

NBP

Narodowy Bank Polski

Nr 2/14, lipiec 2014 r.

Sytuacja gospodarcza w krajach Europy Środkowej i Wschodniej



Nr 2/14, lipiec 2014 r.

Sytuacja gospodarcza w krajach Europy Środkowej i Wschodniej

Autorzy:

Marcin Grela

Marcin Humanicki

Marcin Kitala

Tomasz Michałek

Wojciech Mroczek

Jakub Mućk

Redakcja:

Ewa Rzeszutek

Małgorzata Golik

Marcin Grela

Spis treści

Streszczenie	3
Kraje Europy Środkowej i Wschodniej - aktualna i przewidywana sytuacja makroekonomiczna	5
10 lat w UE: Czy nowe kraje członkowskie wykorzystały swoją szansę na zmniejszenie dystansu do gospodarek Europy Zachodniej?	8
Bułgaria – przedłużający się okres spadku cen	23
Chorwacja – wysokie zadłużenie podmiotów prywatnych i konsolidacja fiskalna opóźnia wyjście z recesji	25
Czechy – efekty interwencji walutowych	27
Estonia, Litwa, Łotwa – słabnący eksport spowalnia ożywienie	29
Rumunia – wysokie tempo wzrostu zasługą czynników jednorazowych	31
Słowacja – oznaki odradzania się popytu krajowego	33
Słowenia – wciąż długa droga do stabilizacji gospodarki	35
Węgry – wzrost popytu inwestycyjnego wspierany przez politykę gospodarczą państwa	37
Ekspozycja gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej na efekty kryzysu ukraińskiego	39
Aneks statystyczny	57

Streszczenie

Ożywienie gospodarcze, obserwowane w większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW) od początku 2013 r., było kontynuowane w I kw. 2014 r. Roczna dynamika PKB w całym regionie wzrosła po raz piąty z rzędu i wyniosła 2,8%, podczas gdy jeszcze w I kw. 2013 r. gospodarki EŚW znajdowały się w stagnacji.

Przyspieszeniu tempa wzrostu PKB towarzyszyła również zmiana jego struktury. Wciąż rosnący popyt zagraniczny, zwłaszcza ze strony strefy euro, napędzał wzrost produkcji przemysłu i eksport. Widoczne to było zwłaszcza w Rumunii, na Słowacji, Węgrzech, a od II połowy 2013 r. także w Czechach i wiązało się przede wszystkim z rosnącą aktywnością w sektorze motoryzacyjnym tych krajów. Wzrost eksportu nie przełożył się jednak na zwiększony wkład eksportu netto do wzrostu PKB, ponieważ import rósł w jeszcze szybszym tempie, do czego przyczynił się rosnący popyt krajowy.

To właśnie popyt krajowy od IV kw. 2013 r. zaczął przejmować rolę głównego motoru napędowego w gospodarkach EŚW. Dynamika konsumpcji prywatnej zwiększała się w większości gospodarek regionu, poza krajami bałtyckimi. Wyraźny wzrost spożycia indywidualnego odnotowano w Czechach, na Słowacji i Węgrzech, gdzie w poprzednich latach, a nawet jeszcze w I kw. 2013 r. konsumpcja zmniejszała się w ujęciu rocznym. Wzrost popytu gospodarstw domowych wynikał przede wszystkim z poprawy sytuacji na rynku pracy, rosnącej dynamiki realnych dochodów do dyspozycji, a także poprawiających się oczekiwań dotyczących przyszłej sytuacji gospodarczej w krajach regionu.

Dynamika nakładów inwestycyjnych również wyraźnie wzrosła. Począwszy od II połowy 2013 r., po raz pierwszy od blisko dwóch lat, inwestycje miały dodatni wkład do wzrostu PKB. Do zwiększenia nakładów inwestycyjnych przyczyniły się w dużym

stopniu inwestycje publiczne, współfinansowane ze środków Unii Europejskiej, a także, chociaż w mniejszej skali, inwestycje przedsiębiorstw prywatnych. Przykładowo, przyspieszenie inwestycji na Węgrzech było w dużej mierze wynikiem programu *Funding for Growth Scheme*, mającego na celu wspieranie działalności małych i średnich przedsiębiorstw w tym kraju.

Odmienne tendencje niż w większości krajów EŚW można było obserwować w krajach bałtyckich. Dynamika PKB w tych gospodarkach stale się obniżala (w Estonii spadła nawet poniżej zera w I kw. 2014 r.). Było to wynikiem zarówno słabnącego popytu krajowego, zwłaszcza inwestycji, jak i spadku eksportu. Zmniejszający się eksport to po części efekt obniżającego się popytu ze strony rynków spoza strefy euro (w tym Ukrainy i Rosji), których udział w eksporcie był zdecydowanie wyższy niż w pozostałych krajach regionu. Niekorzystnie na wyniki eksporterów oddziaływały także rosnące w ostatnich latach koszty pracy, które wpływały na osłabienie konkurencyjności gospodarek bałtyckich.

Wzrost w krajach EŚW wspierany był przez akomodacyjną politykę pieniężną. Banki centralne Rumunii i Węgier zdecydowały się w I połowie 2014 r. na dalsze obniżki stóp procentowych, a Narodowy Bank Czech utrzymał w mocy swoją decyzję o prowadzeniu interwencji walutowych zapobiegających umocnieniu się korony.

Polityka fiskalna w 2013 r. nie hamowała już tak silnie wzrostu popytu, jak miało to miejsce we wcześniejszych latach. W okresie 2014-2015 również nie oczekuje się wzrostu jej restrykcyjności. Zacieśnienie fiskalne będzie kontynuowane jedynie w krajach regionu objętych procedurą nadmiernego deficytu (Słowenia, Chorwacja, Polska) oraz na Litwie. W pozostałych państwach regionu wynik strukturalny sektora finansów publicznych ma utrzymać się w horyzoncie prognozy KE na pozio-

mie 2013 r., zaś w Czechach, Estonii, na Łotwie i Węgrzech polityka fiskalna ulegnie poluzowaniu.

Jednocześnie, wciąż trwał proces delewarowania sektora prywatnego, który spowalniał wzrost popytu w krajach regionu. Było to szczególnie zauważalne w krajach najbardziej zadłużonych, jak Chorwacja czy Słowenia, gdzie nawet aktywne wspieranie sektora bankowego przez państwo nie odwróciło tego procesu.

Wzrostowi dynamiki PKB w ostatnich kwartałach towarzyszył spadek inflacji. W pierwszych miesiącach 2014 r. inflacja HICP dla regionu EŚW spadła do najniższych poziomów od początku jej publikacji. Spadek dynamiki cen konsumpcyjnych w I połowie 2014 r. to wynik zarówno czynników o charakterze podażowym (zmniejszania się dynamiki cen żywności), ale także popytowych (inflacja bazowa wciąż znajdowała się na bardzo niskim poziomie). Spadek inflacji miał miejsce w niemal wszystkich krajach regionu. W Bułgarii, a przejściowo także w Chorwacji, na Słowacji i Węgrzech, inflacja obniżyła się nawet poniżej zera. Wydaje się, że interwencje walutowe z listopada 2013 r. w celu osłabienia korony pozwoliły Czechom uniknąć podobnej sytuacji.

Sytuacja na rynkach finansowych krajów EŚW, po przejściowych zawirowaniach w styczniu 2014 r., była relatywnie spokojna. Wybuch konfliktu ukraińskiego (luty-marzec 2014 r.) jedynie przejściowo wpłynął na spadek cen niektórych aktywów finan-

sowych w regionie. Od kwietnia 2014 można było obserwować stabilizację, a nawet lekką tendencję wzrostową. Decyzja EBC o dalszym łagodzeniu polityki pieniężnej i wspieraniu płynności dodatkowo wpłynęła na uspokojenie sytuacji na rynkach finansowych regionu.

Oczekuje się, że ożywienie w gospodarkach EŚW będzie kontynuowane w kolejnych kwartałach 2014 r. i 2015 r. Utrwalać się będzie również struktura wzrostu, z coraz większym wkładem popytu krajowego, kosztem zmniejszającej się kontrybucji eksportu netto. Wzrostowi popytu krajowego sprzyjać powinna luźna polityka fiskalna i monetarna oraz powoli poprawiająca się sytuacja na rynkach pracy. Z kolei barierą dla jego wzrostu będzie trwający proces oddłużania sektora prywatnego. W przypadku popytu zagranicznego, największymi ryzykami wydają się być: spowolnienie ożywienia w strefie euro, a także pogłębienie się kryzysu w Rosji i na Ukrainie.

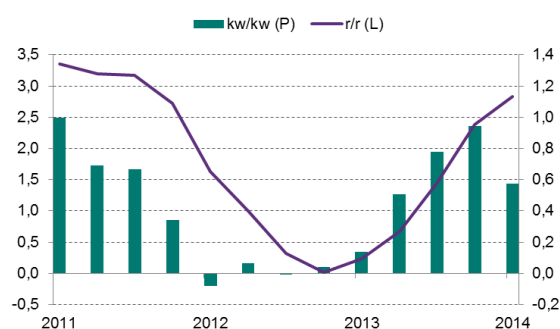
Jednocześnie, trwający od ponad półtora roku proces dezinflacji powinien się stopniowo odwracać (czego pierwsze sygnały pojawiły się już w maju br.). Oczekiwany w regionie EŚW wzrost inflacji wynikać ma przede wszystkim z rosnącej inflacji bazowej, jako efekt umacniającej się konsumpcji. Ceny energii i żywności, które zadecydowały o spadku dynamiki cen konsumpcyjnych w 2013 r. i w I kw. 2014 r. powinny już w zdecydowanie mniejszym stopniu wpływać na kształtowanie się inflacji.

Kraje Europy Środkowej i Wschodniej - aktualna i przewidywana sytuacja makroekonomiczna

Dalsze przyspieszenie tempa wzrostu PKB w regionie EŚW

Obserwowane w większości krajów EŚW od początku 2013 r. ożywienie gospodarcze było kontynuowane w I kw. 2014 r. Wstępne szacunki PKB wskazują, że jego roczne tempo wzrostu w całym regionie¹ wyniosło 2,8%, podczas gdy jeszcze rok wcześniej gospodarki EŚW były w stagnacji. Oznaczało to, że roczna dynamika PKB zwiększyła się już w czwartym kwartale z rzędu.

Wykres 1.1. Tempo wzrostu PKB w regionie EŚW (w %)



Źródło: Eurostat

Różnicujące się tendencje w poszczególnych krajach

Podobnie, jak miało to miejsce od początku 2013 r., dynamika PKB w I kw. 2014 r. przyspieszyła w największych gospodarkach regionu, tj. w Polsce, Czechach, na Słowacji i Węgrzech. W Bułgarii, Rumunii i Słowenii roczne tempo wzrostu PKB obniżyło się wobec IV kw. 2013 r., jednak wciąż było wyższe niż w całym ub.r. Chorwacja w dalszym

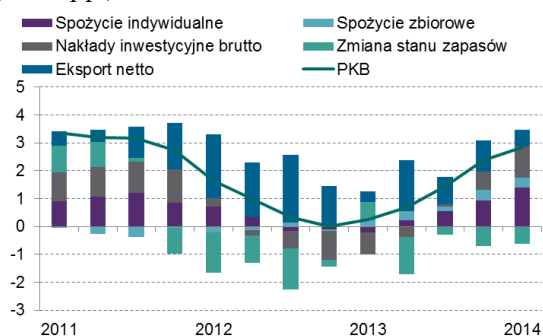
¹ Region EŚW w niniejszym opracowaniu obejmuje 11 krajów: Bułgarię, Chorwację, Czechy, Estonię, Litwę, Łotwę, Polskę, Rumunię, Słowację, Słowenię i Węgry.

ciągu zmagala się z recesją (piąty rok z rzędu), jednak jej skala w I kw. 2014 r. zmniejszyła się w porównaniu z 2013 r.

Z kolei w gospodarkach bałtyckich już od początku 2013 r. można było zauważyć stale obniżającą się roczną dynamikę PKB. O ile na Litwie i Łotwie jej spadek był relatywnie niewielki i tempo wzrostu PKB w tych krajach było porównywalne do średniej w regionie (w I kw. 2014 r. wyniosło ono odpowiednio 3,0% i 2,4% r/r), to w Estonii spadek ten był bardzo wyraźny. W I kw. 2014 r. PKB zmniejszył się w tym kraju o 1,1% r/r, przede wszystkim w wyniku osłabienia popytu ze strony głównych partnerów handlowych. Oznaczało to, że Estonia, której gospodarka jeszcze w latach 2011-2012 była najszybciej rosnącą w UE (średnio niemal 7% r/r), doświadczyła najsilniejszej, poza Cyprem, recesji.

Zmiana struktury wzrostu – coraz większa rola popytu krajowego

Przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego w krajach EŚW w 2013 r. i w I kw. 2014 r. to zasługa przede wszystkim wzrastającego popytu krajowego, który zaczął dołączać do popytu zagranicznego, jako równorzędny motor napędzający ożywienie gospodarcze. Było to widoczne szczególnie w krajach, w których w poprzednich latach miał miejsce dosyć wyraźny jego spadek, tj. w Czechach, Słowenii, na Słowacji i Węgrzech. Popyt krajowy przyspieszył także w Polsce, Rumunii, Bułgarii i Chorwacji. Jedynie w krajach bałtyckich popyt krajowy nieznacznie się osłabił, co wraz ze spadkiem eksportu zadecydowało o obniżeniu tempa wzrostu w tych gospodarkach. Wzrost popytu krajowego był wynikiem obserwowanej w większości krajów regionu mniej restrykcyjnej polityki fiskalnej oraz akomodacyjnej polityki pieniężnej.

Wykres 1.2. PKB i jego składowe w regionie EŚW (r/r, w pp.)

Źródło: Eurostat

Rosnąca konsumpcja prywatna

Od II kw. 2013 r. spożycie gospodarstw domowych w krajach EŚW zaczęło się zwiększać. W I kw. 2014 r. tempo jego wzrostu wyniosło 2,4% r/r w skali całego regionu i było najwyższe od III kw. 2008 r.

Dynamika konsumpcji prywatnej zwiększała się w większości gospodarek regionu, poza krajami bałtyckimi, gdzie wciąż jednak była ona relatywnie wysoka. Wyraźny wzrost spożycia indywidualnego odnotowano w Czechach, na Słowacji i Węgrzech, gdzie w poprzednich latach, a nawet jeszcze w I kw. 2013 r. konsumpcja zmniejszała się w ujęciu rocznym.

Wzrost konsumpcji prywatnej był wynikiem m.in.: poprawy sytuacji na rynkach pracy, wzrostu realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz obserwowanego w większości krajów regionu ograniczenia skali konsolidacji fiskalnej. Czynniki te, obok oczekiwanej dalszej poprawy sytuacji gospodarczej, wpłynęły na wzrost optymizmu konsumentów i ich skłonności do zakupów. Jednocześnie trwający proces oddłużania gospodarstw domowych, nawet w warunkach akomodacyjnej polityki pieniężnej, w dalszym ciągu stanowił poważną barierę dla bardziej dynamicznego wzrostu konsumpcji prywatnej.

Wyraźny wzrost nakładów inwestycyjnych

Dynamika nakładów inwestycyjnych również wyraźnie wzrosła. Począwszy od II połowy 2013 r., po raz pierwszy od blisko dwóch lat, miały one dodatni wkład do wzrostu PKB w krajach EŚW. W I kw. 2014 r. roczna dynamika inwestycji wyniosła 5,2% wobec spadku o 4,6% w IV kw. 2012 r.

Przyspieszenie dynamiki nakładów inwestycyjnych miało miejsce w większości gospodarek EŚW. Wyraźny spadek inwestycji wystąpił w Estonii i na Łotwie (efekt zakończenia dużych projektów realizowanych w poprzednich latach). Inwestycje obniżyły się również w Rumunii na skutek zmniejszenia nakładów na środki transportu.

Poprawa aktywności inwestycyjnej wiązała się w dużym stopniu ze wzrostem inwestycji publicznych, współfinansowanych ze środków UE. Dotyczyło to zwłaszcza inwestycji infrastrukturalnych i wpłynęło na zmniejszenie skali recesji w budownictwie. Jednak w większości krajów EŚW kryzys w budownictwie nadal trwał, bowiem prywatne inwestycje w budynki i budowle, zarówno przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych, wciąż wyraźnie się obniżały. Jedynie w krajach bałtyckich od początku 2013 r. można było obserwować wzrost prywatnych inwestycji budowlanych.

Inwestycje prywatne były dokonywane głównie w maszyny i urządzenia oraz środki transportu. Było to zauważalne zwłaszcza w przypadku przedsiębiorstw działających w przetwórstwie przemysłowym. Wiązało się to ze zwiększaniem mocy produkcyjnych, aby sprostać rosnącym zamówieniom, głównie zagranicznym.

Ekspert, napędzany popytem ze strony strefy euro, pozostawał ważnym czynnikiem wzrostu

W II połowie 2013 r. i w I kw. 2014 r. w dalszym ciągu obserwowano wzrost eksportu, który nawet przyspieszał w porównaniu z I połową ub.r. Rosną-

cy eksport był wynikiem przede wszystkim popytu ze strony krajów strefy euro. Stale rosnący eksport do strefy euro spowodował, że nawet zmniejszająca się sprzedaż na rynki Rosji i Ukrainy w I kw. 2014 r. nie wpłynęła znacząco na zahamowanie pozytywnych tendencji w sprzedaży zagranicznej.

Wzrost eksportu w II połowie 2013 r. i na początku 2014 r. miał miejsce w większości krajów. Szczególnie widoczny był on w Czechach, Rumunii, na Słowacji i Węgrzech, co było wynikiem przede wszystkim zwiększonej sprzedaży samochodów produkowanych w tych krajach. Wzrost dynamiki eksportu miał także miejsce w Polsce i Słowenii, a w I kw. 2014 r. także w Chorwacji. Od początku 2013 r. spadek eksportu obserwowano w krajach bałtyckich. Za spadek ten odpowiadała zmniejszająca się sprzedaż zarówno na rynki spoza UE, ale także spadek eksportu do krajów Unii, w tym spadek obrotów handlowych pomiędzy krajami bałtyckimi.

Wzrost eksportu sprawił, że wymiana towarowa z zagranicą pozytywnie oddziaływała na tempo

wzrostu PKB w regionie EŚW. W II połowie 2013 r. i w I kw. 2014 r. dodatni wkład eksportu netto miał miejsce w większości gospodarek regionu (z wyjątkiem Estonii i Litwy, a w I kw. 2014 r. także Bułgarii). W największym stopniu eksport netto wpływał na przyspieszenie wzrostu gospodarczego w tym okresie w Rumunii. Jego wkład zwiększył się również w Czechach, na Węgrzech (wzrost eksportu samochodów), w Chorwacji (wyraźne spowolnienie importu) i Słowenii.

W I kw. 2014 r. dodatni wkład eksportu netto do dynamiki PKB w regionie EŚW zmniejszył się, za co odpowiadał szybki wzrost importu. O wzroście importu zadecydowały dwa czynniki. Po pierwsze rosnący popyt krajowy, który spowodował zwiększone zapotrzebowanie na import konsumpcyjny i inwestycyjny. Po drugie, zwiększający się eksport, zwłaszcza związany z handlem wewnątrz korporacyjnym, a tym samym bardziej importochłonny, spowodował zwiększenie popytu na dobra pośrednie.

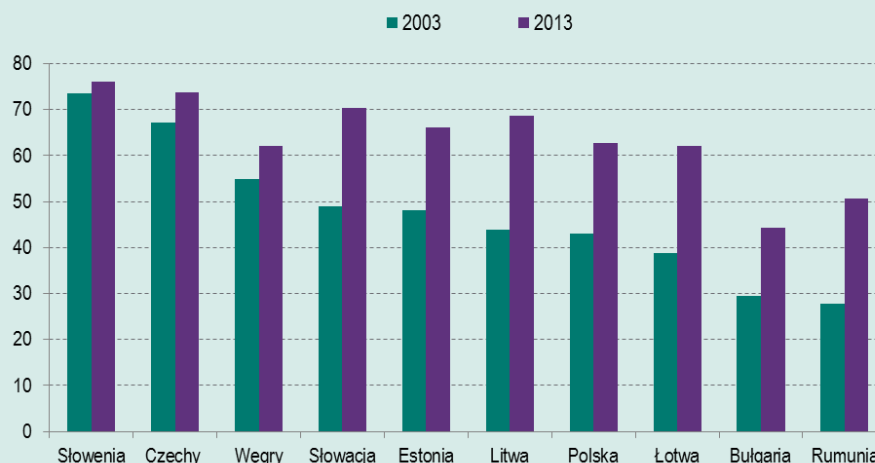
10 lat w UE: Czy nowe kraje członkowskie wykorzystały swoją szansę na zmniejszenie dystansu do gospodarek Europy Zachodniej?

W momencie przystąpienia do Unii Europejskiej, kraje Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW²) miały już za sobą długi okres przedakcesyjny i większość analityków była świadoma faktu, że krok ten stanowi przede wszystkim szansę, ale nie daje gwarancji trwałego wzrostu. Sama akcesja polepszyła m.in. warunki rozwoju nowych krajów członkowskich; zniesiono większość barier w przepływie kapitału, dóbr oraz ludzi. Zmniejszone ryzyko finansowe poprawiło atrakcyjność inwestycyjną, a programy rozwoju stworzyły możliwość unowocześnienia infrastruktury gospodarczej.

Dane makroekonomiczne wskazują, że w skali regionu szansa ta została wykorzystana. W latach 2003-2013 nie tylko PKB *per capita*, mierzony według parytetu siły nabywczej (PPS), znacząco wzrósł, ale również zmniejszył się dystans do krajów UE-15. W momencie akcesji PKB *per capita* w krajach EŚW nie przekraczał 50% średniego poziomu dobrobytu w państwach UE-15, natomiast w 2013 r. wzrósł do ponad 60%³.

Pod względem tempa konwergencji w regionie można wyróżnić dwie grup państw. Na jednym biegunie znajdują się kraje (Bułgaria, Estonia, Litwa, Łotwa, Polska, Rumunia, Słowacja), które w momencie wchodzenia do UE charakteryzowały się niższym poziomem rozwoju gospodarczego, za to szybciej nadrabiały dystans dzielący je do przeciętnego poziomu zamożności w UE-15. Drugą grupę tworzą państwa, które w punkcie startu odznaczały się wyższym poziomem dobrobytu na mieszkańca (Czechy, Słowenia, Węgry), zaś po akcesji zdecydowanie wolniej „doganiały” kraje starej Unii. Można zatem powiedzieć, że proces wyrównywania poziomów dochodów na mieszkańca w krajach EŚW przebiegał zgodnie z wnioskami płynącymi z neoklasycznej teorii wzrostu gospodarczego (R. Solow, 1956; N.G. Mankiw, 1992).

Wykres 1.3 PKB per capita wg PPS w krajach EŚW (jako % PKB w państwach UE-15)



Źródło: Eurostat, obliczenia własne

W 2003 r. Bułgaria i Rumunia miały najniższy względny poziom dobrobytu wśród krajów EŚW (ich PKB *per capita* wg PPS nie przekraczał 30% przeciętnego poziomu w UE-15). Do wybuchu światowego kryzysu finan-

² Do tej grupy zaliczono także Bułgarię i Rumunię, które zostały członkami UE w 2007 r.

³ W latach 2003-2013 zwiększył się wyraźnie udział krajów EŚW w całkowitym PKB UE. W 2003 r. wynosił on 5,6%, a w 2013 r. już 8% całości PKB UE

sowego w obu państwach proces konwergencji przebiegał w podobnym tempie, natomiast w kolejnych latach wyraźnie przyspieszył on w Rumunii. W rezultacie pod koniec 2013 r. względny PKB *per capita* wyniósł tam 51%, podczas gdy w Bułgarii ukształtował się na poziomie 44% poziomu zamożności w krajach starej Unii.

Dystans do rozwiniętych gospodarek Europy równie szybko nadrabiały państwa bałtyckie. W momencie akcesji ich PKB *per capita* nieznacznie przekraczał 40% (z wyjątkiem Estonii, gdzie wyniósł on 51%) poziomu UE-15, natomiast w 2013 r. wzrósł do 59%, 65% i 66% odpowiednio na Łotwie, w Estonii i na Litwie. Względnie najszybciej „doganiała” gospodarka Litwy, a najwolniej gospodarka Estonii. Konwergencja dochodów napędzana dużym napływem kapitału zagranicznego miała miejsce głównie w latach 2004-2008. W latach kryzysu i w okresie późniejszych restrykcyjnych dostosowań w gospodarkach (m.in. wewnętrzna dewaluacja), względny PKB *per capita* krajów bałtyckich najpierw spadł, po czym od 2010 r. kraje te zaczęły odrabiać straty.

Równie dynamiczna konwergencja, jednak bez korekty w latach kryzysu, miała miejsce na Słowacji. Tuż przed akcesją względny PKB *per capita* był równy niespełna 50% poziomu UE-15, natomiast w 2013 r. wyniósł on 70%. Dzięki temu udało się nie tylko zmniejszyć różnice w rozwoju gospodarczym między Słowacją a krajami UE-15, ale również między Słowacją a Czechami, które bezpośrednio po rozpadzie Czechosłowacji były zdecydowanie lepiej rozwinięte.

W Polsce, której poziom dobrobytu na mieszkańca był stosunkowo wysoki przed wejściem do UE (44% średniego poziomu UE-15), konwergencja również przebiegała dość dynamicznie. W 2013 r. PKB *per capita* przekroczył 60% poziomu UE-15. Warto wspomnieć, że w Polsce w czasie kryzysu proces konwergencji wręcz przyspieszył, co było pochodną przede wszystkim dużego rynku wewnętrznego, płynnego kursu walutowego oraz stosunkowo niskiej otwartości gospodarki.

