r/r potwierdziły słabość popytu wewnętrznego, w szczególności konsumpcji, która spadła o 1% r/r. Spadek konsumpcji został jednak częściowo skompensowany ekspansywną polityką fiskalną widoczną we wzroście spożycia zbiorowego (3,2% r/r) oraz inwestycji (5,0% r/r) napędzanych w znacznej mierze projektami współfinansowanymi środkami z funduszy UE. W I kw. br. wyraźnie wzrósł również eksport (10,8% r/r), w szczególności energii i metali nieszlachetnych do krajów spoza Unii Europejskiej, co spowodowało wyraźne zwiększenie wkładu eksportu netto do dynamiki PKB. Jednak według prognoz Komisji Europejskiej dodatni udział eksportu netto we wzroście PKB nie będzie trwał i w całym 2013 r., podobnie jak w roku ubiegłym będzie ujemny. Wynikać to jednak ma przede wszystkim z przyspieszenia popytu krajowego i importu. Wzrost popytu krajowego w najbliższych kwartałach w dalszym ciągu będzie oparty na ekspansywnej polityce fiskalnej. Dodatkowo przewiduje się dalszy wzrost kredytu dla przedsiębiorstw, zauważalny już w 2012 r., co powinno pobudzić prywatne inwestycje. Z kolei sytuacja na rynku pracy nie poprawi się znacząco zarówno w 2013, jak i 2014 r. Dodatkowo, wzrostowi dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw w ubiegłym roku nie towarzyszył wzrost dynamiki pożyczek dla gospodarstw domowych, która nadal pozostawała ujemna. Oba te czynniki będą miały duży wpływ na kształtowanie się konsumpcji prywatnej w najbliższych kwartałach. Dlatego też nie oczekuje się jej znaczącego wzrostu, zwłaszcza w 2013 r.

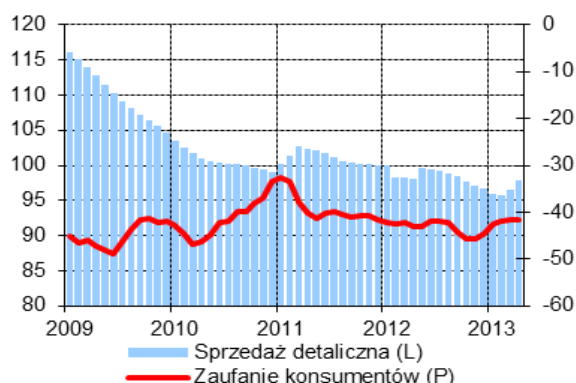
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



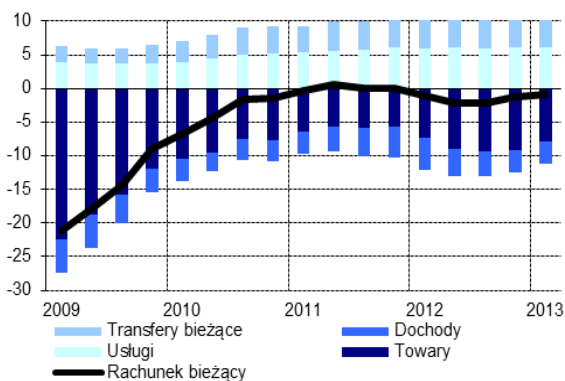
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



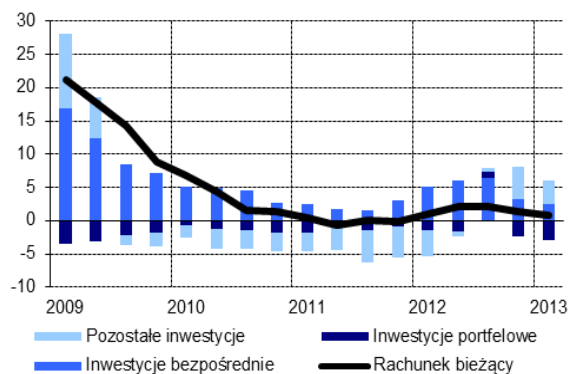
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania w przemyśle



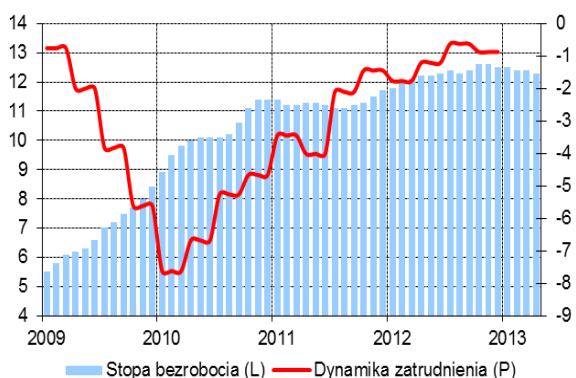
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



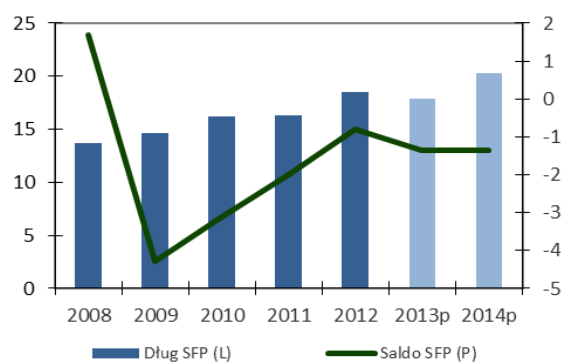
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



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



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



Chorwacja

konsolidacja finansów publicznych opóźnia wyjście z kryzysu

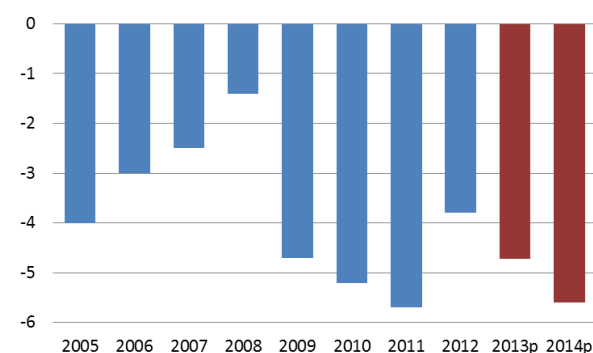
Już od czterech lat gospodarka Chorwacji tkwi w recesji i wiele wskazuje na to, że pozostanie w niej także w bieżącym roku. Spadek realnego PKB w 2012 r. (-2,0% po stagnacji w 2011 r.) wynikał przede wszystkim z niższego spożycia indywidualnego oraz malejących nakładów brutto na środki trwałe, a więc tych czynników, które przed kryzysem finansowym napędzały krajową koniunkturę. Słaby popyt konsumpcyjny jest w znacznej mierze odzwierciedleniem trudnej sytuacji na lokalnym rynku pracy, który charakteryzuje rosnąca stopa bezrobocia oraz spadające (w ujęciu realnym) wynagrodzenia pracowników. To z kolei, w połączeniu z negatywnymi oczekiwaniami w zakresie wyraźnej poprawy koniunktury w najbliższym czasie, przekłada się na mniejszą skłonność firm do inwestowania. W całym ub.r. dynamika nakładów brutto na środki trwałe była ujemna, przy czym w II poł. 2012 r. tempo obniżania się inwestycji nasiliło się.

Jedyną kategorią, która pozytywnie oddziaływała na PKB w 2012 r., było saldo wymiany handlowej z zagranicą. Wolumen eksportu towarów i usług zwiększył się w ub.r., choć dynamika wzrostu wyraźnie osłabła w porównaniu z 2011 r. (odpowiednio 0,4% i 2,0%). Zaobserwowany wzrost był wynikiem wyższych przychodów z tytułu eksportu usług, w tym zwłaszcza usług turystycznych, podczas gdy wolumen eksportu towarów nie zmienił się w porównaniu z 2011 roku²³. Z kolei wolumen importu towarów i usług zmniejszył się w 2012 r. (o 2,1% wobec spadku o 1,3% w 2011 r.), co należy wiązać głównie z obniżeniem się popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego. Powyżej opisane tendencje w handlu zagranicznym Chorwacji wpłynęły na dalszą poprawę salda obrotów bieżących w bilansie płatniczym kraju. W 2012 r. wystąpiła nawet niewielka nadwyżka, po tym jak w poprzednich latach obserwowane było sukcesywne zmniejszanie się deficytu²⁴. Relatywnie duża skala i szybkie tempo spadku nierównowagi zewnętrznej mogą świadczyć o tym, iż trwający proces dostosowań ma raczej charakter cykliczny, a nie jest wynikiem zmian strukturalnych.

Wstępne dane pokazują, że w I kw. 2013 r. PKB Chorwacji ponownie obniżył się (-1,5% r/r), jednak skala spadku była mniejsza niż w II poł. ub.r. (-2,5% r/r). Struktura czynników kształtujących koniunkturę w kraju nie zmieniła się. W dalszym ciągu popyt wewnętrzny działał w kierunku spadku PKB, natomiast pozytywny wpływ handlu zagranicznego obniżył się z uwagi na zmniejszenie się

wolumenu eksportu towarów i usług, po dwóch kolejnych kwartałach dodatniej dynamiki.

Deficyt sektora finansów publicznych w Chorwacji, w % PKB



Źródło: Eurostat, Komisja Europejska

Istotnym czynnikiem osłabiającym wzrost popytu krajowego, zarówno w 2012 r., jak i w kolejnych latach, jest trwająca konsolidacja finansów publicznych.

Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz dług publiczny w Chorwacji wyraźnie wzrosły od momentu wybuchu globalnego kryzysu finansowego w 2008 r.²⁵ W 2012 r. rozpoczął się proces dostosowań fiskalnych, ale działania podjęte dotychczas okazały się niewystarczające dla odwrócenia negatywnych tendencji w finansach publicznych.

Deficyt sektora *general government* w ub.r. ukształtował się na poziomie 3,8% PKB²⁶, wobec 5,7% PKB w 2011 r. Poprawa wyniku finansowego państwa w głównej mierze nastąpiła dzięki konsolidacji fiskalnej. Niemniej ze względu na to, że deficyt utrzymuje się powyżej wartości referencyjnej, po wstąpieniu do Unii Europejskiej, Chorwacja automatycznie zostanie objęta procedurą nadmiernego deficytu. Zgodnie z rekomendacjami KE, korekta nadmiernego deficytu powinna nastąpić do końca 2016 r.

W zaistniałej sytuacji działania konsolidacyjne są kontynuowane. Dotyczą one zarówno strony dochodowej jak i wydatkowej. W pierwszym przypadku konsolidacja obejmuje m.in. podwyższenie stawek VAT (w marcu 2012 r. podwyższono stawkę VAT z 23% do 25%, wprowadzono obniżoną stawkę 10%²⁷, w styczniu 2013 r. zastąpiono

²³ Produkcja statków, które są jednym z ważniejszych produktów eksportowych Chorwacji, znacząco obniżyła się w 2012 r. z uwagi głównie na spadek zamówień na ich budowę. Poza tym krajowy przemysł stoczniowy przechodzi obecnie restrukturyzację, a tym samym można spodziewać się, że będzie to dodatkowo działać w kierunku niższej produkcji tego sektora gospodarki kraju w najbliższej przyszłości.

²⁴ Chorwacja od ponad dekady notuje wysoki deficyt w towarach (13,7% PKB w 2012 r., co oznacza poprawę o 0,1 pkt. proc. wobec poziomu z 2011 r.) oraz równie wysoką nadwyżkę w usługach (14,5% PKB w 2012 r., co oznacza poprawę o 0,6 pkt. proc. wobec poziomu z 2011 r.).

²⁵ Deficyt sektora wzrósł z 2% PKB w 2008 r. do 5,7% w 2011r., dług publiczny zaś się z 28,8% PKB (2008 r.) do 46,7 % PKB (2011 r.)

²⁶ W chwili powstawania raportu trwa rewizja krajowych statystyk i dostosowania ich do standardów unijnych. Nie ma dostępnych danych umożliwiających ocenę skali zacieśnienia (w tym wielkość salda strukturalnego). Zrewidowane i uzupełnione dane zostaną opublikowane dopiero w Programie Konwergencji 2014 r.

²⁷ Obniżoną stawką objęte zostały m.in. oleje i tłuszcze spożywcze, cukier, żywność dla dzieci, usługi dostawy wody (wcześniej obowiązywała na nie stawka 23%).

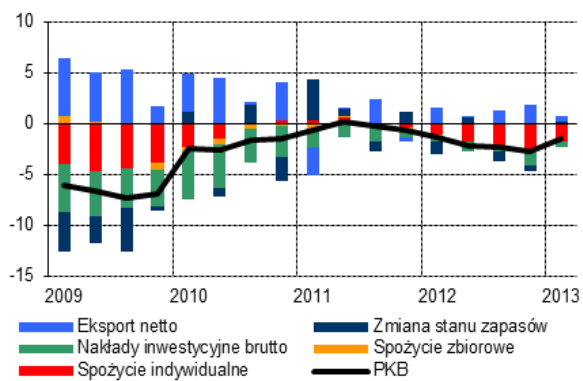
zerową stawkę stawką 5%). Ponadto w 2013 r. wprowadzono podwyżkę w podatku akcyzowym (w tym na papierosy i produkty tytoniowe, energię elektryczną oraz wprowadzono podatek od środków transportu). Jednocześnie podejmowane są próby zwiększenia efektywności systemu podatkowego i zwalczania szarej strefy²⁸. Z drugiej strony natomiast wdrażane są rozwiązania nakierowane na podtrzymanie wzrostu gospodarczego oraz zatrudnienia poprzez obniżenie kosztów pracy (w tym obniżenie wysokości składki zdrowotnej z 15% do 13%, podwyższenie kwoty wolnej od podatku PIT).

Dostosowania po stronie wydatkowej dotyczą przede wszystkim zamrożenia wynagrodzeń w administracji publicznej. Ze względu na obowiązek opłacania składki unijnej (0,5% PKB w 2013 r. i ok. 1,1% PKB w 2014 r.) oraz koszty restrukturyzacji przemysłu stocznioowego i zakładów opieki zdrowotnej, w br. wydatki sektora mogą wzrosnąć.

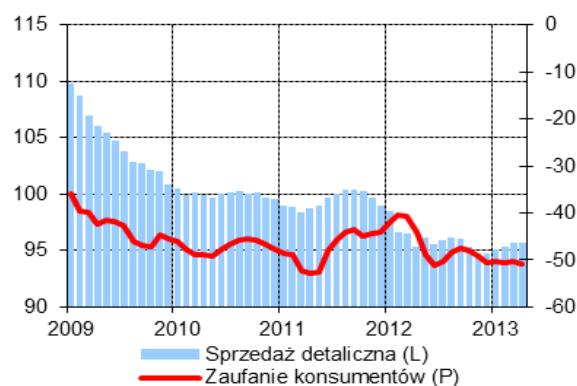
Rząd chorwacki przewiduje, że dzięki trwającemu zacieśnieniu fiskalnemu, deficyt sektora finansów publicznych będzie się zmniejszał (do -2,6% PKB w 2016 r.). Zgodnie z wiosenną prognozą KE natomiast ulegnie on pogłębieniu do poziomu 4,7% PKB w 2013 r. i 5,6% PKB w 2014 r. Rozbieżności tych prognoz wynikają głównie z różnic w ocenie perspektyw makroekonomicznych i związanymi z tym wpływami podatkowymi. Zgodnie z prognozą KE wysokość długu publicznego przekroczy w 2014 r. 60% PKB (w 2012 r. wyniósł on 53,7% PKB). Rząd chorwacki również prognozuje wzrost długu, jednak w horyzoncie prognozy ma się on utrzymać poniżej wartości referencyjnej.

²⁸ Obejmują one: wprowadzenie obowiązku posiadania kasy fiskalnej i zakazu wypłaty wynagrodzenia bez odprowadzenia składki (2013)

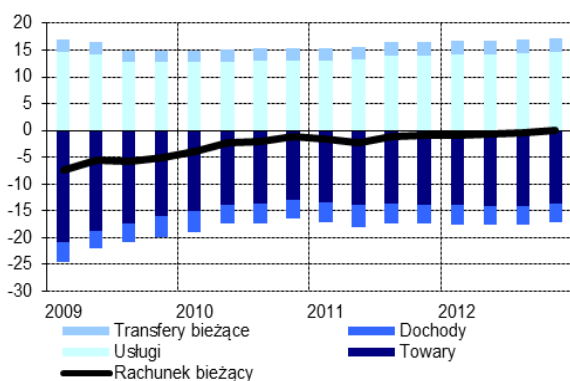
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



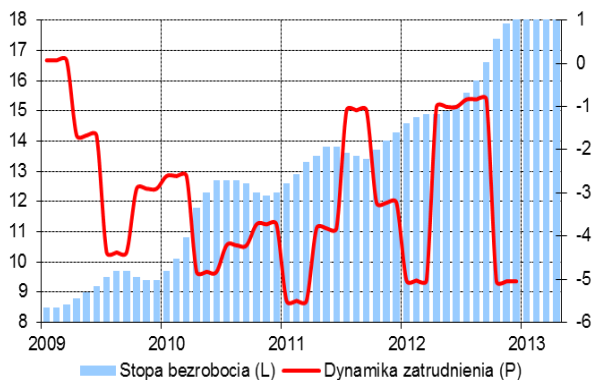
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



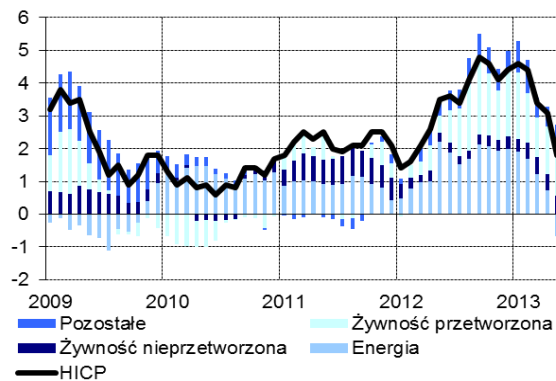
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



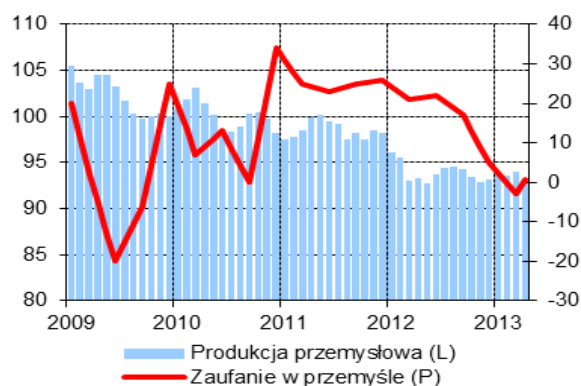
Stopa bezrobocia (%) i dynamika zatrudnienia (% r/r)



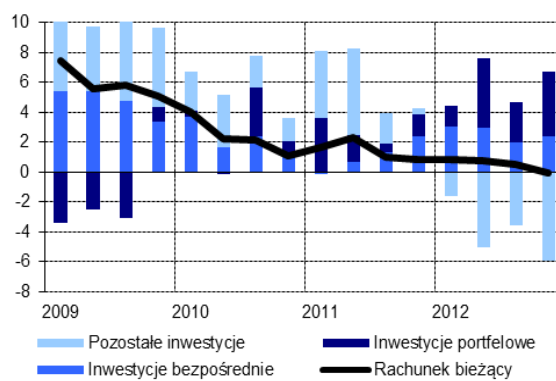
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



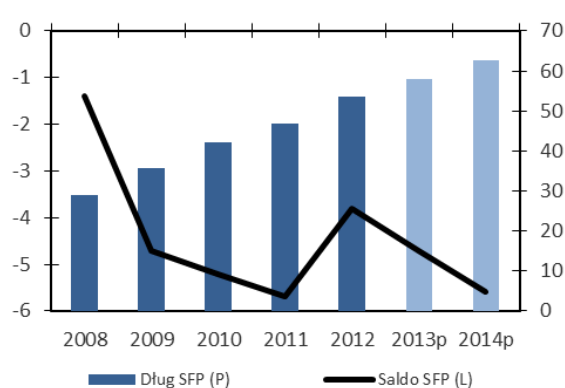
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania w przemyśle



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



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



CZECHY drugie dno czeskiej recesji

Gospodarka Czech od II połowy 2011 r. coraz bardziej pogrąża się w kryzysie. W 2012 r. PKB w ujęciu realnym zmniejszał się w każdym kolejnym kwartale, co spowodowało, że w całym ubiegłym roku spadł o 1,2%. Oznaczało to, że obok Chorwacji, Słowenii i Węgier, Czechy należały do krajów EŚW dotkniętych recesją w ubiegłym roku. W I kw. 2013 r. czeski PKB ponownie się zmniejszył (o 1,1% kw/kw) a jego roczna stopa wzrostu spadła do -2,2%. Jedynie Słowenia musiała w tym okresie zmagać się z głębszą recesją.

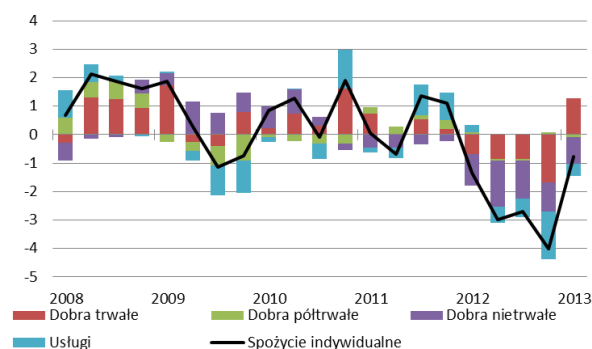
Obecny, drugi w ostatnich pięciu latach, spadek PKB miał jednak inne przyczyny niż ten obserwowany podczas globalnego kryzysu w latach 2008-2009. Podstawową różnicą wydaje się fakt, że w dużo większym stopniu wynikał on ze słabości popytu krajowego, przede wszystkim konsumpcji prywatnej, podczas gdy eksport w latach 2010-2012 się zwiększał (aczkolwiek tempo jego wzrostu wyraźnie spadło w 2012 r.). Co prawda, skala spadku PKB w latach 2008-2009 była dwukrotnie większa niż w okresie 2011-2013 (odpowiednio 5,5% i 2,8%), jednak konsumpcja prywatna nie obniżyła się aż w tak dużym stopniu. Jej skumulowany spadek w okresie pierwszej fali kryzysu wyniósł „zaledwie” 1,6%, podczas gdy w 2012 r. był on ponad dwukrotnie wyższy (3,4%).

Przyczyn słabej konsumpcji należy upatrywać co najmniej w dwóch czynnikach. Po pierwsze, kiedy w 2009 r. deficyt sektora finansów publicznych w Czechach wzrósł do 5,8% PKB, rząd cały czas starał się go obniżyć, co skutkowało serią działań oszczędnościowych w latach 2010-2013. Podjęte działania dotyczyły zarówno strony dochodowej (podwyższenie podatków pośrednich i bezpośrednich), jak i wydatkowej (zamrożenie płac w sektorze publicznym i emerytur, ograniczenie inwestycji publicznych)²⁹.

Z drugiej strony, po okresie silnego spadku zatrudnienia i wzrostu bezrobocia w 2009 r., sytuacja na rynku pracy nie uległa poprawie. Od początku 2012 r., wraz z pogarszającą się koniunkturą w przemyśle, ponownie zaczęła się pogarszać. Zatrudnienie w 2012 r. w gospodarce zmniejszyło się o 40 tys. osób, tj. 1%, a stopa bezrobocia, mimo że wciąż należała do najniższych w regionie, wzrosła z 6,5% w końcu 2011 r. do 7,2% w końcu 2012 r. i na tym poziomie utrzymywała się przez pierwsze cztery miesiące 2013 r. Dodatkowo, 2012 r. był trzecim z kolei rokiem, w którym realne dochody do dyspozycji przeciętnego gospodarstwa domowego nie zwiększały się. Dotyczyło to zarówno wynagrodzeń, które rosły w tempie inflacji (3,5% w 2012 r.), a także dochodów z innych źródeł, zwłaszcza ograniczania wysokości transferów socjalnych. Oba ww. czynniki (konsolidacja fiskalna oraz zła sytuacja na rynku pracy), poprzez swoje długo-

trwale negatywne oddziaływanie na sytuację finansową gospodarstw domowych, doprowadziły do utrwalenia się niskiego poziomu optymizmu i wyraźnego ograniczenia decyzji zakupowych. O ile jeszcze w 2011 r. w Czechach obserwowano niewielki wzrost konsumpcji (0,5% r/r, czyli ponad trzykrotnie mniej niż w pozostałych EŚW), to w 2012 r. już nastąpiło wyraźne jej załamanie. Na wspomniany wcześniej spadek konsumpcji prywatnej o 3,4% złożyło się ograniczenie zakupów zarówno dóbr konsumpcyjnych trwałych³⁰, jak i nietrwałych oraz usług. Co prawda w I kw. 2013 r. konsumpcja prywatna wzrosła w porównaniu z IV kw. 2012 r. (1,6% kw/kw) to jednak jej roczne tempo wzrostu nadal pozostawało ujemne (-0,5%). Wzrost konsumpcji w I kw. br. to wynik przede wszystkim zwiększonych zakupów dóbr trwałych, podczas gdy konsumpcja żywności czy usług nadal się obniżała. Od 2011 r. spadają również inwestycje gospodarstw domowych, czyli przede wszystkim inwestycje mieszkaniowe, co pośrednio również wpływało na osłabienie się popytu krajowego w Czechach.