Inaczej wyglądał zaś proces konwergencji dochodów w krajach, które w momencie wchodzenia do UE (Węgry, Czechy i Słowenia) odznaczały się wyższym poziomem dobrobytu. W 2003 r. PKB *per capita* Węgier sięgał 56% średniego poziomu w UE-15. Jednak na skutek m.in. polityki wysokiego deficytu budżetowego w latach 2003-2006 oraz późniejszych programów oszczędnościowych rządu Węgier, proces konwergencji w tym kraju przebiegał w sposób bardzo powolny z małym załamaniem w 2007 r. W rezultacie w 2013 r. względny PKB *per capita* wyniósł 62% poziomu zamożności krajów UE-15, czyli mniej niż w przypadku Litwy, Estonii oraz Słowacji, których gospodarki były zdecydowanie słabiej rozwinięte w pierwszych latach członkostwa w UE.

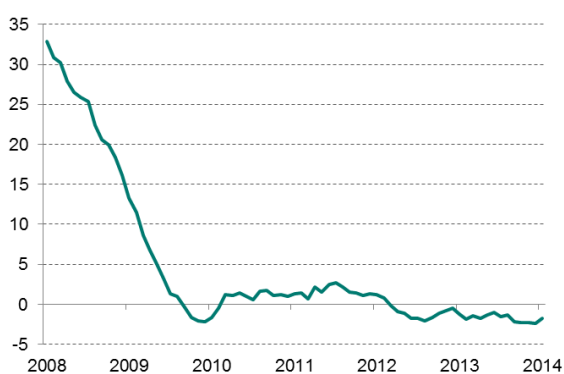
Równie wolny proces konwergencji można było zaobserwować w Czechach. Główną różnicą jest jednak to, że wyjściowy poziom rozwoju gospodarczego w Czechach zdecydowanie przewyższał ten obserwowany na Węgrzech. W 2003 r. czeski PKB *per capita* był trochę poniżej 70% średniego poziomu w krajach UE-15, czyli pod względem zamożności była to druga najbardziej rozwinięta gospodarka regionu. Jednak, podobnie jak w przypadku Węgier, proces konwergencji odbywał się w sposób na tyle powolny, że pod koniec badanego okresu względny PKB *per capita* wzrósł jedynie do 74%.

Jedynym krajem regionu, gdzie konwergencja nie miała trwałego charakteru, jest Słowenia. Przed akcesją do UE była to najbardziej rozwinięta gospodarka regionu i w 2003 r. jej względny PKB *per capita* przekraczał 76% poziomu zamożności krajów UE-15. W tym przypadku proces konwergencji, i tak stosunkowo powolny, uległ odwróceniu w latach kryzysu, w skutek czego, gospodarka Słowenii jest aktualnie na takim samym poziomie rozwoju względem gospodarek UE-15, jak w momencie przystępowania do UE.

Oddłużanie sektora prywatnego nadal barierą dla wzrostu popytu krajowego

Czynnikiem hamującym wzrost popytu krajowego w regionie EŚW w 2013 r., a także na początku 2014 r. był trwający proces oddłużania sektora prywatnego. Roczna dynamika kredytu dla prywatnego sektora niefinansowego od połowy 2012 r. do kwietnia 2014 r. pozostawała ujemna. Najszybszy wzrost wartości udzielonych pożyczek, podobnie jak w poprzednich latach, można było zaobserwować w Polsce (głównie kredyt dla przedsiębiorstw) i na Słowacji (kredyt dla gospodarstw domowych). W obu tych krajach zwiększył się on o ok. 6% r/r na początku II kw. 2014 r. Wzrost wartości udzielonych pożyczek w pierwszych miesiącach 2014 r. miał miejsce również w Bułgarii, Czechach i Estonii, jednak jego skala była niższa (1,5-3,0% r/r). W pozostałych krajach regionu wartość kredytu dla sektora prywatnego zmniejszała się, podobnie jak miało to miejsce w poprzednich latach. Na Łotwie, Węgrzech i w Słowenii⁴ skala delewarowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych nawet zwiększyła się w pierwszych miesiącach 2014 r.

Wykres 1.4. Kredyt dla sektora prywatnego w krajach EŚW (średnia, r/r, w %)



Źródło: Banki centralne

⁴ Duży spadek wartości kredytów dla przedsiębiorstw na Słowenii to wynik przejścia części zagrożonych kredytów przez tzw. „zły bank”.

Za słabą akcją kredytową dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw odpowiadały zarówno czynniki o charakterze popytowym, jak i podażowym.

Z jednej strony, wysoko zadłużone podmioty, zwłaszcza z krajów bałtyckich, Chorwacji i Słowenii, decydowały się raczej na spłatę już istniejących zobowiązań, a nie zaciąganie nowych. Poza czynnikami o charakterze popytowym, w dalszym ciągu na słabość akcji kredytowej w regionie wpływały czynniki podażowe, związane z ograniczoną płynnością lokalnych banków. Według danych BIS⁵, wartość *foreign claims* wobec banków zagranicznych ponownie zmniejszyła się (z wyjątkiem Czech⁶ i Litwy), co wskazuje na dalszy odpływ zagranicznego kapitału ze środkowoeuropejskiego systemu bankowego. W skali całego regionu zobowiązania te zmniejszyły się o ok. 3% w 2013 r. Jednocześnie część kapitału wycofywanego przez zagraniczne instytucje finansowe była i nadal jest zastępowana przez stały dopływ krajowych depozytów, które od 2011 r. rosną w tempie ok. 5% r/r. Jednak kapitał krajowy nie zdołał jeszcze w pełni zastąpić kapitału zagranicznego.

Zahamowanie wzrostu optymizmu w przemyśle przetwórczym w II kw. 2014 r.

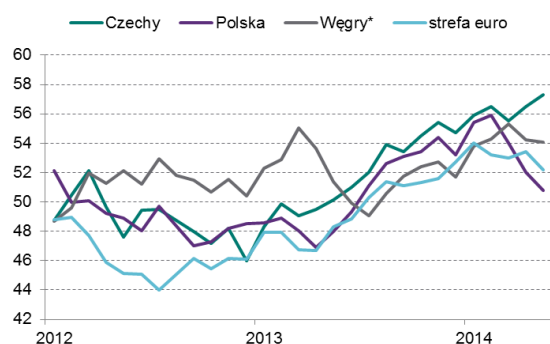
Wskaźniki opisujące nastroje producentów w przetwórstwie przemysłowym w krajach EŚW nie dały jednoznacznego obrazu w okresie styczeń-maj 2014 r. W styczniu i lutym br., podobnie jak miało to miejsce przez większość 2013 r., zarówno wskaźniki PMI dla największych gospodarek regionu (Polska, Czechy, Węgry), jak i wskaźniki Komisji Europejskiej, wskazywały na rosnący optymizm przedsiębiorców. Wpływały na niego przede wszystkim: poprawiająca się ocena perspektyw

⁵ Bank for International Settlements, Locational Banking Statistics

⁶ Wzrost *foreign claims* w Czechach przy jednoczesnym dużym spadku ich wartości na Słowacji to wynik przekształceń wewnątrz grupy Unicredit.

przyszłej produkcji oraz rosnący napływ nowych zamówień (jednak w większości zamówień krajowych). Jednak w kolejnych miesiącach (marzec-maj br.) wzrost optymizmu przedsiębiorców zatrzymał się, za co odpowiedzialny był przede wszystkim wzrost niepewności dotyczący dalszego wzrostu popytu ze strony głównych partnerów handlowych (możliwe wyhamowanie ożywienia w strefie euro i pogłębiający się kryzys na Ukrainie i w Rosji). Zauważalne było to zwłaszcza w krajach bałtyckich, ale też w Chorwacji, Polsce i na Węgrzech. Na osłabienie nastrojów w tych krajach wpłynął spadek napływu zamówień krajowych i zagranicznych oraz oczekiwane zmniejszenie produkcji w najbliższych miesiącach.

Wykres 1.5. PMI w przetwórstwie przemysłowym w krajach EŚW i strefie euro



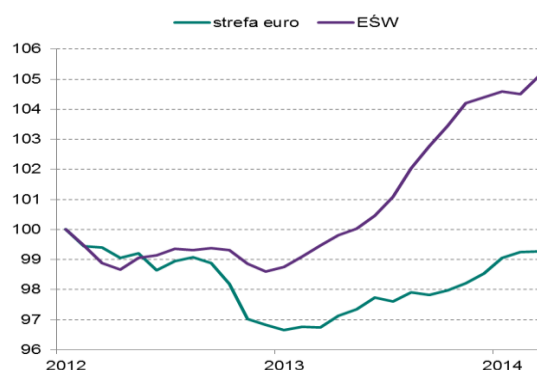
*Dla Węgry średnia krocząca dla 3 miesięcy
Źródło: Markit

Trwające ożywienie w przemyśle

Obserwowane w II kw. 2014 r. zahamowanie napływu nowych zamówień zagranicznych, głównie z krajów strefy euro, nie przełożyło się na zmniejszenie aktywności w przemyśle w krajach EŚW. Produkcja przemysłowa, podobnie jak miało to miejsce w 2013 r., stale zwiększała się. W kwietniu 2014 r. jej roczna dynamika wyniosła 6,2%, co było najlepszym wynikiem od połowy 2011 r.

W większości gospodarek EŚW zaobserwowano stały wzrost produkcji. Największy był on w Czechach, Rumunii, na Słowacji i Węgrzech, m.in. w wyniku wzrostu produkcji sektora motoryzacyjnego. Z kolei w krajach bałtyckich wolumen produkcji przemysłowej w tym okresie się zmniejszył. Spadek produkcji w tym regionie wiązał się jednak z wyraźnym ograniczeniem produkcji rafinerii w Możejkach (Litwa) oraz zakładów metalurgicznych w Lipawie (Łotwa). Sytuacja ta wpłynęła też wyraźnie na obniżenie eksportu w obu tych krajach.

Wykres 1.6. Produkcja przemysłowa w regionie EŚW i strefie euro (styczeń 2012=100)



Źródło: Eurostat

W I kw. 2014 r. w najszybszym tempie zwiększała się produkcja dóbr konsumpcyjnych. Dotyczyło to przede wszystkim towarów trwałego użytku, podczas gdy produkcja żywności i innych dóbr nietrwałych niemal nie zmieniła się w porównaniu z IV kw. 2013 r. Produkcja dóbr pośrednich oraz inwestycyjnych również rosła, jednak w wyraźnie słabszym tempie. Od 2013 r., podobnie jak miało to miejsce w całej UE, w regionie EŚW obniżała się produkcja energii. Tendencja ta odwróciła się dopiero w kwietniu br.

Poprawa wskaźników koniunktury konsumenckiej wskazuje na dalszy wzrost spożycia indywidualnego

Od początku 2013 r. w krajach EŚW można było zauważyć wyraźną poprawę wskaźników optymizmu konsumentów. Tendencja ta była kontynu-

wana również w okresie styczeń-maj 2014 r. Skala wzrostu optymizmu gospodarstw domowych była stosunkowo duża. W maju 2014 r. wartość zagregowanego wskaźnika Komisji Europejskiej dla całego regionu osiągnęła najwyższą wartość od września 2008 r. Wskaźniki opisujące nastroje konsumentów w 2014 r. nie wzrosły jednak we wszystkich krajach EŚW. W Chorwacji, Estonii i na Litwie poziom optymizmu konsumentów nieznacznie się obniżył.

Oczekiwana kontynuacja ożywienia w gospodarkach, wzrost realnych dochodów (w wyniku spadku inflacji i oczekiwań inflacyjnych) oraz poprawiające się perspektywy na rynkach pracy zadecydowały o coraz lepszej ocenie przyszłej sytuacji gospodarstw domowych. Jedynie w Estonii i na Litwie gospodarstwa domowe spodziewały się jej pogorszenia, w związku z oczekiwanym przez nie spowolnieniem wzrostu gospodarczego w tych krajach.

Poprawa nastrojów konsumentów przełożyła się na wzrost obrotów w handlu detalicznym. W okresie styczeń-kwiecień 2014 r. wolumen sprzedaży detalicznej w krajach EŚW zwiększył się o 0,9%. W ujęciu rocznym wzrost ten wyniósł 3,4%. Wzrost sprzedaży dotyczył w największym stopniu towarów półtrwałego i trwałego użytku, jednak sprzedaż żywności oraz paliw również się zwiększyła.

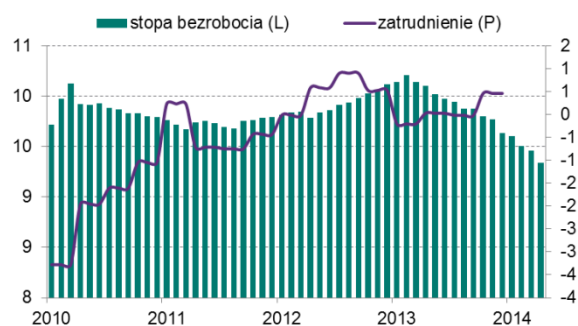
Spadek wolumenu obrotów w handlu detalicznym w pierwszych czterech miesiącach 2014 r. miał miejsce jedynie w Polsce, a w Bułgarii i Słowenii praktycznie nie zmienił się on w tym okresie. Najszybciej sprzedaż detaliczna zwiększała się wciąż w krajach bałtyckich, nawet pomimo osłabiania się nastrojów konsumentów. Wyraźne przyspieszenie jej wzrostu miało też miejsce w Rumunii i na Węgrzech.

Powolna poprawa sytuacji na rynku pracy

Sytuacja na rynkach pracy krajów EŚW w pierwszych czterech miesiącach 2014 r., podobnie jak

miało to miejsce w II połowie 2013 r., powoli się poprawiała. Zharmonizowana stopa bezrobocia w regionie obniżała się, aczkolwiek nadal znajdowała się na stosunkowo wysokim poziomie. Jej spadek od grudnia 2013 r. do kwietnia 2014 r. miał miejsce we wszystkich (poza Litwą) gospodarkach regionu. W największym stopniu zmniejszyła się ona na Węgrzech (o 0,9 pp.), co było jednak w dużej części wynikiem wzrostu zatrudnienia w sektorze publicznym w ramach programów interwencyjnych rządu, oraz w Estonii (o 0,6 pp.). Spadek zharmonizowanej stopy bezrobocia w tym okresie w pozostałych krajach regionu był mniejszy i nie przekraczał on 0,3 pp. W maju 2014 r. najniższą stopę bezrobocia obserwowano w Czechach (6,5%) oraz Rumunii (7,1%), natomiast najwyższa była ona w Bułgarii (12,8%), na Słowacji (14,0%) oraz w Chorwacji (16,8%).

Wykres 1.7. Stopa bezrobocia (w %) i dynamika zatrudnienia (w %, r/r) w regionie EŚW



Źródło: Eurostat

Spadek liczby bezrobotnych dotyczył przede wszystkim osób relatywnie krótko (do 1 roku) pozostających bez pracy. Liczba osób długotrwale bezrobotnych nie zmniejszała się (poza krajami bałtyckimi), a w Bułgarii, Rumunii, Słowenii i na Słowacji nawet wyraźnie wzrosła. Długotrwale bezrobocie wydaje się szczególnie dużym problemem w krajach, które w ostatnich latach charakteryzowały się najwyższym odsetkiem osób pozostających bez pracy, tj. w Chorwacji i na Słowacji. W IV kw. 2013 r. długotrwale bezrobotni stanowili tam

odpowiednio 63% i 72% wszystkich bezrobotnych, podczas gdy w pozostałych krajach regionu odsetek ten kształtował się w granicach 40-50% i był zbliżony do średniej dla krajów UE-15.

Statystyki zatrudnienia z 2013 r. również wskazują na pierwsze oznaki powolnego ożywienia sytuacji na rynkach pracy. W IV kw. 2013 r. zwiększyło się ono w krajach EŚW w ujęciu rocznym o 0,5%. Spadek liczby pracujących miał miejsce już tylko w Bułgarii, Chorwacji i Słowenii, natomiast na Litwie i Węgrzech wzrost zatrudnienia przekroczył 2% r/r (aczkolwiek w przypadku Węgier może to być jedynie sytuacja tymczasowa, wynikająca z ww. programu interwencyjnego rządu).

Wzrost aktywności w przemyśle spowodował zwiększenie liczby pracowników w tej branży gospodarki, poza krajami bałtyckimi i Słowenią, gdzie zatrudnienie w przemyśle w 2013 r. zmniejszyło się. Wzrost liczby zatrudnionych w ub. r. miał miejsce także w sektorze publicznym (zwłaszcza na Węgrzech) oraz w handlu detalicznym. Z kolei w rolnictwie liczba pracujących zmniejszyła się w 2013 r. W większości gospodarek EŚW nadal obniżało się zatrudnienie w budownictwie, co świadczyło o trwającym kryzysie w tej branży. Wyjątkiem były Łotwa i Litwa, gdzie zatrudnienie w budownictwie w 2013 r. wyraźnie wzrosło.

Oczekiwana kontynuacja ożywienia w gospodarce regionu w latach 2014-2015 powinna przełożyć się na dalszą poprawę sytuacji na rynkach pracy. Wydaje się jednak, że wzrost zatrudnienia i spadek bezrobocia będą jednak nadal stosunkowo powolne, na co wskazują również prognozy ośrodków krajowych i instytucji międzynarodowych. Prognozowane ożywienie gospodarcze w najbliższych latach nie będzie zatem najprawdopodobniej wynikać ze wzrostu zasobu pracujących, ale z rosnącej wydajności ich pracy, podobnie jak to miało miejsce w latach 2010-2011.

Spadek dynamiki nominalnych wynagrodzeń i jednostkowych kosztów pracy

Pomimo powolnej poprawy sytuacji na rynkach pracy w krajach EŚW, dynamika nominalnych wynagrodzeń w 2013 r. i w I kw. 2014 r. nieznacznie obniżyła się w większości krajów w porównaniu z poprzednim rokiem. W całym regionie wyniosła ona w I kw. 2014 r. 3,8%, wobec 4,6% rok wcześniej. Spadek dynamiki wynagrodzeń obserwowano w większości gospodarek regionu. W Czechach płace nominalne nawet przejściowo zmniejszyły się w ujęciu rocznym w IV kw. 2013 r., co jednak było efektem wysokiej bazy. Tempo wzrostu średniej płacy w 2013 r. zwiększyło się w krajach bałtyckich i Słowenii. O ile w Słowenii wzrost wynagrodzeń wynikał z bardzo niskiej bazy (spadek płac nominalnych od początku 2012 r.), to w krajach bałtyckich dynamika wynagrodzeń już w 2012 r. należała do najwyższych w regionie, a w kolejnym roku wciąż rosła, nawet pomimo słabnącej aktywności w gospodarce. W I kw. 2014 r. dynamika wynagrodzeń nieznacznie spowolniła w Estonii i na Litwie, jednak nadal pozostawała wysoka na tle innych gospodarek EŚW.

Spadkowi dynamiki nominalnych wynagrodzeń w regionie towarzyszył jeszcze większy spadek inflacji, a także obniżanie się oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. W efekcie dynamika płac realnych wzrosła, co należało do głównych czynników wpływających na wzrost optymizmu konsumentów w analizowanym okresie. Z drugiej strony, spadkiem inflacji oraz oczekiwań inflacyjnych można tłumaczyć niższą presję płacową.

Spadek dynamiki nominalnych wynagrodzeń, w połączeniu z rosnącą wydajnością pracy (wzrost dynamiki PKB w regionie przy jednoczesnym, stosunkowo niewielkim zwiększeniu się zatrudnienia), spowodowały, że obserwowana już w II połowie 2012 r. tendencja spadkowa dynamiki jednostkowych kosztów pracy w regionie EŚW była kontynuowana w 2013 r. Nie miało to jednak miejsca we

wszystkich gospodarkach. Wysoka dynamika wynagrodzeń w krajach bałtyckich i słabnące tempo wzrostu spowodowało, że dynamika ULC wyraźnie wzrosła w tych gospodarkach. Może to oznaczać, że odzyskana kosztem wielu wyrzeczeń konkurencyjność eksportowa krajów bałtyckich ponownie jest zagrożona.

W latach 2014-2015 oczekiwany jest wzrost dynamiki nominalnych wynagrodzeń w większości krajów EŚW, który wynikał będzie z dalszego ożywienia w gospodarkach regionu i powolnej poprawy sytuacji na rynkach pracy. Jedynie w krajach bałtyckich obserwowana w latach 2012-2013 tendencja wzrostowa płac powinna się zatrzymać. Wzrost dynamiki wynagrodzeń nie powinien jednak wpłynąć na wyraźną zmianę dynamiki nominalnych ULC, ponieważ wydajność pracy powinna zwiększyć się w najbliższych latach w podobnym stopniu.

Dalszy spadek inflacji

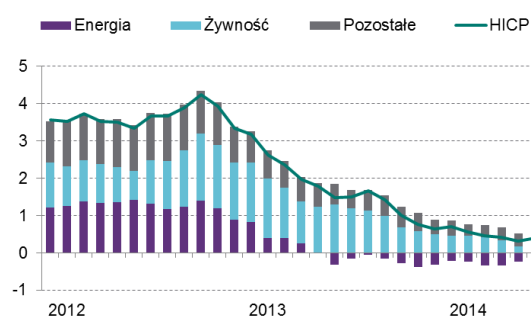
Proces dezinflacji, który w krajach EŚW rozpoczął się w IV kw. 2012 r. i trwał przez cały 2013 r., był kontynuowany w pierwszych miesiącach 2014 r. W maju br. roczna dynamika HICP w regionie wyniosła 0,4% (w kwietniu br. nawet 0,3% r/r), wobec 0,7% w grudniu 2013 r. i 4,2% we wrześniu 2012 r. Oznaczało to, że inflacja w krajach EŚW spadła do najniższego poziomu obserwowanego od momentu rozpoczęcia publikacji statystyk HICP.

Spadek inflacji od stycznia do maja 2014 r. miał miejsce w większości gospodarek regionu. Największy był on w Czechach, Estonii i na Węgrzech, o czym w dużej mierze decydowały obniżki cen regulowanych. Jedynie na Łotwie inflacja w analizowanym okresie zdecydowanie wzrosła, na co w części wpłynęło przyjęcie euro (wg. szacunków Banku Łotwy wpłynęło to na wzrost inflacji o ok.0,2-0,3 pp.). W Rumunii, Słowenii i na Słowacji, po spadku dynamiki cen w czterech pierwszych

miesiącach 2014 r., w maju br. inflacja powróciła do poziomów obserwowanych na koniec 2013 r.

W maju 2014 r. stosunkowo najwyższą inflację obserwowano w Rumunii (1,3%) i Słowenii (1,0%). W pozostałych gospodarkach EŚW nie przekraczała ona 1%, a w Bułgarii była ujemna. W Bułgarii ujemną dynamikę cen konsumpcyjnych można obserwować już od połowy 2013 r. Stan ten wydaje się mieć przejściowy charakter, wynikający z obniżek cen regulowanych oraz korzystnego kształtowania się cen surowców energetycznych i żywności. Po ustąpieniu efektów bazy związanych z obniżkami cen regulowanych (głównie cen energii) inflacja w Bułgarii powinna ponownie stać się dodatnia, czego oczekuje się już w III kw. 2014 r. We wcześniejszych miesiącach 2014 r. przejściowy okres spadku inflacji poniżej zera można było także obserwować w Chorwacji, na Słowacji i Węgrzech, jednak już w maju br. miał miejsce jej wzrost.

Wykres 1.8. Inflacja HICP i jej składowe w regionie EŚW (w %, r/r)



Źródło: Eurostat

Przyczyny zmniejszającej się dynamiki cen konsumpcyjnych we wszystkich krajach były zbliżone. Odpowiadały za to, podobnie jak w 2013 r., przede wszystkim czynniki o charakterze podażowym. Jednak, o ile w 2013 r. największy wkład do spadku dynamiki HICP miały ceny energii, to od początku 2014 r. decydujący wpływ na obniżanie się wskaźnika inflacji ogółem miały ceny żywności, zwłaszcza żywności nieprzetworzonej.

W sumie, ceny żywności odpowiadały za spadek inflacji o 0,5 pp. od stycznia do maja br., z czego 0,4 pp. przypadało na żywność nieprzetworzoną. Spadek dynamiki cen żywności to przede wszystkim zasługa utrzymujących się na niskim poziomie cen surowców rolnych, co było efektem dobrych zbiorów w rolnictwie.

Mniejszy niż w 2013 r. wkład cen energii do spadku inflacji w 2014 r. nie wynikał ze wzrostu ich cen, a z niskiej bazy 2013 r. Dopiero w maju br. ceny energii w ujęciu rocznym w skali całego regionu nieznacznie wzrosły (0,1%), po okresie ich ujemnej dynamiki w poprzednich 12 miesiącach. W wielu krajach ceny energii dla odbiorców prywatnych nadal spadały, co było wynikiem decyzji administracyjnych (m.in. obniżki cen energii elektrycznej w Czechach, na Litwie i Słowacji, cen gazu na Litwie i Węgrzech).

Inflacja bazowa wciąż na bardzo niskim poziomie

Inflacja bazowa w regionie EŚW w okresie styczeń-kwiecień 2014 r. wciąż znajdowała się w okolicach swojego historycznego minimum (0,6%-0,7%).

Niska inflacja bazowa świadczy o fakcie, że wzrost popytu w dotychczasowym okresie 2014 r. nie był jeszcze na tyle silny, aby znacząco wpłynąć na wzrost cen. Jednocześnie, niska inflacja bazowa była też po części efektem przenoszenia obniżającej się dynamiki cen energii i żywności oraz spadku cen producentów⁷ na pozostałe kategorie cen towarów i usług konsumpcyjnych.

Od stycznia 2014 r. w większości krajów EŚW można było odnotować dalszy spadek inflacji bazowej, jednak w wolniejszym tempie niż w 2013 r. Jej wzrost miał miejsce jedynie na Łotwie, w Rumunii, Słowenii, a także w Czechach. W przypadku dwóch pierwszych krajów, można to tłumaczyć relatywnie szybkim wzrostem konsumpcji prywatnej. W Sło-

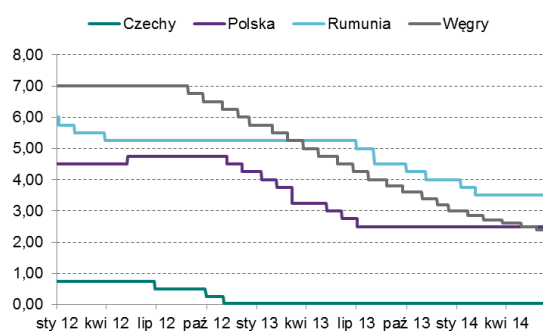
⁷ PPI na rynku krajowym w okresie styczeń-kwiecień 2014 r. był ujemny we wszystkich krajach EŚW, poza Łotwą.

wenii było to efektem podwyżek cen regulowanych usług (m.in. usług transportowych), natomiast w Czechach wzrost inflacji bazowej wiązał się z osłabieniem waluty i wzrostem cen importu.

Akomodacyjna polityka pieniężna

Spadek inflacji, który obserwowano w pierwszej połowie 2014 r. był podstawą dalszego łagodzenia lub utrzymywania akomodacyjnej polityki monetarnej w krajach regionu stosujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego (tj. Czechach, Polsce, Rumunii i na Węgrzech). Już od października 2013 r. we wszystkich czterech krajach inflacja znajdowała się poniżej dolnej granicy dopuszczalnych odchyleń od celu inflacyjnego. W rezultacie, w okresie styczeń-czerwiec 2014 r. Narodowy Bank Węgier (MNB) i Narodowy Bank Rumunii (NBR) zdecydowały się na kontynuację obniżek stóp procentowych. W przypadku MNB wyniosły one łącznie 70 pb. (do 2,30%), a NBR 50 pb. (do 3,50%).

Wykres 1.9. Główne stopy procentowe banków centralnych w regionie EŚW (w %)



Źródło: Reuters

Narodowy Bank Polski (NBP) oraz Narodowy Bank Czech (CNB) w I połowie 2014 r. utrzymywały stopy procentowe na historycznie niskim poziomie. W przypadku CNB obniżki stóp procentowych były już praktycznie niemożliwe (od listopada 2012 r. główna stopa procentowa, tj. *2-week Repo rate*, znajduje się na poziomie 0,05%), dlatego też Zarząd CNB zdecydował się na rozpoczęcie interwencji

walutowych w celu osłabienia korony. Poinformował on, że przez okres co najmniej 18 miesięcy będzie stabilizował kurs EUR/CZK na poziomie 27 (we wcześniejszych miesiącach kształtował się on na poziomie 25,5-26 EUR/CZK). Interwencje mają charakter asymetryczny, tzn. CNB interweniuje jedynie w kierunku zapobiegania aprecjacji korony. W przypadku utrzymywania się niskiej inflacji w Czechach, CNB nie wyklucza przedłużenia okresu interwencji walutowych.

Niska inflacja, a także decyzja EBC o dalszym poluzowaniu polityki pieniężnej (obniżka stóp procentowych i zapowiedź kontynuacji działań o charakterze ilościowym) mogą zapowiadać utrzymywanie się akomodacyjnej polityki monetarnej w krajach EŚW w najbliższych kwartałach. W przypadku silnego umocnienia się walut krajów regionu nie jest wykluczone nawet dalsze jej poluzowanie.

Akomodacyjnej polityce banków centralnych w krajach EŚW towarzyszył niski poziom krótkookresowych stóp procentowych na rynku międzybankowym. W większości krajów wahania wysokości stóp procentowych były niewielkie. Na Węgrzech obniżyły się one o ponad 50 pb., podążając za decyzjami MNB. Dużą zmienność na rynku międzybankowym można było zaobserwować jedynie w Rumunii. Po spadku poniżej 2% w I połowie stycznia 2014 r. (najniższy poziom w historii), w kolejnych tygodniach stopy wyraźnie wzrosły i do czerwca kształtowały się na poziomie zbliżonym do stopy NBR⁸.

Względnie dobra sytuacja finansów publicznych w większości krajów regionu w 2013 r.

Niemal wszystkie kraje regionu Europy Środkowo-Wschodniej odnotowały w 2013 r. deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych na pozio-

⁸ Banki oczekiwały zwiększenia płynności w sektorze po styczniowej decyzji NBR o zmniejszeniu stopy rezerwy obowiązkowej, co jednak nie miało miejsca, m.in. w wyniku wyższej absorpcji środków przez Skarb Państwa.

mie niższym niż wartość referencyjna (3% PKB). Ponadto poziom nierównowagi fiskalnej był zbliżony lub niższy niż cele budżetowe na 2013 r., zapisane w Aktualizacjach Programów Stabilności/Konwergencji. Dotyczyło to w szczególności Czech (o 1,3 pkt. proc.) i Węgier (o 0,5 pkt. proc.), w rezultacie niższych od zakładanych wydatków⁹. Natomiast znacząca nierównowaga fiskalna utrzymała się w Słowenii (14,7% PKB), Chorwacji (4,9% PKB) oraz w Polsce (4,3% PKB), do czego przyczyniła się słabsza od oczekiwanej sytuacja gospodarcza. W przypadku Słowenii znaczące pogorszenie sytuacji finansów publicznych było przede wszystkim wynikiem wsparcia systemu bankowego (10,3% PKB). Wszystkie trzy kraje są objęte procedurą nadmiernego deficytu (*excessive deficit procedure*, EDP)¹⁰.

Węgry były dotychczas jedynym krajem regionu, w którym dług publiczny przekraczał wartość referencyjną (60% PKB). W 2013 r. dołączyła do nich Chorwacja (67,1% PKB) i Słowenia (71,7% PKB). Sytuacja ta była rezultatem utrzymującej się w tych dwóch państwach nierównowagi fiskalnej, przy spadku PKB, częściowo także prefinansowania potrzeb pożyczkowych. W przypadku Słowenii na znaczący przyrost zadłużenia sektora finansów publicznych (o 17,3 pkt. proc. PKB) wpłynęło również dokapitalizowanie niektórych banków komercyjnych oraz odkup portfela niespłacanych kredytów.

⁹ W przypadku Czech niższe niż planowano były wydatki inwestycyjne. Ponadto korzystniejsza była sytuacja po stronie dochodowej (wyższe wpływy z podatków pośrednich i składek na ubezpieczenia społeczne, jednorazowe dochody z tytułu sprzedaży częstotliwości telekomunikacyjnych). Z kolei na Węgrzech nie wykorzystano rezerw budżetowych, niższe od zakładanych okazały się transfery socjalne oraz wydatki jednostek samorządu terytorialnego.

¹⁰ Komisja Europejska biorąc pod uwagę sytuację gospodarczą tych państw, zarekomendowała Radzie wydłużenie ścieżki dostosowawczej w przypadku Polski i Słowenii (ograniczenie nadmiernego deficytu do 2015 r., wobec 2012 i 2013 r. poprzednio), a przy obejmowaniu Chorwacji EDP wyznaczyła relatywnie długi termin (2016 r.).

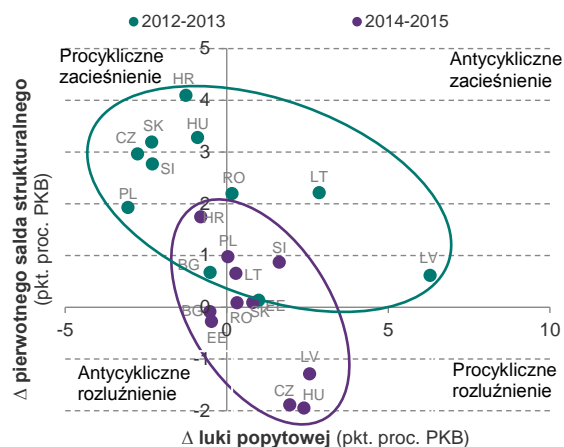
W 2013 r. Czechy i Słowacja były zobowiązane do ograniczenia deficytu budżetowego poniżej wartości referencyjnej. W ocenie Komisji Europejskiej poprawa sytuacji finansów publicznych w obu tych krajach ma charakter trwały i zarekomendowała ona na początku czerwca br. Radzie uchylenie EDP.

Kryteria fiskalne wyznacznikiem dostosowań fiskalnych w latach 2014-2015

W okresie 2014-2015 zacieśnienie fiskalne będzie kontynuowane jedynie w krajach regionu objętych EDP (Słowenia, Chorwacja, Polska) oraz na Litwie. Działania dostosowawcze mają dotyczyć zarówno strony dochodowej (w tym m.in. zwalczanie szarej strefy), jak i wydatkowej. Skala wysiłku konsolidacyjnego w tych państwach mierzona poprawą pierwotnego salda strukturalnego¹¹ (wiosenna prognoza KE) będzie znacznie słabsza niż w poprzednich latach (średnio o 1,1 pkt. proc. wobec 2,8 pkt. proc. PKB w latach 2012-2013). Według szacunków KE, skala ta może okazać się niewystarczająca do ograniczenia deficytu sektora finansów publicznych poniżej 3% PKB w terminie wyznaczonym w ramach EDP. Szacowana skala przekroczenia wartości referencyjnej w 2015 r. dla Polski i Słowenii jest jednak niewielka (0,1 pkt. proc. PKB), w przeciwieństwie do Chorwacji (o 0,7 pkt. proc. PKB). W przypadku Polski i Chorwacji powyższe wielkości nie uwzględniają przekazania przez fundusze emerytalne części zgromadzonych w nich środków do sektora finansów publicznych¹². KE na początku czerwca br. pozytywnie oceniła działania podejmowane przez oba te kraje zmierzające do ograni-

czenia nadmiernego deficytu budżetowego w 2014 r., przy czym wskazała na konieczność podjęcia dodatkowych działań na 2015 r.¹³

Wykres 1.10. Nastawienie polityki fiskalnej w krajach regionu w okresie 2012-2013 i 2014-2015



Źródło: Baza AMECO Komisji Europejskiej.

W pozostałych państwach regionu wynik strukturalny ma utrzymać się w horyzoncie prognozy KE na poziomie 2013 r., zaś w Czechach, Łotwie, Estonii i na Węgrzech polityka fiskalna ulegnie poluzowaniu¹⁴. W tej grupie państw deficyt budżetowy w latach 2014-2015 ma kształtować się poniżej poziomu 3% PKB. Zmiana nastawienia polityki fiskalnej w obliczu poprawiających się perspektyw wzrostu gospodarczego odsuwa w czasie utrzymanie lub osiągnięcie tzw. celu średniookresowego¹⁵ (*medium-term budgetary objective*, MTO) – zgodnie z wymo-

¹¹ Pierwotne saldo strukturalne sektora finansów publicznych to saldo nominalne, po wyłączeniu kosztów obsługi długu publicznego, skorygowane o wahania cyklu koniunkturalnego oraz wpływ tzw. czynników jednorazowych (*one-off and temporary measures*).

¹² W ujęciu ESA2010, które zastąpi jesienią 2014 r. dotychczasowy standard ESA95, transfer ten nie będzie dłużej traktowany jako dochód sektora finansów publicznych, a tym samym jako operacja obniżająca poziom deficytu budżetowego. Kwota środków przekazanych przez fundusze emerytalne w 2015 r. do sektora finansów publicznych ma wynieść ok. 0,2% PKB w Polsce i ok. 0,6% PKB w Chorwacji.

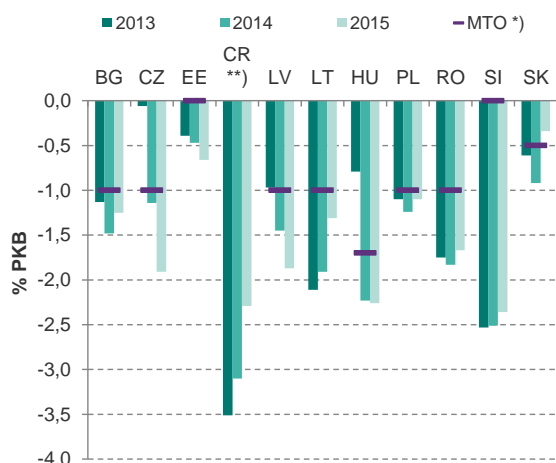
¹³ Prognoza KE nie uwzględnia niektórych działań dostosowawczych przedstawionych w Programie Konwergencji Chorwacji.

¹⁴ KE szacuje, że pierwotny wynik strukturalny Czech i Węgier w latach 2014-2015 pogorszy się o ok. 2 pkt. proc. PKB, zaś w Łotwie – o ok. 1,3 pkt. proc., a Estonii – o 0,3 pkt. proc. PKB. Sytuacja ta będzie związana z wyższymi wydatkami (na Łotwie – ze zmianami po stronie dochodowej).

¹⁵ Osiągnięcie MTO stwarza dostateczny margines umożliwiający swobodne działanie automatycznych stabilizatorów koniunktury w sposób, który nie powoduje przekroczenia wartości referencyjnej deficytu budżetowego. Wzmacnia 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.

gami Paktu Stabilności i Wzrostu, a także stabilizowanie relacji długu publicznego do PKB.

Wykres 1.11. Nastawienie polityki fiskalnej w krajach regionu w okresie 2012-2013 i 2014-2015



*) saldo strukturalne.

**) Chorwacja nie określiła w swoim Programie Konwergencji wielkości MTO.

Źródło: Baza AMECO Komisji Europejskiej, Programy Konwergencji/Stabilności państw regionu.

Umiarkowany wzrost długu publicznego

Zmiana nastawienia polityki fiskalnej sprawia, że pomimo poprawy sytuacji finansów publicznych w ostatnich latach oraz poprawiających się warunkach makroekonomicznych, w okresie 2014-2015 w większości krajów regionu relacja długu publicznego do PKB będzie nadal narastała. Przyrost zadłużenia będzie jednak umiarkowany (wzrost o 0,3-3,9 pkt. proc. PKB), z wyjątkiem Słowenii (ok. 9,6 pkt. proc. PKB). Będzie on związany m.in. z dalszym wsparciem systemu bankowego, a także prefinansowaniem potrzeb pożyczkowych¹⁶. Dług publiczny Słowenii może ulec obniżeniu, w przypadku powodzenia programu prywatyzacyjnego (w tym m.in. sprzedaży udziałów państwa w bankach komercyjnych).

¹⁶ W lutym i kwietniu br. miały miejsce rekordowe emisje obligacji skarbowych przez Słowenię. Pozwolą one na sfinansowanie potrzeb pożyczkowych do końca 2016 r

Z kolei niewielki spadek długu sektora finansów publicznych nastąpi w Czechach i Estonii (0,3-0,5 pkt. proc. PKB), silniejszy – na Łotwie (o 4,6 pkt. proc. PKB, spłata zadłużenia wobec instytucji międzynarodowych¹⁷) i w Polsce (o ok. 7,0 pkt. proc. PKB, dzięki zmianom w kapitałowej części systemu emerytalnego¹⁸).

Słowenia, Węgry i Chorwacja¹⁹ pozostaną jedynymi krajami regionu, w których poziom długu publicznego istotnie przekracza wartość referencyjną (60% PKB). KE wskazała na ryzyko objęcia Węgier EDP, ze względu na możliwe niewystarczające tempo obniżania zadłużenia finansów publicznych w 2014 r.²⁰

Zbilansowany rachunek obrotów bieżących

W 2013 r. saldo na rachunku obrotów bieżących w regionie EŚW wyraźnie się poprawiło. Po raz pierwszy w XXI w. w regionie EŚW jako całości, zniknął deficyt. Saldo obrotów bieżących było zbilansowane (0,0% PKB), podczas gdy w 2012 r. wyniosło ono -2,1% PKB. Wstępne dane sugerują, że podobny wynik, a być może nawet niewielka nadwyżka (liczony jako średnia krocząca dla 4 kolejnych kwartałów) może być uzyskany w I kw. 2014

¹⁷ Nie będzie konieczne także dalsze utrzymywanie znaczącej poduszki płynnościowej (według KE ok. 6% PKB na koniec 2013 r.).

¹⁸ Na początku lutego br. nastąpił transfer 51,5% aktywów netto poszczególnych OFE do ZUS. Objął on przede wszystkim skarbowe papiery wartościowe (SPW). W efekcie umorzenia otrzymanych SPW oraz konsolidacji przekazanych obligacji infrastrukturalnych nastąpił jednorazowy spadek długu publicznego w ujęciu ESA (zarówno '95, jak i 2010) o ok. 8,5 pkt. proc. PKB.

¹⁹ KE szacuje, że dług publiczny Słowenii wyniesie na koniec 2015 r. ok. 81,3% PKB, Węgier – 79,5% PKB, a Chorwacji – 69,2% PKB.

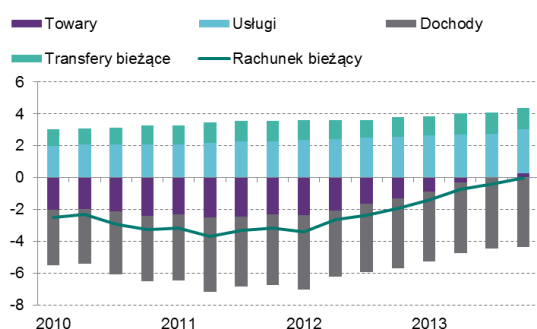
²⁰ Rozporządzenie Rady (UE) Nr 1177/2009 z dnia 18 listopada 2011 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1467/97 w sprawie przyspieszenia i wyjaśnienia procedury nadmiernego deficytu wprowadziło okres przejściowy w zakresie kryterium długu publicznego dla krajów objętych EDP w momencie przyjęcia tego rozporządzenia. Wymóg ten będzie uznany za spełniony, jeśli w ciągu trzech lat po korekcie nadmiernego deficytu budżetowego Rada uzna tempo jego ograniczania za wystarczające.

r.²¹ m.in. w wyniku wyraźnej poprawy salda obrotów bieżących w Czechach.

W 2013 r. poprawa salda obrotów bieżących miała miejsce we wszystkich krajach regionu, poza Czechami. W przypadku Estonii, Łotwy, Polski i Rumunii zmniejszyła się skala deficytu, natomiast w pozostałych krajach doszło do powiększenia wcześniej notowanego dodatniego salda (Bułgaria, Chorwacja, Litwa, Słowacja, Słowenia, Węgry).

Głównym źródłem spadku deficytu obrotów bieżących w skali całego regionu EŚW była poprawa salda na rachunku towarów. W 2012 r. odnotowano deficyt na poziomie 1,3% PKB, a w 2013 r. zamienił się on już w niewielką nadwyżkę (0,2% PKB). Poprawę salda obserwowano w większości krajów EŚW, poza Estonią i Litwą. Dodatkowo, nieznacznie zwiększyła się nadwyżka w usługach i transferach bieżących. Natomiast deficyt na rachunku dochodów ustabilizował się na poziomie z 2012 r.

Wykres 1.12. Saldo rachunku bieżącego w regionie EŚW (w % PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)



Źródło: Eurostat

W kolejnych kwartałach 2014 r. oczekuje się zmiany kierunku obserwowanych dotychczas tendencji w bilansach płatniczych krajów EŚW. Wydaje się, że saldo na rachunku obrotów bieżących nie będzie się

już poprawiać. Największy wpływ na te zmiany będzie miało, podobnie jak w poprzednich latach, kształtowanie się salda w handlu zagranicznym. Zakłada się, że wraz z ożywieniem koniunktury w krajach EŚW popyt wewnętrzny będzie nadal rósł, co w konsekwencji powinno doprowadzić do wzrostu importu towarów i usług. Z drugiej zaś strony spodziewana poprawa sytuacji gospodarczej na świecie powinna wpłynąć na zwiększenie dynamiki eksportu. Wydaje się jednak, że skala wzrostu eksportu będzie mniejsza, w związku z wolniejszym od oczekiwanego ożywieniem w strefie euro, a także oczekiwanym dalszym osłabieniem popytu ze strony rynków wschodnioeuropejskich. Dodatkowo deficyt na rachunku dochodów powinien się powoli pogłębiać, przede wszystkim w związku z rosnącymi dochodami nierezydentów co będzie wynikiem m.in. z prognozowanego wzrostu zysków przedsiębiorstw z udziałem kapitału zagranicznego.

Odptyw inwestycji zagranicznych

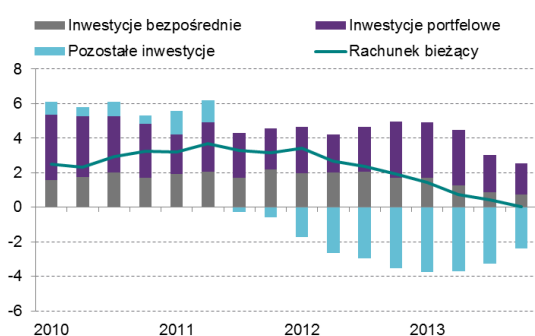
Podobnym precedensem, jakim było zniwelowanie deficytu na rachunku obrotów bieżących w 2013 r. w skali całego regionu, można określić odptyw netto inwestycji zagranicznych z krajów EŚW. W 2013 r. saldo na rachunku finansowym zmniejszyło się do -0,4% PKB. Napływ inwestycji zagranicznych zmniejszył się już w latach 2011-2012, jednak pozostawał wciąż dodatni (1,1% PKB w 2012 r.). Wynikało to głównie z wyraźnego zmniejszenia napływu kapitału do Polski oraz zwiększenia się skali jego odptywu z krajów bałtyckich, Rumunii i Słowenii. Wstępne szacunki za I kw. 2014 r. sugerują, że odptyw ten mógł się jeszcze pogłębić.

Na odptyw netto inwestycji zagranicznych wpłynęło przede wszystkim wyraźne zmniejszenie się inwestycji bezpośrednich i portfelowych, które w poprzednich latach były głównym źródłem napływu zagranicznego kapitału do regionu EŚW. Spadek ten był widoczny zwłaszcza w Polsce, na Słowacji i w krajach bałtyckich.

²¹ Brak danych o saldzie na rachunku obrotów bieżących za I kw. 2014 r. dla Węgier.

Warto podkreślić, że odnotowany wyraźnie niższy napływ inwestycji bezpośrednich do krajów EŚW nie wynikał z załamania się nowych projektów typu *greenfield*, które zwiększają potencjał gospodarczy analizowanej grupy krajów. Był on konsekwencją spłaty kredytów udzielonych przez zagraniczne spółki-matki, co wpisuje się w trwający proces delewarowania w sektorze prywatnym, oraz repatriacji większej części zysków wypracowanych przez środkowoeuropejskie spółki zależne. Z kolei spadek napływu inwestycji portfelowych do regionu można wiązać m.in. z falą wyprzedaży obligacji krajów zaliczanych do grupy rynków wschodzących, która nastąpiła po zapowiedzi FED o możliwym ograniczeniu programu luzowania ilościowego (QE), a także ze wzrostem awersji inwestorów wobec rynków wschodzących w IV kw. 2013 r., która wynikała z zawirowań gospodarczo-politycznych w Turcji i Argentynie. Warto jednak dodać, że szacowana skala odpływu kapitału zagranicznego z regionu EŚW w II połowie 2013 r. była wyraźnie mniejsza niż w przypadku krajów rozwijających się Azji i Ameryki Łacińskiej.

Wykres 1.13. Napływ inwestycji zagranicznych w regionie EŚW (w % PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)



Źródło: Eurostat

W 2013 r. w dalszym ciągu można było obserwować proces delewarowania środkowoeuropejskich systemów bankowych, co odzwierciedlał odpływ kapitału z tytułu „pozostałych inwestycji”. Wynikał

on zarówno z wycofywania przez nierezydentów depozytów z lokalnych banków, jak również był konsekwencją spłaty kredytów wobec zagranicznych instytucji finansowych. Skala odpływu zmniejszała się, co było jednak w dużej mierze skutkiem wzrostu krótkookresowych depozytów banków zagranicznych w Czechach²².

Sytuacja na rynkach finansowych kształtowana przez czynniki zewnętrzne

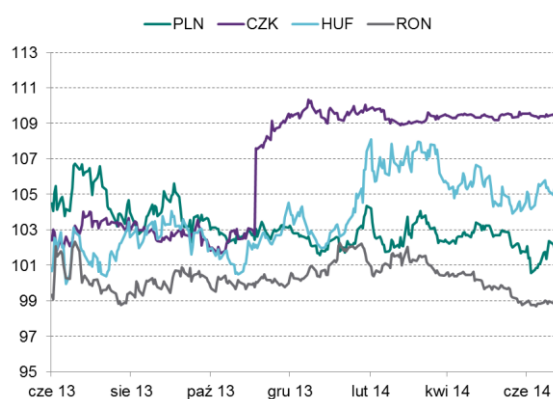
Sytuacja na rynkach finansowych krajów EŚW w 2014 r., podobnie jak w poprzednich latach, kształtowana była przede wszystkim przez czynniki zewnętrzne (poziom globalnej awersji do ryzyka, sentyment inwestorów wobec krajów rozwijających się). Sytuacja w gospodarce krajowej miała dużo mniejszy wpływ na wahania kursów walutowych czy też cen aktywów finansowych.

W pierwszych miesiącach 2014 r. miały miejsce dwa okresy, w których wzrosła zmienność aktywów finansowych w regionie. Pierwszy z nich wystąpił w styczniu 2014 r. Po deklaracji FED o wycofywaniu się z QE z końca 2013 r., a także pojawiających się informacjach o oczekiwanym osłabieniu aktywności gospodarczej w Chinach, inwestorzy zagraniczni powoli zaczęli odwracać się od rynków wschodzących. Dotknęło to również kraje EŚW, jednak skala tego procesu była nieporównywalnie mniejsza niż w innych regionach świata (m.in. w porównaniu z Argentyną, Turcją, czy Rosją). W największym stopniu zauważalne to było na rynkach finansowych Węgier. W styczniu br. HUF osłabił się wobec EUR o 6%, a rentowności obligacji 10-letnich wzrosły o 80 pb. W mniejszym stopniu ucierpiały aktywa Polski (deprecjacja EUR/PLN o 2,5%, wzrost rentowności obligacji o 40 pb) i Rumunii (deprecjacja EUR/RON o 2%). Z kolei rynki finansowe Czech praktycznie nie zareagowały na te wydarzenia.