Spżycie indywidualne i jego składowe w Czechach, w pp., r/r



Źródło: CZSO, obliczenia IE NBP

Słabości spożycia indywidualnego nie można natomiast przypisywać utrudnionemu dostępowi do kredytu. Co prawda zarówno kredyty konsumpcyjne, jak i mieszkaniowe rosły w niewielkim tempie (odpowiednio 0,8% i 5,3% r/r w marcu br.), to jednak nie wynikało to z przyczyn podażowych, a przede wszystkim z niskiego zainteresowania dalszym zadłużaniem się pesymistycznie widzących swoją przyszłość gospodarstw domowych. Słabnącą skłonność do konsumpcji potwierdzają również rosnące oszczędności czeskich gospodarstw domowych. Pod koniec 2011 r. stopa oszczędności wynosiła 9,5%, a w I kw. 2013 r. wzrosła do niemal 13%.

Drugim czynnikiem wpływającym na osłabienie popytu krajowego w Czechach były inwestycje. W 2012 r. zmniejszyły się one o 4% (skala ich spadku nie zmieniła

²⁹ Pomimo tych działań nie udało się doprowadzić do spadku deficytu sektora finansów publicznych poniżej 3% PKB wymaganych przez EDP. Wpływ na to miały jednak czynniki o charakterze jednorazowym (utworzenie kapitałowego filara systemu emerytalnego, rekompensata za przejęte mienie kościelne).

³⁰ W przypadku, gdyby spadek wydatków dotyczył jedynie tej kategorii towarów, można by przypuszczać, że mamy do czynienia z odkładaniem zakupów w czasie. Jednak jednoczesny spadek wydatków na żywność i usługi, oznacza wyraźną zmianę nastawienia konsumentów.

się w I kw. 2013 r.), podczas gdy jeszcze w 2011 r. nieznacznie rosły (0,9% r/r). Spadek ten wynikał przede wszystkim z ograniczenia inwestycji przedsiębiorstw sektora niefinansowego, zwłaszcza inwestycji firm z sektora przemysłowego w maszyny i urządzenia. Do 2011 r. to właśnie te inwestycje, jako jedyne, rosły w czeskiej gospodarce. Inwestycje publiczne od 2010 r., a inwestycje gospodarstw domowych od 2011 r. cały czas się zmniejszały. Od początku 2012 r. można było zauważyć wyraźne ograniczenie aktywności przedsiębiorstw przemysłowych, co wiązało się z wyraźnym spadkiem popytu zagranicznego. Objawiało się to poprzez zmniejszenie produkcji (produkcja przemysłowa w Czechach w 2012 r. zmniejszyła się o blisko 5%, a w I kw. 2013 r. wciąż była o 3% niższa niż rok wcześniej, podczas gdy w 2011 r. odnotowała 5% wzrost), a tym samym mniejszy wkład wartości dodanej wytwarzanej przez przemysł przetwórczy do PKB (-0,8 pp. w IV kw. 2012 r. wobec 0,8 pp. rok wcześniej). Słaba koniunktura wpłynęła zatem na spadek inwestycji przedsiębiorstw prywatnych, których tempo wzrostu sukcesywnie spadało w trakcie ubiegłego roku, a w IV kw. zmniejszyło się do zera. Zmiana ta zaważyła na spadku nakładów inwestycyjnych brutto w całej gospodarce.

Jedyną składową, która miała korzystny wkład do tempa wzrostu PKB w Czechach w 2012 r. był eksport netto. W ubiegłym roku wyniósł on 1,6 pp., co jednak oznaczało spadek w porównaniu z 2011 r. (2,3 pp.). Dodany wkład eksportu netto, zwłaszcza w trzech pierwszych kwartałach ubiegłego roku, to zasługa wciąż relatywnie szybko rosnącego eksportu (o 4,8% r/r w tym okresie)³¹, jednak już od IV kw. 2012 r. można było zauważyć wyraźne jego osłabienie. W I kw. 2013 r. miał już miejsce spadek eksportu w ujęciu rocznym³², co spowodowało, że saldo czeskiego handlu zagranicznego również przestało dodatnio wpływać na dynamikę PKB.

Rok 2013 nie zapowiada się być przełomowym dla czeskiej gospodarki. Nie wydaje się, aby nastroje konsumentów gwałtownie się poprawiły, co przyniosłoby wyraźny wzrost konsumpcji, nawet biorąc pod uwagę bardzo niską bazę z 2012 r. W dalszym ciągu obecne będą efekty konsolidacji fiskalnej. M.in. od początku 2013 r. ponownie podwyższono stawki podatków pośrednich, co wpłynęło na niższy niż w innych krajach regionu spadek inflacji. Z drugiej strony zastój w inwestycjach publicznych w połączeniu z nadal słabym popytem zewnętrznym nie będzie zachęcał prywatnych przedsiębiorców do rozpoczynania nowych projektów inwestycyjnych. Dodatkowo czeska gospodarka nie może liczyć na stymulację ze strony polityki pieniężnej. W listopadzie 2012 r. Narodowy Bank Czech (CNB) obniżył główną stopę procentową do poziomu „technicznego zera” (0,05%), co praktycznie wykorzystało jego możliwości interakcji w gospodarce³³. Wy-

daje się zatem, że eksport netto, który w ubiegłych latach był jedynym dodatnim kontrybutorem do wzrostu gospodarczego, w 2013 r. może oddziaływać w kierunku spadku PKB. Wskazują na to zarówno dane o produkcji i eksporcie w I kw. 2013 r., jak i pogarszające się prognozy wzrostu dla krajów strefy euro, zwłaszcza Niemiec, które są głównym partnerem handlowym Czech.

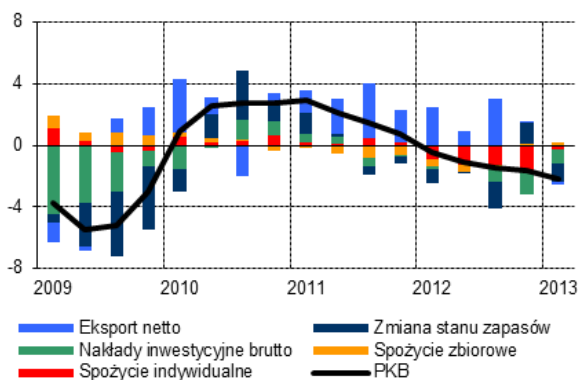
³¹ Co prawda jego dynamika wyraźnie obniżyła się w porównaniu z 2011 r., jednak poza krajami bałtyckimi i Słowacją należała do najwyższych w regionie.

³² Spadek ten wiązał się przede wszystkim z niższym eksportem do Niemiec, czyli głównego partnera handlowego Czech.

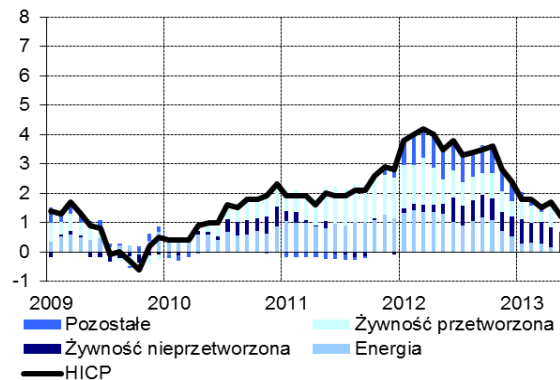
³³ Wydaje się, że CNB może stymulować jedynie poprzez ilościową kontrolę podaży pieniądza, jednak biorąc pod uwagę utrzymującą się nadpłynność czeskiego sektora finansowego, działa-

nia takie w najbliższej przyszłości wydają się być mało prawdopodobne.

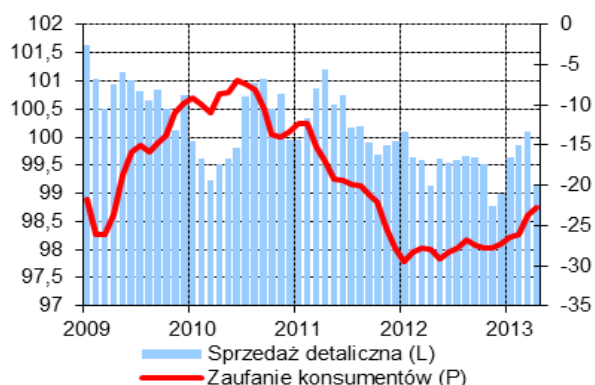
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



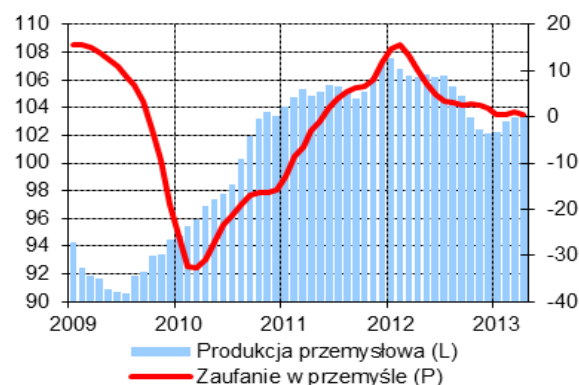
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



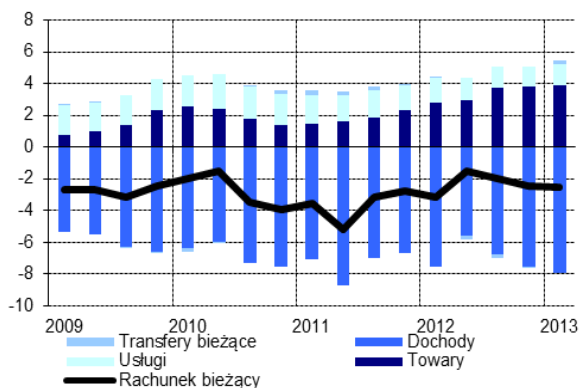
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



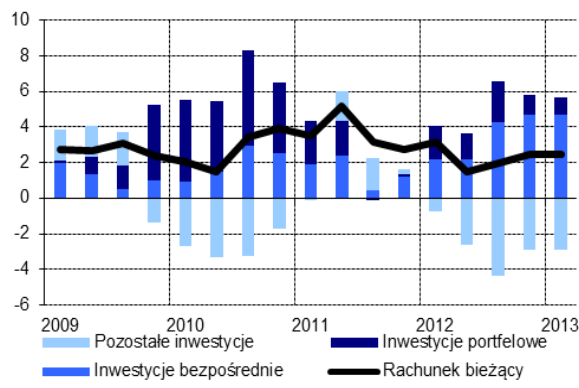
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania w przemyśle



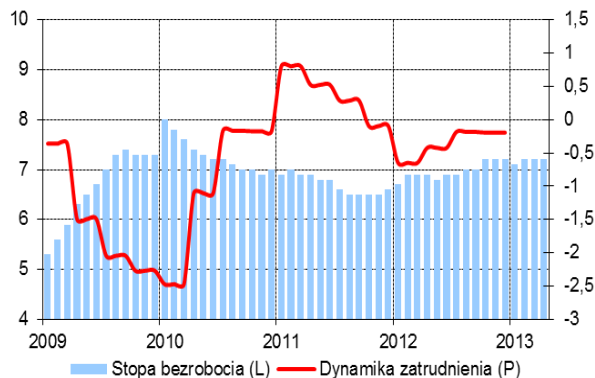
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



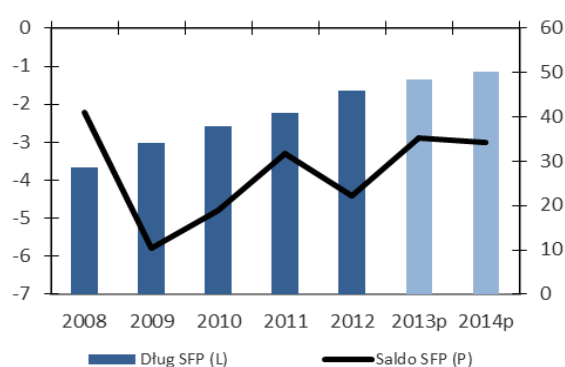
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



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



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



ESTONIA



LITWA



ŁOTWA

popyt ze strony krajów b. ZSRR podstawą utrzymania wysokiej dynamiki eksportu

Gospodarki krajów bałtyckich lepiej niż inne kraje regionu radziły sobie z kryzysem w strefie euro w 2012 r. W ubiegłym roku, podobnie jak miało to miejsce w 2011 r., Estonia, Litwa, a przede wszystkim Łotwa pozostawały najszybciej rozwijającymi się gospodarkami nie tylko wśród krajów EŚW, ale również w całej UE. PKB wzrosło o 3,2% w Estonii, 3,6% na Litwie i aż o 5,5% na Łotwie, co oznaczało, że Łotwa była jedynym krajem spośród grupy EŚW, w którym roczna dynamika PKB przyspieszyła w 2012 r. W I kw. 2013 r. ta korzystna tendencja została utrzymana na Litwie i Łotwie (odpowiednio 4,1% oraz 6,0% r/r³⁴), natomiast w Estonii odnotowano wyraźny spadek PKB w tym okresie (-1,0% kw/kw do 1,2% r/r).

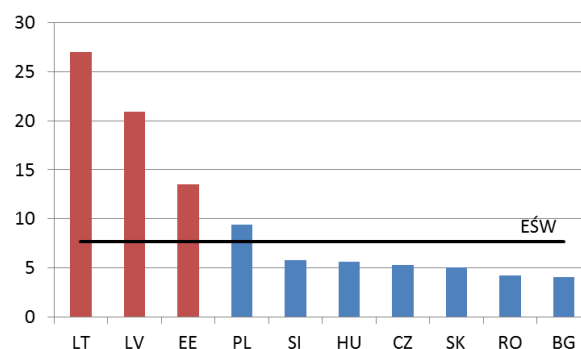
Należy jednak wciąż pamiętać, że pomimo relatywnie szybkiego tempa wzrostu, zwłaszcza na tle innych krajów europejskich, Estonia, Litwa i Łotwa w dalszym ciągu nie zdołały jeszcze w pełni odrobić strat, jakich te gospodarki doświadczyły w 2008 i 2009 r. W I kw. 2013 r. PKB w ujęciu realnym w tych krajach kształtował się na poziomie zbliżonym do II połowy 2006 r. i był o ok. 6 % niższy od obserwowanego pod koniec 2007 r. Jedyną kategorią rachunków narodowych w krajach bałtyckich, która wyraźnie przewyższyła poziom z końca 2007 r. był eksport. W I kw. 2013 r. był on średnio o ponad 44% większy niż pięć lat wcześniej.

Szybki wzrost eksportu w krajach bałtyckich miał miejsce nie tylko w 2010 i 2011 r., kiedy to obserwowano taką tendencję we wszystkich krajach regionu EŚW, ale również w 2012 r., kiedy to spowolnienie w strefie euro spowodowało wyhamowanie wzrostu eksportu w gospodarkach regionu. Utrzymujące się wysokie tempo wzrostu eksportu było widoczne zwłaszcza w przypadku Litwy i Łotwy, w których eksport towarów w ujęciu nominalnym wzrósł o odpowiednio 14,5% i 16% r/r. W Estonii tempo to wyniosło 4,5%, co jednak również było wartością wyższą niż pozostałych krajach regionu (3,8% r/r w 2012 r.).

Wyraźnie wyższa dynamika eksportu Litwy i Łotwy w ub.r. to przede wszystkim efekt utrzymującego się wysokiego wzrostu popytu na głównych rynkach eksportowych tych krajów. Popyt na rynkach eksportowych (import towarów i usług w krajach partnerach handlowych ważony strukturą eksportu) Litwy wzrósł w ub.r. o 3,5%, a na rynkach eksportowych Łotwy o 4,0% (podczas gdy średnio w Unii Europejskiej popyt na rynkach eksportowych zwiększył się zaledwie o 1,2%). Tak duże zróżnicowanie tendencji w popycie na rynkach eksportowych wynikało z dużych różnic w strukturze geograficznej eksportu Litwy i Łotwy w porównaniu z pozostałymi gospodarkami Europy Środkowej i Wschodniej.

Duża część litewskiego i łotewskiego eksportu trafia na rynki krajów b. ZSRR³⁵ (odpowiednio 27% i 21%), a także stanowi wymianę wewnątrz grupy krajów bałtyckich (19% i 27%), które w 2012 r., odznaczały się wysoką dynamiką popytu, zwłaszcza w porównaniu z innymi gospodarkami Europy. Natomiast stosunkowo mniejsze znaczenie w eksporcie obu krajów bałtyckich odgrywają kraje UE-15 (w 2012 r. było to 34% w eksporcie Litwy i 28% w eksporcie Łotwy, podczas gdy w pozostałych krajach EŚW ich udział wynosił przeciętnie 53%). Słabszy wynik eksportu Estonii w porównaniu z Litwą czy Łotwą również można tłumaczyć mniejszym udziałem krajów b. ZSRR (13,5%) i pozostałych krajów bałtyckich w eksporcie (14%), podczas gdy głównymi partnerami handlowymi były Szwecja i Finlandia (łącznie 30% całego eksportu w 2012 r.).

Udział eksportu do Rosji, Ukrainy i Białorusi w krajach EŚW w 2012 r., w %



Źródło: Eurostat, obliczenia IE NBP

Eksport do krajów b. ZSRR w 2012 r. w większości gospodarek EŚW przynajmniej w części rekompensował spadek popytu ze strony UE-15. Eksport krajów EŚW do krajów UE-15 w 2012 r. wzrósł jedynie o 1,1% r/r (w cenach bieżących), wobec 13% wzrostu w 2011 r. W tym samym okresie tempo wzrostu eksportu do krajów byłego ZSRR nadal wzrastało w szybkim tempie (19,2% w 2012 r. wobec 22,7% w 2011 r.). Wysokie tempo wzrostu eksportu do Europy Wschodniej utrzymywało się nie tylko w krajach bałtyckich, ale także w większości gospodarek EŚW (z wyjątkiem Bułgarii, Rumunii i Węgier). Wydaje się zatem, że większa rola Rosji i pozostałych krajów b. ZSRR w wymianie handlowej Estonii, a zwłaszcza Litwy i Łotwy, wynikająca z silniejszych powiązań geograficzno-historycznych, była główną przyczyną szybszego wzrostu obrotów w handlu zagranicznym właśnie w tej grupie krajów.

Zdecydowanie niższy udział w eksporcie Litwy i Łotwy krajów UE w porównaniu z innymi gospodarkami EŚW to przede wszystkim wynik niewielkiego zaangażowania korporacji międzynarodowych w obu krajach. W efekcie

³⁴ Jednak według nieodsezonowanych danych prezentowanych przez Łotewski Urząd Statystyczny, roczne tempo wzrostu PKB w I kw. 2013 r. spowolniło do 3,6%.

³⁵ Jako kraje b. ZSRR traktuje się Rosję, Ukrainę i Białoruś.

Litwa i Łotwa pozostają na peryferiach międzynarodowych sieci podaży (*global value chains*), które silnie wpłynęły na strukturę eksportu pozostałych krajów regionu (w tym także Estonii). Odzwierciedla to niski udział w eksporcie Litwy i Łotwy produktów klasyfikowanych, jako maszyny i sprzęt transportowy (SITC 7). Ich udział w eksporcie obu krajów nie przekraczał w 2012 r. 20%, (podczas gdy w pozostałych krajach EŚW stanowiły one średnio ponad 45% wartości eksportu).

Z drugiej strony w większości krajów EŚW spowolnienie eksportu, spowodowane kryzysem w strefie euro, silniej dotknęło kategorie związane z handlem korporacyjnym (*intra-firm trade*). Wpłynęło to dodatkowo na zróżnicowanie dynamiki eksportu między krajami bałtyckimi a pozostałymi EŚW.

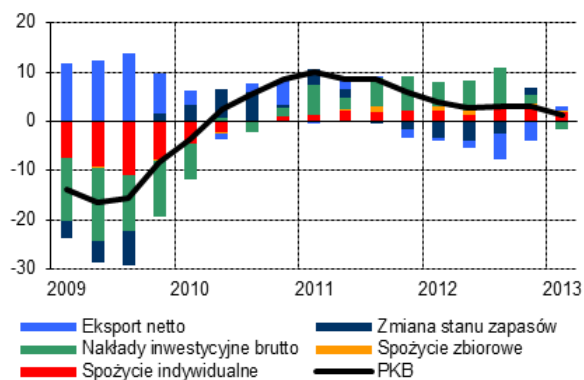
Poza relatywnie wysokim eksportem, wzrost gospodarek bałtyckich w 2012 r. wspierany był także przez, podobnie jak w latach 2010-2011, szybko zwiększający się popyt krajowy. W przeciwieństwie do lat poprzednich, w 2012 r. tendencje wśród tej grupy krajów, zwłaszcza dotyczące nakładów inwestycyjnych, zaczęły się poważnie różnić. W Estonii i na Łotwie nadal można było obserwować szybki (dwucyfrowe tempo) wzrost nakładów inwestycyjnych. W przypadku Estonii wzrost inwestycji to głównie zasługa inwestycji publicznych realizowanych ze środków pozyskanych w ramach funduszy unijnych oraz ze sprzedaży praw do emisji CO₂. Jednak już I kw. 2013 r. przyniósł wyraźną zmianę. Spadek PKB w tym okresie to wynik przede wszystkim wyhamowania inwestycji publicznych, co spowodowało obniżenie się całości nakładów inwestycyjnych brutto aż o 11,2% wobec IV kw. 2012r. Na Łotwie wzrost inwestycji w 2012 r. to zasługa przede wszystkim inwestycji prywatnych firm spoza sektora finansowego. Podobnie jak w Estonii, w I kw. 2013 r. nakłady inwestycyjne brutto na Łotwie już jednak zaczęły się zmniejszać (spadek o 1,8% kw/kw). Z kolei na Litwie nakłady inwestycyjne zmniejszyły się w 2012 r. Wynikało to przede wszystkim z rosnącej niepewności przedsiębiorców, dotyczącej oczekiwanego spadku popytu zagranicznego i wyników wyborów parlamentarnych. Do tego należy uwzględnić utrudnioną dostępność do kredytu dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oraz wyhamowanie inwestycji publicznych. Jednak w przeciwieństwie do Łotwy i Estonii, na Litwie dynamika inwestycji w I kw. br. wyraźnie wzrosła (6,0% kw/kw – co jednak częściowo można tłumaczyć efektem niskiej bazy roku poprzedniego). Oczekuje się, że w kolejnych kwartałach 2013 r. dynamika nakładów inwestycyjnych na Litwie może jeszcze przyspieszyć, przede wszystkim w wyniku zwiększenia zapowiadanych przez nowy rząd inwestycji publicznych.

We wszystkich krajach bałtyckich w dalszym ciągu szybko rosła konsumpcja prywatna, która wspierana była przez wzrost zatrudnienia, widoczny zwłaszcza na Łotwie, wzrost dochodów realnych wynikający zarówno z przyspieszenia dynamiki wynagrodzeń, jak i wyraźnego spadku inflacji. Mniej restrykcyjna polityka fiskalna również nie ograniczała wzrostu konsumpcji.

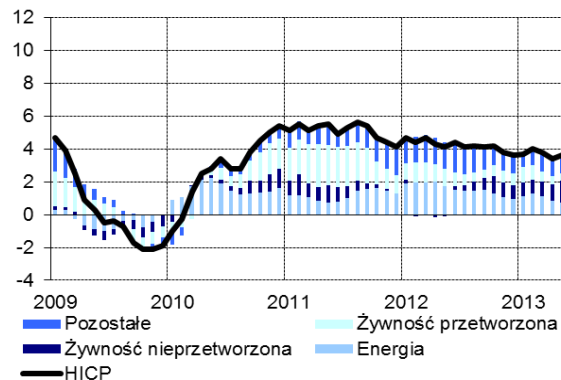
W 2013 r. oczekuje się nieznacznego spowolnienia tempa wzrostu w krajach bałtyckich, jednak w dalszym ciągu będzie ono najwyższe spośród gospodarek EŚW. Na Litwie spowolnienie wzrostu PKB wynikać ma przede

wszystkim z osłabienia eksportu. W Estonii główną jego przyczyną będzie natomiast oczekiwane dalsze wyhamowanie wzrostu nakładów inwestycyjnych, zwłaszcza inwestycji publicznych, co było wyraźnie zauważalne już w I kw. br. Z kolei na Łotwie oczekuje się zarówno dalszego osłabienia popytu inwestycyjnego, jak i niższego tempa wzrostu eksportu.