²² Wiązało się to z interwencjami CNB w listopadzie i grudniu 2013 r.

Po chwilowym uspokojeniu się sytuacji w I połowie lutego, wybuch konfliktu rosyjsko ukraińskiego spowodował powrót zawirowań na rynki finansowe krajów EŚW. Ich skala była jednak mniejsza niż w styczniu. Od połowy lutego do połowy marca zauważalnie osłabiły się jedynie HUF i PLN (ok. 2% wobec EUR). Kursy walut Czech i Rumunii pozostawały w tym okresie stabilne. Zawirowania te nie przełożyły się również na rynek obligacji krajów EŚW.

Wykres 1.14. Kursy walut krajów EŚW wobec EUR (01.01.2013=100)



Źródło: Reuters

W kolejnych miesiącach (marzec-czerwiec 2014 r.) sytuacja ponownie się uspokoiła. Dodatkowo działania EBC z czerwca 2014 r. wpłynęły na poprawę oceny rynków finansowych EŚW przez inwestorów. Skutkowało to aprecjacją kursów walut (PLN umocnił się o ponad 3% wobec EUR, HUF i RON o ponad 2,5%, jedynie kurs CZK pozostał niemal niezmienny) oraz spadkiem rentowności obligacji skarbowych, zwłaszcza w Słowenii i na Węgrzech.

Wydaje się, że inwestorzy zagraniczni coraz lepiej oceniają stabilność gospodarczą krajów regionu EŚW (przede wszystkim w związku z wygaśnięciem napięć w strefie euro), co powoduje, że skala zawirowań na rynkach finansowych jest mniejsza niż obserwowana jeszcze kilka lat temu, a także mniejsza niż w krajach rozwijających się innych

regionów świata. Dodatkowo, planowane poluzowanie, także ilościowe, polityki pieniężnej w strefie euro zaczęło już w II kw. 2014 r. pozytywnie wpływać na kształtowanie się cen instrumentów finansowych w krajach regionu.

Oczekiwana kontynuacja ożywienia w gospodarkach EŚW w latach 2014-2015

Prognozy wzrostu PKB instytucji krajowych i międzynarodowych dla krajów EŚW nie zmieniły się istotnie w porównaniu z jesienią 2013 r. Niewielka korekta w górę miała miejsce w przypadku prognoz dla Czech, Polski, Słowenii i Węgier, natomiast dla krajów bałtyckich²³ i Chorwacji prognozy nieznacznie obniżono. W latach 2014-2015 oczekuje się kontynuacji ożywienia gospodarczego w regionie. Najszybszy wzrost PKB ma być obserwowany ponownie w krajach bałtyckich, najwolniejszy w Słowenii i Chorwacji (jedyny kraj regionu, w którym oczekuje się spadku PKB w 2014 r.).

Utrwalenie nowej struktury wzrostu

W latach 2014 – 2015 przewidywana jest zmiana struktury wzrostu krajów EŚW. Do popytu zewnętrznego, który był podstawą wzrostu w poprzednich latach już w II połowie 2013 r. dołączył wzrost popytu krajowego. Oczekuje się, że wkład konsumpcji i inwestycji do wzrostu gospodarczego w krajach EŚW będzie się nadal zwiększał i od II połowy 2014 r. popyt krajowy ma już być głównym czynnikiem napędzającym te gospodarki.

Wzrost popytu krajowego będzie wspierany przez utrzymanie się relatywnie luźnej polityki fiskalnej i pieniężnej. Wzrost aktywności w przemyśle i stopniowe zwiększenie wykorzystania mocy produkcyjnych będą pociągać za sobą wzrost inwestycji.

²³ Wysokie, na poziomie 3-4%, prognozy wzrostu dla krajów bałtyckich w 2014 r. wydają się być bardzo optymistyczne, zwłaszcza biorąc pod uwagę spadek tempa wzrostu w I kw. 2014 r., a także silne powiązania z będącymi w kryzysie gospodarkami Europy Wschodniej.

Stopniowa poprawa na rynkach pracy powinna z kolei wspierać wzrost konsumpcji. Trwający, a w części krajów nawet nasilający się, proces oddłużania gospodarstw domowych i przedsiębiorstw będzie w dalszym ciągu hamował wzrost popytu krajowego, jednak jego skala powinna się już powoli zmniejszać.

Popyt zewnętrzny nadal pozostanie ważnym czynnikiem wzrostu w krajach EŚW w latach 2014-2015. Oczekiwana kontynuacja ożywienia gospodarczego w strefie euro powinna w dalszym ciągu dynamizować eksport. Wkład eksportu netto będzie się jednak powoli zmniejszał, ponieważ import, napędzany rosnącym popytem krajowym, będzie rósł jeszcze szybciej. Zagrożeniami dla utrzymania wzrostu popytu zagranicznego i tym samym eksportu krajów EŚW wydaje się być wciąż nie w pełni stabilne ożywienie w strefie euro. Dodatkowo osłabienie popytu ze strony krajów b. ZSRR (głównie Rosji i Ukrainy) stanowi ryzyko spadku eksportu, zwłaszcza w krajach bałtyckich.

Od połowy 2014 r. oczekiwany powolny wzrost inflacji

Utrzymująca się na niskim poziomie, a w niektórych krajach EŚW nawet w dalszym ciągu obniżająca się, dynamika cen konsumpcyjnych na początku 2014 r. spowodowała wyraźną redukcję prognoz inflacji w regionie EŚW. Co prawda nadal oczekuje się jej wzrostu, jednak jego skala ma być mniejsza, a dodatkowo odwrócenie trendu dezinflacyjnego zostało przesunięte w czasie. Po okresie rekordowo niskiej inflacji w I połowie 2014 r., już od II połowy powinna ona powoli wzrastać. Wzrost ten wynikać ma przede wszystkim z oczekiwanego umacniania się popytu konsumpcyjnego, co stopniowo będzie zwiększać presję inflacyjną ze strony gospodarstw domowych. W rezultacie, powinno to doprowadzić do stopniowego wzrostu inflacji bazowej. Czynniki o charakterze podażowym, czyli ceny energii i żywności, które determinowały kształtowanie się ścieżki inflacji w 2013 r. i I połowie 2014 r., powinny mieć mniejszy wpływ na dynamikę cen w kolejnych kwartałach, przede wszystkim w związku z oczekiwaną stabilizacją cen surowców energetycznych i żywności na rynkach światowych, a także z uwagi na nie aż tak częste zmiany cen regulowanych.

Bułgaria – przedłużający się okres spadku cen

Podobnie jak w poprzednich latach, 2013 r. charakteryzował się stagnacją w gospodarce Bułgarii; wzrost PKB w tym okresie nie przekroczył 1%. O niskim wzroście zadecydowała słabość popytu krajowego, w szczególności wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych. Zwiększały one bowiem swoje oszczędności wobec niekorzystnej sytuacji na rynku pracy oraz pesymizmu w oczekiwaniach dotyczących sytuacji gospodarczej w Bułgarii. Głównym czynnikiem wzrostu była w tym okresie wymiana handlowa z zagranicą oraz, w mniejszym stopniu, spożycie zbiorowe. W I kw. br. wzrost PKB również był słaby osiągając jedynie 1,2% r/r, jednak jego struktura się zmieniła. Wyraźnie osłabił się wzrost eksportu, natomiast wzrosła konsumpcja prywatna, osiągając jednak dopiero poziom z końca 2012 r.

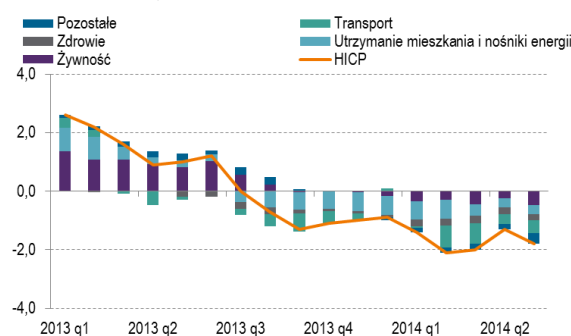
Słabość popytu krajowego w 2013 r. okazała się czynnikiem sprzyjającym spadkowi inflacji. W II połowie 2013 r. inflacja mierzona wskaźnikiem HICP w ujęciu rocznym spadła poniżej zera i pozostała ujemna do maja 2014 r. Spadek cen przekroczył 2% w ujęciu r/r w lutym br., a jego skala zmniejszyła się tylko nieznacznie w kolejnych miesiącach (-1,8% w maju br.). W tym okresie ceny spadały w praktycznie wszystkich kategoriach wydatków według głównych grup HICP. W największym stopniu zmniejszyły się ceny związane z użytkowaniem mieszkania, ceny nośników energii, transportu, usług zdrowotnych oraz żywności.

Wprawdzie spadający popyt krajowy pośrednio przyczynił się do spadku cen tworząc silną presję na obniżenie marż, to w przypadku poszczególnych dóbr i usług, na spadek cen w znacznej mierze wpłynęły czynniki zewnętrzne dla bułgarskiej gospodarki oraz decyzje administracyjne w tym okresie.

Do czynników zewnętrznych należały przede wszystkim zahamowanie wzrostu (w 2013 r.) oraz

spadek (na początku 2014 r.) cen żywności, w szczególności cen żywności nieprzetworzonej (mięso, owoce i warzywa, zboża), co wynikało z ich niskich cen na rynkach międzynarodowych. Również ceny ropy na rynkach światowych silnie wpłynęły na spadek wydatków związanych z transportem zarówno w II połowie 2013 r. jak i na początku 2014 r. Skala spadku cen w Bułgarii została pogłębiona przez aprecjację kursu euro do dolara, ze względu na sztywny kurs bułgarskiego lewa do euro.

Wykres 2.1. Dynamika HICP, w %, r/r



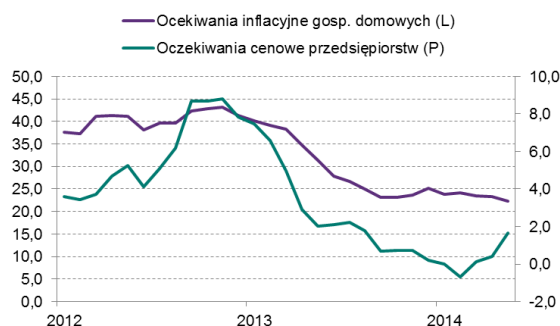
Źródło: Eurostat

Na spadek cen oddziaływał także szereg działań administracyjnych. Największy wpływ na wskaźnik HICP miała duża obniżka cen energii elektrycznej wprowadzona w lipcu 2013 r. Podobny wpływ miało obniżenie cen usług zdrowotnych zakontraktowanych w ub.r. przez bułgarski fundusz zdrowia. Natomiast na początku br. wprowadzono zmiany w metodologii uwzględniania cen biletów lotniczych w cenach usług, co w sposób czysto statystyczny pogłębiło spadek cen usług transportowych w 2014 r.

W ślad za spadającymi cenami, od początku ub.r. spadły oczekiwania inflacyjne konsumentów. Rósł odsetek ludzi uważających, że ceny konsumpcyjne spadną. Na początku br. oczekiwania inflacyjne ustabilizowały się na niskim poziomie. Jest to

spójne z oczekiwaną słabością wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych spowodowaną nadal wysokim poziomem bezrobocia i niskim zaufaniem konsumentów.

Wykres 2.2. Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i oczekiwania cenowe przedsiębiorstw, w pkt., średnia 3-miesięczna



Źródło: Eurostat

Nieco inaczej kształtują się jednak oczekiwania przedsiębiorców dotyczące cen sprzedawanych produktów. Pomimo, że w większości branż przemysłu zakładano spadek cen w IV kw. ub.r. i na początku I kw. br., to od marca br. w większości z nich oczekuje się wzrostu cen sprzedawanych produktów w przeciągu następnych 12 miesięcy. Wyjątkiem są producenci dóbr inwestycyjnych, którzy nadal oczekują spadku cen sprzedawanych przez siebie produktów. Stosunkowo szybki powrót oczekiwań inflacyjnych do poziomów z I poł. 2013 r., wydaje się wskazywać, że przedsiębiorcy postrzegają spadek cen jako krótkotrwały oraz spowodowany czynnikami w znacznej mierze jednorazowymi.

Oczekiwania przedsiębiorców pokrywają się w znacznej mierze z prognozami ośrodków badawczych. Według aktualnych prognoz, odbudowa popytu krajowego, oczekiwana stabilizacja cen surowców na rynkach międzynarodowych oraz ustąpienie wpływu jednorazowych czynników będą stopniowo obniżały skalę spadku cen. Jednak, pomimo że oczekuje się dodatniej stopy infla-

cji na koniec br., to średnio inflacja wyniesie -0,8% w 2014 r. oraz 1,2% w 2015 r.

Decydujące dla przywrócenia wzrostu cen będzie przede wszystkim przyspieszenie wzrostu PKB w br. - możliwe dzięki stopniowej odbudowie popytu krajowego, w tym wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych. Struktura wzrostu PKB ma być podobna do tej obserwowanej w I kw. br., z wyjątkiem udziału wymiany handlowej z zagranicą, która ma w mniejszym stopniu ograniczyć dynamikę wzrostu PKB. Według prognoz Komisji Europejskiej, wzrost PKB wyniesie odpowiednio 1,7% i 2% w 2014 r. i 2015 r.

Ryzykiem dla przyszłego kształtowania się wzrostu PKB w Bułgarii jest także niestabilna sytuacja polityczna, skutkująca drugimi w ciągu niespełna 1,5 roku wyborami parlamentarnymi, a także efekty zawirowań w sektorze bankowym, jakie miały miejsce w czerwcu 2013 r.

Doszło wówczas do chwilowej destabilizacji bułgarskiego systemu bankowego. Było to wynikiem rozsiewania informacji na temat niewypłacalności dwóch czołowych banków Bułgarii (*Corporate Commercial Bank* oraz *First Investment Bank*) i spowodowało wycofywanie depozytów z tych banków. Wsparcie banku centralnego, uruchomienie linii kredytowej przez Komisję Europejską (3,3 mld BGN), a także zapewnienia instytucji międzynarodowych (KE, MFW) o stabilności bułgarskiego systemu finansowego i solidnych fundamentach gospodarki uspokoiły sytuację na rynkach.

Zawirowania w bułgarskim sektorze bankowym, które wydają się już być opanowane dzięki zdecydowanym działaniom władz monetarnych i instytucji międzynarodowych, pokazały, że system bankowy w tym kraju jest bardzo wrażliwy na ataki, także te podważające wiarygodność banków.

Chorwacja – wysokie zadłużenie podmiotów prywatnych i konsolidacja fiskalna opóźnia wyjście z recesji

Od pięciu lat Chorwacja pogrążona jest w recesji, której przyczyną jest stale zmniejszający się popyt wewnętrzny. W 2013 r. realny PKB zmniejszył się o 1%, a w I kw. br. o 0,6% r/r. Od początku kryzysu łączny spadek PKB wyniósł ponad 12%. Najsilniej w dół gospodarkę ciągnęły wciąż spadające nakłady inwestycyjne, przede wszystkim w budownictwie mieszkaniowym. Poza tym do spadku PKB przyczynił się również eksport, który w poprzednich latach napędzał krajową koniunkturę²⁴. Osłabienie eksportu wynikało ze wzrostu konkurencji dla chorwackich firm w związku ze wstąpieniem do Unii Europejskiej (UE). Poza tym, w wyniku akcesji do UE, Chorwacja utraciła przywileje w handlu z krajami CEFTA (m.in. Bośnią i Hercegowiną oraz Serbią), będącymi jej najważniejszymi partnerami gospodarczymi.

Brak poprawy sytuacji na lokalnym rynku pracy (jedna z najwyższych stóp bezrobocia w UE, po Grecji i Hiszpanii, zwłaszcza wśród osób młodych) w dalszym ciągu hamuje konsumpcję prywatną. Główną przyczyną tego stanu rzeczy jest trwający zastój w branży budowlanej, będący konsekwencją nadmiernej podaży nowych lokali mieszkaniowych w stosunku do rzeczywistego zapotrzebowania społeczeństwa.

Do spadku popytu w Chorwacji przyczynia się także trwający proces delewarowania w tamtejszym systemie bankowym w segmencie kredytów dla sektora prywatnego (gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa). W 2013 r. zagraniczne banki-matki ponownie ograniczyły skalę finansowania krajowych spółek-córek. Warto przy-

pomnieć, że Chorwacja jest jednym z państw EŚW, które najsilniej odczuły skutki zmniejszania przez zagraniczne grupy bankowe swej ekspozycji na tę część Europy. Pomimo tego Chorwacja w dalszym ciągu odznacza się najwyższą spośród krajów regionu relacją udzielonych kredytów do PKB.

Wykres 3.1. Wartość udzielonych kredytów ogółem*, w % PKB



* Na wykresie uwzględniono również kredyty dla sektora rządowego i samorządowego

Źródło: Raiffeisen Bank

Istotnym czynnikiem hamującym wzrost gospodarczy w Chorwacji jest także nierównowaga sektora finansów publicznych oraz wysoki poziom długu publicznego.

Podjęmowane działania ograniczające deficyt budżetowy w 2012 i 2013 r. (przede wszystkim podwyżki stawek VAT i akcyzy, ograniczenie wydatków bieżących oraz upowszechnianie kas fiskalnych) okazały się niewystarczające do ograniczenia nierównowagi fiskalnej, na co wpłynęła utrzymująca się w Chorwacji recesja gospodarcza. Jednocześnie wdrażane były także rozwiązania nakierowane na podtrzymanie

²⁴ Było to wynikiem zdecydowanie niższej sprzedaży produktów naftowych, żywności, środków transportu i urządzeń elektrycznych, które zajmują istotne miejsce w chorwackim eksporcie.

wzrostu gospodarczego oraz zatrudnienia²⁵. W konsekwencji deficyt sektora finansów publicznych w 2013 r. (4,9% PKB) był zbliżony do odnotowanego rok wcześniej (5,0% PKB), a jego poziom był, obok Słowenii, najwyższy wśród krajów regionu.

W styczniu br. Rada UE zdecydowała o nałożeniu na ten kraj procedury nadmiernego deficytu, przy czym – z uwagi na trudną sytuację gospodarczą – wyznaczyła relatywnie długi termin jego korekty (2016 r.). W odpowiedzi rząd Chorwacji przedstawił projekt nowelizacji ustawy budżetowej na rok 2014 wraz z pakietem działań konsolidacyjnych. Jednocześnie władze obniżyły prognozę wzrostu gospodarczego w br. z 1,3% do 0,2% r/r, m.in. ze względu na planowane dostosowanie fiskalne²⁶. Pakiet fiskalny (ok. 2% PKB w br. i ok. 1% PKB w 2015 r.) zakłada przede wszystkim zmiany po stronie dochodowej. Najistotniejsze z nich to zmiany w funkcjonowaniu kapitałowego filara systemu emerytalnego oraz cofnięcie obniżki składki na ubezpieczenie zdrowotne (od kwietnia br.)²⁷. Składki osób uprawnionych do wcześniejszych emerytur nie będą przekazywane do funduszy emerytalnych (ok. 0,1% PKB rocznie). Ponadto aktywa tych osób zgromadzone w II filarze mają zostać w całości przekazane do sektora finansów publicznych (w dwóch etapach – w 2014 r. ok. 0,8% PKB i ok. 0,6% PKB w 2015 r.). Na koniec 2013 r. łączna

wartość netto aktywów funduszy emerytalnych w Chorwacji wyniosła ok. 10,6% PKB. Działania oszczędnościowe po stronie wydatkowej obejmują m.in. ograniczenie wydatków administracji publicznej²⁸, uszczelnienie systemu rentowego i zmniejszenie wypłat wcześniejszych emerytur²⁹, ograniczenie dotacji dla przedsiębiorstw państwowych i rolnictwa oraz niższą refundację cen leków.

KE prognozuje, że powyższe działania – po wyłączeniu jednorazowego transferu aktywów z funduszy emerytalnych – pozwolą na ograniczenie skali nierównowagi fiskalnej do 3,7% PKB w 2015 r. Tym samym konieczna może być dalsza kontynuacja wysiłku konsolidacyjnego. Na uwagę zasługuje także znaczący poziom zadłużenia sektora finansów publicznych. W 2013 r. wzrósł on z 55,9% do 67,1% PKB, zaś w latach 2014-2015 KE przewiduje jego ustabilizowanie na poziomie zbliżonym do 69% PKB. Obok Słowenii i Węgier, jest to najwyższy poziom długu publicznego w krajach regionu.

Według prognoz większości ośrodków w bieżącym roku Chorwacja pozostanie jeszcze w recesji, do czego przyczyni się nadal obniżający się popyt wewnętrzny. Oczekuje się, że ożywienie koniunktury nastąpi dopiero w 2015 r. za sprawą przyspieszającego eksportu oraz stopniowo zwiększających się nakładów inwestycyjnych.

²⁵ Poprzez obniżenie kosztów pracy, w tym obniżenie wysokości składki zdrowotnej z 15% do 13% (cofnięte w 2014 r.) i podwyższenie kwoty wolnej od podatku PIT.

²⁶ KE w swojej wiosennej prognozie przewiduje kolejny rok recesji w Chorwacji w 2014 r. i niewielki wzrost PKB w 2015 r.

²⁷ Pozostałe to podwyższenie wpłat z zysku przedsiębiorstw państwowych, opłat koncesyjnych w branży telekomunikacyjnej oraz obniżenie progu podatku od wygranych, kontynuacja działań mających na celu ograniczenie szarej strefy. Od 2015 r. ulgi inwestycyjne w CIT zostaną zniesione; rząd zapowiedział ewentualne wejście w życie opodatkowania zysków z oszczędności. Od 2016 r. mają zostać wprowadzone zmiany dotyczące opodatkowania nieruchomości (podatek ma być naliczany w zależności od ich wartości).

²⁸ Zwolnienia pracowników, zmniejszenie funduszu płac, centralizacja niektórych funkcji.

²⁹ Obniżka świadczeń o 10%, mniej korzystny wskaźnik waloryzacji.

Czechy – efekty interwencji walutowych

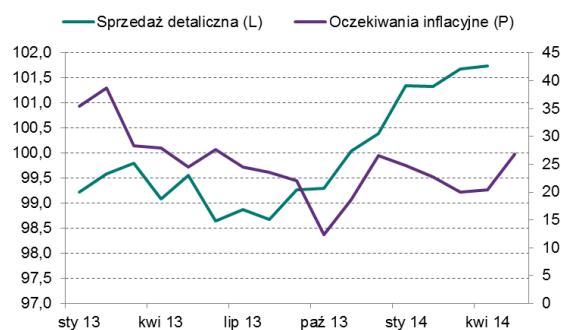
Po okresie blisko dwuletniej recesji, w IV kw. 2013 r. roczna dynamika PKB wzrosła powyżej zera (1,2%) W I kw. 2014 r. wzrost ten był kontynuowany. Tempo wzrostu PKB zwiększyło się do 2,5%. Na przyspieszenie tempa wzrostu PKB na przełomie 2013 i 2014 r. złożyło się kilka przyczyn. Po pierwsze, wyraźnie ożywił się eksport i produkcja przemysłu, w wyniku zwiększonego popytu na produkowane w Czechach samochody (m.in. jako efekt nowej oferty eksportowej). Ponadto, na wzrost PKB w IV kw. 2013 r. wpłynęły czynniki o charakterze przejściowym, takie jak zwiększone zapasy firm tytoniowych w związku z planowanym podniesieniem stawki podatku akcyzowego w styczniu br.

Zdaniem Narodowego Banku Czech (CNB)³⁰, pewien wpływ na wzrost gospodarczy miały także interwencje walutowe które stały się impulsem dla wzrostu konsumpcji gospodarstw domowych w obawie przed wzrostem inflacji.

Utrzymująca się jeszcze w I połowie 2013 r. recesja, a także groźba deflacji, wynikająca z oczekiwanych obniżek cen energii oraz wygasania efektów bazy związanych z podwyższaniem podatków³¹, które miały nastąpić na początku 2014 r., spowodowały, że CNB postanowił złagodzić warunki polityki pieniężnej. W listopadzie 2013 r. CNB, pozbawiony możliwości dalszego obniżania stóp procentowych³² i wobec nadpłynności sektora bankowego, która ograniczała skuteczność polityki ilościowej, zdecydował się na interwencje walutowe w celu osłabienia korony. Zarząd

CNB poinformował, że przez okres co najmniej 18 miesięcy będzie stabilizował kurs EUR/CZK na poziomie 27 (we wcześniejszych miesiącach kształtował się on na poziomie 25,5-26 EUR/CZK). Interwencje miały mieć charakter asymetryczny, tzn. CNB interweniował jedynie w kierunku przeciwdziałania aprecjacji korony.