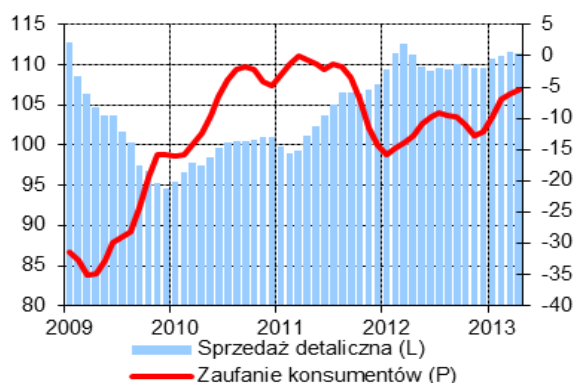
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



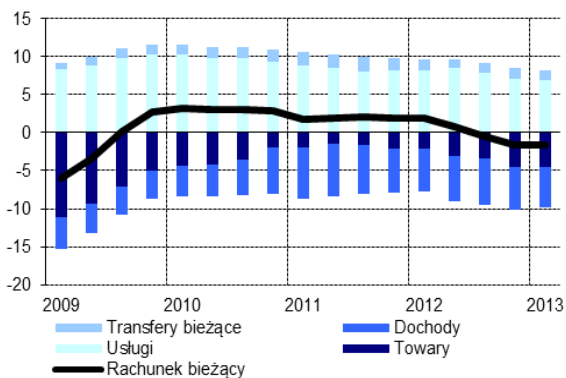
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



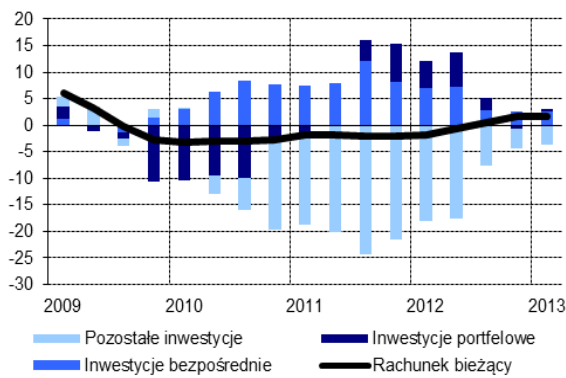
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania w przemyśle



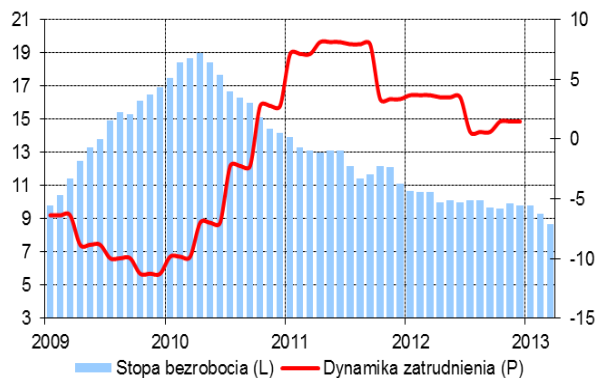
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



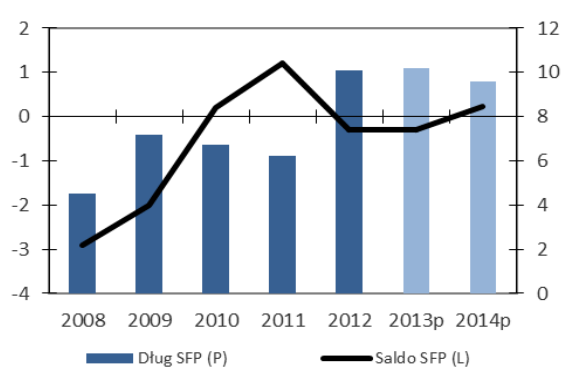
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



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

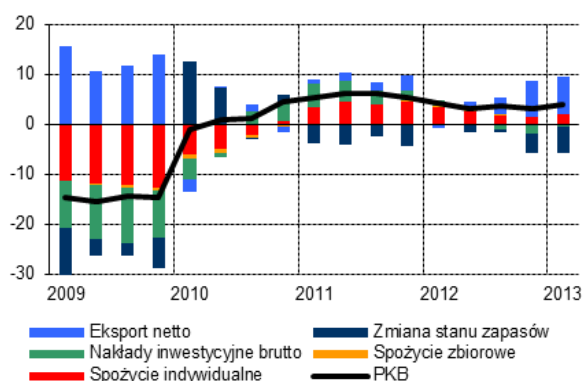


Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)

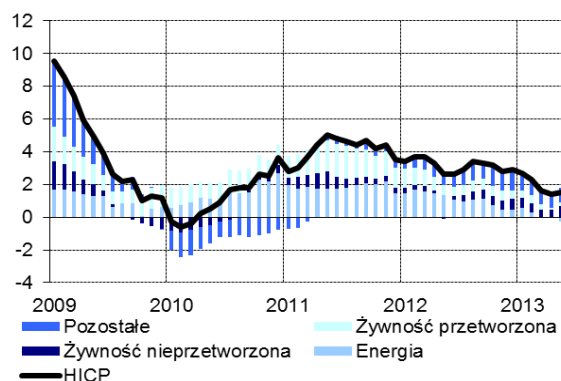


Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne

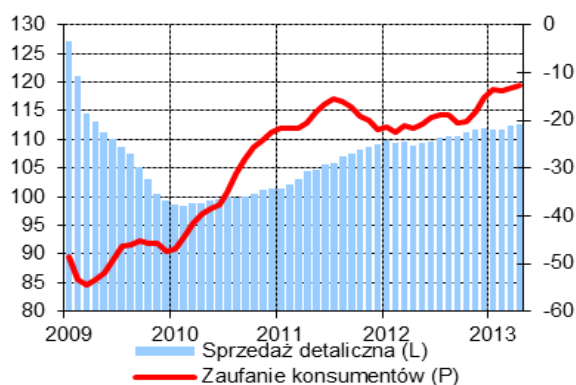
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



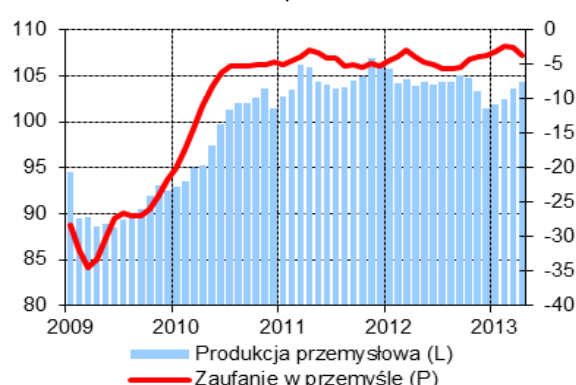
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



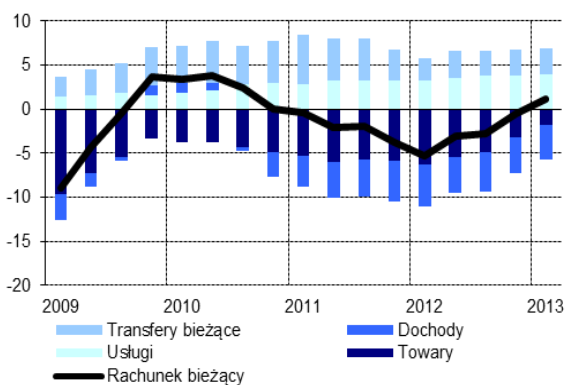
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



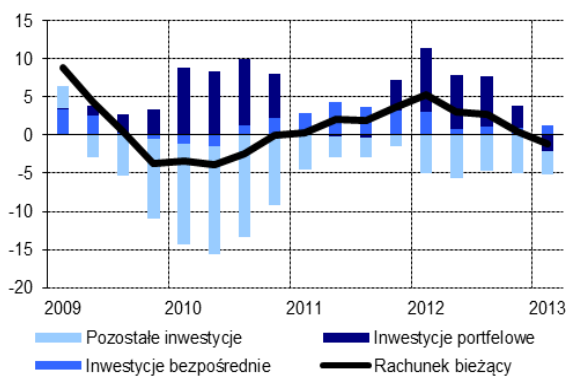
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania w przemyśle



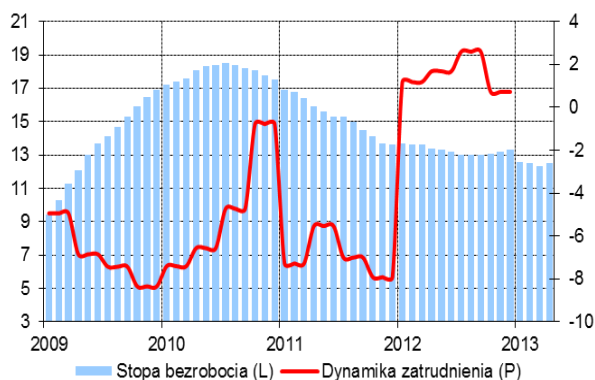
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



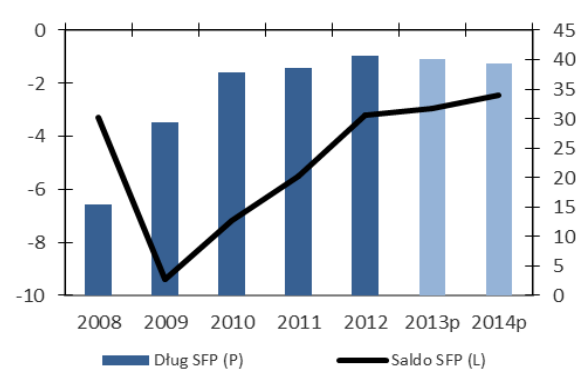
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



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

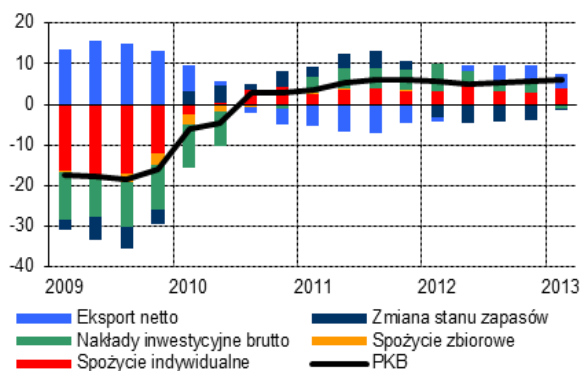


Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)

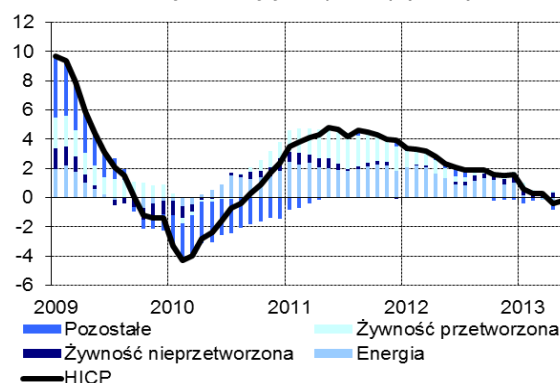


Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne

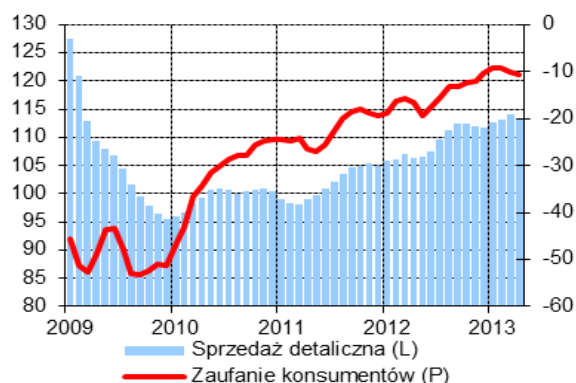
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



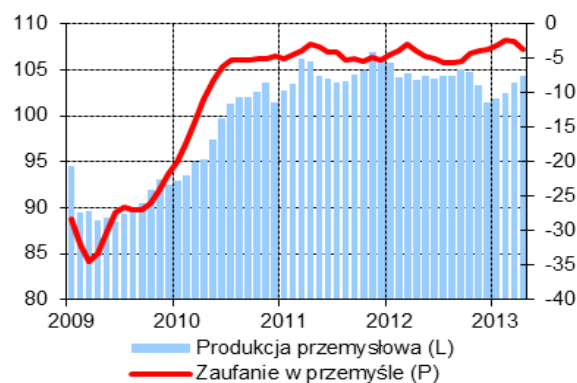
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



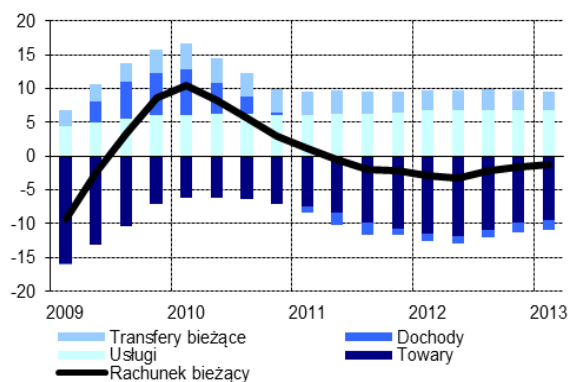
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



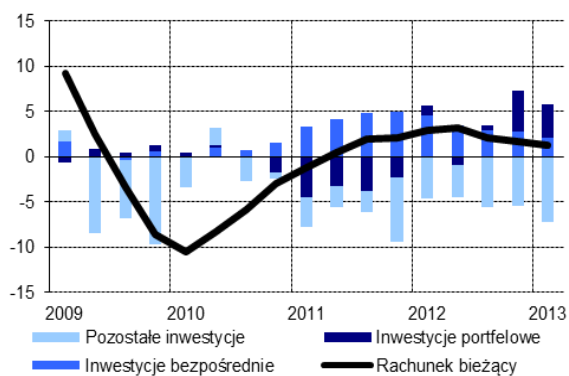
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania w przemyśle



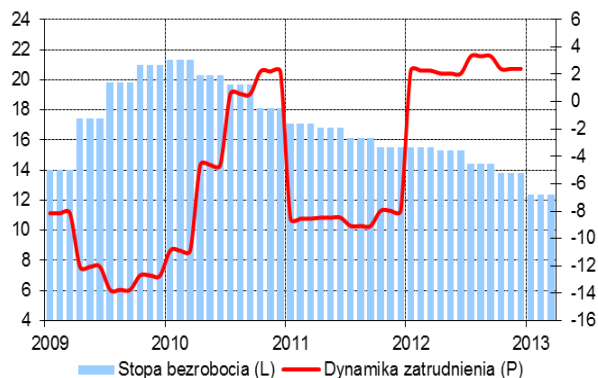
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



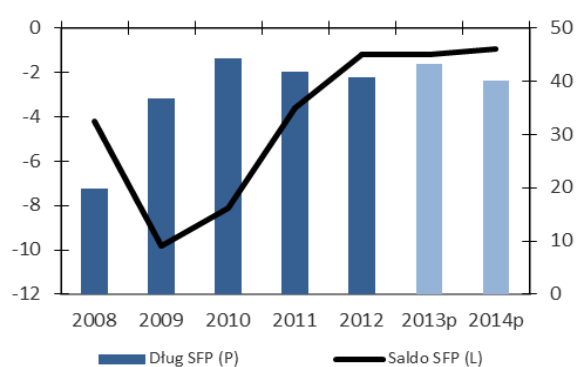
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



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



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



RUMUNIA

sytuacja w rolnictwie nadal silnie wpływa na gospodarkę

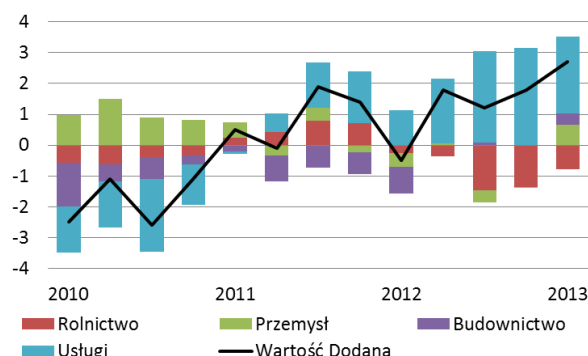
W Rumunii, podobnie jak w pozostałych krajach regionu EŚW, aktywność gospodarcza w ubiegłym roku, zwłaszcza w II jego połowie, wyraźnie spowolniła³⁶. Najślabszy okazał się III kw. ub.r., kiedy PKB nie zmieniło się w ujęciu rocznym. O poprawie w IV kw. ub.r. zdecydowały wzrost konsumpcji gospodarstw domowych, głównie dóbr trwałego użytku, oraz ograniczenie ujemnego wpływu wymiany handlowej, głównie dzięki eksportowi samochodów do krajów spoza UE³⁷. Niemniej jednak, ostatni kwartał ubiegłego roku charakteryzował się ponownym spowolnieniem nakładów inwestycyjnych, które stosunkowo silnie rosły w II poł. 2011 r. oraz wcześniejszym okresie 2012 r.³⁸

Według analiz Narodowego Banku Rumunii, jedną z głównych przyczyn osłabienia popytu krajowego w Rumunii w II połowie 2012 r. były złe warunki pogodowe (susza), które wpłynęły na pogorszenie się sytuacji w sektorze rolniczym³⁹.

Koniunktura w rolnictwie wciąż ma duże znaczenie dla rumuńskiej gospodarki. Udział tego sektora w wartości dodanej w gospodarce stanowi prawie 7% (wobec mniej niż 5% w krajach regionu i średnio 1,7% w krajach UE), natomiast w zatrudnieniu wynosi ponad 30% (wobec mniej niż 15% w krajach regionu i średnio 5,2% w krajach UE)⁴⁰. Stąd zarówno dochód do dyspozycji, jak i konsumpcja rumuńskich gospodarstw domowych są bardzo silnie uzależnione od wielkości produkcji w rolnictwie. Dodatkowo, zasoby ziemi w Rumunii pomimo, że duże, są bardzo rozproszone oraz dominują małe gospodarstwa i samozatrudnienie. Rozdrobnienie gospodarstw rolnych nie tylko przekłada się na stosunkowo niską produktywność całego sektora ale również zwiększa wrażliwość produkcji sektora oraz cen płodów rolnych na warunki pogodowe takie jak susze lub powodzie. Jednocześnie same produkty żywnościowe, których ceny zależą od cen produktów rolnych, mają największy udział w koszyku HICP w całej UE (32% wobec mniej niż 25% w krajach regionu i średnio 15,4% w krajach UE), co dodatkowo uzależnia realny dochód do dyspozycji gospodarstw domowych od koniunktury w rolnictwie. Czynniki te powodują, że w Rumunii stosunkowo często występują okresy spowolnienia gospodarczego wynikające z osła-

bienia popytu krajowego, którym jednocześnie towarzyszy wysoka inflacja. Tak było również w ubiegłym roku, kiedy susza wpłynęła negatywnie na produkcję rolną i spowodowała wzrost cen żywności. W tym okresie właśnie samo rolnictwo spowolniło wzrost gospodarczy o 1,4% wskutek czego PKB wzrosło jedynie o 0,7%, natomiast roczna stopa inflacji w II poł. ub.r. wyniosła 4,4% z czego 1,2 pkt. proc. było udziałem cen żywności nieprzetworzonej.

Wartość dodana w Rumunii i jej składowe, w pp., r/r



Źródło: Eurostat, obliczenia IE NBP

Efekty słabej koniunktury w rolnictwie widoczne były również w I kw. br. Pomimo, że PKB w Rumunii wzrósł o 2,2% w skali rocznej, to jego wzrost opierał się przede wszystkim na popycie zewnętrznym wobec słabości popytu krajowego. Eksport zwiększył się w tym okresie o 3,9% r/r natomiast import skurczył się o 1,3% r/r, co przełożyło się na największy od początku 2010 r. dodatni wkład eksportu netto do tempa wzrostu PKB.

Patrząc od strony tworzenia wartości dodanej w gospodarce, przyspieszenie dynamiki PKB w I kw. 2013 r. wiązało się przede wszystkim ze wzrostem aktywności w pro-eksportowo nastawionym sektorze przemysłowym (zwłaszcza przemyśle motoryzacyjnym), co doprowadziło do pierwszego od 2010 r. wyraźnego wzrostu wartości dodanej w przemyśle. Natomiast produkcja rolna, a co się z tym wiąże również wartość dodana sektora rolniczego w dalszym ciągu się obniżały. Wpłynęło to na dalsze ograniczenie popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego gospodarstw rolniczych tym samym walenie przyczyniając się do spadku popytu krajowego w całej gospodarce.

Jednocześnie szybko rosnące ceny żywności (w maju 2013 r. roczne tempo wzrostu cen żywności nieprzetworzonej w Rumunii wyniosło 12,4% i było ponad dwukrotnie wyższe niż w średnio w pozostałych krajach regionu) odpowiadały za najwyższą spośród krajów EŚW inflację w I połowie 2013 r. (4,4% w maju 2013 r.), która negatywnie odbiła się na wydatkach konsumpcyjnych pozostałych gospodarstw domowych.

³⁶ W II poł. 2012 r. PKB wzrósł o 0,4% r/r wobec 1,4% r/r w I poł. 2012 r.

³⁷ W tym okresie rósł zarówno eksport gotowych samochodów (Dacia oraz Ford) jak i części.

³⁸ Wzrost inwestycji w całym tym okresie dotyczył przede wszystkim maszyn i wyposażenia w przemyśle oraz usługach, jednak w I poł. ub.r. był on wyraźnie dynamizowany wzrostem inwestycji budowlanych m.in. w sektorze rolniczym.

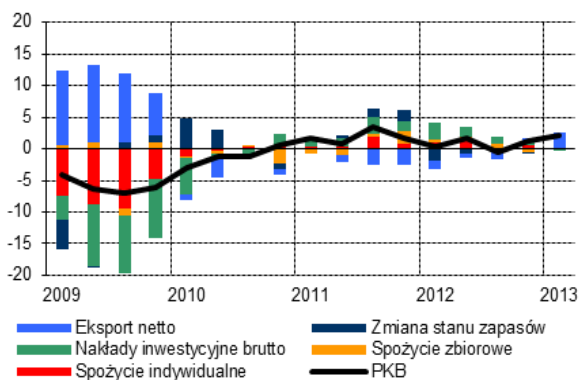
³⁹ Według *Raportu o Inflacji* NBR, spadek wartości dodanej w rolnictwie sięgał 30% r/r w III kw. oraz 25% r/r w IV kw. ub.r.

⁴⁰ Raiffeisen RESEARCH. *Economic overview ROMANIA*. Issue 5/2013.

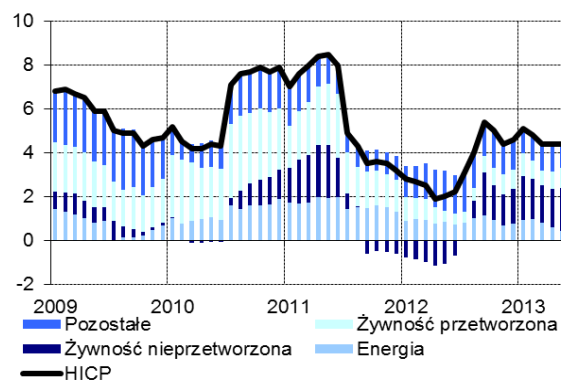
Innym istotnym czynnikiem spowolnienia konsumpcji i inwestycji w II połowie 2012 r. i I kw. 2013 r. było nasilenie się procesu delewarowania sektora prywatnego w Rumunii, zwłaszcza gospodarstw domowych. Akcja kredytowa, po okresie umiarkowanego wzrostu w 2011 r., od II połowy 2012 r. zaczęła ponownie spowalniać. Szczególnie widoczne było to w przypadku kredytów dla gospodarstw domowych, których dynamika obniżyła się w większym stopniu niż kredytów dla przedsiębiorstw, a od początku 2013 r. jest już ujemna.

Oczekuje się jednak, że przy założeniu korzystnych warunków pogodowych, negatywne tendencje w gospodarce mogą się odwrócić już w II połowie 2013 r. Przyspieszenie dynamiki popytu krajowego może jednak zostać częściowo wyhamowane poprzez pogarszającą się sytuację na rynku kredytowym. Prognozy ośrodków zewnętrznych (m.in. Komisji Europejskiej), wydają się być optymistyczne. Zakładają one odbicie popytu krajowego w ciągu bieżącego roku, w tym dynamikę konsumpcji krajowej na poziomie 1,8% r/r i 1,9% r/r oraz dynamikę nakładów inwestycyjnych (wspieranych przez zwiększone wykorzystanie funduszy UE) na poziomie 4,0% r/r i 5,0% r/r w odpowiednio 2013 r. i 2014 r.

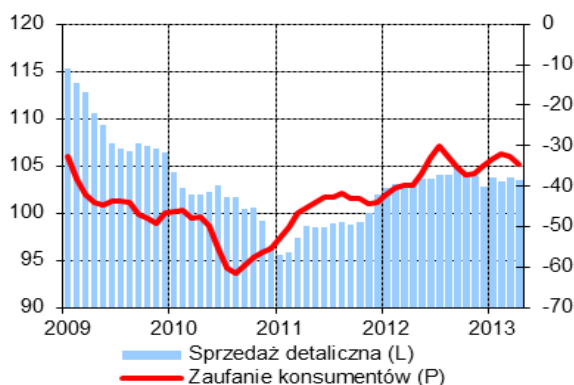
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



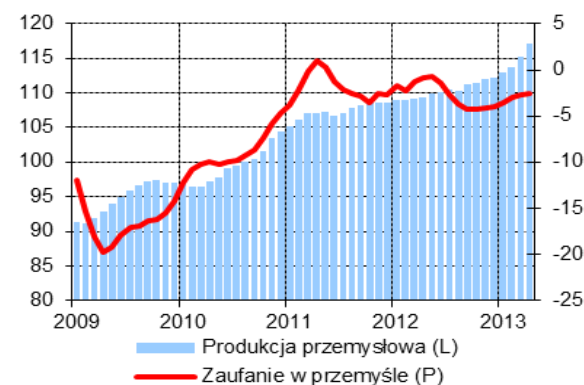
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



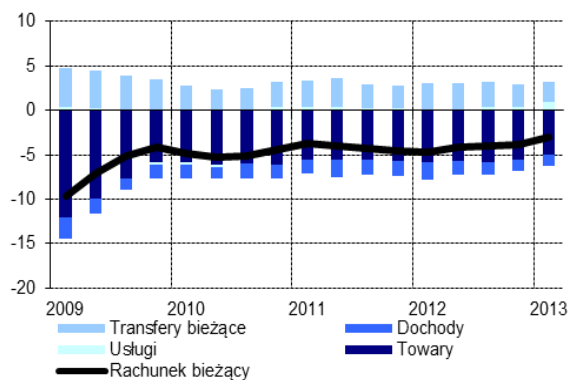
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



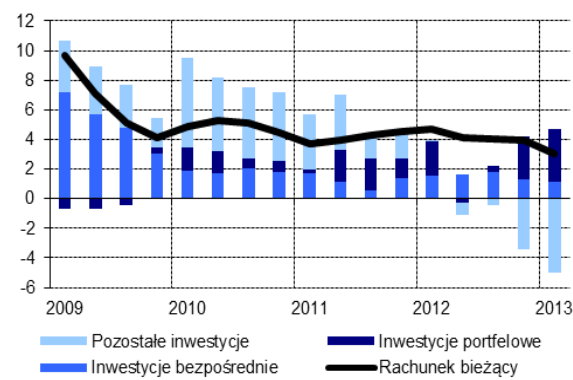
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania w przemyśle



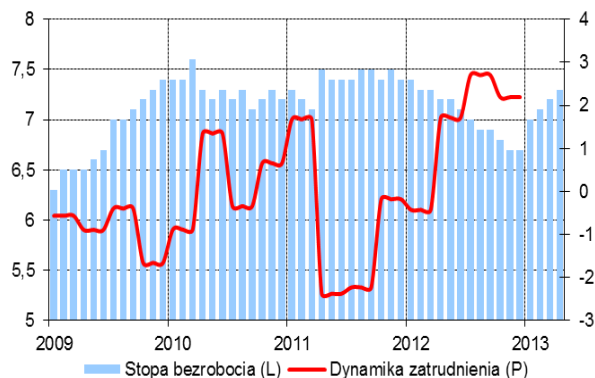
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



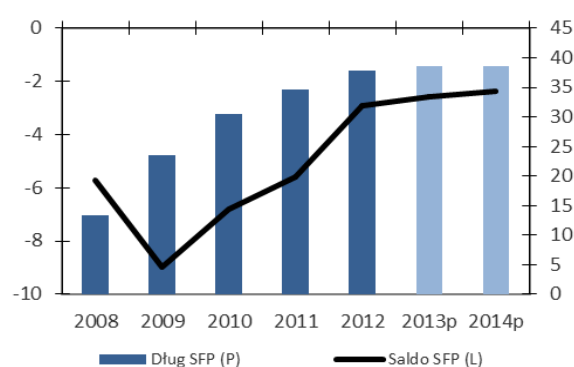
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



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



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



Słowacja

gospodarka uzależniona od przemysłu motoryzacyjnego

Tempo wzrostu PKB na Słowacji w 2012 r., podobnie jak w zdecydowanej większości krajów regionu, wyraźnie spowolniło. Wyniosło ono 2,0% r/r wobec 3,2% w 2011 r., a w I kw. 2013 r. wyniosło zaledwie 0,8%, co było najniższą wartością od 2009 r. Niemniej jednak, pomimo wyraźnego spowolnienia tempa wzrostu, Słowacja w 2012 r., poza krajami bałtyckimi, należała do najszybciej rozwijających się gospodarek regionu EŚW.