Wykres 4.1. Sprzedaż detaliczna, w %, r/r i oczekiwania inflacyjne w Czechach



Źródło: Eurostat, obliczenia IE NBP

Wydaje się, że wpływ interwencji walutowych na wzrost konsumpcji w Czechach miał jedynie charakter krótkookresowy, aczkolwiek mógł on stanowić sygnał do zwiększenia zakupów przez gospodarstwa domowe, który to trend został podtrzymany przez poprawiającą się bieżącą sytuację i perspektywę wzrostu dla czeskiej gospodarki. Efekty interwencji pojawiły się już w IV kw. 2013 r., kiedy to można było zaobserwować wyraźny wzrost oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. Jednocześnie, sprzedaż detaliczna w Czechach, po okresie stagnacji, który trwał od początku 2009 r. zaczęła wzrastać, nawet w sytuacji, kiedy realny i nominalny dochód do dyspozycji gospodarstw domowych się zmniejszył. W IV kw. 2013 r. spadek nominalne-

³⁰ "...real consumption expenditure was fostered to some extent by the weakening of the koruna exchange rate by the CNB and related expectations of price increases in the near future.", CNB Inflation Report II/2014, maj 2014

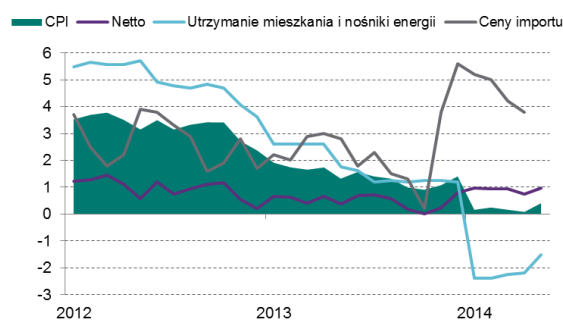
³¹ W styczniu 2013 r. podstawowa stawka VAT wzrosła z 20% do 21%, a preferencyjna z 14% do 15%, co przelożyło się na wzrost inflacji o ok. 1 pp.

³² Od listopada 2012 r. główna stopa procentowa CNB znajduje się na poziomie 0,05%.

go dochodu gospodarstw domowych wyniósł blisko 2%, a realnego 3% r/r³³.

Już jednak w I kw. 2014 r. oczekiwania inflacyjne ponownie zaczęły się obniżać, adaptując się do nadal obniżającej się bieżącej inflacji. Nie wpłynęło to jednak na zatrzymanie rosnącej dynamiki sprzedaży detalicznej, której wzrost w kwietniu 2014 r. wyniósł 2,6% r/r. Oznaczało to najszybszy wzrost obrotów w czeskim handlu detalicznym od 2008 r. W połączeniu ze stale poprawiającymi się nastrojami konsumentów oraz przewidywanym wzrostem wynagrodzeń zapowiada to dalszy wzrost konsumpcji w 2014 r.

Wykres 4.2. Różne miary inflacji w Czechach, w %, r/r



Źródło: CSU, CNB

Jednym z podstawowych celów interwencji walutowych w Czechach było uniknięcie deflacji, która mogłaby zagrozić wzrostowi gospodarczemu i stabilności sektora finansowego. Zdaniem CNB, interwencje pomogły uniknąć tego ryzyka. Co prawda na początku 2014 r. inflacja spadła do 0,2%, jednak wynikało to z wyraźnego spadku cen energii (w styczniu 2014 r. obniżono ceny energii elektrycznej dla gospodarstw do-

mowych o 10%). Jednocześnie wzrosła inflacja netto. Wyraźnie zwiększyły się również ceny importu, co zapowiada ponowny wzrost cen w Czechach. Efekty tego można było zauważyć już w maju br., kiedy to inflacja HICP wzrosła do 0,4%, czyli najwyższego poziomu w 2014 r.

Pomimo interwencji walutowych, inflacja w Czechach, zarówno bieżąca, jak i oczekiwana, nadal pozostała niska. Według prognoz CNB, do końca 2014 r. powinna ona kształtować się poniżej celu inflacyjnego (2%), a w 2015 r. nieznacznie go przekroczyć. Tym samym, Zarząd CNB twierdzi, że interwencje będą kontynuowane w zapowiedzianym wcześniej okresie, a być może okres ten zostanie przedłużony³⁴.

³³ Wynikało to jednak z efektu wysokiej bazy. W IV kw. 2012 r., w odpowiedzi na planowane zmiany w podatkowe (m.in. podatek solidarnościowy dla najlepiej zarabiających), firmy przyspieszyły wypłatę premii rocznych, co spowodowało wyraźny wzrost przeciętnego wynagrodzenia w 2012 r.

³⁴ Podczas posiedzenia 26 czerwca 2014 r. Zarząd CNB zapowiedział stosowanie interwencji walutowych co najmniej do II kw. 2015 r.

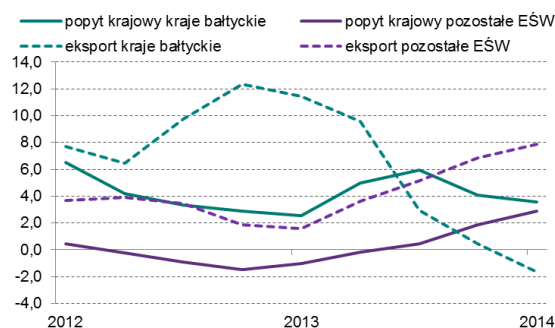
Estonia, Litwa, Łotwa – słabnący eksport spowalnia ożywienie

W latach 2011-2012 tempo wzrostu gospodarczego w Estonii, na Litwie i Łotwie³⁵ było najwyższe nie tylko wśród krajów EŚW, ale także w całej Unii Europejskiej. W 2013 r. i w I kw. 2014 r., w przeciwieństwie do pozostałych gospodarek EŚW, dynamika PKB zaczęła stopniowo spowalniać. W Estonii i na Łotwie można to było zaobserwować od początku ub.r., na Litwie w jego II połowie. O ile na Łotwie i Litwie spadek ten był relatywnie niewielki i oba te kraje nadal rozwijały się w tempie zbliżonym do średniej w regionie (odpowiednio 3,7% i 3,4% r/r w 2013 r. i 2,3% i 3,0% w I kw. 2014 r.), to w przypadku Estonii tempo wzrostu PKB w I kw. 2014 r. spadło do -1,1%, co oznaczało najniższy, poza Cyprem, wynik w całej Unii Europejskiej.

Różnice w kształtowaniu się ścieżki wzrostu wobec pozostałych krajów regionu w ostatnich latach wynikały z odmiennej jego struktury w krajach bałtyckich. Od 2011 r. w Estonii, na Łotwie i Litwie bardzo szybko zaczął wzrastać popyt krajowy, zarówno konsumpcyjny, jak i inwestycyjny, co było w dużej części wynikiem odregulowania silnej recesji, jaka miała miejsce w tych krajach w następstwie globalnego kryzysu finansowego³⁶. Dodatkowo, w latach 2011-2012 można było zaobserwować silny wzrost eksportu. Wynikało to z jednej strony z mniejszej ekspozycji krajów bałtyckich na pogrążoną w tamtym okresie w kryzysie strefę euro, a z drugiej z większych od pozostałych gospodarek EŚW powiązań z rynkami Europy Wschodniej, zwłaszcza z Rosją, które doświadczały wówczas ożywienia gospodarczego. Sytuacja ta zmieniła się w 2013 r. O ile popyt krajowy nadal rósł w stosunkowo

szybkim, jednak powoli wyhamowującym, tempie (zwłaszcza popyt konsumpcyjny, napędzany szybkim wzrostem wynagrodzeń³⁷), to wyraźnie można było zauważyć spowolnienie wzrostu eksportu. W I kw. 2014 r. dynamika eksportu w krajach bałtyckich spadła już poniżej zera.

Wykres 5.1. Tempo wzrostu eksportu i popytu krajowego w krajach bałtyckich i pozostałych krajach EŚW, w %, r/r



Źródło: Eurostat, obliczenia IE NBP

Główna przyczyna spadku dynamiki eksportu w 2013 r. i I kw. 2014 r. była podobna do tej, jaka odpowiadała za wcześniejszy jego dynamiczny wzrost, tj. duża ekspozycja na kraje Europy Wschodniej, w których wzrost gospodarczy już w 2013 r. wyraźnie spowolnił. Udział krajów b. ZSRR w eksporcie Estonii, Litwy i Łotwy był zdecydowanie największy spośród wszystkich krajów UE. W 2013 r. wahał się on od 13,2% w Estonii do 31,2% na Litwie. W 2013 r. eksport na rynki wschodnie spadł w Estonii i na Łotwie, a na Litwie dynamika jego wzrostu znacząco się zmniejszyła. Jednocześnie, zwłaszcza w Estonii,

³⁵ Średnia roczna dynamika PKB w Estonii wyniosła w tym okresie 6,8%, na Łotwie 5,0%, a Litwie 4,8%, podczas gdy dla całego regionu EŚW było to 1,9%.

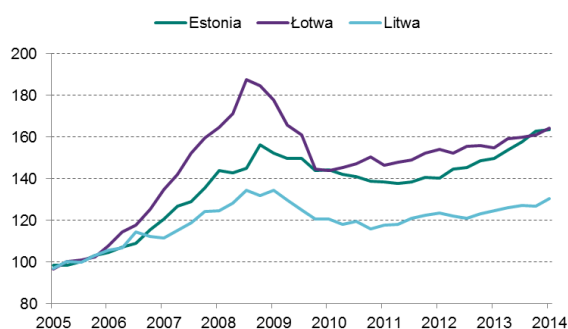
³⁶ W latach 2008-2009 PKB w Estonii zmniejszył się o 20%, na Litwie o 16%, a na Łotwie o 24%, co oznaczało największą skalę jego spadku w Europie.

³⁷ Dynamika nakładów inwestycyjnych wyraźnie zmniejszyła się w Estonii i na Łotwie, na co wpłynęło zakończenie wielu projektów współfinansowanych z funduszy europejskich (m.in. ze środków uzyskanych ze sprzedaży praw do emisji gazów cieplarnianych w Estonii), a na Łotwie także w wyniku wzrastającej niepewności wobec członkostwa w strefie euro.

odczuwalne było zmniejszenie się popytu ze strony krajów skandynawskich, co dodatkowo wpłynęło na osłabienie eksportu. Rosnące potrzeby zakupowe ze strony pozostałych rynków, głównie strefy euro, które napędzały wzrost eksportu w pozostałych gospodarkach EŚW, nie zdołały jednak w pełni zamortyzować osłabienia popytu zagranicznego w krajach bałtyckich.

W pierwszych miesiącach 2014 r. zaobserwowano wprawdzie niewielkie przyspieszenie eksportu Estonii i Łotwy do Rosji i na Ukrainę, jednak oznaczało to jedynie zmniejszenie się skali jego spadków i nie wpłynęło na odwrócenie negatywnych tendencji w handlu zagranicznym. Cały czas obniżały się bowiem obroty handlowe z krajami UE, w tym głównie pomiędzy krajami bałtyckimi. Nie wydaje się, aby wzrost obrotów handlowych z krajami b. ZSRR był trwały, w obliczu kryzysu gospodarczego jaki najprawdopodobniej w coraz większym stopniu będzie dotykał gospodarki Rosji i Ukrainy.

Wykres 5.2. Jednostkowe koszty pracy (ULC) w Estonii, na Litwie i Łotwie, 2005=100



Źródło: Eurostat

Na spowolnienie eksportu w krajach bałtyckich wpłynęło także zauważalne praktycznie już od 2011 r., a wyraźnie zaznaczone od 2013 r., pogorszenie konkurencyjności. W latach 2009-2010 jednostkowe koszty pracy (ULC) wyraźnie obniżyły się, pomimo silnego kryzysu w tych gospo-

darkach. Spadek ten wyniósł 12% w Estonii, 16% na Litwie i 24% na Łotwie. Był on efektem tzw. „wewnętrznej dewaluacji”, polegającej m.in. na zdecydowanej obniżce wynagrodzeń w gospodarce. W kolejnych latach wynagrodzenia zaczęły już jednak rosnąć, a tempo ich wzrostu przyspieszało. W 2013 r. średnia płaca zwiększyła się o ok. 6% na Litwie i Łotwie i prawie o 8% w Estonii. W I kw. 2014 r. wzrost wynagrodzeń w Estonii i na Litwie nieznacznie spowolnił, jednak nadal pozostawał relatywnie wysoki na tle pozostałych krajów EŚW. Przy jednoczesnym zmniejszeniu się tempa wzrostu wydajności pracy, zwłaszcza w Estonii, zaobserwowano wzrost jednostkowych kosztów pracy (ULC).

Wzrost ULC w 2013 r. na Litwie i Łotwie nie był jeszcze tak szybki, jak to miało miejsce przed 2008 r., jednak w Estonii w II połowie 2013 r. poziom ULC przekroczył już szczytową wartość z IV kw. 2008 r. Oczekiwany w 2014 r., a możliwy także w kolejnych latach dalszy spadek popytu ze strony głównych partnerów handlowych, głównie Rosji³⁸ i trwający zastój w inwestycjach, mogą spowodować zatrzymanie wzrostu wydajności pracy w gospodarkach bałtyckich (co jest już widoczne w przypadku Estonii). Jednocześnie, presja na wzrost wynagrodzeń najprawdopodobniej będzie się utrzymywać, co w efekcie może doprowadzić do utraty konkurencyjności cenowej, którą uzyskano kosztem wielu wyrzeczeń w następstwie globalnego kryzysu finansowego.

³⁸ Por. rozdział *Ekspozycja gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej na efekty kryzysu ukraińskiego*.

Rumunia – wysokie tempo wzrostu zasługą czynników jednorazowych

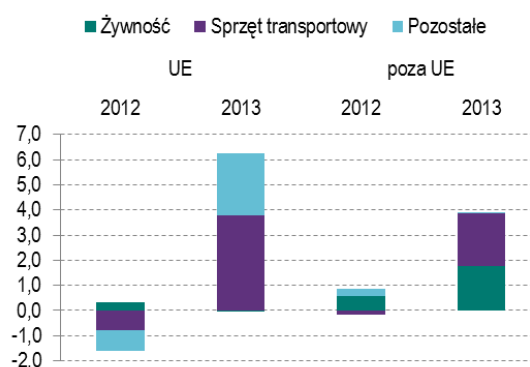
W IV kw. 2013 r. wzrost PKB przekroczył 5% r/r, dzięki czemu Rumunia stała się najszybciej rozwijającą się gospodarką w regionie EŚW, a także w całej UE. W I kw. 2014 r. tempo wzrostu nieco spadło (3,8% r/r), jednak nadal było najwyższe wśród krajów UE-28. Tak wysoki wzrost gospodarczy okazał się zaskoczeniem wobec stagnacji popytu krajowego objawiającego się przede wszystkim słabością wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych i inwestycji, spowodowaną m.in. trwającym procesem delewarowania. Wobec słabości popytu krajowego, co za tym idzie importu, głównym czynnikiem napędzającym wzrost gospodarczy w ub.r. był dynamiczny eksport, którego wzrost sięgał przeciętnie 15% (wobec spadku o prawie 3% w 2012 r.)³⁹.

W 2013 r. silnie wzrósł eksport zarówno do krajów z UE jak i do partnerów handlowych spoza UE. Za wzrostem eksportu do krajów UE stał przede wszystkim silny eksport samochodów, który w 2013 r. wzrósł o prawie 30%. Wzrost popytu na samochody produkowane w Rumunii w dużej mierze odzwierciedlał poprawę sytuacji gospodarczej głównych partnerów handlowych⁴⁰.

Struktura eksportu do krajów spoza UE była nieco inna. Eksport sprzętu transportowego⁴¹ - podobnie jak w przypadku krajów UE odgrywał ważną rolę, jednak na wzrost eksportu decydujący wpływ miała wysoka sprzedaż zbóż. Była ona możliwa dzięki czynnikom jednorazowym tj. wysokiej produkcji zboża dzięki wyjątkowo korzystnym warunkom pogodowym. Wysoką sprzedaż zboża wspomogła w 2013 r. niższa

podaż zboża francuskiego, którego sprzedaż wstrzymano ze względu na niskie ceny na rynkach międzynarodowych.

Wykres 6.1. Udział towarów wg. rynku zbytu w dynamice eksportu ogółem, w pp.



Źródło: Eurostat

Specyficzne warunki popytowe wpłynęły na strukturę wartości dodanej wytworzonej w gospodarce rumuńskiej w 2013 r. Wzrost produkcji żywności oraz warunki sprzyjające jej sprzedaży za granicą spowodowały, że w 2013 r. bardzo silnie rosła wartość dodana w rolnictwie; jej wzrost wyniósł średnio 19% r/r w ub.r. (wobec spadku o średnio 16% w 2012r.) dodając tym samym średnio 1,8 pp. do dynamiki wzrostu wartości dodanej w 2013 r.

Podobnie, wzrost popytu na samochody produkowane w Rumunii w krajach UE (oraz w mniejszym stopniu na statki w krajach spoza UE) stał za wzrostem wartości dodanej w przemyśle. Wyniósł on średnio 7% r/r w 2013 r. (wobec spadku o średnio 1% w 2012 r.), co zwiększyło wzrost wartości dodanej w rumuńskiej gospodarce o 1,9 pp. w 2013 r.

W przeciwieństwie do sektorów przemysłowego i rolniczego, stymulowanych przede wszystkim popytem zewnętrznym, sektor usług zależy

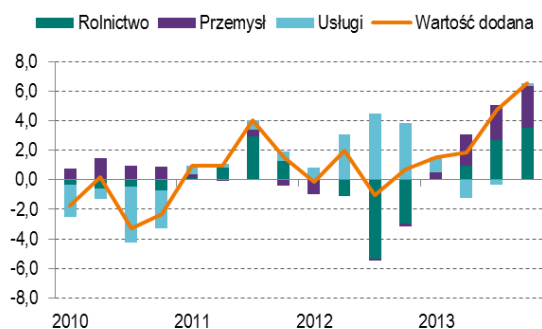
³⁹ Wyjątkiem był jedynie IV kw. ub.r. kiedy zaobserwowano przyspieszenie wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych do prawie 3% r/r (wobec średnio 0,5% r/r w I-III kw. ub.r.)

⁴⁰ Zarówno krajów UE jak i Turcji.

⁴¹ W przypadku eksportu na rynki spoza UE dotyczyło to nie tylko samochodów, ale również statków.

przede wszystkim od popytu krajowego. Wobec jego słabości w ub.r., udział usług w tworzeniu wartości dodanej w rumuńskiej gospodarce był znikomy.

Wykres 6.2. Udział sektorów w wartości dodanej, w pp.



Źródło: Eurostat

Pomimo, że większość prognoz zakłada odbudowę popytu krajowego w 2014 r., to jej skala będzie ograniczona. Zakłada się bowiem, że będzie ona w znacznej mierze bazowała na wydatkach konsumpcyjnych gospodarstw domowych oraz inwestycjach napędzanych oczekiwaną zwiększoną absorpcją funduszy unijnych. Dane z rachunków narodowych za I kw. 2014 r. wskazują jednak jedynie na wzrost spożycia indywidualnego przy jednoczesnym dalszym spadku nakładów inwestycyjnych.

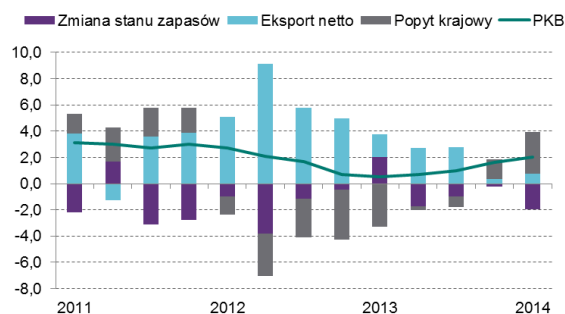
W I kw. 2014 r. spowolnił również eksport. Pomimo, że poprawa sytuacji głównych partnerów handlowych (przede wszystkim z UE) będzie sprzyjała w br. utrzymaniu pozytywnego udziału wymiany handlowej w kształtowaniu wzrostu gospodarczego, to osiągnięcie tempa wzrostu eksportu porównywalnego z ub.r. jest mało prawdopodobne. Kluczowe dla dynamiki eksportu będzie utrzymanie popytu zagranicznego na produkowane w Rumunii samochody. Jednocześnie w br. wygasną jednorazowe efekty, które korzystnie wpłynęły na eksport żywności w ub.r. Oczekuje się, że zbiory w 2014 r. będą niższe niż w 2013 r. oraz że wzrośnie podaż francuskiego zboża na rynkach międzynarodowych, co dodatkowo ograniczy eksport żywności.

Prognozy Komisji Europejskiej zakładają wzrost gospodarczy na poziomie 2,5% w 2014 r. oraz 2,6% w 2015 r., wobec 3,5% w 2013 r. Bilans ryzyk dla wzrostu wydaje się być negatywny. Największymi zagrożeniami są: większy od oczekiwanego wpływ delewarowania na wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych i wydatki inwestycyjne, efekt wysokiej bazy w produkcji rolnej i przemysłowej oraz ewentualny brak dalszej poprawy sytuacji w strefie euro.

Słowacja – oznaki odradzania się popytu krajowego

W trzech pierwszych kwartałach 2013 r. słowacka gospodarka rozwijała się w stosunkowo wolnym tempie. Przeciętna roczna dynamika PKB wyniosła 0,8%, co oznaczało dość wyraźne spowolnienie wobec poprzednich lat. Przyspieszenie tempa wzrostu miało miejsce dopiero w IV kw. 2013 r. i I kw. 2014 r. (do odpowiednio 1,4% i 2,0%) i wynikało przede wszystkim z wyraźnego wzrostu popytu krajowego. Jednocześnie zmniejszył się wkład eksportu netto, głównego motoru napędowego gospodarki Słowacji w poprzednich trzech latach. Może to sygnalizować, że w najbliższych latach struktura wzrostu na Słowacji stanie się bardziej zbilansowana, oparta na dwóch silnych filarach – zarówno popycie zagranicznym, jak i krajowym.

Wykres 7.1. PKB i jego komponenty na Słowacji, w pp., r/r



Źródło: Eurostat

Od 2011 do III kw. 2013 r. wzrost gospodarczy na Słowacji oparty był niemal wyłącznie na popycie zewnętrznym. Eksport netto był jedynym komponentem, który miał dodatni wkład do wzrostu PKB. Podstawą tego zjawiska była stale szybko rosnąca sprzedaż zagraniczna. W latach 2010-2013 wolumen eksportu rósł w przeciętnym tempie ponad 10% rocznie. Wzrost ten oparty był przede wszystkim na zwiększającej się sprzedaży zagranicznej samochodów. W okresie 2009-2013 wartość eksportowanych środków transportu

podwoiła się (podczas gdy eksport pozostałych towarów zwiększył się o 50% w tym okresie) i w 2013 r. stanowiła już ponad ¼ całości słowackiego eksportu.

W IV kw. 2013 r., po blisko dwóch latach spadku, na Słowacji można było zaobserwować dodatni wkład popytu krajowego do wzrostu gospodarczego, który jeszcze zwiększył się w I kw. 2014 r. Wynikał on m.in. ze wzrostu nakładów inwestycyjnych, zwłaszcza w przemyśle przetwórczym (inwestycje w sektorze motoryzacyjnym, które miały na celu zwiększenie mocy produkcyjnych słowackich fabryk w związku z rosnącym popytem na produkowane tam samochody). Popyt pobudzały także prace związane z budową elektrowni atomowej Mochovce i innymi inwestycjami infrastrukturalnymi. Wzrost inwestycji miał miejsce we wszystkich gałęziach gospodarki (jedynie inwestycje mieszkaniowe gospodarstw domowych stale się obniżały), co może wskazywać na stosunkowo trwale odwrócenie się ich negatywnego trendu. Potwierdza to stale rosnący poziom optymizmu przedsiębiorców. Dodatkowo, po wyraźnym spadku w 2012 r. i I połowie 2013 r., od II połowy 2013 r. zaczęła zwiększać się wartość kredytów udzielanych przedsiębiorcom, zwłaszcza kredytów inwestycyjnych.

Równie ważnym czynnikiem wzrostu popytu krajowego w ostatnich kwartałach na Słowacji była konsumpcja prywatna. W latach 2009-2012 miał miejsce jej stały spadek, wywołany trwającą konsolidacją finansów publicznych, a także stagnacją na rynku pracy. W 2013 r. działania konsolidacyjne złagodniały. Z drugiej strony, w 2013 r., a zwłaszcza w II jego połowie można było zauważyć wyhamowanie negatywnych trendów na rynku pracy. Liczba pracujących w gospodarce, po spadku w 2012 r., minimalnie wzrosła (o 0,1%). Stopa bezrobocia, choć nadal wysoka, spadła do 14,0% w okresie styczeń-kwiecień 2014

r., co było najniższym wynikiem od blisko dwóch lat. Oba te czynniki doprowadziły do wyraźnego wzrostu nastrojów konsumentów, a zwłaszcza do poprawy oceny ich przyszłej sytuacji finansowej. W maju 2014 r. poziom optymizmu konsumentów (według wskaźnika Komisji Europejskiej) wzrósł do najwyższego poziomu od połowy 2008 r. Efektem tych zmian był pierwszy od ponad trzech lat, wyraźny wzrost konsumpcji gospodarstw domowych, który w I kw. 2014 r. wyniósł 3,1% r/r.

Wykres 7.2. Konsumpcja prywatna na Słowacji, 2009=100



Źródło: Eurostat

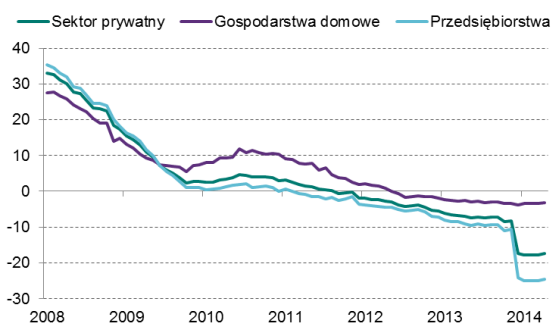
Wydaje się, że wzrost konsumpcji mógłby być jeszcze szybszy, jednak był on hamowany przez niską dynamikę wynagrodzeń. Płace nominalne w sektorze prywatnym nie zmieniły się w trakcie 2013 r., a ich niewielki wzrost w skali całej gospodarki (0,5%) to efekt podwyżek w sektorze publicznym. Niski wzrost nominalnych wynagrodzeń był jednak rekompensowany przez spadek inflacji, która od lutego do kwietnia 2014 r. znajdowała się nawet na poziomie nieznacznie poniżej zera (-0,2% w kwietniu 2014 r. i wzrost do 0,0% w maju 2014 r.).