W przypadku Słowacji dodatnie tempo wzrostu gospodarczego w ubiegłym roku było wyłącznie zasługą popytu zewnętrznego. Zarówno konsumpcja, nakłady inwestycyjne oraz stan zapasów zmniejszyły się w trakcie 2012 r., a jedyną kategorią mającą dodatni wkład to tempa wzrostu PKB był eksport netto, który wyniósł w ubiegłym roku 5,5 pp.

Wysoki, największy spośród wszystkich krajów EŚW w 2012 r., wkład eksportu netto to wynik zarówno utrzymującego się relatywnie szybkiego wzrostu eksportu, jak i słabego importu wynikającego ze słabości popytu krajowego.

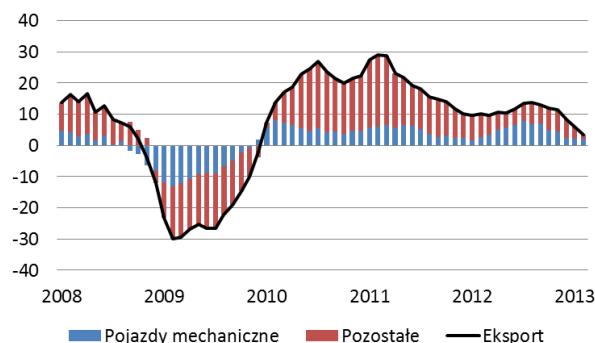
Szybki wzrost eksportu na Słowacji w 2012 r. to przede wszystkim zasługa sektora motoryzacyjnego, który od lat odgrywa ważną rolę w przemyśle tego kraju. Udział wartości dodanej produkcji środków transportu wyniósł w ub.r. 17,6% wartości dodanej w przemyśle. Porównywalne wielkości były obserwowane jedynie w Czechach i na Węgrzech. W 2012 r. wyraźnie wzrosła produkcja samochodów. Słowackie fabryki opuściło 900 tys. nowych pojazdów, tj. o 40% więcej niż w 2011 r. (wolumen produkcji w sektorze motoryzacyjnym zwiększył się o 35%), pomimo trwającego w Europie kryzysu branży samochodowej (w krajach UE produkcja samochodów zmniejszyła się o 7% w 2012 r.)⁴¹. Biorąc pod uwagę liczbę wyprodukowanych aut na 1000 mieszkańców, Słowacja znajduje się zdecydowanie na pierwszym miejscu w UE. W 2012 r. było to ponad 166 sztuk, czyli ponad pięciokrotnie więcej niż średnia dla UE i dwukrotnie więcej niż w Niemczech – największym europejskim producencie samochodów.

Przemysł motoryzacyjny był najszybciej rosnącą gałęzią przemysłu na Słowacji i to właśnie on odpowiadał za wzrost produkcji w 2012 r. Wzrost produkcji przemysłowej był w tym okresie najwyższy spośród wszystkich jedenastu opisywanych gospodarek EŚW i wyniósł 7% r/r, przy średniej dla całego regionu wynoszącej 1,4% r/r. W Bułgarii, Chorwacji, Czechach, Słowenii i na Wę-

grzech odnotowano nawet spadek produkcji przemysłu w 2012 r.

Słowację, nawet w większym stopniu niż pozostałe kraje EŚW, można określić mianem małej otwartej gospodarki. Nie dziwi zatem fakt, że zdecydowana większość samochodów produkowanych w tym kraju skierowana jest na rynki eksportowe. W 2012 r. na Słowacji zarejestrowano jedynie 78 tys. nowych pojazdów, czyli ponad 11 razy mniej niż wyniosła produkcja w tym kraju. Eksport pojazdów mechanicznych w 2012 r. stanowił blisko ¼ całości słowackiego eksportu. To właśnie dynamiczna sprzedaż samochodów na rynki zagraniczne napędzała sprzedaż eksportową. W 2012 r. zwiększyła się ona o blisko 22%, podczas gdy eksport pozostałych towarów wzrósł o 7,5%. Oznaczało to, że eksport samochodów odpowiadał za połowę wzrostu całości słowackiego eksportu.

Wkład eksportu pojazdów mechanicznych do tempa wzrostu eksportu ogółem na Słowacji, w pp., r/r



Źródło: Urząd Statystyczny Republiki Słowacji, obliczenia IE NBP

Inne kraje regionu, zwłaszcza Czechy, również należą do ważnych producentów samochodów, jednak w żadnym z tych krajów eksport pojazdów mechanicznych nie radził sobie tak dobrze jak na Słowacji. Wynikało to przede wszystkim z polityki koncernów motoryzacyjnych obecnych na Słowacji. Z jednej strony producenci skupiali się na produkcji modeli na które w ostatnich latach popyt był największy (głównie samochody z segmentu SUV – *VW Touareg* czy *Kia Sportage*), z drugiej szukali nowych, alternatywnych w stosunku do krajów Unii Europejskiej, rynków zbytu. Dlatego też duża część produkcji słowackich fabryk trafiała do Stanów Zjednoczonych, Rosji, czy też krajów Azji, głównie do Chin⁴².

Wydaje się, że 2013 r. nie będzie już tak udany dla słowackiego przemysłu motoryzacyjnego, a tym samym dla całej gospodarki. Producenci zakładają produkcję pojazdów na poziomie zbliżonym do 2012 r. (ok. 900 tys.), co

⁴¹ Wzrost produkcji samochodów na Słowacji to zasługa przede wszystkim fabryk koncernu Volkswagen, który w 2012 r. podwoił swoją produkcję w tym kraju. O 15% zwiększyła się również produkcja KIA, natomiast trzeci główny producent samochodów na Słowacji, grupa PSA, ograniczyła wielkość produkcji, zwłaszcza pod koniec 2012 r. i na początku 2013 r.

⁴² Od II połowy 2012 r. coraz większą rolę w eksporcie Słowacji odgrywały już jednak rynki europejskie, zwłaszcza pozostałych krajów ESW. Oznacza to, że relatywnie wysoki eksport w tym okresie to zasługa przede wszystkim dobrze skonstruowanej oferty eksportowanych pojazdów.

oznacza, że ich eksport również nie zwiększy się. Dane o produkcji i sprzedaży zagranicznej samochodów w I kw. 2013 r. zdają się potwierdzać te przypuszczenia. Ich roczne tempo wzrostu wyniosło w tym okresie odpowiednio 8% i 10%, czyli zdecydowanie mniej niż w ubiegłym roku.

Jednocześnie, nie wydaje się aby popyt krajowy był w stanie zrekompensować słabszy wzrost eksportu. Konsumpcja prywatna na Słowacji w dalszym ciągu będzie hamowana przez trwającą konsolidację sektora finansów publicznych⁴³. Na początku 2013 r. władze Słowacji zrezygnowały z podatku liniowego na poziomie 19%, wprowadzonego wraz z przystąpieniem do UE w 2004 r. Wprowadzono drugą stawkę PIT w wysokości 25% dla osób zarabiających powyżej 3311 EUR, co jednak nie powinno mieć wpływu na zdecydowaną większość społeczeństwa⁴⁴. Większe znaczenie może mieć natomiast podwyższenie do 23% stawki CIT, wzrost składki na obowiązkowe ubezpieczenia społeczne dla samozatrudnionych i pracujących na umowę zlecenie czy też podwyższenie opłat administracyjnych (m.in. związanych z rejestracją nowych pojazdów). Efektem tych działań będzie dalsze ograniczenie wzrostu realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, który w 2012 r. spadł do zera (realne płace nawet obniżyły się w ujęciu rocznym). Skala ograniczenia wzrostu realnych dochodów ludności będzie jednak mniejsza, ze względu na wyraźny spadek inflacji obserwowany od początku 2013 r.

Dodatkowym czynnikiem wpływającym na zmniejszoną aktywność gospodarstw domowych, a także przedsiębiorstw, będzie zwiększony od października 2012 r. podatek bankowy⁴⁵. Oczekuje się, że wpłynie to na zaostrzenie kryteriów kredytowych i wpłynie na niższą podaż pożyczek zarówno dla osób indywidualnych, jak i firm.

Nie oczekuje się również wzrostu nakładów inwestycyjnych, głównie w wyniku spadających zysków przedsiębiorstw i utrzymującej się wysokiej niepewności na rynkach. Jedynie inwestycje sektora motoryzacyjnego w celu zwiększenia możliwości produkcyjnych fabryk zlokalizowanych na Słowacji, rozpoczęte już w 2012 r., powinny nadal wzrastać.

Tym samym, roczne tempo wzrostu PKB na Słowacji wyraźnie się obniży w porównaniu z 2012 r. Według prognoz powinno ono wynieść od 0,7% do 1,4% w 2013 r., a wzrost nadal, choć już w mniejszym stopniu opierać miałby się przede wszystkim na eksporcie netto. W kolejnym roku, wraz z oczekiwanym ożywieniem popytu kra-

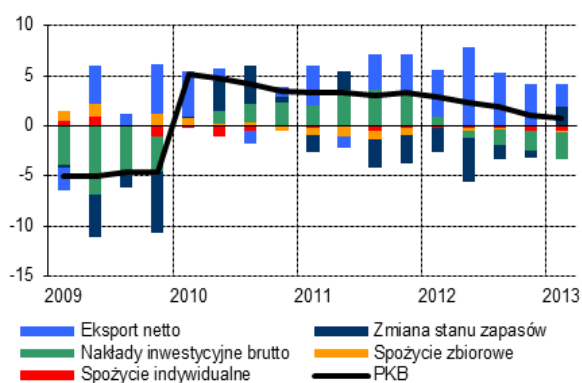
jowego, dynamika PKB na Słowacji powinna przyspieszyć, do ok. 2,5%.

⁴³ Nowo wybrany rząd planuje ograniczenie deficytu budżetowego do 2,9% w 2013 r. i 1,9% w 2015 r.

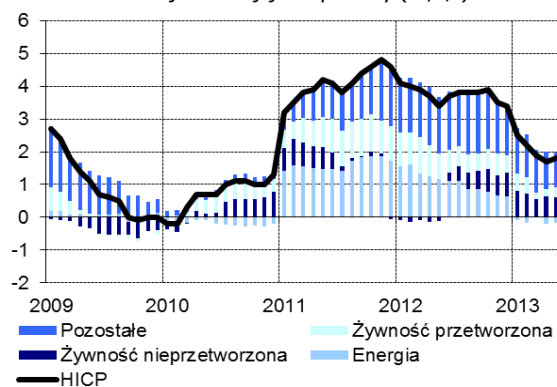
⁴⁴ Jest to kwota ponad czterokrotnie wyższa niż średnie wynagrodzenie na Słowacji w 2012 r. i szacuje się, że jedynie 1% podatników przekroczy ten próg. O 5 pp. zwiększono również stawkę podatku dochodowego dla wysokich rangą urzędników państwowych, co również nie powinno mieć jednak dużego przełożenia na całą gospodarkę.

⁴⁵ W styczniu 2012 r. wprowadzono podatek bankowy w wysokości 0,2% od kwoty depozytów przedsiębiorstw. W październiku ub.r. zwiększono go do 0,4% i objęto nim również depozyty gospodarstw domowych.

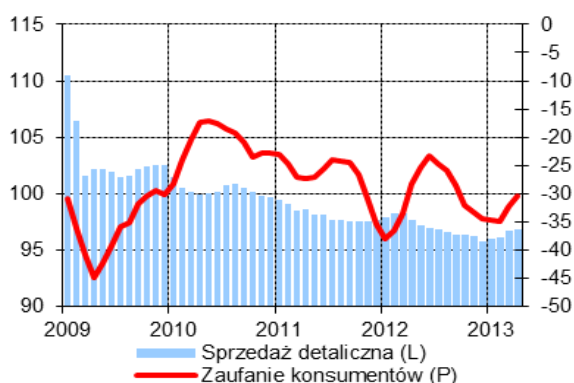
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



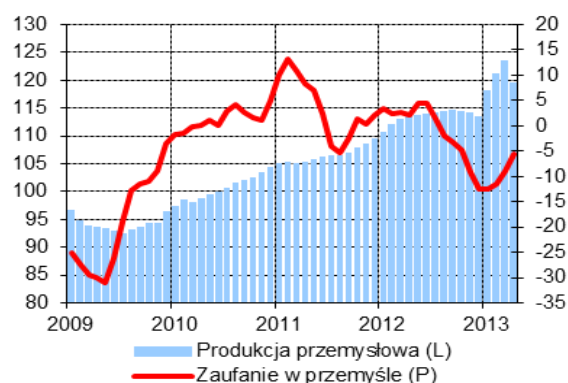
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



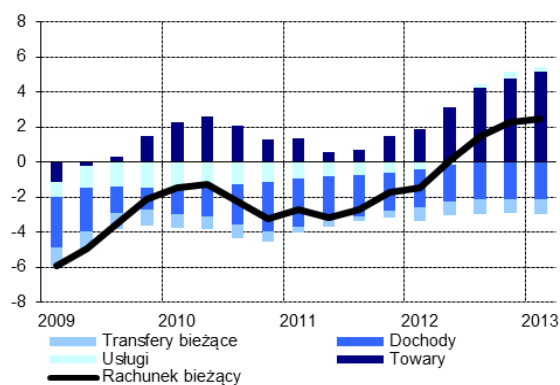
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



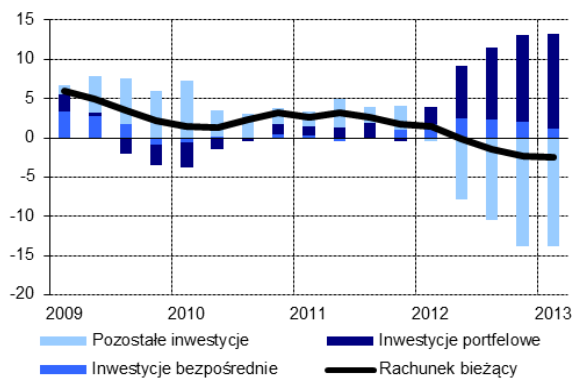
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania w przemyśle



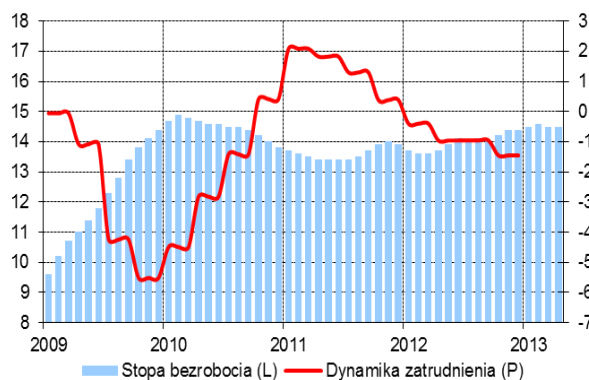
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



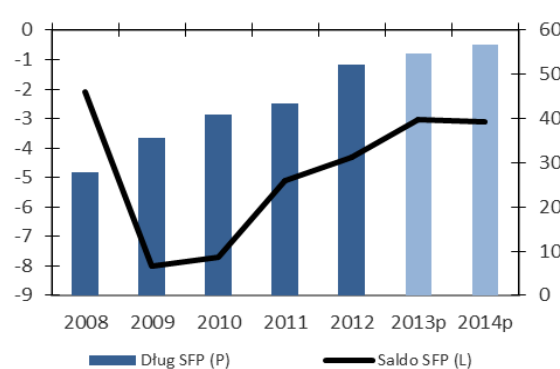
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



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



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



SŁOWENIA

kryzys sektora bankowego hamulcem wzrostu

Gospodarka Słowenii w 2012 r. ponownie wpadła w recesję. PKB w ubiegłym roku obniżył się o 2%, co oznaczało, że skala jego spadku była najwyższa spośród wszystkich krajów regionu. Spadek ten pogłębił się jeszcze w I kw. 2013 r., kiedy to roczna dynamika PKB zmniejszyła się do -3,3%.

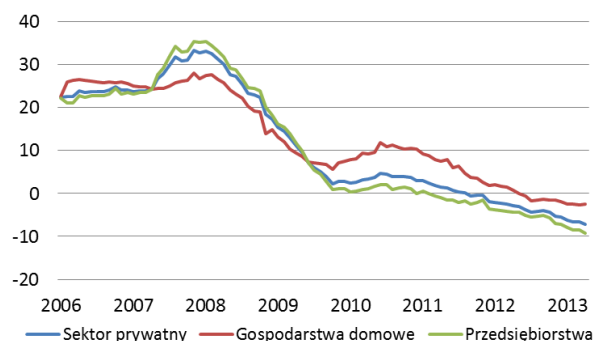
W dalszym ciągu w Słowenii obserwowano bardzo silny spadek inwestycji, które zmniejszają się stale od 2009 r. W 2012 r. spadek ten wyniósł 9,3%. Pomimo niewielkiego wzrostu nakładów inwestycyjnych w I kw. br., od momentu wybuchu globalnego kryzysu w połowie 2008 r. zmniejszyły się one o ponad 50%. Główną przyczyną kryzysu inwestycyjnego w Słowenii jest cały czas trwająca recesja w budownictwie w następstwie pęknięcia bańki na rynku nieruchomości, a także ograniczenia inwestycji publicznych w ostatnich latach. Od połowy 2008 r. do IV kw. 2012 r. nakłady inwestycyjne na mieszkania oraz pozostałe budynki i budowle zmniejszyły się o ponad 60%.

W 2012 r. można było zaobserwować wyraźne pogorszenie nastrojów wśród słoweńskich konsumentów, wynikające zarówno ze stale pogarszającej się sytuacji na rynku pracy (wzrost stopy bezrobocia o ponad 1 pp. i spadek zatrudnienia o 1% w 2012 r.), efektów przeprowadzanej i zapowiadanej konsolidacji fiskalnej, a także zaburzeń politycznych, które dodatkowo osłabiły optymizm konsumentów dotyczący ich sytuacji finansowej w najbliższym okresie. W rezultacie, konsumpcja prywatna w ubiegłym roku zmniejszyła się o blisko 3%. Spadek konsumpcji gospodarstw domowych miał miejsce po raz pierwszy od 1992 r.

Jednym z ważnych czynników spadku wydatków konsumpcyjnych i inwestycyjnych jest pogłębiający się kryzys sektora bankowego oraz trwający proces delewarowania sektora prywatnego. Słoweńskie banki, pomimo tego, że w większości były bankami z przewagą kapitału krajowego, wyjątkowo aktywnie zapożyczały się za granicą, aby finansować boom konsumpcyjny i inwestycyjny w kraju w okresie poakcesyjnym do UE i strefy euro. Od 2009 r. dynamika kredytów zaczęła bardzo szybko spowalniać (co miało miejsce również w pozostałych krajach regionu), a od 2011 r. była już ujemna. Spadek stanu kredytów dla sektora prywatnego w 2012 r. i I kw. 2013 r. jeszcze się pogłębił. W I kw. br. wyniósł on -7% r/r, wobec -1% r/r na koniec 2011 r. Spadek dotyczył niemal wszystkich kategorii kredytów (z wyjątkiem kredytów hipotecznych, jednak tempo ich wzrostu na Słowenii również sukcesywnie się obniża), a w największym stopniu dotknął kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw. Spadkowi temu towarzyszyło również oddłużanie się sektora bankowego. Według danych BIS, stan zobowiązań słoweńskich banków wobec zagranicznych wierzycieli zmniejszył się o 40% w porównaniu ze szczytowym okresem w 2008 r. Wydaje się jednak, że nie problemy z

dostępnością do zagranicznego finansowania, a przede wszystkim niski popyt ze strony zadłużonych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw jest główną przyczyną spadku akcji kredytowej w Słowenii. Co prawda, od 2011 r. wartość kredytów w relacji do PKB sukcesywnie się zmniejsza, nawet pomimo spadku PKB, to nadal w 2012 r. przekraczała ona 100% (spadek ze 115% w 2010 r. do 110% w 2012 r., w przypadku kredytów dla przedsiębiorstw spadek z 84% do 81%). Oznaczało to jednak, że słoweński sektor prywatny, zwłaszcza przedsiębiorstwa należą wciąż do najbardziej zadłużonych w regionie, co w okresie niestabilnej sytuacji gospodarczej zmusza je raczej do oszczędzania i spłaty już istniejących zobowiązań, niż zaciągania nowych.

Kredyt bankowy dla sektora prywatnego, w %, r/r



Źródło: BS, obliczenia IE NBP

Trwający kryzys gospodarczy w Słowenii, poza ograniczeniem akcji kredytowej, miał wyraźny wpływ na kondycję i stabilność sektora bankowego. Rok 2012 był trzecim kolejnym rokiem, w którym sektor bankowy wykazywał straty. Jednocześnie cały czas rosła wartość kredytów zagrożonych. Pod koniec ubiegłego roku sięgnęła ona 15% wszystkich kredytów, czyli blisko 20% PKB (poza Bułgarią i Rumunią najwyższy odsetek w krajach ESW). Oznacza to, że klienci banków zwlekają powyżej 90 dni ze spłatą kredytów o sumie 7 mld EUR, a łączna wartość wszystkich kredytów niespłacanych regularnie to ponad 10 mld EUR (ponad ¼ PKB). Jednocześnie wartość wskaźników bezpieczeństwa nie zwiększyła się znacząco od 2008 r., co oznacza, że Słowenia, pomimo wysokiego odsetka zagrożonych kredytów, posiada najgorsze w regionie zabezpieczenie kapitałowe aktywów.

Wydaje się, że jedynym ratunkiem dla słoweńskiego sektora bankowego jest jego dokapitalizowanie przez budżet państwa, co miało już miejsce w poprzednich latach. Według szacunków rządu wielkość dofinansowania dla największych banków ma wynieść ok. 0,9 mld EUR. Dodatkową formą pomocy ma być program „zły bank”. Polegać ma on na przejęciu przez państwo zagrożonych kredytów hipotecznych i konsumpcyjnych w zamian za objęcie gwarancją państwa obligacje. Ostatecznie zaakceptowany został limit wartości przyjętych aktywów

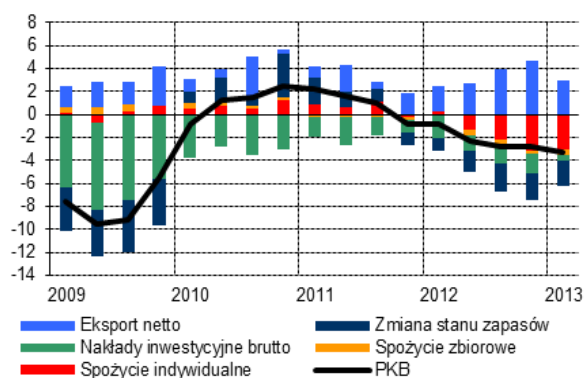
na poziomie ok. 4 mld EUR. Biorąc jednak pod uwagę fakt, że stan kredytów zagrożonych na koniec 2012 r. był niemal dwukrotnie wyższy i nie należy spodziewać się szybkiej poprawy stanu aktywów banków (m.in. w związku ze stale pogarszającą się sytuacją gospodarczą w kraju, która wpływa na sytuację finansową kredytobiorców), skala pomocy może się wyraźnie zwiększyć.

Jednocześnie sektor eksportowy Słowenii również wypadł słabo na tle innych krajów EŚW. Słoweński eksport w 2012 r. i I kw. 2013 r. praktycznie nie zmienił się w porównaniu z 2011 r. (w ujęciu nominalnym). Wynikało to przede wszystkim ze zmniejszającego się eksportu do krajów UE (-3% r/r w 2012 r. i -2% r/r w I kw. 2013 r.). Słaby popyt zagraniczny spowodował wyraźny spadek produkcji w przemyśle przetwórczym. Od IV kw. 2011 r. do I kw. 2013 r. zmniejszyła się ona o 6,5%. Najsilniej ucierpiał sektor motoryzacyjny, którego produkcja w tym okresie zmniejszyła się o ponad ¼.

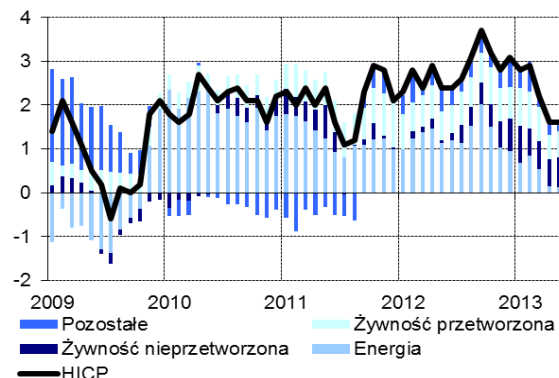
Najbliższe perspektywy dla słoweńskiej gospodarki wydają się być nadal bardzo niekorzystne. Poza słabnącym popytem zagranicznym, który dotknie również pozostałe gospodarki regionu, Słowenia będzie nadal zmagać się z problemami wewnętrznymi. Nabierająca tempa konsolidacja fiskalna oraz trwający proces oddłużania sektora prywatnego, zwłaszcza przedsiębiorstw, wpłynie na dalszy spadek popytu krajowego w 2013 r. Dodatkowo nie jest pewnym, czy pomimo starań rządu uda się przywrócić stabilność w sektorze instytucji finansowych, zwłaszcza banków. Wizja kryzysu bankowego w Słowenii wyraźnie się jednak oddaliła w I połowie 2013 r. Udana emisja obligacji na początku maja br. (3,5 mld USD), pomimo wcześniejszej obniżki ratingu Słowenii przez główne agencje, zaspokaja tegoroczne potrzeby pożyczkowe Słowenii i tym samym zapewnia środki na realizację programu wsparcia banków. Kolejnym zagrożeniem dla Słowenii wydaje się być niestabilna sytuacja polityczna. Od początku 2012 r. dwukrotnie następowała zmiana rządu, co pogorszyło wizerunek Słowenii w oczach inwestorów i było jedną z przyczyn pogorszenia ratingów długu publicznego.

Prognozy, zarówno międzynarodowych organizacji, jak i Narodowego Banku Słowenii (BS) również wskazują na kontynuację spadku PKB w 2013 r., a według niektórych prognoz (KE) ten negatywny trend ma się utrzymać nawet w 2014 r. Prognozy potwierdzają, że spadek ten wynikać ma ze zmniejszającego się nadal popytu krajowego przy niewielkim dodatnim wkładzie eksportu netto.

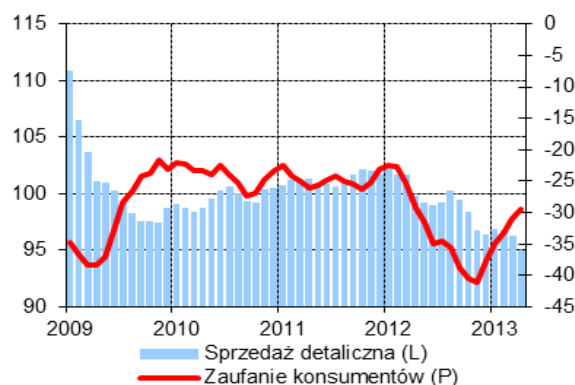
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



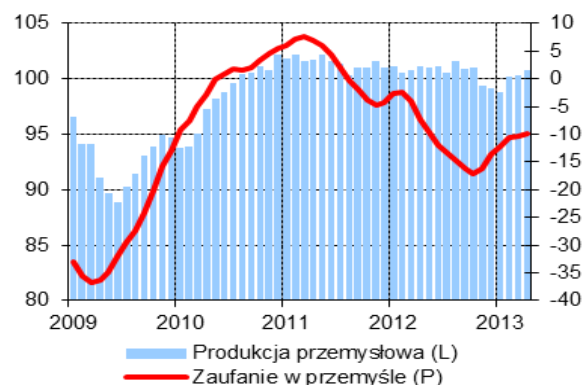
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



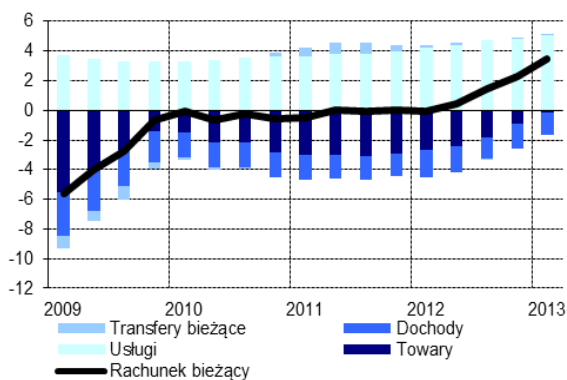
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



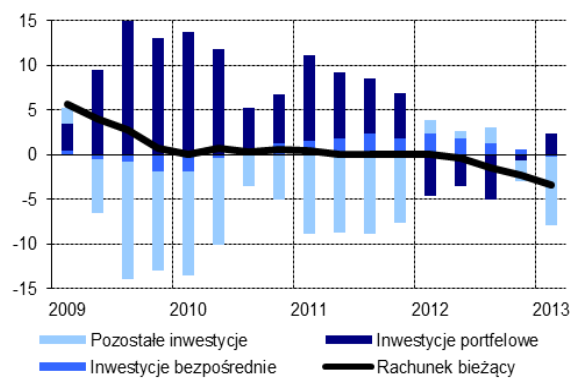
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania w przemyśle



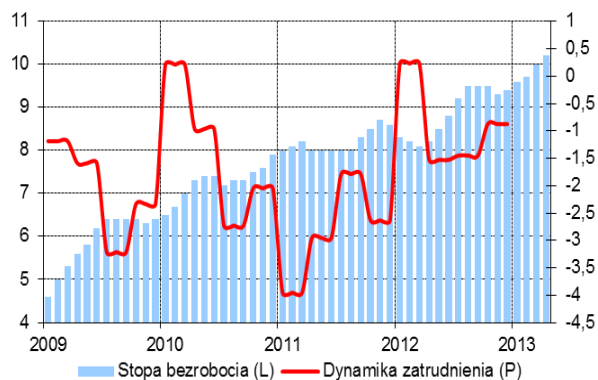
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



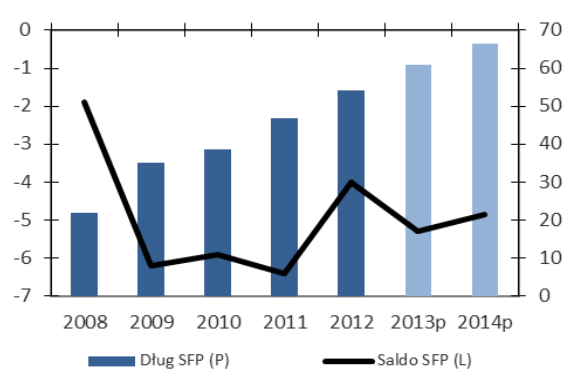
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



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



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne



WĘGRY

działania na rzecz pobudzenia inwestycji

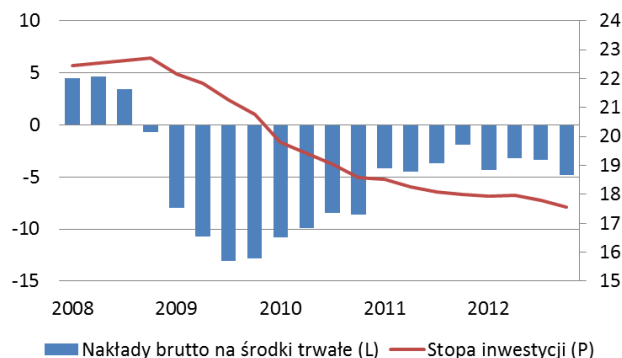
Po dwóch kolejnych latach umiarkowanego ożywienia gospodarka Węgier ponownie weszła w fazę recesji w 2012 r., o czym świadczy spadek realnego PKB o 1,8%. Obok wciąż słabego popytu na głównych rynkach eksportowych do obniżenia aktywności gospodarczej w kraju przyczyniły się w znacznym stopniu niższe wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych oraz wciąż malejące nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw. Na skalę spadku PKB Węgier miały wpływ również czynniki jednorazowe (m.in. niskie zbiory wywołane suszą, czasowa redukcja liczby zmian pracy oraz zatrudnienia w zakładach produkcyjnych, itd.), które negatywnie oddziaływały na produkcję rolnictwa i przemysłu.

Na tle wyżej nakreślonego obrazu gospodarki dane za I kw. 2013 r. są dość optymistyczne i wskazują na możliwe zatrzymanie dotychczasowej tendencji spadkowej. PKB Węgier w tym okresie wzrósł realnie o 0,7% kw/kw (po spadku o 0,3% kw/kw w IV kw. 2012 r.), natomiast w ujęciu rocznym ponownie obniżył się, choć w zdecydowanie mniejszym stopniu (-0,3%) niż w IV kw. 2012 r. (-2,4%). Pozytywnie na aktywność gospodarczą Węgier oddziaływały eksport netto (przy czym jego wpływ zmniejszył się w porównaniu z 2012 r.) oraz wzrost zapasów. W dalszym ciągu spadały spożycie indywidualne, wydatki sektora rządowego oraz nakłady brutto na środki trwałe. Natomiast patrząc na strukturę tworzenia wartości dodanej można zauważyć, że poprawa koniunktury nastąpiła przede wszystkim w rolnictwie i budownictwie (częściowo był to wynik niskiej bazy z 2012 r.), podczas gdy pozostałe działy gospodarki, w tym głównie przetwórstwo przemysłowe, wciąż notowały spadek produkcji.

Jednym z najbardziej palących problemów węgierskiej gospodarki pozostaje wciąż niska aktywność inwestycyjna sektora przedsiębiorstw, która stanowi istotną barierę dla spodziewanego ożywienia. Wartość nakładów brutto na środki trwałe w dalszym ciągu kształtuje się zdecydowanie poniżej poziomu sprzed kryzysu finansowego (w 2012 r. inwestycje przedsiębiorstw były o ponad 20% niższe wobec lat 2005-2007). Konsekwencją powyższego jest m.in. systematyczny spadek stopy inwestycji w kraju, która w I kw. 2013 r. osiągnęła najniższy poziom w całej minionej dekadzie (17,2% wobec 23% w 2004 r.). Obserwowany spadek aktywności inwestycyjnej jest wynikiem obniżających się inwestycji sektora prywatnego i rządowego. Głównymi czynnikami ograniczającymi te pierwsze są przede wszystkim słabnący eksport towarów i usług, niski popyt konsumpcyjny (z uwagi m.in. na powolny wzrost wynagrodzeń nominalnych oraz trwający proces oddłużania się gospodarstw domowych) oraz trudno dostępny kredyt bankowy dla przedsiębiorstw. Natomiast na inwestycje sektora rządowego negatywnie oddziaływała do tej pory konsolidacja fiskalna, której celem było obniżenie wysokości deficytu budżetowego do

poziomu poniżej 3% PKB. Biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania można domniemywać, że skłonność firm do inwestowania pozostanie nadal na niskim poziomie jeszcze przez kilka lat, a tym samym wydatki inwestycyjne sektora przedsiębiorstw najprawdopodobniej nie będą napędzać krajowej koniunktury w najbliższej przyszłości.

Nakłady brutto na środki trwałe (w%, r/r) oraz stopa inwestycji na Węgrzech (w % PKB)



Źródło: KSH, obliczenia IE NBP

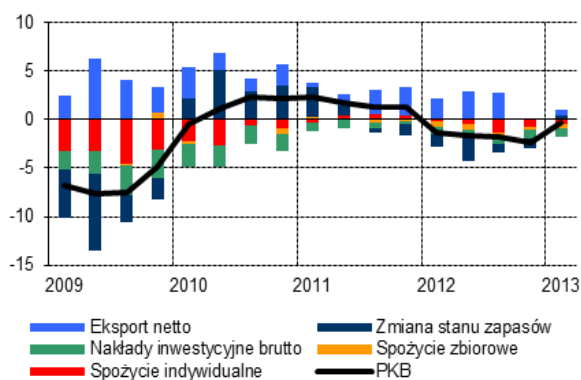
W celu pobudzenia aktywności gospodarczej bank centralny Węgier (MNB) przedstawił w dniu 4 kwietnia br. założenia nowego programu pod nazwą *Funding for Growth Scheme* (FGS). Jest on ukierunkowany przede wszystkim na zwiększenie dostępności kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP), które pełnią rolę koła zamachowego węgierskiej gospodarki. Należy zaznaczyć, iż firmy z tego sektora częściej niż duże przedsiębiorstwa finansują swą działalność właśnie kredytem bankowym (z uwagi m.in. na niewystarczające środki własne, wysokie koszty finansowania się w drodze emisji obligacji), dlatego udrożnienie tego kanału jest niezwykle istotne z punktu widzenia dynamizowania tempa wzrostu gospodarki kraju. Kolejnym celem programu FGS jest zmniejszenie stopnia uzależnienia gospodarki Węgier od finansowania zagranicznego poprzez ograniczenie podaży nowych kredytów walutowych dla przedsiębiorstw oraz redukcję istniejącego krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego. Działania te powinny doprowadzić do zmniejszenia całkowitego zadłużenia zagranicznego Węgier, a tym samym do obniżenia podatności gospodarki kraju na negatywne szoki pochodzące z jej otoczenia zewnętrznego.

Program FGS ma charakter czasowy, tzn. będzie obowiązywał od czerwca do sierpnia 2013 r., oraz składa się z trzech części. Pierwsza przewiduje, że MNB udzieli bankom komercyjnym nieoprocentowanych pożyczek pod warunkiem, że te w dalszej kolejności przeznaczą otrzymane środki na kredyty dla MŚP na preferencyjnych warunkach. Kredyty te mogą być wykorzystane przez firmy m.in. na sfinansowanie bieżącej działalności i/lub nowych inwestycji oraz na pokrycie kosztów własnych

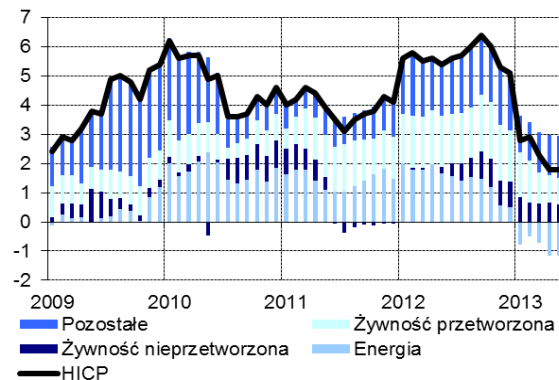
związanych z ubieganiem się o środki z funduszy unijnych. W momencie uchwalania programu przewidziano, że łączna wartość pożyczek w ramach tej części programu wyniesie 250 mld HUF, jednak z uwagi na ogromne zainteresowanie ze strony banków komercyjnych MNB postanowił podnieść kwotę kredytów do 425 mld HUF. Druga część programu FGS zakłada, że banki komercyjne dostarczą preferencyjnego finansowania dla sektora MŚP w celu konwersji posiadanych kredytów walutowych na kredyty denominowane w forintach. Środki na przewalutowanie istniejących kredytów banki otrzymają od MNB, który wymieni po kursie rynkowym swoje aktywa rezerwowe. Łączna wartość udzielonych kredytów w ramach drugiej części wyniesie 325 mld HUF (pierwotnie zakładano, że kwota kredytów osiągnie wartość 250 mld HUF, jednak duże zainteresowanie ze strony banków zdecydowało o podniesieniu limitu). Trzecia część programu FGS ma na celu obniżenie kosztów obsługi zadłużenia zagranicznego Węgier poprzez redukcję wysokości długu krótkoterminowego, tj. o pierwotnym terminie zapadalności do 1 roku. Operacja ta nie powinna wpłynąć na zmianę pokrycia zadłużenia krótkoterminowego kraju rezerwami walutowymi MNB, gdyż w myśl założeń banki zostaną zobligowane do przeznaczenia otrzymanych środków na spłatę swych krótkoterminowych zobowiązań w walutach obcych. Szacuje się, że transakcje przewidziane w ramach drugiej i trzeciej części doprowadzą do obniżenia poziomu rezerw walutowych MNB o ok. 10%.

Bank centralny Węgier wstępnie szacuje, że w wyniku realizacji programu FGS oczekiwane tempo wzrostu gospodarki kraju w latach 2013-14 wzrośnie dodatkowo o ok. 0,2-0,3 pkt. proc. (według prognozy MNB z marca br. PKB zwiększy się w tym okresie odpowiednio o 0,5% i 1,7%). Natomiast w wariantcie optymistycznym bank zakłada, że zwiększenie dostępności kredytów dla sektora MŚP powinno podnieść prognozowaną dynamikę wzrostu gospodarki kraju nawet o ok. 0,5-1 pkt. proc. w najbliższych dwóch latach. Wydaje się zatem, że zwiększenie aktywności inwestycyjnej jest warunkiem koniecznym spodziewanego ożywienia na Węgrzech, biorąc pod uwagę to, że rola eksportu netto jako dotychczasowego motoru wzrostu wyraźnie zmalała, zaś konsumpcja prywatna nadal pozostaje słaba.

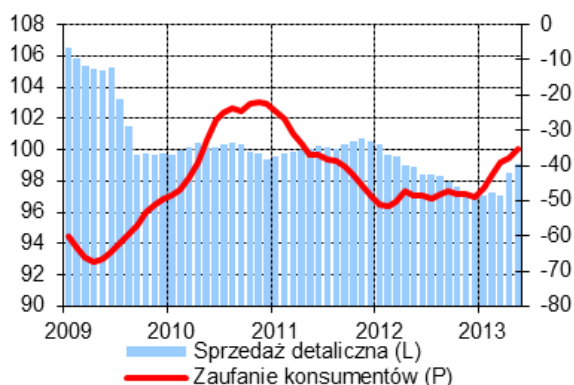
Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost PKB (pp., r/r)



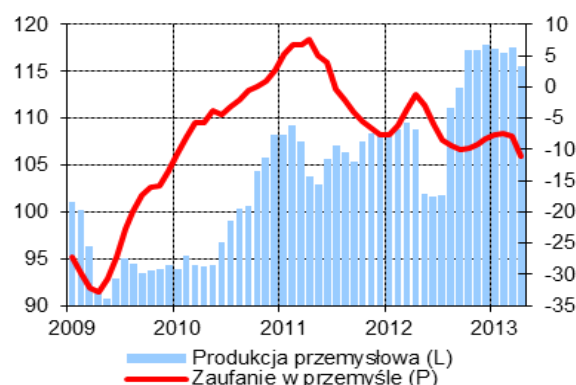
Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)



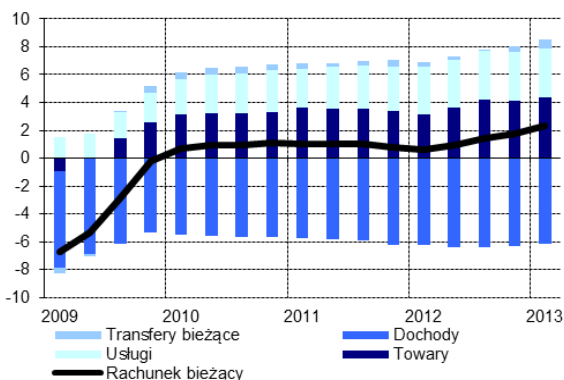
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźniki zaufania konsumentów



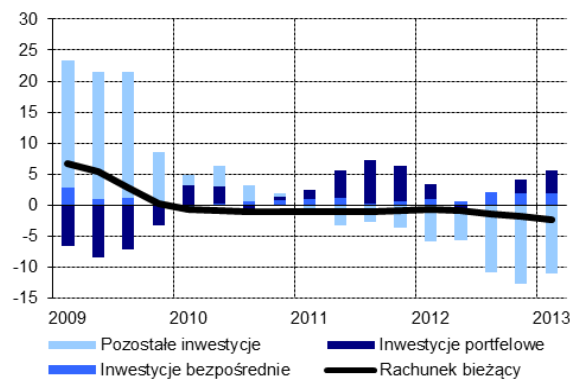
Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r) i wskaźnik zaufania w przemyśle



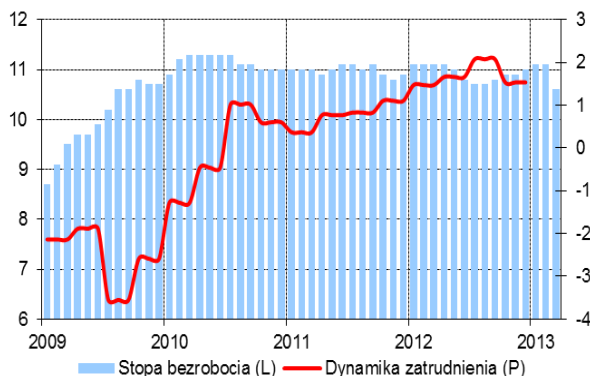
Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



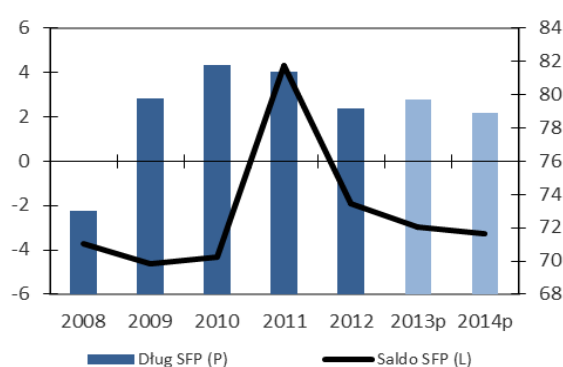
Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia dla 4 kwartałów)



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



Dług i deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne

Aneks 1

Napływ kapitału zagranicznego do krajów EŚW – zmiany w strukturze i ich wpływ na dług zagraniczny

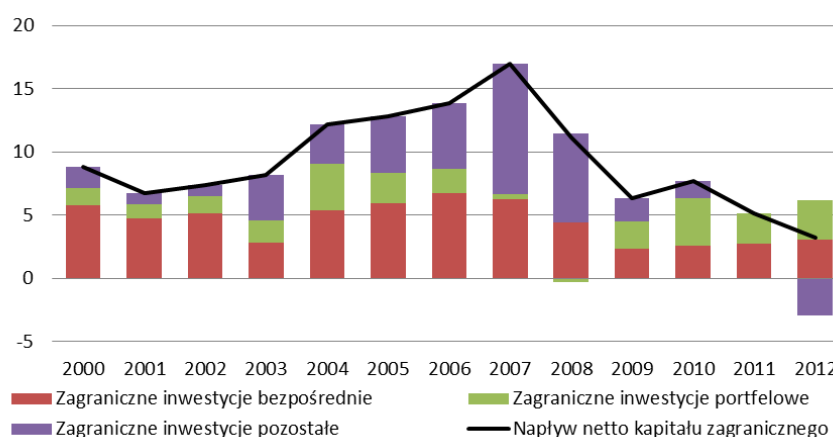
Model wzrostu w krajach Europy Środkowo-Wschodniej od samego początku transformacji oparty był o duży napływ inwestycji zagranicznych. Jednocześnie napływowi kapitału do krajów EŚW towarzyszył stały, wysoki deficyt na rachunku obrotów bieżących. Odróżniało to kraje EŚW od innych gospodarek wschodzących (zwłaszcza krajów azjatyckich), do których co prawda również napływały liczne inwestycje z zagranicy, jednak kraje te były również eksporterami kapitału, zwłaszcza portfelowego i równocześnie osiągały nadwyżki na rachunku obrotów bieżących.

Wraz z rozpoczęciem procesu integracji z Unią Europejską, a tym samym stopniową liberalizacją obrotów finansowych, skala napływu kapitału zagranicznego do krajów EŚW wyraźnie na początku XXI w., a zwłaszcza po 2004 r., zwiększyła się. Efektem tego była silna ekspansja europejskich grup finansowych, zwłaszcza banków. Z uwagi na ówczesną sytuację na rynkach finansowych w krajach rozwiniętych (wysoka płynność, niskie stopy zwrotu z lokalnych inwestycji) oraz duży potencjał nisko zadłużonych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w krajach rozwijających się, zwłaszcza regionu EŚW, ta grupa państw stała się ważnym kierunkiem przepływu kapitału, głównie z zachodnioeuropejskiego systemu bankowego.

W rezultacie, koszty kredytów znacznie się obniżyły, również dzięki dużej dostępności kredytów denominowanych w walutach obcych, co doprowadziło do powstania boomów kredytowych w krajach EŚW. W większości gospodarek (zwłaszcza w krajach bałtyckich, Bułgarii i Rumunii) finansowane one były poprzez pożyczki i depozyty zagranicznych banków, co doprowadziło do szybko rosnącego zadłużenia zagranicznego sektora bankowego w regionie. W latach 2007-2008 napływ netto „pozostałych inwestycji”, czyli przede wszystkim kapitału w ramach sektora bankowego, był już wyższy niż napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych i stanowił zdecydowanie najważniejszą pozycję na rachunku finansowym w bilansach płatniczych państw regionu.

Światowy kryzys finansowy przyczynił się do silnego spadku napływu kapitału zagranicznego do krajów EŚW, który w literaturze anglojęzycznej określa się mianem *sudden stop*. W największym stopniu dotknęło to Bułgarię, Estonię, Litwę, Łotwę, Rumunię, Słowenię i Węgry, a więc te państwa, które w poprzednich latach otrzymały relatywnie najwięcej środków zagranicznych⁴⁶. Należy wspomnieć, że w przypadku krajów bałtyckich w 2009 r. wystąpiło nawet zjawisko dezinvestycji, a więc nierezydenci wycofali więcej kapitału z tych gospodarek niż zainwestowali. Wartość inwestycji zagranicznych w całym regionie (mierzona w relacji do PKB wszystkich badanych państw) obniżyła się w 2009 r. do 6,3%, podczas gdy w latach 2005-2007 kształtowała się przeciętnie na poziomie 14,5%. W kolejnych latach, z uwagi m.in. na utrzymującą się wysoką awersję do ryzyka, odnotowano dalszy spadek napływu kapitału zagranicznego i ostatecznie w 2012 r. jego wartość wyniosła zaledwie 3,2% PKB.