Wydaje się, że tempo wzrostu gospodarczego na Słowacji w najbliższych latach powinno przyspieszyć, a popyt krajowy może zastąpić popyt zagraniczny jako główny czynnik wzrostu. Oczekuje się zarówno dalszego przyspieszenia wzrostu nakładów inwestycyjnych (aczkolwiek nie oczekuje się już silnego wzrostu inwestycji w sektorze motoryzacyjnym), jak i dalszego ożywienia konsumpcji, wspieranej poprawiającą się sytuacją na rynku pracy, zwłaszcza od II połowy 2014 r., kiedy to oczekiwany jest wzrost wynagrodzeń na Słowacji.

Słowenia – wciąż długa droga do stabilizacji gospodarki

W 2013 r., podobnie jak w 2012 r. PKB Słowenii obniżył się. Skala spadku była jednak mniejsza, na co wpłynęła sytuacja w II połowie 2013 r., a zwłaszcza w IV kw. ub.r., kiedy to PKB w ujęciu kwartalnym zwiększył się o 1,2%. W I kw. 2014 r. PKB w ujęciu kwartalnym obniżył się, jednak jego roczna dynamika pozostała dodatnia (1,5% wobec 1,9% w IV kw. 2013 r.). Wzrost PKB w II połowie 2013 r. to jednak w dużej mierze zasługa popytu zewnętrznego, a także czynników jedno-razowych, m.in. wyższych przychodów z podatków⁴², czy też inwestycji publicznych współfinansowanych ze środków UE. Konsumpcja prywatna i inwestycje prywatnych przedsiębiorstw nadal pozostawały słabe.

Wykres 8.1. Kredyt dla sektora prywatnego, w %, r/r



Źródło: Bank Słowenii

Utrzymująca się słabość popytu krajowego wynikała ze stale obecnego w Słowenii procesu delewarowania sektora prywatnego. Co więcej, pod koniec 2013 r. i na początku 2014 r. skala oddłużania podmiotów prywatnych nawet się zwiększyła. W marcu 2014 r. wartość kredytów dla gospodarstw domowych zmniejszyła się o 3,4%, a dla przedsię-

biorstw o blisko 25%⁴³. Spadek wartości kredytów wynikał z jednej strony z niskiego zainteresowania podmiotów, zwłaszcza silnie zadłużonych przedsiębiorstw, a z drugiej z ich wysokiej ceny (przeciętne oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw było o ok. 2 pp. wyższe niż średnio w strefie euro) i zaostrzonych kryteriów ich przyznawania.

Wydaje się, że w najbliższych latach podaż kredytów nie wzrośnie znacząco, nawet w wyniku podjętych przez rząd Słowenii kroków w celu ratowania stabilności sektora bankowego. W 2013 r. na dokapitalizowanie banków komercyjnych wydatkowano łącznie ok. 10,3% PKB. Jednocześnie utworzony przez państwo tzw. „zły bank” (Spółka ds. Zarządzania Wierzytelnościami Bankowymi, DUTB⁴⁴) odkupił portfel niespłacanych kredytów od dwóch największych słoweńskich banków, przekazując w zamian obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa (2,9% PKB)⁴⁵. W rezultacie poprawiła się struktura portfela słoweńskich banków. Odsetek kredytów zagrożonych zmniejszył się z ponad 17% do 12%. Działania te jednak nie rozwiązały wszystkich problemów słoweńskich banków, dlatego też wsparcie banków ma mieć miejsce także w 2014 r., przy czym jego skala będzie znacząco niższa (dokapitalizowanie ok. 0,9% PKB, emisja obligacji DUTB w wysokości ok.

⁴² W lipcu 2013 r. podstawowa stawka VAT w Słowenii wzrosła z 20% do 22%. Dodatkowo poczyniono kroki w celu zmniejszania szarej strefy i poprawy ściągłości podatków.

⁴³ Tak duża skala spadku wynikała z transferu wartych ok. 3 mld EUR zagrożonych zobowiązań do Bank Asset Management Company (BAMC) w ramach pomocy udzielonej krajowym bankom przez rząd Słowenii.

⁴⁴ Družba za upravljanje terjatev bank d.d. (DUTB). Jednostka klasyfikowana jest w sektorze finansów publicznych.

⁴⁵ 20 grudnia 2013 r. DUTB uzgodnił odkupienie portfela niespłacanych kredytów (głównie przedsiębiorstwa z branży budowlanej i przetwórczej) o łącznej wartości 3,3 mld EUR (brutto) od Nova Ljubljanska banka d.d i Nova Kreditna banka Maribor d.d. przekazując w zamian wyemitowane przez siebie obligacje, gwarantowane przez Skarb Państwa, o wartości ok. 1 mld EUR. Uzyskane korzyści z przekazanych aktywów (spłata przez dłużników, sprzedaż przejętych nieruchomości, sprzedaż udziałów) wpłyną na zmniejszenie długu publicznego w kolejnych latach (wykup obligacji DUTB).

1,5% PKB). Wydaje się, że stabilność sektora bankowego jest wciąż zagrożona. Wysoko zadłużone przedsiębiorstwa w większości nie posiadają programów restrukturyzacji swoich długów, co w przypadku przedłużającej się stagnacji w gospodarce może skutkować ponownym pogorszeniem portfela kredytowego.

Kolejnym czynnikiem negatywnie wpływającym na wzrost gospodarczy w Słowenii był prowadzony w latach 2012-2013 proces konsolidacji finansów publicznych. Pomimo działań dostosowawczych, zarówno deficyt, jak i dług sektora *general government* był w 2013 r. znacząco przekroczył wartości referencyjne. Ponadto były wyższe niż w roku poprzednim (odpowiednio o 10,7 i 17,3 pkt. proc. PKB), co było jednak w dużym stopniu efektem czynników jednorazowych⁴⁶.

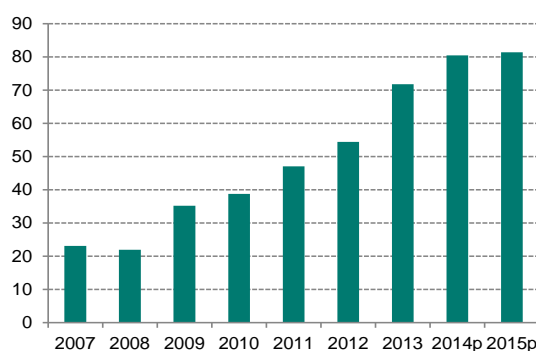
Wydaje się, że w latach 2014-2015 gospodarka Słowenii powinna nieznacznie przyspieszyć, za co odpowiedzialny będzie jednak przede wszystkim popyt zewnętrzny. Popyt krajowy nadal będzie słaby, przede wszystkim w wyniku oczekiwanego dalszego oddłużania gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oraz trwającej konsolidacji fiskalnej, aczkolwiek jej skala będzie już mniejsza niż w poprzednich latach⁴⁷.

Od 2014 r. nie będą waloryzowane limity zwolnień (część z ulg została zniesiona) w PIT. W marcu br. podniesione zostały stawki akcyzy⁴⁸, zlikwidowano ulgi podatkowe dla producentów biopaliw. W latach 2014-2015 utrzymane zostanie zamrożenie funduszu płac w administracji publicznej oraz świadczeń emerytalno-rentowych. Niektóre jednostki sektora finansów publicznych, dysponujące środkami pieniężnymi z lat poprzednich, nie będą otrzymywały dota-

cji budżetowych. Władze zapowiadają ponadto dalsze działania mające na celu zwalczanie szarej strefy, racjonalizację wydatków służby zdrowia i centralizację zamówień publicznych.

Według szacunków KE, podjęte do tej pory działania w Słowenii będą niewystarczające do trwałego ograniczenia nierównowagi fiskalnej poniżej 3% PKB w 2015 r. (3,1% PKB). Czynnikiem ryzyka są ewentualna dalsza pomoc publiczna dla sektora bankowego oraz napięta sytuacja polityczna (przyspieszone wybory parlamentarne w połowie 2013 r.).

Wykres 8.2. Dług publiczny Słowenii, w % PKB



p – wiosenna prognoza KE (kwiecień 2014 r.)

Źródło: Eurostat

Pomimo prognozowanego przez KE ograniczenia deficytu budżetowego do poziomu zbliżonego do 3% PKB, zadłużenie sektora *general government* w Słowenii na koniec 2015 r. ma przekroczyć poziom 80% i będzie najwyższe wśród krajów regionu. Jego przyrost (o ok. 10 pkt. proc. PKB w latach 2014-2015) jest częściowo rezultatem rekordowych emisji obligacji skarbowych w lutym i kwietniu br., przy sprzyjających warunkach rynkowych. Pozwolą one na sfinansowanie potrzeb pożyczkowych Słowenii do końca 2016 r. Prognozy długu publicznego nie uwzględniają przychodów z prywatyzacji – ich skala zależy od powodzenia, zapowiadanej przez słoweńskie władze sprzedaży udziałów w bankach komercyjnych (2014 r.) oraz dużych przedsiębiorstwach państwowych.

⁴⁶ Na wynik budżetowy 2013 r. Słowenii oprócz wsparcia systemu bankowego negatywnie wpłynęły skutki wyroków Trybunału Konstytucyjnego (ok. 0,9% PKB).

⁴⁷ M.in. w wyniku przedłużenia terminu ograniczenia nadmiernego deficytu z 2013 r. na 2015 r.

⁴⁸ Na papierosy o 0,5%, alkohol (z wyjątkiem wina) o 10%. Podwyżki akcyzy dotyczyły również paliw.

Węgry – wzrost popytu inwestycyjnego wspierany przez politykę gospodarczą państwa

W 2013 r. produkt krajowy brutto Węgier zwiększył się w ujęciu realnym o 1,2%, po spadku o 1,7% w 2012 r. Ożywienie koniunktury było widoczne od II kw. ub.r. i w kolejnych kwartałach zaczęło przybierać na sile. W I kw. 2014 r. tempo wzrostu PKB przyspieszyło do 3,2% r/r, osiągając tym samym najwyższy poziom od 2006 r.

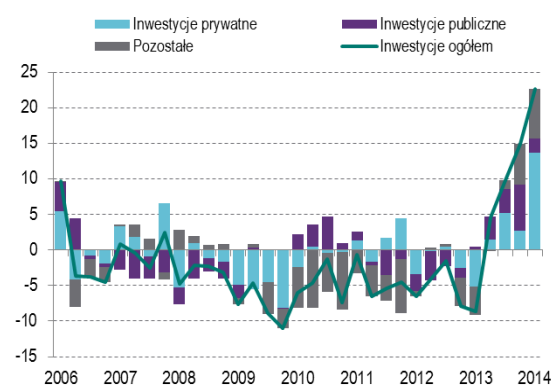
Do poprawy koniunktury przyczyniły się, w głównej mierze: wzrost nakładów inwestycyjnych (zwłaszcza w sektorze publicznym) oraz przyspieszenie dynamiki eksportu (m.in. dzięki zwiększeniu mocy produkcyjnych w sektorze motoryzacyjnym⁴⁹). Natomiast konsumpcja prywatna odegrała mniejszą rolę w dynamizowaniu tempa wzrostu PKB w ub.r., gdyż gospodarstwa domowe tylko nieznacznie zwiększyły swoje wydatki w porównaniu do 2012 r.

Wzrostowi PKB w ub.r. towarzyszyła również zmiana jego struktury, polegająca na zastąpieniu eksportu netto przez popyt wewnętrzny w roli motoru napędzającego koniunkturę. Dotychczasowa słabość popytu wewnętrznego wynikała m.in. z niskiej dynamiki spożycia indywidualnego, którą ograniczały m.in. trwające oddłużanie się gospodarstw domowych, powolny wzrost wynagrodzeń oraz utrzymująca się względnie wysoka inflacja.

Z drugiej strony negatywny wpływ popytu wewnętrznego na tempo wzrostu gospodarki Węgier wiązał się z malejącą od 2006 r. aktywnością inwestycyjną zarówno w sektorze prywatnym, jak i publicznym. Skłonność firm prywatnych do

inwestowania była ograniczana przez wspomniany anemiczny popyt konsumpcyjny, trudny dostęp do kredytu bankowego oraz niesprzyjający klimat biznesowy (m.in. niestabilne regulacje, w tym przepisy podatkowe).

Wykres 9.1. Dynamika nakładów inwestycyjnych wg głównych sektorów gospodarki, w %, r/r



Źródło: KSU, obliczenia własne

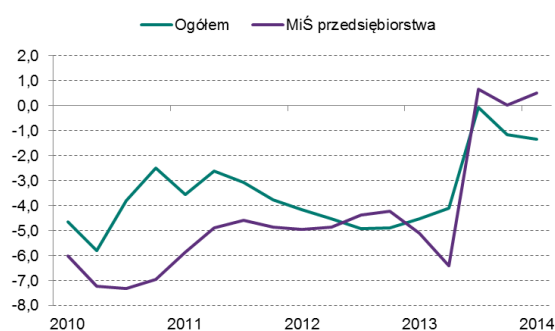
Natomiast w 2013 r. nakłady zwiększyły się o 5,9%, co w dużej mierze było wynikiem rosnących inwestycji publicznych, w tym tych współfinansowanych z funduszy europejskich. Dodatkowo od II poł. ub.r. coraz większą rolę zaczęły odgrywać inwestycje prywatne, których wzrost można powiązać m.in. z wprowadzonym przez bank centralny Węgier programem *Funding for Growth Scheme* (FGS). Jego celem było odblokowanie kanału finansowania bankowego dla małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP)⁵⁰. Według informacji z banków i instytucji kredytowych, program FGS spotkał się z bardzo dużym zainte-

⁴⁹ W połowie 2013 r. węgierski oddział Audi otworzył fabrykę samochodów w Győr, obok istniejącego zakładu wytwarzającego silniki dla spółek wchodzących w skład grupy Volkswagena. Dzięki tej inwestycji będzie możliwa seryjna produkcja nowego modelu A3 Sedan w całości na terenie kraju.

⁵⁰ Sektor MŚP stanowi koło zamachowe węgierskiej gospodarki, gdyż daje zatrudnienie 70% wszystkim pracownikom oraz wytwarza 54% rocznego PKB. Co więcej, firmy z tego sektora częściej niż duże przedsiębiorstwa finansują swą działalność właśnie kredytem bankowym, z uwagi m.in. na niewystarczające środki własne, wysokie koszty emisji obligacji, itd.

resowaniem ze strony przedsiębiorstw (zakontraktowano ponad 90% kwoty przyznanych kredytów). W odpowiedzi na to władze monetarne Węgier nie tylko podwyższyły o połowę pulę dostępnych środków, ale również wydłużyły termin obowiązywania programu⁵¹. Zdaniem banku centralnego, program FGS dobrze spełnił swoją podstawową funkcję, gdyż okazał się skutecznym narzędziem usuwania barier w dostępie do kredytu bankowego dla sektora MŚP⁵².

Wykres 9.2. Kredyt dla sektora przedsiębiorstw niefinansowych, w %, r/r



Źródło: KSH

Nakłady na środki trwałe w sektorze publicznym stopniowo rosły w latach 2012-2013. Miało to miejsce pomimo trwających działań konsolidacyjnych, zmierzających do obniżenia deficytu sektora finansów publicznych poniżej 3% PKB. Wspomniany wzrost stopy inwestycji publicznych wynikał w dużej mierze z realizacji projektów współfinansowanych ze środków z dotychczasowej perspektywy finansowej (2007-2013). Przewiduje się, że w kolejnych latach wydatki sektora rządowego na inwestycje będą nadal napędzały wzrost gospodarczy na Węgrzech,

głównie dzięki wykorzystaniu środków ze „starej” i „nowej” perspektywy (2014-2020)⁵³. Ponadto oczekuje się, że rząd będzie stopniowo ograniczał skalę zacieśnienia fiskalnego, co powinno dodatkowo pozytywnie oddziaływać na wielkość planowanych inwestycji publicznych.

Impuls prorozwojowy w postaci rosnących inwestycji prywatnych będzie zyskiwał na znaczeniu w nadchodzących latach. Będzie to najprawdopodobniej pochodną zwiększonego popytu sektora MŚP na kredyt bankowy w wyniku uruchomionego programu FGS. Natomiast wpływ eksportu netto na dynamikę PKB Węgier w najbliższych latach powinien maleć z uwagi na spodziewane przyspieszenie dynamiki importu towarów przy umiarkowanym wzroście eksportu.

⁵¹ Pierwotnie program opiewał na 500 mld HUF i miał trwać 3 miesiące (czerwiec-sierpień ub.r.), jednak ostatecznie podniesiono limit do 750 mld HUF oraz wydłużono termin składania wniosków kredytowych do końca 2014 r.

⁵² Szczegółowa ocena efektywności programu została zawarta w dokumencie pt. *Analysis of the first phase of the Funding for Growth Scheme*.

⁵³ Zgodnie z obowiązującą regułą n+2, środki unijne z perspektywy 2007-2013 będzie można rozliczać najpóźniej do 2015 r.

Ekspozycja gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej na efekty kryzysu ukraińskiego

Pogarszające się perspektywy gospodarcze Rosji i Ukrainy

Rosja i Ukraina, jeszcze przed wybuchem konfliktu w 2014 r. przeżywały spowolnienie gospodarcze. Po okresie zauważalnego ożywienia w latach 2010-2011 r., w kolejnych dwóch latach dynamika PKB w obu krajach zaczęła słabnąć. W Rosji tempo wzrostu PKB w 2013 r. obniżyło się do 1,3% (wobec 4,3% w 2012 r.). Na Ukrainie skala spowolnienia była jeszcze większa. W latach 2012-2013 gospodarka była praktycznie w stagnacji (tempo wzrostu wyniosło odpowiednio 0,3% i 0,0%), podczas gdy jeszcze w 2011 r. rosła w tempie 5,4%. I kw. 2014 r. przyniósł oczekiwane spowolnienie tempa wzrostu w obu gospodarkach b. ZSRR. W Rosji wzrost PKB spowolnił do 0,9% r/r, a na Ukrainie wystąpiła recesja (spadek PKB o 1,1% r/r).

Jeszcze na początku 2014 r. prognozy wskazywały na możliwość powolnego ożywienia w obu gospodarkach, jednak eskalacja konfliktu, związana z nim reakcja rynków finansowych i wyraźny odpływ kapitału zagranicznego, zwłaszcza z Rosji, spowodowały wyraźną korektę tych prognoz. Konsensus prognoz Bloomberg z czerwca 2014 r. wskazywał na wzrost PKB w Rosji o 0,5%, a na Ukrainie spadek o 5% w 2014 r. Biorąc pod uwagę dużą nieprzewidywalność konfliktu rosyjsko-ukraińskiego, prognozy te obciążone są wciąż dużym ryzykiem.

Wykresy 10.1 i 10.2. Korekty prognoz wzrostu PKB w Rosji i na Ukrainie na lata 2014-2015



Źródło: Bloomberg

Model wzrostu rosyjskiej gospodarki w ostatniej dekadzie opierał się w olbrzymiej części na wydobyciu i sprzedaży surowców energetycznych. W ostatnich latach ich udział w eksporcie zwiększył się do 70%. Dochody z tego tytułu stanowiły także połowę przychodów budżetu federalnego Rosji. Przychody z eksportu surowców, przeznaczane na inwestycje publiczne i wysoki wzrost wynagrodzeń, maskowały problemy strukturalne rosyjskiej gospodarki, które zaczęły się ujawniać w ostatnich latach. Zaliczyć do nich można m.in. niską konkurencyjność przemysłu przetwórczego, słabą aktywność sektora prywatnego wynikającą z nadmiernych regulacji i obciążeń podatkowych, niedopasowa-

nia na rynku pracy, czy też powszechną korupcję. W 2013 r. gospodarka rosyjska zaczęła spowalniać. Inwestycje publiczne związane z Igrzyskami Olimpijskimi w Soczi oraz inwestycje w sektorze energetycznym zakończyły się, a inwestycje prywatne nie zdołały ich zastąpić, m.in. w wyniku stale pogarszających się nastrojów producentów. Dodatkowo tempo wzrostu PKB, pomimo zmniejszających się nakładów inwestycyjnych, rosyjska gospodarka zawdzięczała w tamtym okresie stale dobrej koniunkturze na rynku surowców, która wspierała wzrost eksportu. Konsumpcja prywatna również rosła, aczkolwiek jej wzrost spowalniał w wyniku słabnącej dynamiki wynagrodzeń i ograniczeń na rynku kredytowym. W I kw. 2014 dynamika PKB w Rosji ponownie się obniżyła, do czego przyczynił się w największym stopniu dalszy spadek nakładów inwestycyjnych. Konflikt z Ukrainą spowodował ucieczkę inwestorów zagranicznych z Rosji. Przełożyło się to na silną deprecjację rubla oraz wzrost inflacji, co skłoniło Bank Centralny Rosji do wyraźnego zacieśnienia polityki pieniężnej. Słabnące nastroje przedsiębiorców, restrykcyjna polityka pieniężna, wzrost inflacji przy jednoczesnym spadku dynamiki wynagrodzeń, a także możliwe nałożenie sankcji na rosyjską gospodarkę wydają się być głównymi problemami, z jakimi rosyjska gospodarka zmierzy się w najbliższych latach, a ich efekty najprawdopodobniej przełożą się na dalsze, wyraźne osłabienie tempa wzrostu już w 2014 r.

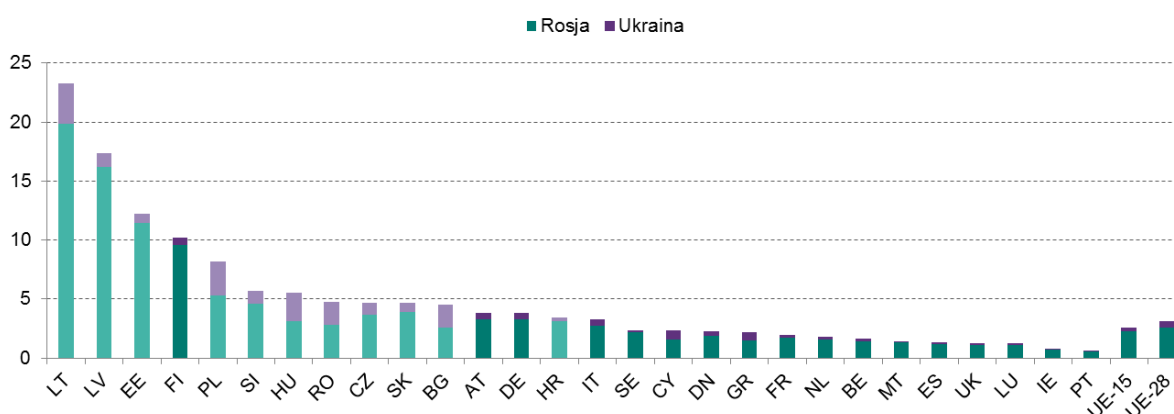
Polityka gospodarcza Ukrainy w ostatnich latach opierała się na luźnej polityce fiskalnej (m.in. finansowanie z budżetu centralnego strat firm sektora energetycznego, wysokie podwyżki płac dla pracowników sektora publicznego), a także na zapobieganiu deprecjacji waluty krajowej. *De facto* usztywnienie kursy hrywny doprowadziło do spadku konkurencyjności, co przełożyło się na stopniowe zmniejszanie się eksportu i produkcji. W połączeniu, czynniki te doprowadziły do powstania dużego podwójnego deficytu (na rachunku obrotów bieżących i finansów publicznych), co z kolei wpłynęło na wyraźne spowolnienie w gospodarce już w latach 2012-2013 i zwiększyło wrażliwość Ukrainy na wewnętrzne i zewnętrzne szoki gospodarcze. Konflikt z Rosją spowodował, że kryzys na Ukrainie jeszcze się pogłębił. Już w I kw. br. dało się zauważyć jego efekty. PKB spadł o 1,1% r/r, a produkcja przemysłowa zmniejszyła się w tym okresie o ponad 5%. Jednocześnie spowolnieniu w gospodarce towarzyszyła silna deprecjacja hrywny, która doprowadziła do szybkiego wzrostu inflacji (od stycznia do maja 2014 r. inflacja wzrosła z 0,5% do 10,9%), głównie w wyniku wzrostu cen towarów importowanych (żywność i paliwa), ale także podwyżek cen gazu dla gospodarstw domowych. Kryzys ukraiński wpływa zatem nie tylko na ograniczenie popytu zewnętrznego Ukrainy (spadek popytu ze strony Rosji, najważniejszego partnera handlowego i odbiorcy połowy produkcji ukraińskiego przemysłu), ale także poprzez wzrost cen hamuje wzrost popytu krajowego. Dodatkowymi czynnikami, które w najbliższych latach będą spowalniać wzrost gospodarczy na Ukrainie są, podobnie jak w Rosji, wyraźne zacieśnienie polityki pieniężnej, a także działania mające na celu przywrócenie równowagi makroekonomicznej wprowadzone w związku z udzieleniem pomocy finansowej przez MFW⁵⁴.