Napływ netto kapitału zagranicznego do krajów EŚW, w % PKB



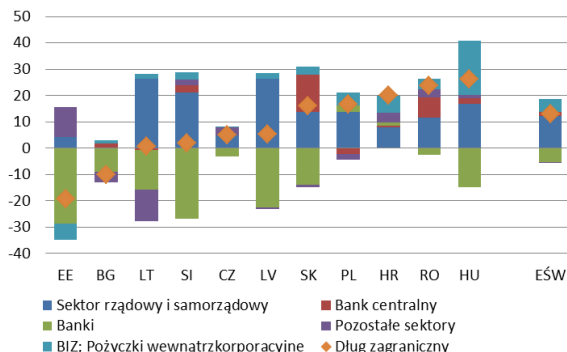
Źródło: Eurostat

⁴⁶ Konsekwencje nagłego zatrzymania napływu kapitału zagranicznego były na tyle poważne, że Łotwa, Rumunia i Węgry zwróciły się w latach 2008-2009 o pomoc finansową do Banku Światowego, Międzynarodowego Funduszu Walutowego i Unii Europejskiej.

Obok spadku napływu kapitału zagranicznego do krajów EŚW zaobserwowano również wyraźną zmianę jego struktury. Po pierwsze, zmniejszył się udział tzw. pozostałych inwestycji, a więc tej pozycji bilansu płatniczego, która przed kryzysem stanowiła jedno z głównych źródeł finansowania deficytów obrotów bieżących w regionie. Należy to wiązać ze spadkiem napływu kapitału do krajowego sektora bankowego, który w przypadku większości państw EŚW jest zdominowany przez międzynarodowe grupy finansowe. Po drugie, zauważalny był również spadek wartości zagranicznych inwestycji bezpośrednich, co było wynikiem m.in. niższych reinwestowanych zysków z uwagi na słabsze wyniki finansowe przedsiębiorstw z udziałem kapitału zagranicznego. Z kolei udział inwestycji portfelowych wyraźnie zwiększył się w państwach regionu w czasie kryzysu, osiągając najwyższy poziom w 2010 r. Było to konsekwencją wzrostu zainteresowania nierezydentów obligacjami skarbowymi emitowanymi przez największe gospodarki EŚW, oferującymi wyższe stopy zwrotu w porównaniu do papierów dłużnych krajów rozwiniętych, przy akceptowalnym poziomie ryzyka inwestycyjnego. Obserwowany rosnący napływ kapitału portfelowego na rynki państw regionu to także pochodna niestandardowych działań głównych banków centralnych zmierzających do zwiększenia płynności globalnego sektora bankowego.

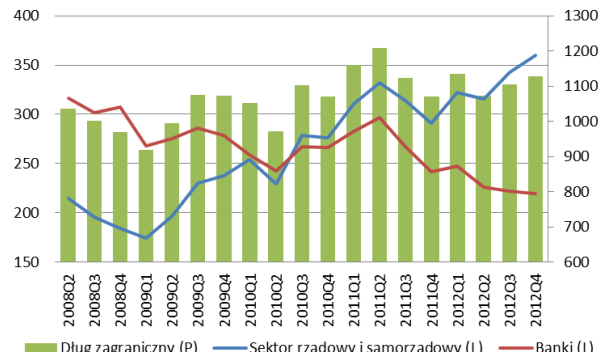
Pomimo spadku napływu kapitału zagranicznego do krajów EŚW, dług publiczny w większości państw nie tylko się nie zmniejszył, ale wręcz wzrósł. Od II kw. 2008 r. do IV kw. 2012 r. suma zobowiązań zagranicznych dla wszystkich jedenastu krajów EŚW zwiększyła się o niemal 91 mld USD, czyli o prawie 9% całości zadłużenia zagranicznego regionu. Spośród badanej grupy państw wzrost długu zagranicznego w tym okresie zaobserwowano w Polsce, Czechach, Chorwacji, Rumunii, Słowacji i na Węgrzech. W analizowanym okresie zwiększyła się również relacja długu zagranicznego do PKB. Dla całego regionu EŚW w połowie 2008 r. wynosiła ona 72,5%, a pod koniec 2012 r. 84,5%. Wzrost relacji długu zagranicznego do PKB wynikał nie tylko z wyższego zadłużenia, ale również ze spadku PKB w tym okresie, co w największym stopniu zaważyło na pogorszeniu się tej relacji w krajach bałtyckich, Chorwacji, Słowenii i na Węgrzech.

Zmiana wielkości i struktury długu zagranicznego w krajach EŚW w latach 2008-2012, w % PKB



Źródło: Bank Światowy, Eurostat

Dług zagraniczny w krajach EŚW, w mld USD

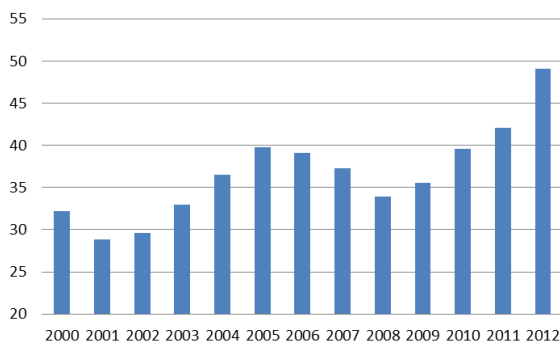


Źródło: Bank Światowy

Zmiany w strukturze napływu kapitału zagranicznego w latach 2008-2012 wyraźnie wpłynęły na zmianę struktury zadłużenia zagranicznego w regionie. Od momentu wybuchu globalnego kryzysu finansowego w 2008 r., w większości krajów regionu EŚW rozpoczął się proces delwarowania sektora bankowego, co skutkowało stałym zmniejszaniem się narosłego w poprzednich latach zadłużenia zagranicznego banków (głównie zobowiązań środkowoeuropejskich filii i oddziałów banków wobec ich zagranicznych central). Było to szczególnie widoczne w krajach, w których napływ kapitału do sektora bankowego w okresie przedkryzysowym był największy (kraje bałtyckie, Słowenia, Węgry), natomiast w tych gospodarkach (Czechy, Polska, Słowacja), w których akcja kredytowa finansowana była przede wszystkim ze środków krajowych, odpływ kapitału z sektora bankowego był znacznie mniejszy. Jednak nawet pomimo wyraźnego zmniejszenia się zadłużenia zagranicznego banków w krajach EŚW, całość długu w latach 2008-2012 zwiększyła się. Odpowiadały za to przede wszystkim dwa czynniki. Po pierwsze, od 2009 r. wyraźnie wzrosło zainteresowanie inwestorów zagranicznych obligacjami skarbowymi krajów EŚW. Początkowo dotyczyło to zwłaszcza obligacji Polski, Czech i Słowenii, jednak pogarszająca się sytuacja gospodarcza w dwóch ostatnich krajach spowodowała, że inwestorzy w 2012 r. odwrócili się od tych rynków na rzecz krajów bałtyckich czy Słowacji. W wyniku dużego napływu kapitału zagranicznego do krajów EŚW, wyraźnie zwiększyło się zaangażowanie nierezydentów na rynkach

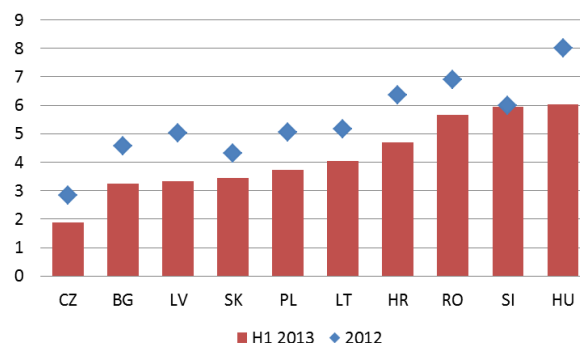
obligacji skarbowych. Poza Bułgarią, Estonią i Rumunią⁴⁷ ich udział wyraźnie wzrósł (o 15 pp. w latach 2008-2012 w skali całego regionu) i na koniec 2012 r. przekroczył 50% w Polsce, Słowacji, Słowenii, na Litwie, Łotwie i Węgrzech. Tym samym wyraźnie zwiększyło się zadłużenie sektora finansów publicznych. Do końca 2012 r. wzrosło ono o 146 mld USD, czyli o ponad 2/3 w porównaniu z połową 2008 r.

Udział nierezydentów w rynku długu sektora rządowego i samorządowego w krajach EŚW, w %



Źródło: Bank Światowy, Eurostat

Średnia rentowność obligacji 10-letnich w 2012 i I połowie 2013 r. w krajach EŚW, w pp.



Źródło: Reuters

Drugim czynnikiem, który wpłynął na wzrost długu zagranicznego, była zmiana struktury napływu BIZ. O ile w latach 2004-2008 dominującą ich formą były inwestycje udziałowe (bądź to w formie kapitału własnego lub reinwestowanych zysków), to w późniejszych latach coraz większą rolę zaczęły odgrywać pożyczki wewnątrz korporacyjne. Sytuacja ta miała miejsce w Polsce, Chorwacji, Rumunii, Słowacji i na Węgrzech. W całym regionie EŚW dług zagraniczny z tego tytułu zwiększył się o ponad 25 mld USD.

Wzrost napływu kapitału portfelowego do państw regionu, jaki był obserwowany już od 2008 r., niósł ze sobą wyraźny wzrost cen obligacji skarbowych, a tym samym spadek ich rentowności. W większości krajów regionu (poza Słowenią) na początku II kw. br. rentowności spadły do rekordowo niskich poziomów (m.in. rentowności 10-letnich obligacji spadły poniżej 1,5% w Czechach, 3% w Polsce, czy 5% na Węgrzech). Duży popyt ze strony inwestorów zagranicznych spowodował również, że kraje regionu, nawet te, które nie były przez nich wysoko oceniane (np. Węgry czy Słowenia⁴⁸), nie miały większych problemów z nowymi emisjami rządowych papierów dłużnych w pierwszych miesiącach 2013 r. Spadek rentowności obligacji oznacza zatem niższe koszty obsługi długu publicznego. Ma to szczególnie duże znaczenie w obecnej sytuacji krajów EŚW, które nadal muszą zmagać się z konsolidacją fiskalną w okresie pogłębiającego się spowolnienia ich gospodarek. Dodatkowo, wzrost zainteresowania inwestorów zagranicznych obligacjami skutkowało, przynajmniej w II połowie 2012 r., aprecjacją walut regionu (trend ten jednak odwrócił się już w I połowie 2013 r.), co przejściowo również pomagało w obniżeniu kosztów obsługi długu (także w przypadku zadłużenia w walutach obcych sektora prywatnego).

Warto jednak zauważyć, że tak duże zainteresowanie obligacjami Skarbu Państwa w krajach regionu w ostatnim roku, niesie ze sobą również pewne ryzyka. Po pierwsze, w ostatnich latach zdecydowanie zwiększyło się zaangażowanie nierezydentów, co zwiększa prawdopodobieństwo spekulacji na tym rynku. Wydaje się jednak, że realizacja takiego scenariusza jest mało prawdopodobna, gdyż inwestorami zagranicznymi są dotychczas w większości duże grupy finansowe i nie wydaje się, aby traktowały te inwestycje jako czysto spekulacyjne. Jednak sytuacji takiej nie należy do końca wykluczać. W przypadku wzrostu niepokoju na światowych rynkach finansowych, podobnych do tych jakie miały miejsce po upadku Lehman Brothers, może mieć miejsce gwałtowna ucieczka kapitału z regionu i doprowadzić do destabilizacji lokalnych systemów finansowych. Poza tym, nie należy zapominać, że tak duży napływ kapitału portfelowego do krajów EŚW w ostatnich latach jest sytuacją wyjątkową. Wiąże się on przede wszystkim z dużą płynnością sektora bankowego, wynikającą m.in. z ograniczenia zaangażowania w aktywa krajów peryferyjnych strefy euro czy też zmniejszania akcji kredytowej dla sekto-

⁴⁷ W Bułgarii i Estonii zaangażowanie nierezydentów na rynkach obligacji zmniejszyło się. Natomiast w Rumunii, proporcja ta pogorszyła się nawet pomimo zwiększenia się wartości obligacji pozostających w rękach nierezydentów, na co wpłynęło jeszcze większe zainteresowanie papierami skarbowymi ze strony rezydentów.

⁴⁸ M.in. Słowenii udało się przeprowadzić emisję obligacji na początku maja 2013 r. pomimo wcześniejszego obniżenia ich ratingu przez agencję Moody's do poziomu „śmieciowego”. Tym samym już w I połowie roku Słowenia zabezpieczyła swoje potrzeby finansowe do końca 2013 r.

ra prywatnego (pośrednio, poprzez wycofywanie kapitału z sektora bankowego, dotknęło to również kraje EŚW). Warto więc pamiętać, że w przypadku poprawy sytuacji gospodarczej na świecie, inwestorzy mogą powoli powracać na „porzucone” wcześniej rynki szukając wyższych stóp zwrotu, co zahamowałoby skalę wzrostu zakupów obligacji skarbowych krajów EŚW, a tym samym wzrostu ich cen. Szczególnie powinny o tym pamiętać rządy tych krajów, które nie mogą przyjąć, że niski poziom rentowności i wysoki popyt na obligacje jest dany raz na zawsze i tym samym uwzględniać ryzyka zmiany sytuacji w przygotowywaniu założeń polityki budżetowej.

Sytuacja z czerwca 2013 r. zdaje się potwierdzać przypuszczenia na temat wciąż wysokiej niestabilności na rynkach finansowych krajów EŚW. Obserwowano wówczas powrót awersji do ryzyka i wycofywanie się inwestorów zagranicznych z rynków wschodzących, co skutkowało gwałtownym spadkiem cen aktywów finansowych i deprecjacją kursów walutowych, również na rynkach środkowo-europejskich.

Aneks 2

Zmiany w funkcjonowaniu obowiązkowych funduszy emerytalnych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej w latach 2009-2013

Kraje Europy Środkowo-Wschodniej (poza Czechami⁴⁹ i Słowenią) wprowadziły w ramach powszechnego systemu emerytalnego obowiązkową⁵⁰ część kapitałową (fundusze emerytalne; II filar). Przekazywanie części składki emerytalnej do tych funduszy, przy jednoczesnym wypłacaniu bieżących świadczeń dla emerytów przez państwowe fundusze ubezpieczeń społecznych, oznacza konieczność uzupełnienia dochodów sektora finansów publicznych poprzez inne działania dostosowawcze lub zwiększenie długu publicznego.

Kryzys gospodarczy spowodował wystąpienie poważnych napięć fiskalnych w krajach regionu. W ramach przeprowadzonych działań konsolidacyjnych, kraje te zdecydowały się na zmiany trwale lub przejściowo zmniejszające koszty fiskalne reform emerytalnych. Wpłynęły na to następujące przesłanki:

- w ujęciu ESA'95, zgodnie z regulacjami Eurostatu⁵¹, przekazywanie składek do OFE powiększa deficyt budżetowy, a zatem utrudnia spełnienie reguły deficytu budżetowego (3% PKB) zapisanej w Traktacie z Maastricht;
- transfer składek do OFE powiększa (*ceteris paribus*) potrzeby pożyczkowe i dług publiczny, choć jednocześnie zmniejsza się tzw. dług ukryty, czyli zobowiązania wobec przyszłych emerytów⁵². Wzrost zadłużenia sektora finansów publicznych może negatywnie wpływać na ocenę danego kraju przez rynki finansowe oraz utrudnić spełnienie krajowych reguł długu (Polska, Słowacja, Węgry);
- brak bezpośredniego negatywnego wpływu obniżenia wysokości składek trafiających do funduszy emerytalnych na popyt zagregowany, w przeciwieństwie do działań dostosowawczych polegających na podnoszeniu podatków lub cięciu wydatków. Ma to szczególne znaczenie w sytuacji silnej konsolidacji sektora finansów publicznych w warunkach niskiego wzrostu gospodarczego.

Wprowadzone zmiany w funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, poprawiające wynik sektora *general government* polegały na:

- przekierowaniu części składek z OFE do sektora finansów publicznych lub zawieszeniu ich transferu do OFE;
- przejściu części lub niemal całości aktywów zgromadzonych w II filarze;
- wprowadzeniu dobrowolnego przystępowania do kapitałowej części systemu emerytalnego (Słowacja⁵³, Węgry).

⁴⁹ W 2013 r. rozpoczął funkcjonowanie dobrowolny filar kapitałowy w Czechach. Składka przekazywana do II filara pochodzi z dwóch źródeł: 3% – składka przekierowana z I filara systemu emerytalnego + 2% – składka opłacana bezpośrednio przez ubezpieczonego. Możliwość dobrowolnego oszczędzania na emeryturę w kapitałowej części systemu emerytalnego nie później jednak niż do ukończenia 35 roku życia, dla pozostałych przystąpienie możliwe jedynie do końca czerwca br. (decyzja jest nieodwracalna).

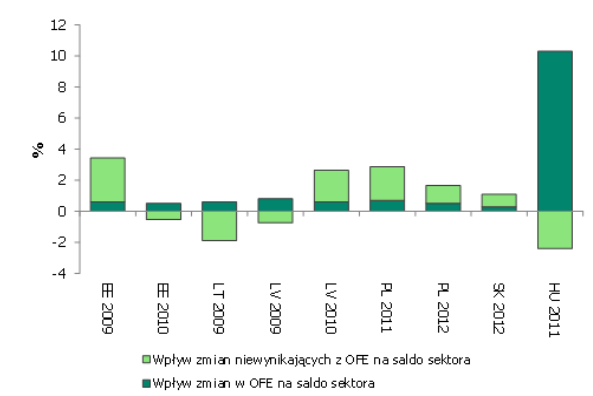
⁵⁰ Węgry – 1998 r., Polska – 1999 r., Bułgaria – 2000 r. (branżowe) i 2002 r. (powszechne), Łotwa – 2001 r., Estonia i Chorwacja – 2002 r., Litwa – 2004 r., Słowacja – 2005 r., Rumunia – 2008 r. Na Litwie członkostwo w OFE jest dobrowolne, jednakże ok. 80% ubezpieczonych zdecydowało się przystąpić do II filara. Dlatego uwzględniono ten kraj w niniejszym załączniku. Por. A. Bitinas, *Lithuanian pension schemes*, European Bank for Research and Development, <http://www.ebrd.com/downloads/research/news/LITHUANIA.pdf>.

⁵¹ Zgodnie z nimi otwarte fundusze emerytalne nie są traktowane jako element sektora instytucji rządowych i samorządowych. Por. *New decision of Eurostat on deficit and debt. Classification of funded pension schemes in case of government responsibility or guarantee*, Eurostat, 2 marca 2004 r.

⁵² Por. J. Jabłonowski, Ch. Müller, B. Raffelhüschen, *A fiscal outlook for Poland using Generational Accounts*, National Bank of Poland Working Papers, No. 85, Warsaw 2011.

⁵³ Dla osób wkraczających na rynek pracy (zmiana przyjęta w 2012 r.).

Zmiany w funkcjonowaniu OFE a skala dostosowania fiskalnego (mierzona zmianą salda pierwotnego, skorygowanego o wahania cyklu koniunkturalnego).

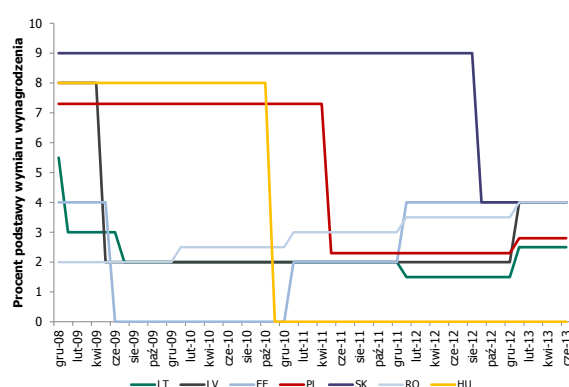


Wartość dodatnia: zacieśnienie, ujemna – poluzowanie polityki fiskalnej.

EE – Estonia, LT – Litwa, LV – Łotwa, PL – Polska, SK – Słowacja, HU – Węgry.

Źródło: Programy Konwergencji/Stabilności krajów regionu, baza danych AMECO KE.

Wymiar składki emerytalnej przekazywanej do II filara systemu emerytalnego



LT – Litwa, LV – Łotwa, EE – Estonia, PL – Polska, SK – Słowacja, RO – Rumunia, HU – Węgry.

Źródło: Programy Konwergencji/Stabilności krajów regionu.

Powyższe działania stanowiły istotny element konsolidacji fiskalnych. Szczególnym przypadkiem są Węgry, w których w 2011 r. kapitałowa część systemu emerytalnego praktycznie przestała funkcjonować (wystąpiło blisko 97% członków OFE). W pozostałych krajach skala poprawy sektora finansów publicznych wynosiła ok. 0,7-1,4% PKB rocznie (Rumunia – 0,1% PKB).

W niemal wszystkich krajach regionu (poza Bułgarią i Chorwacją) w okresie 2009-2013 obniżono wysokość składek do OFE lub zawieszono ich transfer. Kraje bałtyckie dokonały tego już w 2009 r., podczas gdy Polska od maja 2011 r., zaś Słowacja od września 2012 r.

Obniżenie bądź zawieszenie transferów do OFE było dokonywane jednorazowo⁵⁴, z wyjątkiem Litwy. Skala obniżek wynosiła ok. 70% pierwotnego poziomu w Polsce, na Litwie oraz Łotwie, ok. 60% na Słowacji i ok. 20% w Rumunii⁵⁵. Estonia i Węgry zdecydowały się na czasowe⁵⁶ zawieszenie przekazywania składek do OFE. Ostatecznie na Węgrzech zmiana ta ma charakter trwały.

Zmiany wymiaru składki emerytalnej przekazywanej do OFE.

	trwałe	przejściowe
obniżenie	Łotwa, Słowacja, Polska	Litwa, Rumunia ⁵⁷
zawieszenie przekazywania składek	Węgry	Estonia

Źródło: Programy Konwergencji/Stabilności krajów regionu.

Po ustabilizowaniu sytuacji fiskalnej szereg krajów regionu podniosło lub zapowiedziało podniesienie wysokości składek⁵⁸. Proces ten ma być dokonywany stopniowo. W przypadku Łotwy, Słowacji i Polski docelowy poziom wymiaru składki będzie niższy od pierwotnego, w największym stopniu – w Polsce (3,5% wobec pierwotnych 7,3% podstawy wymiaru)⁵⁹. Ma on zostać osiągnięty w latach 2016-2017 w

⁵⁴ Na Litwie przybrał on formę procesu. Pierwotnie składka została obniżona z 5,5% do 3% podstawy wymiaru (styczeń 2009 r.), następnie zredukowano ją do 2% (lipiec 2009 – grudzień 2011), a potem do 1,5% (2012 r.).

⁵⁵ W Rumunii przesunięto w 2009 r. o jeden rok harmonogram podwyżek składek emerytalnych przekazywanych do OFE wynikający z ustawy wprowadzającej kapitałową część systemu emerytalnego.

⁵⁶ Estonia: lipiec 2009–grudzień 2011; Węgry: listopad 2010–grudzień 2011.

⁵⁷ W 2009 r. utrzymano wysokość składki na poziomie roku poprzedniego (2% podstawy wymiaru), pomimo że pierwotnie z harmonogramu miała zostać podwyższona do 2,5%. W kolejnych latach składka rośnie o 0,5 pkt. proc., aż do osiągnięcia 6%, tj. poziomu zakładanego w ustawie wprowadzającej od 2008 r. kapitałową część systemu emerytalnego.

⁵⁸ Obecnie proces ten zakończył się Estonii (2011-2012), a trwa w pozostałych krajach (2013) z wyjątkiem Słowacji (od 2017).

⁵⁹ Łotwa – docelowo 6% wobec 8% podstawy wymiaru na początku 2009 r. (pierwotnie zakładano wzrost składki do 10%); Słowacja – odpowiednio: 6% i 9%.

Polsce i na Łotwie⁶⁰, w 2020 r. na Litwie, oraz w 2024 r. na Słowacji. W Estonii, celem rekompensaty za okres zawieszenia transferów do funduszy emerytalnych, nastąpi przejściowe podwyższenie składki w latach 2014-2017 (z 4% do 6% podstawy wymiaru).

Niektóre państwa regionu wprowadziły także możliwość wystąpienia ubezpieczonych z kapitałowego systemu emerytalnego⁶¹. Krok ten wiązał się z przekazaniem środków zgromadzonych w II filarze do sektora finansów publicznych, a tym samym oznaczał jednorazową poprawę jego wyniku. Działanie to przeprowadzono na Węgrzech (faktyczna likwidacja OFE), a także na Słowacji. Zmiany wprowadzone w Bułgarii pod koniec 2010 r., zostały jednak uznane za niezgodne z ustawą zasadniczą⁶².

Transfer aktywów z OFE do sektora finansów publicznych.

Kraj	Działanie	Wpływ na poprawę salda sektora <i>general government</i> (% PKB)
Bułgaria	Transfer środków zgromadzonych ⁶³ w branżowych OFE (zawody uprawnione do wcześniejszej emerytury) na dochody budżetowe, w przypadku wcześniejszego przejścia ubezpieczonego na emeryturę w okresie 2011-2014. Zmiana ta została pod koniec maja 2011 r. uznana przez Trybunał Konstytucyjny za niezgodną z ustawą zasadniczą.	0,04 Pierwotnie zakładano ok. 0,13.
Chorwacja	Możliwość wystąpienia od połowy października 2011 r. dla osób w wieku 40-50 lat w momencie wejścia w życie reformy (tj. 2002 r.), które dobrowolnie stały się członkami OFE.	pomijalny (<0,01)
Polska	Możliwość wystąpienia z OFE przez kobiety, które osiągnęły wiek emerytalny w 2009 r.	pomijalny (<0,01)
Słowacja ⁶⁴	Możliwość występowania z OFE w okresie styczeń-czerwiec 2008 r., połowa listopada 2008 r. - czerwiec 2009 r., a także wrzesień 2012 r. - styczeń 2013 r.	2008 i 2009: 0,2 2012: 0,1 2013: 0,3
Węgry	Możliwość wystąpienia w 2009 r. z OFE przez ubezpieczonych, którzy ukończyli 52 rok życia przed 2009 r. Podjęcie przez ubezpieczonych decyzji o pozostaniu w II filarze do końca lutego 2011 r. (wiąże się ona z utratą praw do emerytury z repartycyjnej części systemu emerytalnego).	2009 i 2010: 0,2 2011: 9,7 2012: 0,1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie krajowych Programów Konwergencji i informacji prasowych.

Skrajnym przypadkiem zmian w funkcjonowaniu OFE są Węgry, gdzie faktycznie zlikwidowano kapitałową część systemu emerytalnego, która po Polsce pod względem relacji wielkości aktywów netto do PKB była wówczas największa w regionie.

Ubezpieczeni mieli zdecydować o dalszym członkostwie w funduszu emerytalnym do końca lutego 2011 r.⁶⁵. Pozostanie w OFE wiązało się z utratą praw do otrzymania emerytury z I filara, pomimo dalszego obowiązku opłacania składki emerytalnej, a także brakiem gwarancji państwa wypłat świadczeń z OFE.

Ostatecznie w OFE pozostało ok. 3% członków (tj. ok. 100 tys. osób), z czego w 2012 r. blisko 1/3 z nich powróciło do I filara. Wartość przekazanych aktywów do sektora finansów publicznych wyniosła w 2011 r. ok. 10,6% PKB, z czego ok. 0,8% PKB wypłacono ubezpieczonym⁶⁶. Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych uległ poprawie o ok. 9,7% PKB, co pozwoliło Węgrom odnotować jednorazową nadwyżkę budżetową w 2011 r. (4,3% PKB). Przekazane z OFE środki, zarządzane przez spe-

⁶⁰ W przypadku Litwy i Łotwy podwyższanie składek przekazywanych od OFE miało rozpocząć się już w 2011 r., przy czym z uwagi na stan finansów publicznych zdecydowano o ich przesunięciu na kolejne lata.

⁶¹ W listopadzie 2012 r. rząd Litwy przyjął zmiany, które przewidywały możliwość wystąpienia z OFE w okresie kwiecień-wrzesień 2013 r. Jednakże w przypadku wycofania z systemu, zgromadzone środki pozostaną na indywidualnym koncie emerytalnym i nadal będą inwestowane, a ich wypłata nastąpi po przejściu na emeryturę.

⁶² Por. *Judgement No 7 of 31 May 2011 in case No 21/2010 on the record of the Constitutional Court*, Constitutional Court of the Republic of Bulgaria, <http://www.constcourt.bg/Pages/Document/Default.aspx?ID=1637>.

⁶³ Przez osoby urodzone w latach 1955-1959 – kobiety oraz 1952-1959 – mężczyźni.

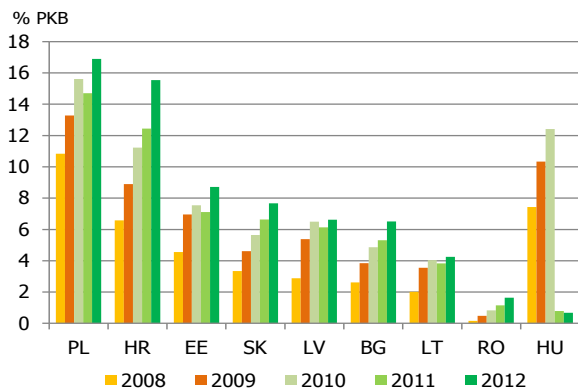
⁶⁴ Po raz pierwszy w I połowie 2008 r. z możliwości wystąpienia z II filara systemu emerytalnego (tzw. „okno emerytalne”) skorzystało ok. 105 tys. osób (ok. 7% członków OFE; przede wszystkim osoby w wieku 40-55 lat). Równolegle, w ramach otwarcia II filaru umożliwiono także wstąpienie do OFE, osobom objętym ubezpieczeniem emerytalnym, które nie przystąpiły do II filara do połowy 2006 r. Decyzję tą podjęło ok. 21,3 tys. ubezpieczonych. Już po upływie kilku miesięcy okno emerytalne zostało otwarte ponownie (połowa listopada 2008 r.-czerwiec 2009 r.). Do I filara powróciło wówczas ok. 62,0 tys. osób (tj. ok. 4% członków OFE). W okresie wrzesień 2012 r.-styczeń 2013 r. z OFE wystąpiło ok. 90 tys. ubezpieczonych (ok. 6% członków OFE).

⁶⁵ Wprowadzone pod koniec 2010 r. przepisy także czasowo zawieszały transfer składek do OFE oraz znosiły obowiązek przystąpienia do OFE przez osoby rozpoczynające pracę zawodową.

⁶⁶ Występującym z OFE miał zostać wypłacony zysk wypracowany przez fundusze emerytalne (w przypadku ujemnej stopy zwrotu państwo miało wyrównać stan środków na koncie ubezpieczonego w I filarze).

cyjny państwowy fundusz⁶⁷, zostały w większości wykorzystane do obniżenia długu publicznego. Pomimo to, jego poziom na Węgrzech na koniec 2011 r. utrzymał się na poziomie zbliżonym do roku poprzedniego (81,4% PKB wobec 81,8% PKB), co było rezultatem m.in. osłabienia forinta.

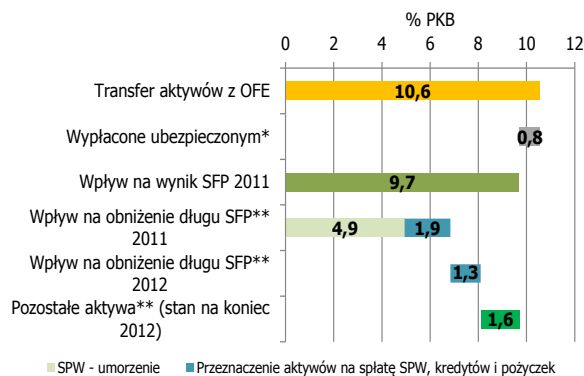
Aktywa netto funduszy emerytalnych (II filar).



PL – Polska, HR – Chorwacja, EE – Estonia, SK – Słowacja, LV – Łotwa, BG – Bułgaria, LT – Litwa, RO – Rumunia, HU – Węgry.

Źródło: Dane instytucji nadzoru nad rynkiem finansowym państw regionu.

Wpływ zmian w funkcjonowaniu kapitałowego systemu emerytalnego na wynik i dług sektora finansów publicznych na Węgrzech.



SFP – sektor finansów publicznych SPW – skarbowe papiery wartościowe.

* Pod warunkiem, że na koncie ubezpieczonego nastąpił przyrost środków, mógł on zostać wypłacony ubezpieczonemu (transferów dokonano w okresie VI-VIII 2011 r.).

** Fundusz Reformy Emerytalnej i Redukcji Długu Publicznego. Stan funduszu na koniec 2012 r. nie uwzględnia transferu akcji i udziałów do Agencji Zarządzania Mieniem Skarbu Państwa (ok. 0,5% PKB).

Źródło: Program Konwergencji Węgier na lata 2012-2015, kwiecień 2012; dane ÁKK.

Powyższe zmiany wprowadzone w krajach regionu w systemie emerytalnym powodują, że w przyszłości sektor finansów publicznych weźmie na siebie większy ciężar finansowania świadczeń emerytalnych. Tym samym działania te mogą mieć implikacje dla stabilności finansów publicznych w długim okresie. W krajach, w których system emerytalny jest aktuariałnie zbilansowany (niefinansowe systemy zdefiniowanej składki – Polska, Łotwa) nie będą one znaczące, choć spowodują zwiększenie przejściowej luki systemu emerytalnego w okresie największych nierównowag demograficznych⁶⁸. W pozostałych krajach równolegle podjęto zmiany w systemie emerytalnym dotyczące m.in. podwyższenia wieku przechodzenia na emeryturę, ograniczania przywilejów oraz zmiany zasad obliczania i waloryzacji świadczeń.

Obecnie wprowadzenie dalszych zmian w II filarze rozważa Polska. Chorwacja i Bułgaria, które jako jedyne z krajów nie obniżyły wysokości składki do OFE, planują jej podniesienie w kolejnych latach⁶⁹. Na ewentualne dalsze decyzje dotyczące funkcjonowania OFE może wpłynąć:

- możliwość uwzględnienia kosztów netto reformy emerytalnej (polegającej na wprowadzeniu obowiązkowego filara kapitałowego), przy podejmowaniu decyzji o nałożeniu bądź uchyleniu procedury nadmiernego deficytu⁷⁰. Zmiana została wprowadzona pod koniec 2011 r. przez tzw. sześciopak⁷¹. Przepis ten jest stosowany, kiedy deficyt budżetowy w niewielkim stopniu przekracza wartość referencyjną (wg interpretacji KE dopuszczalny poziom to ok. 3,5% PKB).

⁶⁷ Fundusz Reformy Emerytalnej i Redukcji Długu Publicznego (*Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alap*).

⁶⁸ Warto zwrócić uwagę, że zgodnie z *The 2012 Ageing report* Komisji Europejskiej (European Economy 2/2012), Polska i Łotwa należą do nielicznej grupy krajów UE, w których wydatki sektora finansów publicznych na świadczenia emerytalno-rentowe w okresie 2010-2060 obniżą się. Ponadto skala ich obniżenia w tych dwóch krajach będzie największa wśród krajów członkowskich. Raport KE pomija jednakże stronę dochodową, przez co nie da się określić wpływu spadku wydatków na stabilność systemów emerytalnych.

⁶⁹ Chorwacja – od 2014 r., Bułgaria planuje podwyższenie składki do niebranżowych obowiązkowych funduszach emerytalnych z 5% do 7% podstawy wymiaru od 2017 r.

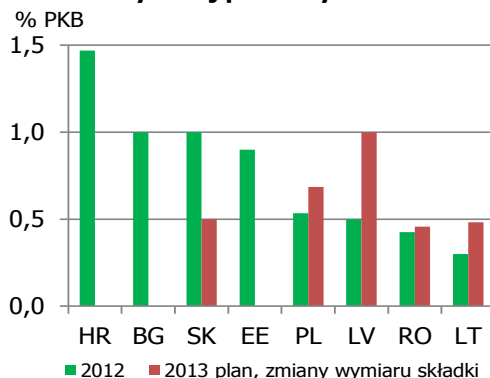
⁷⁰ Poprzednio w ramach zmian wprowadzonych w Pakcie Stabilności i Wzrostu w 2005 r. odliczenie to było możliwe (skala degresywna) przez okres 5 lat.

⁷¹ Por. rozporządzenie Rady (UE) nr 1177/2011 z dnia 8 listopada 2011 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1467/97 w sprawie przyspieszenia i wyjaśnienia procedury nadmiernego deficytu (Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej L 306 z 23 listopada 2011 r.).

W 2012 r. koszty reformy emerytalnej wynosiły w krajach regionu od 0,3% do blisko 1,5% PKB⁷²;

- planowana zmiana sposobu rejestracji transferu środków z OFE do państwowych funduszy ubezpieczeń społecznych. Obecnie operacja ta (ESA'95 – Europejski System Rachunków Narodowych i Regionalnych, *European system of accounts*) rejestrowana jest w pełnej kwocie w momencie przekazania środków, jednorazowo obniżając deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych. W maju 2013 r. Parlament Europejski przyjął nową edycję ESA (ESA 2010), która przewiduje, że takie działanie nie będzie miało wpływu na dochody sektora finansów publicznych⁷³. Nowe zasady będą miały zastosowanie od jesiennej notyfikacji fiskalnej w 2014 r.

Część składki emerytalnej przekazywana do OFE w 2012 r.



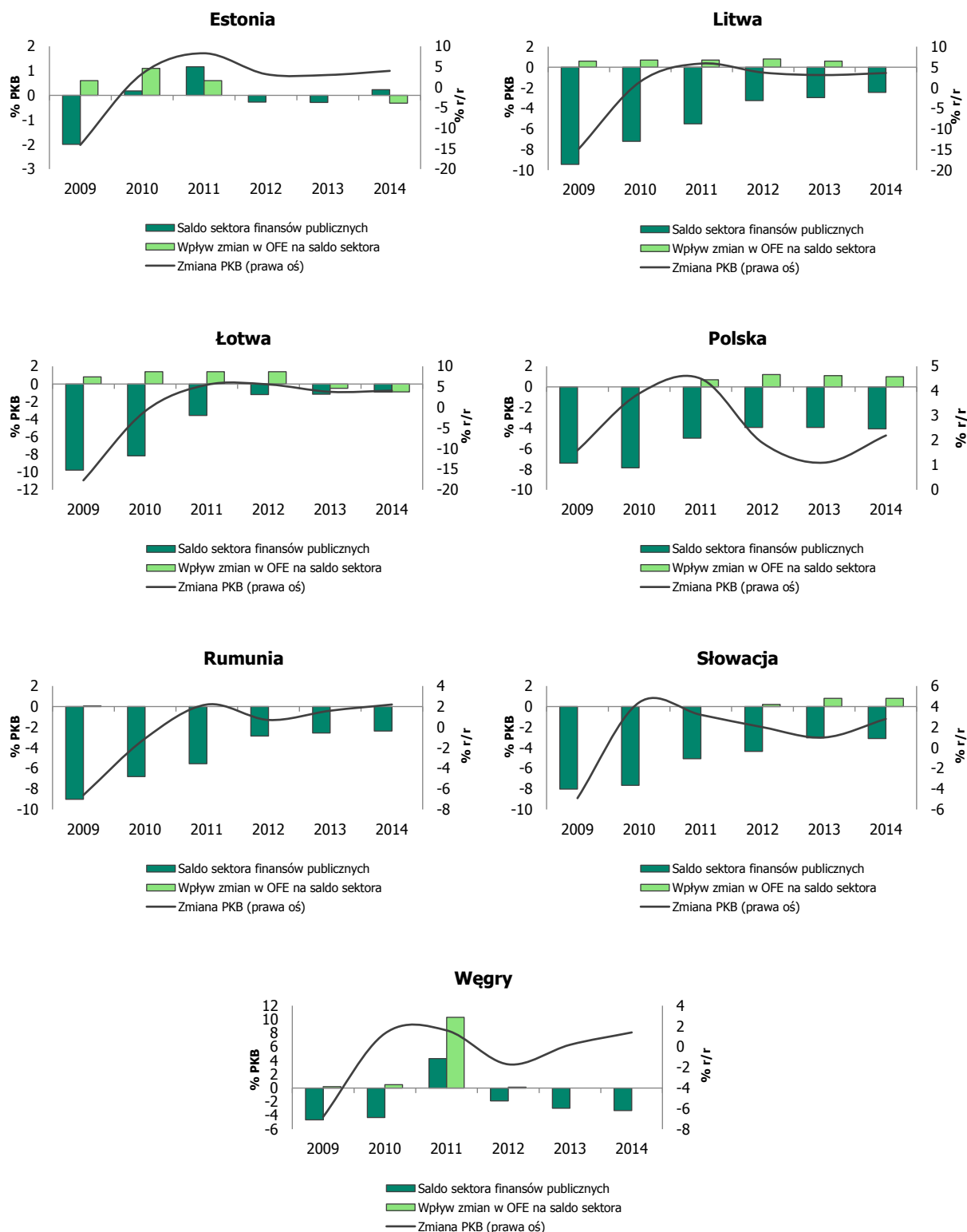
HR – Chorwacja, BG – Bułgaria, SK – Słowacja, EE – Estonia, PL – Polska, LV – Łotwa, RO – Rumunia, LT – Litwa.

Źródło: Programy Konwergencji/ Stabilności krajów regionu, dane instytucji nadzorujących rynek finansowy.

⁷² W 2013 r. będą one wyższe, z uwagi na podwyższanie wymiaru części składki emerytalnej przekazywanej do II filara w Polsce, Rumunii oraz na Litwie i Łotwie. W przypadku Słowacji zaś niższe (wpływ obniżenia stawki od września 2012 r.).

⁷³ Przekazana kwota przez OFE będzie rejestrowana w pozycji F.89 „Pozostałe kwoty do otrzymania/ zapłacenia”, tj nie będzie miała wpływu na dochody budżetowe w momencie transferu. Wyplata świadczeń w przyszłości pogorszy wynik sektora finansów publicznych. Por. pkt. 17.148 (*Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on the European system of national and regional accounts in the European Union*, COM/2010/0774 final, z uwzględnieniem zmian wprowadzonych przez Parlament Europejski).

Wpływ zmian w funkcjonowaniu OFE a wynik sektora finansów publicznych.



Źródło: Programy Konwergencji/Stabilności krajów regionu, baza danych AMECO KE.

ANEKS STATYSTYCZNY

1. Rachunki narodowe

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

	2011	2012	I 2012	II 2012	III 2012	IV 2012	I 2013
Bułgaria	1,8	0,8	1,2	0,8	0,7	0,6	0,4
Chorwacja	-0,3	-2,1	-1,3	-2,1	-2,3	-2,6	-1,5
Czechy	1,7	-1,2	-0,4	-1,1	-1,4	-1,6	-2,2
Estonia	7,6	3,2	4,0	2,8	3,1	3,0	1,3
Litwa	6,0	3,6	4,3	3,1	3,8	3,1	4,1
Łotwa	5,0	5,5	5,6	5,0	5,4	5,8	6,0
Polska	4,5	1,9	3,5	2,3	1,3	0,7	0,5
Rumunia	2,1	0,7	0,4	1,8	-0,5	1,2	2,2
Słowacja	3,3	2,0	2,9	2,3	1,9	1,0	0,8
Słowenia	-0,2	-2,2	-0,8	-2,3	-2,8	-2,8	-3,3
Węgry	1,7	-1,8	-1,3	-1,7	-1,8	-2,4	-0,3

Źródło: Eurostat, GUS

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

	2011	2012	I 2012	II 2012	III 2012	IV 2012	I 2013
Bułgaria	0,2	2,5	3,5	3,7	2,3	0,6	-1,0
Chorwacja	0,2	-3,0	-1,6	-2,8	-3,5	-4,1	-2,9
Czechy	0,7	-2,6	-1,8	-2,6	-2,7	-3,4	-0,5
Estonia	4,2	4,3	4,3	2,7	5,6	4,7	3,7
Litwa	6,1	4,0	5,9	4,5	3,2	2,5	3,3
Łotwa	4,4	5,1	4,7	6,7	4,8	4,4	5,6
Polska	2,6	0,8	1,7	1,3	0,2	-0,2	0,0
Rumunia	1,3	1,0	1,3	2,1	-0,1	0,8	-0,1
Słowacja	-0,4	-0,6	-0,3	-0,4	-0,5	-1,1	-1,0
Słowenia	-0,2	-2,9	0,4	-2,4	-3,9	-5,5	-5,4
Węgry	0,0	-1,4	-0,4	-0,9	-2,6	-1,4	-0,9

Źródło: Eurostat, GUS

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

	2011	2012	I 2012	II 2012	III 2012	IV 2012	I 2013
Bułgaria	-7,9	0,9	0,3	0,8	-0,7	3,1	5,0
Chorwacja	-6,0	-3,8	-2,2	-4,7	-2,6	-5,6	-2,3
Czechy	-0,9	-2,6	-0,5	-0,1	-3,5	-6,0	-3,9
Estonia	26,8	21,0	21,1	25,9	32,0	7,2	-6,2
Litwa	17,2	-2,2	4,7	-0,6	-4,3	-8,2	-1,8
Łotwa	28,6	16,5	35,8	17,9	5,3	10,7	-4,6
Polska	8,5	-0,8	6,8	1,4	-1,7	-4,1	-2,0
Rumunia	4,4	5,7	10,5	6,0	4,6	2,1	-0,8
Słowacja	5,7	-3,7	3,6	-3,1	-6,7	-8,0	-11,8
Słowenia	-10,4	-8,8	-10,6	-7,4	-7,8	-9,4	-3,0
Węgry	-5,5	-3,8	-4,0	-3,2	-3,4	-4,8	-5,0

Źródło: Eurostat Źródło: Eurostat, GUS

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

	2011	2012	I 2012	II 2012	III 2012	IV 2012	I 2013
Bułgaria	12,8	-0,5	-3,3	3,2	-0,6	-1,5	10,8
Chorwacja	0,9	0,4	2,8	-4,0	-0,2	3,4	-4,9
Czechy	11,1	4,2	6,3	4,1	4,1	2,4	-2,1
Estonia	24,9	5,6	8,1	4,4	2,8	7,3	5,7
Litwa	14,6	11,4	5,0	6,0	13,7	20,8	19,8
Łotwa	13,1	7,9	10,0	6,5	7,7	7,4	5,3
Polska	7,7	2,8	4,3	2,5	1,2	3,2	1,3
Rumunia	10,5	-3,2	-2,5	-0,5	-5,1	-4,7	3,9
Słowacja	10,8	8,6	4,8	10,2	11,3	8,3	3,7
Słowenia	7,8	1,3	2,7	2,0	0,7	0,1	3,3
Węgry	8,4	2,0	2,1	4,3	2,4	-0,6	1,3

Źródło: Eurostat, GUS

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

	2011	2012	I 2012	II 2012	III 2012	IV 2012	I 2013
Bułgaria	9,0	3,5	2,5	9,6	2,6	-0,4	5,6
Chorwacja	1,3	-2,4	-1,1	-3,8	-3,1	-1,3	-5,6
Czechy	7,5	2,5	3,6	3,3	0,4	2,6	-2,1
Estonia	27,0	9,1	9,3	6,2	8,6	12,3	4,9
Litwa	13,6	7,7	5,5	4,0	9,6	11,7	10,3
Łotwa	20,6	3,5	10,7	3,9	-0,4	0,7	-0,2
Polska	5,5	-1,8	2,2	-3,2	-3,2	-2,4	-1,7
Rumunia	11,5	-0,9	0,5	0,8	-1,1	-4,0	-1,3
Słowacja	4,5	2,8	-0,2	1,6	5,8	4,3	1,4
Słowenia	5,6	-3,4	-0,3	-1,8	-4,8	-6,4	-0,6
Węgry	6,3	0,1	0,0	1,6	-0,3	-0,8	0,9

Źródło: Eurostat, GUS

2. Wskaźniki koniunktury i aktywności gospodarczej

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

	09.2012	10.2012	11.2012	12.2012	01.2013	02.2013	03.2013	04.2013
Bułgaria	-0,8	-1,9	0,6	5,9	6,7	3,3	-0,4	0,1
Chorwacja	-7,0	-5,5	-4,5	-5,5	3,4	-3,9	4,1	-0,4
Czechy	-0,8	-3,2	-6,4	-4,6	-4,1	-1,9	-2,5	-3,4
Estonia	5,2	-1,5	1,3	5,7	5,1	1,2	7,4	2,6
Litwa	7,0	9,5	7,8	8,8	7,6	5,8	8,6	4,4
Łotwa	2,7	3,3	3,5	10,0	1,8	-1,4	-2,6	-0,7
Polska	-1,6	0,7	-1,7	-4,5	-2,3	-2,3	0,8	-0,3
Rumunia	3,9	2,8	2,9	4,3	3,9	5,1	7,5	8,5
Słowacja	6,1	4,7	4,7	1,2	14,2	8,3	5,0	2,7
Słowenia	-2,6	-0,3	-3,5	-1,7	-1,6	2,3	-2,4	-1,1
Węgry	0,8	-3,6	-7,0	-3,0	-1,1	-1,0	-0,7	2,8

Źródło: Eurostat

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

	09.2012	10.2012	11.2012	12.2012	01.2013	02.2013	03.2013	04.2013
Bułgaria	-2,8	-3,1	-3,1	-4,0	-5,4	2,0	-1,5	-0,5
Chorwacja	-4,9	-6,0	-4,1	-2,8	-3,4	2,5	-1,5	0,4
Czechy	-0,3	-1,0	-1,9	0,1	0,5	0,1	1,0	-1,0
Estonia	6,0	1,6	0,2	3,9	-0,4	-4,1	1,8	3,0
Litwa	2,4	3,4	2,2	2,2	0,9	3,3	3,6	3,6
Łotwa	7,1	6,8	4,7	8,1	6,1	6,0	7,8	6,5
Polska	-3,4	-4,1	-2,6	-3,0	2,2	4,1	1,4	2,5
Rumunia	7,4	1,5	3,2	-2,2	2,3	0,9	-0,7	1,3
Słowacja	-1,3	-1,3	-1,5	-2,9	-1,6	-2,0	-1,1	0,5
Słowenia	-4,2	-5,7	-5,7	-4,5	-6,1	-3,9	-5,9	-4,8
Węgry	-2,9	-3,5	-4,1	-2,9	-2,7	-1,6	-3,4	3,5

Źródło: Eurostat

Tabela 8. Wskaźnik zaufania konsumentów

	10.2012	11.2012	12.2012	01.2013	02.2013	03.2013	04.2013	05.2013
Bułgaria	-47,1	-43,7	-43,1	-41,0	-42,1	-42,1	-40,3	-36,4
Chorwacja	-48,7	-50,3	-52,6	-48,0	-51,0	-52,0	-49,6	-48,5
Czechy	-27,5	-27,0	-27,3	-24,9	-26,0	-20,3	-22,2	-18,4
Estonia	-13,5	-14,6	-8,0	-6,4	-6,5	-5,6	-4,0	-4,9
Litwa	-18,9	-13,9	-13,0	-13,7	-14,5	-11,6	-12,1	-10,0
Łotwa	-11,7	-11,5	-7,6	-8,3	-11,9	-10,1	-9,6	-10,7
Polska	-32,6	-29,9	-31,6	-31,7	-28,6	-30,1	-26,9	-29,6
Rumunia	-37,1	-35,8	-32,2	-32,0	-32,1	-33,9	-37,9	-35,2
Słowacja	-36,1	-31,1	-36,3	-36,5	-31,8	-28,7	-30,9	-27,7
Słowenia	-39,7	-37,7	-35,9	-31,3	-32,8	-28,9	-26,7	-36,5
Węgry	-50,1	-48,9	-47,9	-42,1	-39,0	-36,9	-37,1	-32,0