⁵⁴ 30 kwietnia 2014 r. MFW zdecydował o przyznaniu Ukrainie pożyczki w wysokości 17,01 mld USD. Pierwsza transza (3,19 mld) została wypłacona niezwłocznie po podjęciu decyzji, natomiast kolejne dwie w dwumiesięcznych odstępach poprzedzonych oceną spełnienia kryteriów wymaganych przez MFW. Władze Ukrainy przygotowały program naprawczy, w skład którego wchodzi: utrzymanie płynnego kursu hrywny w celu odzyskania konkurencyjności (wprowadzenie bezpośredniego celu inflacyjnego w 2015 r.), stabilizacja systemu finansowego, stopniowa redukcja deficytu sektora finansów publicznych (do 3%

Powiązania handlowe krajów Europy Środkowo-Wschodniej z Rosją i Ukrainą

Rosja i Ukraina należą do najważniejszych partnerów handlowych krajów Europy Środkowej i Wschodniej, a ich znaczenie w wymianie zagranicznej EŚW jest wyraźnie większe niż w krajach Europy Zachodniej (poza Finlandią). W skali całego regionu w 2013 r. eksport do Rosji stanowił 5,1%, a na Ukrainę 1,9% i był ponad dwukrotnie wyższy niż w krajach UE-15. Relatywnie silne powiązania handlowe z tymi krajami wynikały zarówno z bliskości geograficznej, jak i powiązań historycznych obu grup gospodarek. Z tego też powodu, największy udział Rosji i Ukrainy (zwłaszcza Rosji) w całości eksportu można było zaobserwować w krajach bałtyckich. W 2013 r. wynosił on 12,2% w Estonii, 17,4% na Łotwie i 24,3% na Litwie. Jednak ok. 90% wartości eksportu przypadało na Rosję, a sprzedaż na rynek ukraiński była relatywnie niewielka⁵⁵. W większości pozostałych krajów EŚW ekspozycja na rynki obu ww. krajów, a przede wszystkim Rosji, była zdecydowanie mniejsza. W Bułgarii, Chorwacji, Czechach, Rumunii i na Słowacji nie przekraczała ona łącznie 5% całości eksportu.

Wykres 10.3. Udział Rosji i Ukrainy w eksporcie w 2013 r., w % całości eksportu



Źródło: Eurostat

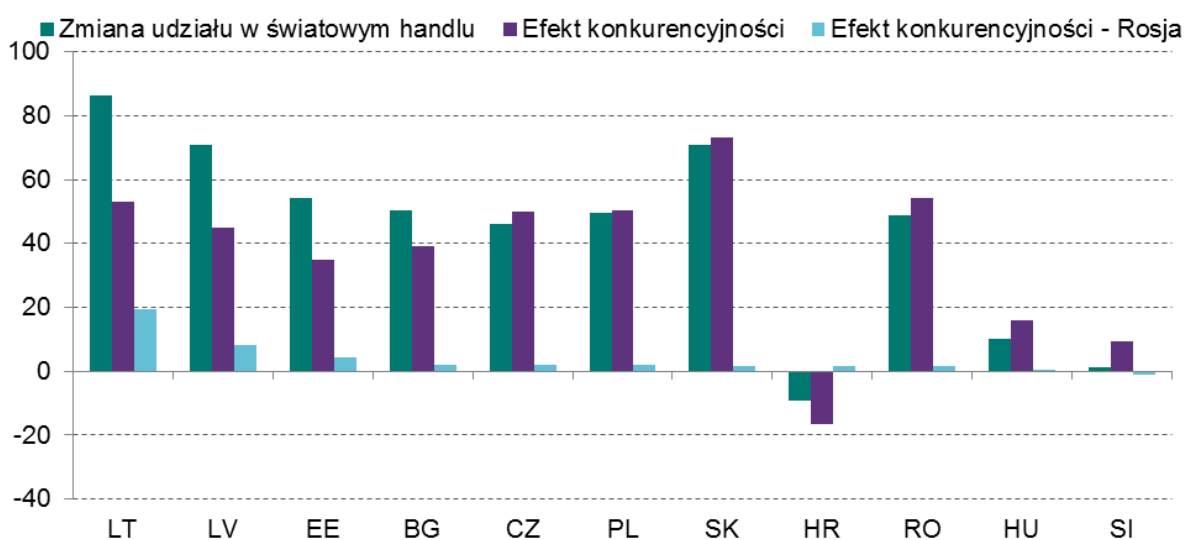
Kraje b. ZSRR, w tym przede wszystkim Rosja i Ukraina, należały do rynków, na których eksporterzy z krajów EŚW sukcesywnie zwiększali swoją obecność. Eksport na te rynki wzrastał szybciej, niż w przypadku eksportu do pozostałych krajów, zwłaszcza krajów rozwiniętych Europy Zachodniej. Zaważalne było to poprzez zwiększający się udział krajów b. ZSRR w eksporcie krajów EŚW. W 2000 r. wynosił on zaledwie 4,3%, z czego 3,3% przypadało łącznie na Rosję i Ukrainę. W 2013 r. udział krajów b. ZSRR był już prawie dwukrotnie wyższy.

PKB w 2016 r.), eliminacja strat sektora energetycznego (m.in. poprzez podwyżki cen energii dla gospodarstw domowych) przy zastosowaniu jednoczesnej ochrony socjalnej dla najbiedniejszych konsumentów oraz zerwanie ze złymi praktykami poprzednich rządów (eliminacja korupcji, zwiększenie przejrzystości procedur administracyjnych, poprawa warunków prowadzenia działalności gospodarczej).

⁵⁵ Ukraina była relatywnie ważnym partnerem handlowym dla Polski i Węgier, jednak nawet w tych krajach nie należała ona do kluczowych odbiorców eksportu. Odpowiednio 2,8% oraz 2,4% całości eksportu Polski i Węgier przypadało na Ukrainę.

Na podobne wnioski wskazują analizy *Constant Market Share*⁵⁶ dla krajów EŚW. Wskazują one, że wzrost udziału gospodarek EŚW w światowym handlu w latach 2005-2013 był w znacznej mierze spowodowany przez czynniki związane z konkurencyjnością zewnętrzną, a uwarunkowania strukturalne eksportu tych krajów okazały się drugorzędne. Efekt konkurencyjności, kwantyfikujący zarówno konkurencyjność cenową jak i pozacenową, może zostać zdekomponowany na poszczególne rynki geograficzne lub produktowe. Okazuje się, że większość gospodarek EŚW (poza Słowenią) zwiększyła swój udział w światowym handlu dzięki wzrostowi konkurencyjności na rynku rosyjskim. Krajami, które relatywnie najwięcej zyskały z tego tytułu były Litwa i Łotwa. Pozwala to stwierdzić, że rynek rosyjski jest kluczowym kierunkiem dla eksportu dóbr tych krajów i relatywnie ważniejszym niż w przypadku innych krajów EŚW.

Wykres 10.4. Zmiany udziału w handlu światowym i ich wybrane składowe w krajach EŚW, w pp.



Źródło: obliczenia IE NBP

Wrażliwość na zmiany popytu ze strony Rosji i Ukrainy

Wrażliwość gospodarek EŚW na zmiany popytu ze strony Rosji i Ukrainy można porównać pokazując różnice w elastyczności popytowej eksportu do tych krajów⁵⁷. Dodatkowo, uwzględniając otwartość poszczególnych gospodarek regionu (udział eksportu towarów w PKB), a także wspomniany powyżej

⁵⁶ Analiza *Constant Market Share* została przeprowadzona na zdezagregowanych danych handlowych z wykluczeniem grup towarowych zawierających surowce oraz dobra niesklasyfikowane.

⁵⁷ Przedstawione krótkookresowe elastyczności popytowe eksportu zostały uzyskane za pomocą podejścia kointegracyjnego. W pierwszym okresie oszacowano elastyczności długookresowe. Ze względu na małą liczebność próby i niestacjonarność zmiennych wykorzystana została zmodyfikowana metoda najmniejszych kwadratów. Następnie, wykorzystując składnik korekty błędem oszacowano krótkookresowe elastyczności. W celu zmniejszenia obciążenia oszacowań wynikającego z problemu pominiętych zmiennych w specyfikacji został uwzględniony czynnik cenowy, tzw. relatywne ceny łączące informację o bilateralnym kursie walutowym jak i różnicach pomiędzy cenami.

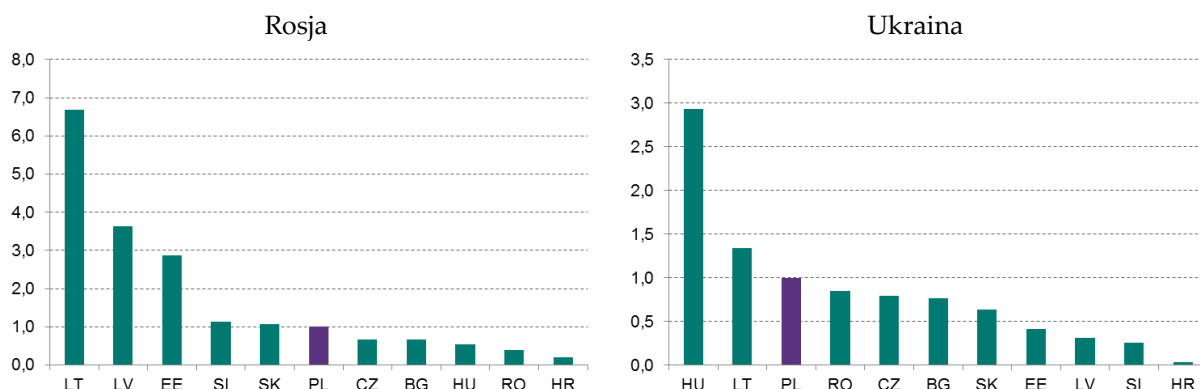
udział Rosji i Ukrainy w eksporcie można ocenić potencjalny wpływ osłabienia wzrostu w Rosji i na Ukrainie na zmiany PKB w krajach regionu.

Analizując elastyczności popytowe w przypadku eksportu do Rosji, można zauważyć, że w większości gospodarek regionu ich wartości są zbliżone i nie odbiegają znacząco od elastyczności w Polsce (przyjętej jako benchmark). Jedynie w Czechach, Chorwacji i na Węgrzech eksport do Rosji reagował w ostatnich latach wyraźnie słabiej na zmiany PKB w tym kraju, tzn. elastyczność popytowa eksportu była o ponad 1/3 niższa niż w Polsce. W przypadku Ukrainy wyniki były bardziej zróżnicowane. Wrażliwość eksportu Węgier, Czech i Rumunii na zmiany popytu ze strony Ukrainy była ponad dwukrotnie wyższa niż ta obserwowana na Litwie, Łotwie czy w Słowenii.

Wykresy 10.5 i 10.6. Elastyczności popytowe eksportu krajów EŚW, Polska=1



Wykresy 10.7 i 10.8. Wpływ zmiany popytu z Rosji i Ukrainy na PKB krajów EŚW, Polska=1



Źródło: obliczenia IE NBP

Dużo większe zróżnicowanie wyników można zauważyć, jeżeli na elastyczności popytowe nałoży się ekspozycję eksportową poszczególnych gospodarek na Rosję i Ukrainę (udział eksportu do tych gospodarek w PKB). Warto jednak zauważyć, że grupa krajów, które najsilniej reagują na zmiany popytu rosyjskiego, zdecydowanie różni się od tej, która wykazuje największą wrażliwość na zmiany popytu na Ukrainie. We wszystkich gospodarkach EŚW, reakcje na zmiany popytu rosyjskiego są wyższe (średnio niemal czterokrotnie) niż reakcje na analogiczne zmiany popytu ukraińskiego.

W przypadku Rosji, zdecydowanie największą wrażliwością charakteryzują się gospodarki bałtyckie. Na Litwie efekt ten jest niemal siedmiokrotnie, na Łotwie 3,5-krotnie, a w Estonii prawie trzykrotnie większy niż w Polsce. Z kolei stosunkowo niewielką wrażliwością na zmiany popytu rosyjskiego cechują się Chorwacja, Rumunia i Węgry. Reakcja gospodarki Chorwacji na spadek popytu ze strony Rosji jest pięciokrotnie mniejsza niż w Polsce i ponad trzydziestokrotnie mniejsza niż na Litwie. W przypadku zmian popytu ze strony Ukrainy, najsilniejszy wpływ miałby on na gospodarkę Węgier (trzykrotnie więcej niż w przypadku Polski), podczas gdy w Chorwacji, na Słowenii, a nawet w Estonii i na Łotwie, efekt ten byłby kilkukrotnie mniejszy niż w Polsce.

Strukturalne zmiany w eksporcie krajów EŚW do Rosji

Od przystąpienia do Unii Europejskiej obserwowany był znaczący wzrost eksportu krajów Europy Środkowej i Wschodniej do Rosji. W 2013 r. wartość eksportu krajów EŚW do Rosji była ponad siedmiokrotnie wyższa niż w 2003 r. (a więc bezpośrednio przed akcesją tych krajów do UE). W latach 2004-2008 wartość eksportu na rynek rosyjski (wyrażona w EUR) zwiększała się średniorocznie o blisko 40% i w efekcie kraj ten ponownie stał się jednym z najważniejszych rynków eksportowych dla przedsiębiorstw z EŚW.

Na wysoką dynamikę eksportu do Rosji złożył się nie tylko szybki wzrost popytu w tym kraju, ale przede wszystkim strategia realizowana przez korporacje międzynarodowe. Korporacje za pośrednictwem filii zlokalizowanych w Europie Środkowej i Wschodniej prowadziły ekspansję eksportową na rynek rosyjski, wykorzystując przede wszystkim niższe koszty produkcji w krajach regionu. Miało to na celu dostosowanie i rozszerzenie oferty produktowej na rynek rosyjski uwzględniając jednocześnie niższą siłę nabywczą Rosjan. W wyniku tego procesu nastąpiła zasadnicza zmiana w strukturze towarowej eksportu EŚW w kierunku zwiększenia udziału produktów związanych z międzynarodowymi sieciami produkcji (*global value chains* – GVC)⁵⁸.

Wzrost popytu importowego w Rosji należał w latach 2004-2013 do najszybciej rosnących na świecie⁵⁹. W tym okresie wartość importu (wyrażona w EUR) rosła średnio o 16,8% rocznie, a więc szybciej niż np. w Chinach i Brazylii (spośród największych importerów, nieco wyższą dynamikę importu w latach 2004-2013 odnotowały tylko Indie). Udział Rosji w światowym imporcie zwiększył się w tym czasie niemal dwukrotnie (z 1,0% do 1,8%). Rzeczywiste znaczenie rynku rosyjskiego jest jeszcze większe jeżeli uwzględnimy wielkość zagranicznej wartości dodanej wykorzystywanej w popycie finalnym. Dane OECD/WTO o wartości dodanej w handlu międzynarodowym (*Trade in Value Added – TiVA*) wskazują, że bezpośrednio przed globalnym kryzysem (w 2008 r.) na Rosję przypadało 2,5% światowego importu wartości dodanej (a więc więcej niż w Indiach i Brazylii). Ponadto Rosję charakteryzuje wysoki udział zagranicznej wartości dodanej w popycie krajowym w porównaniu z innymi największymi rozwijającymi się gospodarkami. Według danych OECD zagraniczna wartość dodana

⁵⁸ Według klasyfikacji BEC dobra inwestycyjne, dobra konsumpcyjne trwałego użytku, samochody osobowe oraz części i akcesoria.

⁵⁹ Pomimo silnego załamania w 2009 r., kiedy wartość rosyjskiego importu obniżyła się o ponad 30%, a więc także najwięcej spośród największych światowych importerów.

stanowiła w 2009 r. 25% popytu finalnego w Rosji, a więc podobnie jak w Indiach (26%) i wyraźnie powyżej poziomów obserwowanych w Brazylii (13%) i Chinach (17%).

Znaczenie rynku rosyjskiego jest znacznie większe w przypadku dóbr gotowych. Według szacunków *Research Institute of Economy, Trade and Industry* w 2012 r. na Rosję przypadało 3,4% światowego importu dóbr inwestycyjnych (Rosja była 8. największym importerem dóbr inwestycyjnych na świecie) i 3,1% importu dóbr konsumpcyjnych (10. miejsce pod względem wartości dóbr konsumpcyjnych). Rosja charakteryzowała się najwyższą dynamiką importu dóbr inwestycyjnych spośród największych importerów (w latach 2004-2012 import dóbr inwestycyjnych rósł średnio o 22,3% rocznie). Wysoki popyt na dobra gotowe spowodował, że rynek rosyjski stał się jednym z głównych celów korporacji międzynarodowych. Przedsiębiorstwa europejskie, które z trudnościami wchodziły na rynki pozostałych szybko rozwijających się gospodarek (zarówno w wyniku silnej konkurencji przedsiębiorstw japońskich i amerykańskich, jak i wysokiego poziomu ochrony rynków), realizowały wzrost stopnia penetracji rynku rosyjskiego, w oparciu o bliskość geograficzną, jak i tradycyjne związki ekonomiczne.

Szczególną rolę w tych działaniach odgrywały (i nadal odgrywają) kraje EŚW, dla których Rosja należy do najważniejszych partnerów w eksporcie. W latach 2004-2013 udział Rosji w eksporcie EŚW zwiększył się z 2,5% do 5,1%. Tak więc udział Rosji w eksporcie EŚW jest znacząco wyższy w porównaniu zarówno z eksportem UE-15, jak i ogólnym udziałem Rosji w światowym imporcie. Świadczy to o wysokim stopniu specjalizacji eksporterów dużej części krajów regionu w rynku rosyjskim. Przewagi komparatywne (bliskość geograficzna, a także relatywnie niższe koszty pracy w porównaniu z Europą Zachodnią – co ma szczególnie duże znaczenie na rynku rosyjskim) przyciągały inwestorów zagranicznych do EŚW.

Wydaje się, że przynajmniej część przedsiębiorstw z sektora przetwórstwa przemysłowego, które kierowały dotychczas swoje inwestycje do krajów EŚW⁶⁰, miała na celu ekspansję eksportową na rynek rosyjski, a także rynki pozostałych krajów b. ZSRR⁶¹. Świadczy o tym znaczne zwiększenie się udziału Rosji w eksporcie EŚW już po przystąpieniu do Unii Europejskiej, a także wzrost roli regionu w eksporcie Unii na rynek rosyjski⁶².

Główną rolę w dynamizowaniu eksportu krajów EŚW do Rosji odgrywały, jak już wspomniano produkty związane z międzynarodowymi sieciami produkcji⁶³. W tych kategoriach wartość eksportu rosła w latach 2004-2013 (wyłączając rok 2009) średnio o 32% rocznie. Tak silny efekt kreacji eksportu

⁶⁰ Wpływ na wielkość inwestycji w krajach EŚW mogły mieć także utrzymujące się bariery dla inwestycji zagranicznych w Rosji.

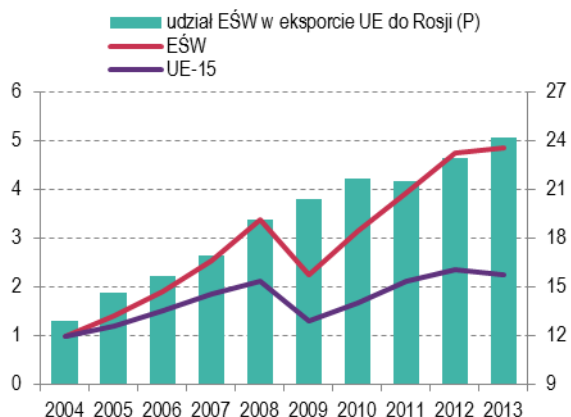
⁶¹ Zainteresowanie delokalizacją produkcji z krajów Europy Zachodniej do EŚW rosło wraz z postępującym procesem integracji regionu z Unią Europejską. Rola korporacji międzynarodowych w handlu regionu systematycznie zwiększała się od połowy lat 90. ubiegłego wieku. Jednak skala tego zjawiska znacząco się zwiększyła w wyniku przystąpienia krajów EŚW do Unii.

⁶² W 2011 r. na kraje Europy Środkowej i Wschodniej przypadało 24,5% eksportu całej Unii Europejskiej do Rosji (podczas gdy w 2003 r., a więc bezpośrednio przed akcesją większości EŚW do Unii przypadało na nie 10,8%).

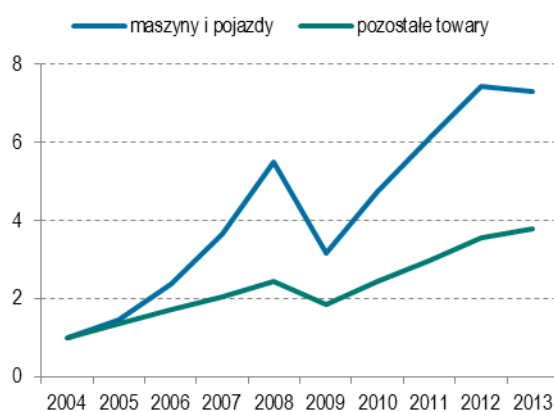
⁶³ Udział przedsiębiorstw zagranicznych w eksporcie EŚW znacznie wykracza poza handel realizowany w ramach międzynarodowych sieci produkcji (koncentrujących się na wyrobach klasyfikowanych jako maszyny i sprzęt transportowy). W dużej mierze wynikiem inwestycji zagranicznych w regionie jest eksport leków, a także galanterii papierowej.

w tej grupie związany był ze strategią korporacji międzynarodowych, które w wyniku delokalizacji części procesów produkcyjnych uczyniły ze swoich filii znajdujących się w krajach Europy Środkowej i Wschodniej platformę eksportu do Rosji.

Wykresy 10.9. Dynamika eksportu EŚW i UE-15 do Rosji w latach 2004-2013, rok 2004=1; w cenach bieżących w EUR



Wykresy 10.10. Dynamika eksportu krajów EŚW do Rosji w latach 2004-2013, rok 2004=1; w cenach bieżących w EUR



Źródło: Eurostat, obliczenia IE NBP

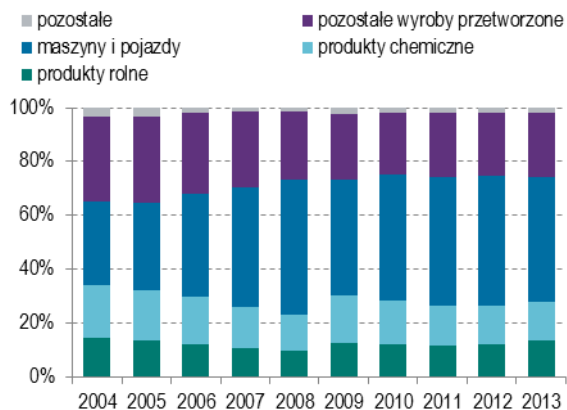
Największe przyspieszenie eksportu z nowych krajów członkowskich do Rosji, wg głównych kategorii ekonomicznych, nastąpiło w przypadku dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku oraz części środków transportu (a więc tych kategorii produktów, które w większości klasyfikowane są jako maszyny i sprzęt transportowy). W obu przypadkach znacząco wzrósł udział krajów Europy Środkowej i Wschodniej w eksporcie UE – w przypadku dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku eksport EŚW stanowił w 2008 r. 31% (wobec 6% w 2003 r.), a w przypadku części do środków transportu – 32% (14%) eksportu UE do Rosji.

Pod wpływem obecności korporacji międzynarodowych w latach 2004-2013 znacząco zmienił się model eksportu krajów EŚW do Rosji. O ile jeszcze na początku XXI w. w eksporcie do Rosji dominowały dobra o stosunkowo niskim stopniu przetworzenia (praco- i surowcochłonne), to obecnie jego większość stanowią dobra charakteryzujące się wysoką intensywnością handlu w ramach międzynarodowych sieci produkcji. Znalazło to odzwierciedlenie w zmianach struktury towarowej (wg grup SITC) w kierunku znaczącego wzrostu udziału produktów klasyfikowanych jako maszyny i sprzęt transportowy. Podczas gdy w 2004 r. obejmowały one około 30% wartości eksportu do Rosji, to w 2013 r. ich udział wyniósł blisko 50%. Zmiana ta była wynikiem wzrostu eksportu zarówno dóbr finalnych (dóbr inwestycyjnych, dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku oraz pojazdów), jak i części.

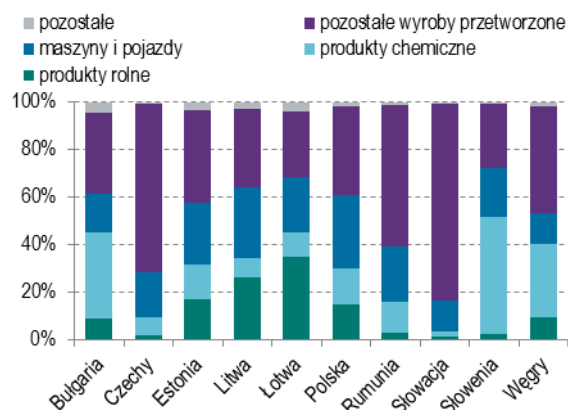
Pomimo dużego podobieństwa struktury eksportu EŚW do eksportu UE-15 na rynek rosyjski, średnie ceny jednostkowe (*unit value*) produktów pochodzących z EŚW pozostają wyraźnie niższe niż pro-

duktów z krajów starej Unii. Można zatem powiedzieć, że kraje EŚW stały się producentami i dostawcami do Rosji tańszych odmian produktów międzynarodowych marek.

Wykresy 10.11. Zmiany struktury towarowej eksportu EŚW do Rosji w latach 2004-2013



Wykresy 10.12. Struktura towarowa eksportu krajów EŚW do Rosji w 2013 r.



Źródło: Eurostat, obliczenia IE NBP

Przed przystąpieniem do UE ceny jednostkowe w eksporcie do Rosji (opartym na kategoriach obejmujących towary o stosunkowo niskim stopniu przetworzenia) stanowiły w krajach EŚW zaledwie 36% cen jednostkowych w eksporcie UE-15. Jednak wówczas wynikało to przede wszystkim z istotnych różnic w strukturze produktowej eksportu (w eksporcie krajów UE-15 także na początku poprzedniej dekady dominowały produkty wysoko przetworzone). Duże przekształcenia struktury towarowej spowodowały, że wartość jednostkowa w eksporcie do Rosji wzrosła w latach 2004-2013 przeszło 2-krotnie. W efekcie zmniejszyła się nieco dysproporcja między cenami jednostkowymi w eksporcie EŚW i UE-15 do Rosji. W 2013 r. poziom cen jednostkowych w eksporcie EŚW do Rosji stanowił 58% poziomu cen produktów eksportowanych na ten rynek przez kraje UE-15. Ceny jednostkowe produktów sprzedawanych na rynku rosyjskim z krajów EŚW są niższe w porównaniu z produktami z UE-15, przede wszystkim w kategoriach związanych z handlem w ramach *global value chains*. Natomiast w pozostałych kategoriach generalnie dysproporcja między cenami produktów pochodzących z EŚW i UE-15 jest wyraźnie mniejsza. W latach 2011-2013 dysproporcja między cenami eksportu w krajach EŚW a UE-15 ponownie się zwiększyła.