Źródło: Komisja Europejska, CNB

Tabela 9. Wskaźnik zaufania w przemyśle

	10.2012	11.2012	12.2012	01.2013	02.2013	03.2013	04.2013	05.2013
Bułgaria	-11,6	-10,5	-7,6	-10,8	-10,6	-6,9	-9,6	-10,7
Chorwacja	5,0	5,0	5,0	-3,0	-3,0	-3,0	8,0	8,0
Czechy	-9,5	-12,6	-7,7	-10,2	-7,0	-8,2	-11,1	-9,8
Estonia	-4,1	-6,0	-6,9	-3,4	1,1	0,2	-4,7	-0,5
Litwa	-13,8	-16,4	-11,4	-9,6	-7,1	-6,9	-6,6	-7,0
Łotwa	-3,9	-3,9	-3,4	-2,1	-1,4	-3,9	-5,9	-3,9
Polska	-21,6	-19,5	-19,5	-19,4	-19,7	-19,9	-20,1	-17,3
Rumunia	-4,5	-3,5	-4,1	-3,2	-1,7	-3,4	-2,7	-3,8
Słowacja	-9,7	-18,5	-9,4	-9,6	-15,6	-1,8	0,5	-2,2
Słowenia	-17,0	-13,9	-9,7	-12,9	-9,3	-8,6	-11,8	-7,3
Węgry	-7,3	-8,6	-8,7	-5,6	-8,0	-10,0	-15,5	-7,7

Źródło: Komisja Europejska, OeKB

Tabela 10. Wskaźnik PMI w przemyśle przetwórczym

	10.2012	11.2012	12.2012	01.2013	02.2013	03.2013	04.2013	05.2013
Czechy	47,2	48,2	46,0	48,3	49,9	49,1	49,5	50,1
Polska	47,3	48,2	48,5	48,6	48,9	48,0	46,9	48,0
Węgry	50,0	52,3	48,9	55,8	53,9	55,4	51,5	47,1

Źródło: Markit Economics

3. Ceny

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

	10.2012	11.2012	12.2012	01.2013	02.2013	03.2013	04.2013	05.2013
Bułgaria	3,0	2,7	2,8	2,6	2,2	1,6	0,9	1,0
Chorwacja	4,6	4,1	4,4	4,6	4,4	3,4	3,1	1,8
Czechy	3,6	2,8	2,4	1,8	1,8	1,5	1,7	1,2
Estonia	4,2	3,8	3,6	3,7	4,0	3,8	3,4	3,6
Litwa	3,2	2,8	2,9	2,7	2,3	1,6	1,4	1,5
Łotwa	1,6	1,5	1,6	0,6	0,3	0,3	-0,4	-0,2
Polska	3,4	2,7	2,2	1,6	1,2	1,0	0,8	0,5
Rumunia	5,0	4,4	4,6	5,1	4,8	4,4	4,4	4,4
Słowacja	3,9	3,5	3,4	2,5	2,2	1,9	1,7	1,8
Słowenia	3,2	2,8	3,1	2,8	2,9	2,2	1,6	1,6
Węgry	6,0	5,3	5,1	2,8	2,9	2,3	1,8	1,8

Źródło: Eurostat

Tabela 12. HICP – żywność (w tym wyroby alkoholowe i tytoniowe) (w % do analogicznego okresu roku poprzedniego)

	10.2012	11.2012	12.2012	01.2013	02.2013	03.2013	04.2013	05.2013
Bułgaria	3,7	3,2	3,6	4,7	3,8	3,8	3,4	3,1
Chorwacja	5,0	4,4	5,4	5,9	5,7	5,3	5,6	6,6
Czechy	6,2	5,2	4,7	5,1	4,5	3,6	4,8	4,4
Estonia	5,8	5,4	5,3	5,7	5,7	4,9	4,8	5,7
Litwa	3,4	3,4	3,5	3,1	3,1	2,3	1,7	2,6
Łotwa	2,0	2,6	2,4	2,6	1,6	1,1	1,4	1,7
Polska	4,6	4,0	3,9	3,5	2,9	2,3	2,4	2,2
Rumunia	6,3	6,1	6,5	7,9	6,9	6,1	6,6	7,5
Słowacja	5,5	5,5	5,4	5,6	5,1	3,1	3,7	3,8
Słowenia	6,0	6,0	6,4	7,3	6,2	6,0	5,0	5,4
Węgry	10,6	10,1	9,6	8,5	7,5	6,1	5,8	5,4

Źródło: Eurostat

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

	10.2012	11.2012	12.2012	01.2013	02.2013	03.2013	04.2013	05.2013
Bułgaria	10,7	8,7	8,6	5,5	4,9	1,2	-1,9	0,2
Chorwacja	14,3	13,3	13,7	12,1	10,7	7,8	4,7	-4,2
Czechy	7,6	5,1	3,7	2,1	2,2	2,1	1,2	-0,4
Estonia	8,6	7,2	6,4	7,9	8,8	7,8	5,9	5,2
Litwa	4,3	2,7	2,6	3,3	1,8	-0,1	-0,4	-1,5
Łotwa	7,5	5,6	6,5	1,1	0,3	-0,9	-3,0	-2,6
Polska	6,7	4,5	3,6	0,1	0,1	-0,2	-1,8	-3,0
Rumunia	7,4	5,5	6,2	7,4	7,9	6,4	4,8	3,3
Słowacja	4,1	3,5	3,3	-0,6	-1,1	0,0	-1,2	-1,1
Słowenia	10,4	7,1	6,6	4,7	5,9	3,8	1,0	0,9
Węgry	7,1	3,3	3,0	-4,5	-3,0	-4,2	-6,7	-6,7

Źródło: Eurostat

Tabela 14. HICP – z wyłączeniem energii, żywności, wyrobów alkoholowych i tytoniowych (w % do analogicznego okresu roku poprzedniego)

	10.2012	11.2012	12.2012	01.2013	02.2013	03.2013	04.2013	05.2013
Bułgaria	0,7	0,9	0,9	0,9	0,7	0,6	0,4	0,1
Chorwacja	1,5	1,2	1,2	1,8	1,9	1,1	1,1	0,8
Czechy	1,5	1,3	1,1	0,5	0,4	0,5	0,4	0,1
Estonia	2,2	2,0	2,0	1,6	1,8	2,1	2,0	2,1
Litwa	2,7	2,5	2,6	2,2	1,9	1,7	1,7	1,8
Łotwa	-0,4	-0,3	-0,3	-0,8	-0,4	0,1	-0,7	-0,5
Polska	2,0	1,5	1,0	1,1	0,8	0,8	0,8	0,7
Rumunia	3,3	2,9	2,7	2,4	2,5	2,7	2,6	2,2
Słowacja	3,2	2,7	2,6	2,3	2,2	2,2	1,9	1,8
Słowenia	0,5	0,7	1,1	0,8	1,1	0,5	0,5	0,3
Węgry	3,4	3,5	3,5	2,3	2,4	2,5	2,5	2,6

Źródło: Eurostat

Tabela 15. PPI (w % do analogicznego okresu roku poprzedniego)

	10.2012	11.2012	12.2012	01.2013	02.2013	03.2013	04.2013	05.2013
Bułgaria	6,8	5,1	4,8	1,8	2,1	0,5	-1,9	
Chorwacja	1,6	0,9	0,4	0,7	1,0	1,6	1,4	
Czechy	6,0	4,9	4,9	3,8	2,4	1,6	1,0	-0,3
Estonia	2,0	2,2	2,1	4,4	4,3	5,0	4,6	3,4
Litwa	3,8	1,9	2,0	1,0	0,8	-2,2	-3,5	-3,2
Łotwa	2,9	3,3	3,5	2,2	1,9	2,5	1,7	2,5
Polska	0,9	-0,2	-1,2	-1,3	-0,5	-0,8	-2,2	-2,5
Rumunia	6,4	5,6	4,8	5,7	5,4	4,5	3,0	
Słowacja	2,3	1,8	2,0	1,9	0,4	-0,7	-0,5	
Słowenia	0,8	0,7	0,4	0,4	1,1	0,8	0,5	0,2
Węgry	0,1	-2,8	-1,8	-1,0	0,6	2,1	0,5	

Źródło: Eurostat

4. Bilans płatniczy**Tabela 16. Saldo na rachunku obrotów bieżących (w % PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)**

	II 2011	III 2011	IV 2011	I 2012	II 2012	III 2012	IV 2012	I 2013
Bułgaria	0,6	0,0	0,1	-1,1	-2,2	-2,2	-1,3	-0,8
Chorwacja	-2,3	-1,0	-0,9	-1,1	-1,0	-0,6	0,0	0,6
Czechy	-5,2	-3,2	-2,7	-3,2	-1,5	-2,0	-2,4	-2,5
Estonia	1,9	2,1	2,0	1,9	0,8	-0,5	-1,6	-1,6
Litwa	-2,1	-1,9	-3,7	-5,3	-3,0	-2,8	-0,5	1,2
Łotwa	-0,4	-2,0	-2,1	-2,9	-3,2	-2,1	-1,7	-1,3
Polska	-5,5	-5,2	-4,9	-5,1	-4,6	-4,1	-3,5	-3,0
Rumunia	-4,0	-4,3	-4,5	-4,7	-4,1	-4,0	-3,9	-3,0
Słowacja	-3,1	-2,7	-1,7	-1,5	0,1	1,5	2,3	2,4
Słowenia	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,4	1,4	2,3	3,4
Węgry	1,0	1,0	0,8	0,7	0,9	1,4	1,6	1,6

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

Tabela 17. Saldo bezpośrednich inwestycji zagranicznych (w % PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)

	II 2011	III 2011	IV 2011	I 2012	II 2012	III 2012	IV 2012	I 2013
Bułgaria	1,7	1,7	3,1	5,2	6,0	6,5	3,3	2,5
Chorwacja	0,7	1,3	2,4	3,0	3,0	2,2	2,6	3,0
Czechy	2,4	0,5	1,2	2,2	2,2	4,3	4,7	4,7
Estonia	7,8	12,0	8,1	7,1	7,3	2,9	2,6	2,5
Litwa	4,3	3,6	3,2	3,1	0,8	1,1	1,0	1,2
Łotwa	4,1	4,9	4,9	4,6	3,4	2,9	2,8	2,1
Polska	1,2	1,9	2,2	1,2	1,8	1,1	0,9	1,8
Rumunia	1,1	0,5	1,4	1,5	1,6	1,8	1,3	1,2
Słowacja	-0,5	0,1	1,0	1,8	2,5	2,3	2,1	1,1
Słowenia	1,9	2,3	1,8	2,3	1,8	1,2	0,5	-0,2
Węgry	1,2	0,2	0,6	1,0	0,8	2,3	2,3	1,8

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

Tabela 18. Pokrycie długu zagranicznego oficjalnymi aktywami rezerwowymi (w %, stan na koniec kwartału)

	II 2011	III 2011	IV 2011	I 2012	II 2012	III 2012	IV 2012	I 2013
Bułgaria	33,7	35,7	36,9	36,0	37,5	41,3	41,4	38,7
Chorwacja	24,1	24,3	24,5	24,7	25,0	25,0	25,0	25,0
Czechy	41,3	40,4	42,8	41,6	41,7	41,5	44,1	
Estonia	0,9	1,0	1,1	1,4	1,3	1,4	1,4	1,6
Litwa	20,4	22,6	26,1	23,9	22,2	25,0	26,2	22,8
Łotwa	18,8	19,4	16,4	17,9	16,9	17,7	18,9	18,4
Polska	29,4	31,1	31,8	28,1	31,1	28,9	29,4	
Rumunia	38,4	38,1	37,7	38,8	37,2	37,1	35,8	36,0
Słowacja	3,1	3,5	3,6	3,5	3,6	3,9	3,5	
Słowenia	1,8	1,8	1,8	1,7	1,8	1,9	1,8	1,6
Węgry	26,1	27,7	28,5	26,5	27,1	27,0	27,3	

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

5. Rynki finansowe i system finansowy

Tabela 19. Stopy procentowe banków centralnych (stan na koniec miesiąca)

	11.2012	12.2012	01.2013	02.2013	03.2013	04.2013	05.2013	06.2013
Chorwacja	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25
Czechy	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Polska	4,50	4,25	4,00	3,75	3,25	3,25	3,00	2,75
Rumunia	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
Węgry	6,00	5,75	5,50	5,25	5,00	4,75	4,50	4,25

Źródło: Banki Centralne, EcoWin Financial

Tabela 20. 3-miesięczne rynkowe stopy procentowe (średniomiesięczne)

	10.2012	11.2012	12.2012	01.2013	02.2013	03.2013	04.2013	05.2013
Bułgaria	1,6	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2
Chorwacja	2,4	2,0	1,4	1,3	1,1	0,9	0,8	0,9
Czechy	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Estonia	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Litwa	0,8	0,7	0,7	0,5	0,5	0,5	0,6	0,7
Łotwa	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
Polska	4,8	4,6	4,3	4,0	3,8	3,5	3,3	2,9
Rumunia	5,7	5,9	6,0	6,0	5,8	5,4	4,6	4,1
Słowacja	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Słowenia	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Węgry	6,6	6,2	5,9	5,7	5,4	5,1	4,8	4,5

Źródło: EcoWin Financial

Tabela 21. Średniomiesięczny kurs walut narodowych do EUR

	10.2012	11.2012	12.2012	01.2013	02.2013	03.2013	04.2013	05.2013
Chorwacja	7,50	7,53	7,53	7,57	7,58	7,59	7,60	7,57
Czechy	24,93	25,34	25,17	25,52	25,44	25,63	25,81	25,87
Łotwa	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
Polska	4,11	4,13	4,09	4,13	4,17	4,15	4,13	4,18
Rumunia	4,56	4,52	4,48	4,38	4,38	4,39	4,38	4,33
Węgry	281,80	282,21	286,31	293,12	292,50	302,73	298,64	292,67

Źródło: Eurostat

Tabela 22. NEER (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego – wzrost oznacza aprecjację)

	10.2012	11.2012	12.2012	01.2013	02.2013	03.2013	04.2013	05.2013
Bułgaria	-2,1	-2,3	-1,1	0,3	0,9	0,2	0,3	0,7
Chorwacja	-2,3	-2,8	-1,2	0,0	0,6	-0,6	-1,2	0,2
Czechy	-2,8	-2,2	0,0	0,3	-0,8	-3,7	-3,7	-1,4
Estonia	-2,7	-2,6	-1,4	0,1	0,6	-0,2	0,2	0,5
Litwa	-2,6	-2,6	-1,8	-0,3	0,6	0,2	0,3	0,4
Łotwa	-0,9	-1,6	-1,4	-0,1	0,4	-0,3	0,1	0,0
Polska	3,6	4,8	8,3	6,3	1,2	-0,3	1,4	3,7
Rumunia	-7,3	-6,3	-5,0	-0,7	0,1	-0,3	0,5	3,0
Słowacja	-2,4	-2,7	-1,6	0,0	0,7	0,4	0,5	0,7
Słowenia	-1,7	-1,8	-0,9	0,3	0,7	0,2	0,3	0,6
Węgry	2,8	7,0	5,4	5,2	0,3	-3,3	-0,8	1,5

Źródło: BIS, obliczenia własne

Tabela 23. REER (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego – wzrost oznacza aprecjację)

	10.2012	11.2012	12.2012	01.2013	02.2013	03.2013	04.2013	05.2013
Bułgaria	-0,9	-1,1	0,3	2,0	1,8	0,5	0,4	0,6
Chorwacja	-0,2	-0,8	0,9	3,1	3,4	1,1	0,5	0,1
Czechy	-2,1	-1,8	0,0	0,1	-1,2	-4,0	-3,5	-1,8
Estonia	-1,2	-1,3	-0,4	1,4	2,2	1,4	1,6	2,1
Litwa	-2,4	-2,4	-1,5	0,1	0,5	-0,3	-0,1	0,0
Łotwa	-2,1	-2,6	-2,4	-1,9	-1,6	-2,1	-1,9	-1,8
Polska	4,5	5,4	8,5	6,1	0,5	-1,0	0,9	2,7
Rumunia	-5,5	-4,6	-2,8	2,7	3,2	2,8	4,0	6,6
Słowacja	-1,4	-1,8	-0,8	0,2	0,8	0,5	0,5	0,7
Słowenia	-1,7	-1,9	-0,7	0,3	1,0	0,2	0,2	0,1
Węgry	6,2	10,0	8,1	6,8	0,8	-3,1	-0,8	1,5

Źródło: BIS, obliczenia własne

Tabela 24. Kredyt dla sektora prywatnego (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego)

	10.2012	11.2012	12.2012	01.2013	02.2013	03.2013	04.2013	05.2013
Bułgaria	3,0	3,7	2,9	3,4	3,0	2,4	2,3	1,6
Chorwacja	-1,2	-0,9	-1,2	-2,2	-3,5	-2,5	-2,8	
Czechy	2,6	2,2	2,6	3,1	3,1	3,4	2,7	
Estonia	-0,9	0,4	0,3	0,8	1,4	1,6	0,9	0,3
Litwa	-3,7	-3,7	1,5	1,1	2,0	1,4	0,5	
Łotwa	-12,0	-12,0	-11,7	-11,6	-11,2	-7,8	-8,1	-5,5
Polska	4,1	1,6	1,2	2,1	2,8	2,3	1,8	0,5
Rumunia	4,2	2,5	1,6	0,7	0,6	0,2	-2,1	-2,4
Słowacja	2,8	3,1	3,3	3,3	3,4	2,9	2,3	
Słowenia	-4,4	-5,3	-5,5	-6,2	-6,6	-6,7	-7,1	
Węgry	-13,2	-15,0	-12,8	-7,5	-4,9	-4,5	-4,6	

Źródło: Banki Centralne

6. Rynek pracy

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

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

Źródło: Eurostat

Tabela 26. Stopa bezrobocia (w % siły roboczej)

	10.2012	11.2012	12.2012	01.2013	02.2013	03.2013	04.2013	05.2013
Bułgaria	12,4	12,6	12,6	12,5	12,5	12,4	12,4	12,3
Chorwacja	16,6	17,4	17,9	18,1	18,3	18,3	18,2	18,1
Czechy	7	7,2	7,2	7,2	7,1	7,2	7,2	7,2
Estonia	9,7	9,6	9,9	9,8	9,8	9,3	8,7	
Litwa	13	13,1	13,2	13,3	12,6	12,5	12,3	12,5
Łotwa	14,4	13,8	13,8	13,8	12,4	12,4	12,4	
Polska	10,3	10,3	10,4	10,4	10,6	10,6	10,7	10,8
Rumunia	6,9	6,8	6,7	6,7	7	7,1	7,2	7,3
Słowacja	14	14,2	14,4	14,4	14,5	14,6	14,5	14,5
Słowenia	9,5	9,5	9,3	9,4	9,6	9,7	10	10,2
Węgry	10,8	10,9	10,9	11	11,1	11,1	10,6	

Źródło: Eurostat

Tabela 27. Nominalne wynagrodzenie (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego)

	II 2011	III 2011	IV 2011	I 2012	II 2012	III 2012	IV 2012	I 2013
Bułgaria	8,4	6,8	9,0	8,2	8,3	8,8	8,4	4,5
Chorwacja	1,8	2,1	1,8	2,1	0,9	0,6	0,4	1,3
Czechy	2,6	2,1	2,4	3,3	2,2	1,7	3,5	-0,4
Estonia	3,8	4,8	6,1	5,9	4,3	6,5	6,7	8,0
Litwa	2,9	3,3	4,1	4,0	2,6	5,1	4,0	4,5
Łotwa	5,3	5,7	5,2	3,5	4,6	3,7	3,9	5,0
Polska	4,3	5,1	4,3	3,0	3,5	3,8	2,6	3,6
Rumunia	2,4	10,1	9,7	4,5	7,0	7,2	7,6	8,6
Słowacja	3,2	4,7	1,7	2,9	3,4	1,3	3,8	5,2
Słowenia	2,9	2,6	0,7	-0,5	3,9	-0,7	-1,6	-3,8
Węgry	4,8	5,1	7,4	2,3	5,0	5,3	4,5	5,0

Źródło: Eurostat

Tabela 28. ULC (w % wobec odpowiedniego okresu roku poprzedniego)

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

Źródło: Eurostat, obliczenia własne

7. Finanse publiczne

Tabela 29. Saldo sektora finansów publicznych wg ESA'95 (w % PKB)

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

p – prognoza Komisji Europejskiej z maja 2013 r.

Źródło: Eurostat, Komisja Europejska

Tabela 30. Dług publiczny wg ESA'95 (w % PKB)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013p	2014p
Bułgaria	13,7	14,6	16,2	16,3	18,5	17,9	20,3
Chorwacja	28,9	35,7	42,2	46,7	53,7	57,9	62,5
Czechy	28,7	34,2	37,8	40,8	45,8	48,3	50,1
Estonia	4,5	7,2	6,7	6,2	10,1	10,2	9,6
Litwa	15,5	29,3	37,9	38,5	40,7	40,1	39,4
Łotwa	19,8	36,9	44,4	41,9	40,7	43,2	40,1
Polska	47,1	50,9	54,8	56,2	55,6	57,5	58,9
Rumunia	13,4	23,6	30,5	34,7	37,8	38,6	38,5
Słowacja	27,9	35,6	41,0	43,3	52,1	54,6	56,7
Słowenia	22,0	35,0	38,6	46,9	54,1	61,0	66,5
Węgry	73,0	79,8	81,8	81,4	79,2	79,7	78,9

p – prognoza Komisji Europejskiej z maja 2013 r.

Źródło: Eurostat, Komisja Europejska

Tabela 31. Termin korekty nadmiernego deficytu budżetowego (EDP)

	Rok
Bułgaria	nie objęta EDP
Czechy	2013
Estonia	nie objęta EDP
Litwa	nie objęta EDP*
Łotwa	nie objęta EDP*
Polska	2014
Rumunia	nie objęta EDP*
Słowacja	2013
Słowenia	2015
Węgry	nie objęte EDP*

Źródło: Komisja Europejska

8. Prognozy

Tabela 32. Prognozy tempa wzrostu gospodarczego (w %, r/r)

	2012	Komisja Europejska		MFW		Źródła krajowe	
		2013	2014	2013	2014	2013	2014
Bułgaria	0,8	0,9	1,7	1,2	2,3	-	-
Chorwacja	-2,0	-1,0	0,2	-0,2	1,5	0,7	2,4
Czechy	-1,2	-0,4	1,6	0,3	1,6	-0,5	1,8
Estonia	2,9	3,0	4,0	2,0	4,2	3,0	4,0
Litwa	3,7	3,1	3,6	3,0	3,3	2,8	3,5
Łotwa	5,6	3,8	4,1	4,2	4,2	3,6	-
Polska	1,9	1,1	2,2	1,3	2,2	1,3	2,6
Rumunia	0,7	1,6	2,2	1,6	2,0	2,0	2,5
Słowacja	2,0	1,0	2,8	1,4	2,7	0,6	2,3
Słowenia	-2,3	-2,0	-0,1	-2,0	1,5	-1,9	0,5
Węgry	-1,7	0,2	1,4	0,0	1,2	0,5	1,7

Tabela 33. Prognozy inflacji (w %, r/r)

	2012	Komisja Europejska		MFW		Źródła krajowe	
		2013	2014	2013	2014	2013	2014
Bułgaria	2,4	2,0	2,6	2,1	1,9	-	-
Chorwacja	3,4	3,1	2,0	3,2	2,3	3,2	2,3
Czechy	3,3	1,9	1,2	2,3	1,9	1,7	1,8
Estonia	4,3	3,6	3,1	3,3	2,7	3,6	2,4
Litwa	3,2	2,1	2,7	2,1	2,5	2,0	2,4
Łotwa	2,4	1,4	2,1	1,8	2,1	2,3	-
Polska	3,8	1,4	2,0	1,9	2,0	1,6	1,6
Rumunia	3,4	4,3	3,1	4,6	2,9	4,9	3,3
Słowacja	3,7	1,9	2,0	1,9	2,0	1,7	1,6
Słowenia	2,9	2,2	1,4	1,8	1,9	2,3	1,4
Węgry	5,7	2,6	3,1	3,2	3,5	2,6	2,8

Tabela 34. Prognozy salda na rachunku obrotów bieżących (w % PKB)

	2012	Komisja Europejska		MFW		Źródła krajowe	
		2013	2014	2013	2014	2013	2014
Bułgaria	-1,1	-2,6	-3,6	-1,9	-2,1	-	-
Chorwacja	-0,1	0,4	0,0	0,0	-0,5	0,6	-
Czechy	-2,4	-2,4	-2,5	-2,1	-1,8	-1,3	-0,5
Estonia	-1,1	-2,2	-2,0	-0,8	-0,8	-2,1	-2,5
Litwa	-0,4	-1,0	-1,5	-1,3	-1,7	-1,8	-2,1
Łotwa	-1,7	-2,1	-2,6	-1,8	-1,9	-	-
Polska	-3,5	-2,5	-2,4	-3,6	-3,5	-1,2*	-0,9*
Rumunia	-4,0	-3,9	-3,8	-4,2	-4,5	-4,2	-4,3
Słowacja	2,3	2,5	3,3	2,2	2,7	3,6	4,4
Słowenia	2,3	4,8	4,7	2,7	2,5	4,0	4,3
Węgry	1,8	2,5	2,6	2,1	1,8	3,3	4,2

* - saldo na rachunku bieżącym i kapitałowym

Źródła dla tabel 45-47: Komisja Europejska (11.2012), MFW (10.1012), Narodowy Bank Polski (11.2012), Ceska Narodni Banka (11.2012), Narodna Banka Slovenska (12.2012), Magyar Nemzeti Bank (12.2012), Comisia Națională de Prognoză (11.2012), Banka Slovenije (10.2012), EestiPank (12.2012), Latvijas Banka (10.2012), Lietuvos Bankas (11.2012)