Model eksportu do Rosji jest bardzo zróżnicowany w poszczególnych krajach Europy Środkowej i Wschodniej. W części krajów w eksporcie dóbr gotowych dominują produkty związane głównie z obecnością korporacji międzynarodowych (kategorie o wysokiej intensywności handlu w ramach *global value chains*). Największy udział tych kategorii charakteryzuje eksport Słowacji (89% wartości eksportu dóbr finalnych w 2013 r.) i Czech (83%).

Mniejszy udział nie tylko produktów klasyfikowanych jako maszyny i sprzęt transportowy (SITC 7), ale także pozostałych produktów przetworzonych (SITC 5-8), charakteryzuje eksport do Rosji krajów bałtyckich oraz Polski, a więc krajów położonych w bezpośrednim sąsiedztwie rynku rosyjskiego. W

eksportcie tych krajów mniejszą rolę stanowią kategorie związane z międzynarodowymi sieciami produkcji (tak, jak ma to miejsce na przykład na Słowacji i w Czechach). Wydaje się, że w krajach tych duże znaczenie w eksporcie do Rosji ma sektor małych i średnich eksporterów, dla których jedną z ważniejszych determinant działalności pozostaje relatywnie niewielka odległość rynków sprzedaży (dla tych eksporterów rynek rosyjski ma znaczenie rynku lokalnego).

W ostatnich latach znacząco zmieniała się struktura towarowa eksportu z Polski. W latach 2004-2013 udział kategorii związanych z GVC w eksporcie do Rosji podwoił się, jednak w dalszym ciągu nie przekroczyły one 50% wartości sprzedaży na rynek rosyjski. W Polsce większą rolę w eksporcie niż w pozostałych krajach EŚW odgrywają małe i średnie przedsiębiorstwa. Z drugiej strony mniejszy wpływ przedsiębiorstw zagranicznych powodował, że dynamika polskiego eksportu do Rosji była niższa w porównaniu na przykład ze Słowacją i Czechami.

Dane OECD i WTO o wartości dodanej w handlu międzynarodowym (*Trade in Value Added*) wskazują, że faktyczny (a więc mierzony wartością dodaną) udział Rosji w eksporcie EŚW jest większy niż wynikałoby to z oficjalnych statystyk. Różnica ta zwiększała się wraz z rosnącym wpływem korporacji międzynarodowych na handel krajów EŚW. O ile jeszcze w połowie lat dziewięćdziesiątych znaczenie Rosji w eksporcie wartości dodanej i w eksporcie brutto było bardzo zbliżone, to w kolejnych latach różnica ta zwiększała się. W 2008 r. na Rosję przypadało 5,0% eksportu wartości dodanej i 4,6% eksportu brutto. Oznacza to, że duża część eksportu EŚW trafia na rynek rosyjski za pośrednictwem innych krajów, przy jednocześnie niższym udziale zagranicznej wartości dodanej. Największe różnice obserwowane są w eksporcie Węgier, Czech i Polski.

Taka sytuacja może powodować, że spadek popytu w Rosji obok skutków bezpośrednich, może mieć także niekorzystny wpływ na dynamikę sprzedaży dóbr (i usług) pośrednich w eksporcie do pozostałych najważniejszych partnerów handlowych, w tym przede wszystkim Niemiec oraz krajów Europy Środkowej i Wschodniej, których przedsiębiorstwa zorganizowane są w regionalne sieci podaży. Skala tego zjawiska może być tym większa, że Rosja jest dla Niemiec jednym z najważniejszych rynków eksportowych dóbr gotowych trwałego użytku (piątym po USA, Francji, Chinach i Wielkiej Brytanii), a więc tych kategorii produktów, gdzie szczególnie duży udział w eksporcie mają międzynarodowe sieci podaży.

Natomiast przykładem kraju, gdzie rzeczywisty udział Rosji (tzn. według wartości dodanej) jest wyraźnie niższy niż wskazują na to oficjalne statystyki handlowe jest Słowacja. Prawdopodobnie dużą część słowackiego eksportu do Rosji stanowią dobra i usługi pośrednie wytworzone w Niemczech, Czechach i Polsce (te bowiem kraje są największymi dostawcami wartości dodanej wykorzystywanej w słowackim eksporcie).

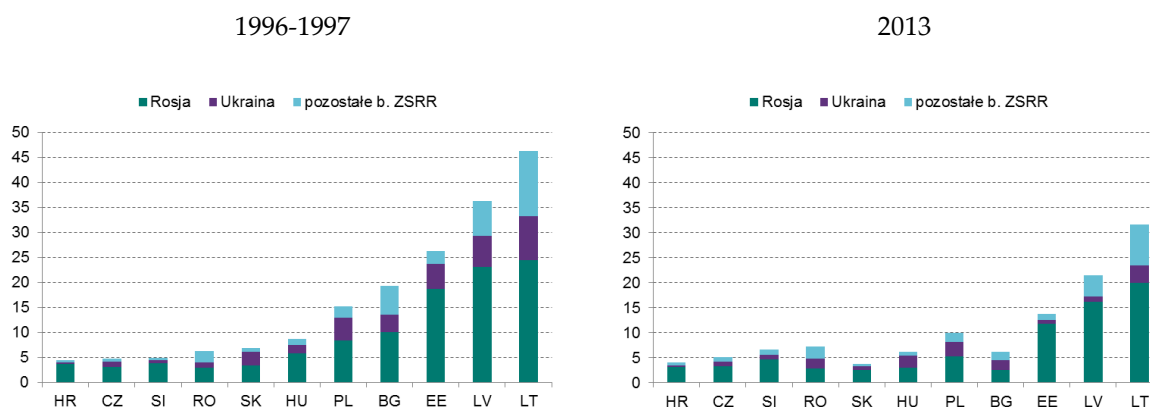
Pod wpływem rosnącego znaczenia korporacji międzynarodowych nastąpił wzrost zagranicznej wartości dodanej w eksporcie do Rosji. Zakładając, że krajowa wartość dodana jest eksportowana do Rosji bezpośrednio, to zagraniczna wartość dodana stanowiłaby ok. 23% eksportu EŚW do Rosji w 2008 r., a więc stosunkowo niewiele w porównaniu z innymi kierunkami eksportu (prawdopodobnie udział

zagranicznej wartości dodanej jest większy). Największy udział zagranicznej wartości dodanej charakteryzuje eksport Słowacji do Rosji (co najmniej 50%).

Doświadczenia z historii

Obserwowany obecnie spadek eksportu do Rosji i na Ukrainę jest już trzecim z kolei w ciągu ostatnich dwudziestu lat. Szczególnie dotkliwy dla gospodarek Europy Środkowej i Wschodniej okazał się kryzys w latach 1998-1999. Wówczas Rosja, a także inne gospodarki b. ZSRR, ucierpiały w wyniku kryzysu finansowego⁶⁴, który przeniósł się również na gospodarkę realną. PKB w Rosji w 1998 r. zmniejszył się o 5,3% (9,1% w IV kw. 1998 r.), a na Ukrainie o 1,8% (w przypadku Ukrainy spadek PKB można jednak było obserwować niezmiennie od początku lat 1990-tych). Jeszcze większy był spadek importu w okresie 1998-1999 r. Łącznie import Rosji w tych dwóch latach zmniejszył się o 40%, a Ukrainy o blisko 30%.

Wykresy 10.13 i 10.14. Eksport do krajów b. ZSRR jako % całości eksportu



Źródło: IMF DOTS

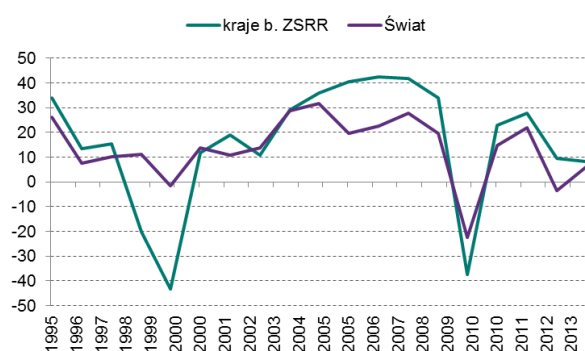
Gospodarkami, które w największym stopniu ucierpiały w wyniku spadku popytu ze strony Rosji i krajów b. ZSRR w latach 1998-1999 były kraje EŚW. Kraje b. ZSRR, a zwłaszcza Rosja, należały bowiem do głównych odbiorców eksportu EŚW. Ich udział w całości eksportu wynosił przeciętnie ponad 10% całości eksportu (w tym 6% do Rosji i 2,5% na Ukrainę) i wahał się od ok. 5% w Chorwacji, Czechach i Słowenii do 46% na Litwie.

W latach 1998-1999 miał miejsce bardzo wyraźny spadek eksportu wszystkich krajów EŚW na rynki krajów b. ZSRR. W 1999 r. eksport zmniejszył się o ponad połowę (55%), z czego spadek eksportu do Rosji wyniósł 63%, a na Ukrainę 46%. Relatywnie niewielkie obniżenie eksportu wystąpiło w Cze-

⁶⁴ Kryzys rosyjski był konsekwencją rozszerzania się kryzysu azjatyckiego. Doprowadził on do zdecydowanego odwrotu inwestorów z rynku rosyjskiego, co skutkowało odpływem kapitału zagranicznego, deprecjacją walut oraz drastycznym spadkiem cen aktywów finansowych.

chach (30%)⁶⁵, natomiast na Litwie spadek sięgnął blisko 70%. Jako, że kraje Europy Wschodniej należały do głównych partnerów handlowych gospodarek EŚW, załamanie eksportu na te rynki wpłynęło na spadek eksportu ogółem. W 1999 r. zmniejszył się on o 1,4%, podczas gdy w poprzednich latach rósł w dwucyfrowym tempie. Zmniejszenie obrotów handlowych, przede wszystkim z Rosją, miało szczególnie widoczny efekt w krajach bałtyckich, czyli gospodarkach najsilniej powiązanych z tym rynkiem. W Estonii, na Litwie i Łotwie spadek eksportu był na tyle silny, że wpłynął na silne spowolnienie tempa wzrostu PKB w tych wychodzących z kryzysu potransformacyjnego krajach⁶⁶. W stosunkowo mniejszym stopniu kryzys rosyjski był odczuwalny w innych krajach, m.in. w Polsce⁶⁷.

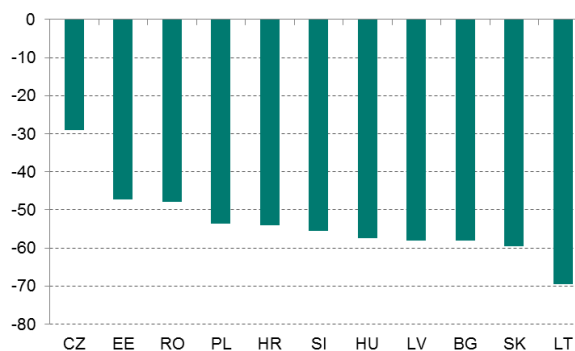
Wykresy 10.15. Eksport krajów EŚW do krajów b. ZSRR* i eksport ogółem, r/r, w %



* Kraje WNP i Mongolia

Źródło: IMF DOTS

Wykresy 10.16. Spadek eksportu poszczególnych krajów EŚW do krajów b. ZSRR w latach 1997-1999, w %



Cechą charakterystyczną eksportu do Rosji w latach dziewięćdziesiątych był bardzo wysoki udział produktów rolnych. W przypadku Polski stanowiły one 1/3 eksportu ogółem do tego kraju (1997 r.). Jednocześnie udział rynku rosyjskiego w polskim eksporcie produktów rolnych osiągnął poziom 40%. Tak duże znaczenie rynku rosyjskiego dla eksporterów z branży rolnej wynikało z utrudnionego dostępu do rynku unijnego. Liberalizacja handlu z Unią na mocy układu europejskiego w przypadku produktów rolnych zakładała jedynie selektywne (tzn. ograniczone tylko do stosunkowo niewielkiej grupy produktów) i ograniczone (obniżki ceł w ramach kontyngentów taryfowych) preferencje. Sytuacja ta poprawiła się w znacznym stopniu dopiero dzięki porozumieniom rolnym z lat 2000 i 2003. Pełna liberalizacja handlu towarami rolnymi nastąpiła po wejściu Polski do UE, co zdecydowanie zmieniło strukturę geograficzną eksportu tych towarów. Równocześnie nastąpiło istotne pogorszenie pozataryfowych warunków dostaw polskich produktów na rynek rosyjski, w szczególności pochodzenia zwierzęcego. Eksport tej grupy produktów (mięso czerwone, drób, mleko i jego przetwory,

⁶⁵ Eksport Czech do krajów b. ZSRR zmniejszał się również w kolejnym, 1999 r., kiedy w większości krajów EŚW wartość wymiany handlowej z tymi krajami zaczęła ponownie wzrastać. W efekcie, od 1997 do 2000 r. czeski eksport do krajów b. ZSRR zmniejszył się o ponad połowę.

⁶⁶ W Estonii i na Litwie można było zaobserwować nawet spadek PKB w 1999 r.

⁶⁷ Według szacunków NBP, strata, wynikająca z kryzysu rosyjskiego, kształtowała się w granicach 4,8-8,0% całego eksportu Polski w 1998 r.

ryby i ich przetwory) został objęty przez Rosję obowiązkiem przeprowadzania inspekcji w zakładach produkcyjnych i przetwórnich przez rosyjskie służby weterynaryjne, który w praktyce często oznaczał zakaz eksportu.

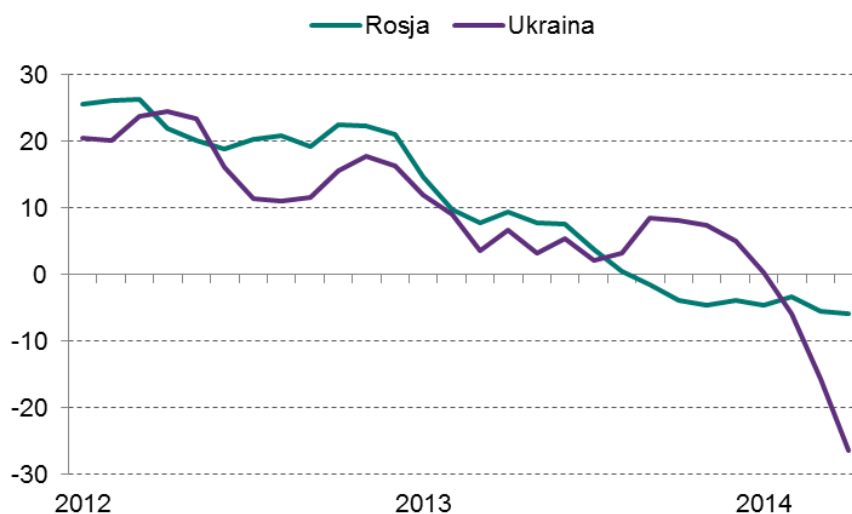
Duże znaczenie korporacji międzynarodowych w eksporcie do Rosji powoduje obecnie, że w warunkach spadku popytu w tym kraju są większe możliwości przesunięcia eksportu na inne rynki, z drugiej strony, jednorazowa skala spadków w eksporcie jest głębsza w porównaniu z sytuacją, gdzie w strukturze sprzedaży dominowały produkty pierwszej potrzeby.

Dotychczasowe efekty kryzysu ukraińskiego dla handlu zagranicznego regionu EŚW

Kryzys ukraiński znalazł odzwierciedlenie w spadku wartości eksportu z krajów EŚW do Rosji i na Ukrainę już w pierwszych czterech miesiącach 2014 r. Wartość eksportu całego regionu na Ukrainę zmniejszyła się o 26%, a do Rosji o 6% w ujęciu rocznym. Tak więc w przypadku eksportu do Rosji kontynuowana była tendencja spadkowa zapoczątkowana w II poł. 2013 r.

Spadek eksportu na Ukrainę dotyczył niemal wszystkich kategorii towarów. Najsilniej obniżyła się sprzedaż dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku, samochodów osobowych oraz dóbr inwestycyjnych, a więc towarów których eksport jest najbardziej wrażliwy na zmiany popytu i kursu. W przypadku eksportu do Rosji, największe spadki miały miejsce w sprzedaży samochodów oraz części. Skalę spadków zmniejszał wzrost eksportu dóbr inwestycyjnych realizowany na podstawie wcześniej zawartych kontraktów (m.in. eksport tramwajów z Polski). Obniżenie popytu ze strony Rosji i Ukrainy na dobra produkowane w ramach międzynarodowych sieci podaży mogło wpłynąć także na spadek dynamiki handlu między krajami EŚW, jaki wystąpił w kwietniu br.

Wykresy 10.17. Eksport regionu EŚW do Rosji i na Ukrainę, trzymiesięczna średnia krocząca, w %, r/r

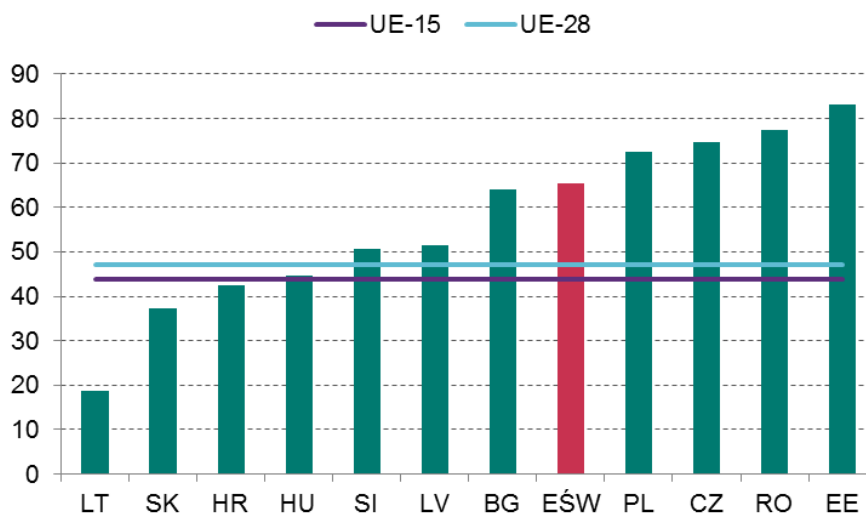


Źródło: Eurostat, obliczenia IE NBP

Sektor energetyczny – silne uzależnienie od Rosji

Kraje EŚW w większym stopniu korzystają z własnych zasobów energii niż kraje Europy Zachodniej. W 2012 r. własna produkcja pokrywała ok. 2/3 zapotrzebowania na energię w krajach EŚW, podczas gdy w krajach UE-15 było to zaledwie 44%. W największym stopniu swoje potrzeby energetyczne produkcją krajową pokrywała Estonia (ponad 83%), natomiast na Litwie udział produkcji krajowej wynosił zaledwie 18% całości konsumpcji.

Wykresy 10.18. Produkcja krajowa energii jako % konsumpcji w krajach EŚW



Źródło: Eurostat

Wciąż duży udział w produkcji energii krajów EŚW stanowią paliwa stałe, czyli głównie węgiel kamienny i brunatny (Polska i Czechy), czy też łupki bitumiczne (Estonia – światowy potentat w wydobyciu i wykorzystaniu łupków). Coraz większą rolę odgrywają również odnawialne źródła energii, co widoczne jest zwłaszcza na Łotwie, gdzie ok. 50% produkcji energii elektrycznej pochodzi z hydroelektrowni. Jednocześnie, wydobycie ropy naftowej⁶⁸ i gazu ziemnego w krajach EŚW jest stosunkowo niewielkie i muszą one w większości polegać na imporcie tych surowców. Jedynie w Rumunii i Chorwacji krajowe wydobycie ropy naftowej i gazu ziemnego jest w stanie zaspokoić znaczącą część krajowego spożycia. W przypadku gazu ziemnego w ostatniej dekadzie było to odpowiednio 75% i 80%, w przypadku ropy naftowej ok. 50% i 20%. W całym regionie EŚW ok. 90% ropy naftowej i 70% gazu ziemnego wykorzystywanego w gospodarce pochodziło z importu. Udział importowanej ropy naftowej i gazu w konsumpcji krajowej był jedynie nieznacznie wyższy niż w krajach UE-15 (odpowiednio ok. 85% i 65% w 2013 r.). Jednak w przeciwieństwie do krajów Europy Zachodniej, gdzie import tych surowców był stosunkowo zdywersyfikowany (poza Rosją, pochodziły one także z rejonu

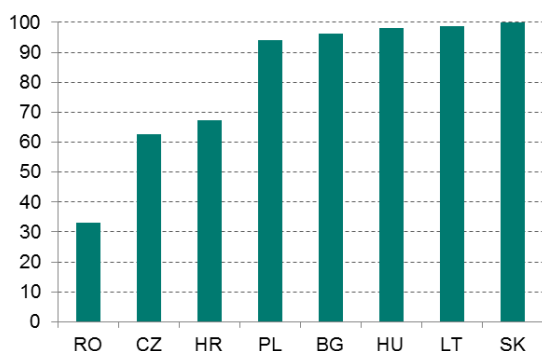
⁶⁸ W większości krajów EŚW (poza Estonią, Łotwą i Słowenią) znajdują się rafinerie, jednak surowce, które się w nich wykorzystuje pochodzą niemal wyłącznie z importu.

Morza Północnego, Morza Śródziemnego oraz Bliskiego Wschodu), kraje EŚW były uzależnione od jednego dostawcy.

Głównym, a w przypadku niektórych krajów EŚW nawet jedynym, dostawcą tych surowców była i jest Rosja. Import rosyjskiej ropy naftowej w latach 2011-2013 do rafinerii w Bułgarii, na Litwie, Słowacji i Węgrzech stanowił niemal 100%, a w Polsce ok. 95% całości ropy naftowej trafiającej do tych krajów. Znaczący udział rosyjskiego eksportu miał miejsce także w Czechach, Chorwacji (ponad 60%) oraz Rumunii (ok. 30%). Nawet w krajach regionu, które nie były bezpośrednimi importerami ropy naftowej z Rosji, rynek paliw płynnych, zaopatrywany głównie przez sąsiednie gospodarki (Estonia, Łotwa, Słowenia), był pośrednio uzależniony od dostaw ropy naftowej z Rosji.

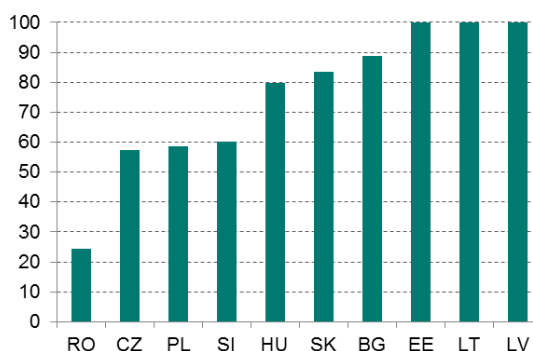
Sytuacja przedstawiała się podobnie w przypadku gazu ziemnego. Rosja była głównym źródłem pozyskiwania tego surowca w krajach regionu (poza ww. Chorwacją i Rumunią). Import gazu z Rosji był jedynym źródłem tego surowca w krajach bałtyckich, a w Bułgarii, na Słowacji i Węgrzech stanowił 80-90% całości gazu zużywanego w gospodarce. W Czechach, Polsce i Słowenii było to ok. 60%.

Wykresy 10.19. Udział ropy naftowej importowanej z Rosji w całości importu ropy naftowej, w %



Źródło: Eurostat

Wykresy 10.20. Udział gazu ziemnego importowanego z Rosji w całości konsumpcji gazu, w %



Źródło: Eurostat, Eurogas

Stopień uzależnienia gospodarek EWS od importu energii jest mniejszy niż w krajach Europy Zachodniej. Problemem krajów EŚW jest jednak bardzo słaba dywersyfikacja dostawców surowców energetycznych, tzn. są one praktycznie uzależnione od jednego głównego ich producenta – Rosji. Tym samym zakłócenie dostaw z Rosji może zagrozić stabilności ich funkcjonowania. Analiza scenariuszy zakładających zaburzenia dostaw gazu z Rosji potwierdza te zagrożenia⁶⁹. O ile kraje Europy Zachodniej (z wyjątkiem Finlandii) nie ucierpiałyby znacząco w przypadku ograniczenia dostaw gazu z Rosji, to w krajach EŚW, a zwłaszcza w gospodarkach bałtyckich, spowodowałoby to znaczący spa-

⁶⁹ Por. Richter P., Holz F., All Quiet on the Eastern Front? Disruption Scenarios of Russian Natural Gas Supply to Europe, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, 2014

dek konsumpcji i wzrost jego cen. W krajach bałtyckich spożycie gazu mogłoby się obniżyć o 70%, a jego ceny wzrosnąć dwukrotnie⁷⁰.

W ciągu ostatniego dwudziestolecia samowystarczalność energetyczna krajów EŚW⁷¹, podobnie jak i innych krajów UE, zmniejszyła się, przez co w coraz większym stopniu zmuszone są one korzystać z importowanych źródeł energii. Jednocześnie, Rosja cały czas pozostawała głównym dostawcą surowców energetycznych dla krajów regionu. W większości krajów EŚW istnieją projekty dywersyfikacji dostaw ropy naftowej i gazu, jednak w większości nie zostały one dotychczas zrealizowane. Wyjątek stanowią Czechy, gdzie w latach 1990-tych udało się uzyskać połączenie z siecią przesyłową w Niemczech, co pomogło zmniejszyć udział Rosji jako dostawcy surowców z blisko 100% do ok. 60%, m.in. poprzez dostęp do dostaw gazu z Norwegii⁷² czy też dostaw ropy z Azerbejdżanu.

O ile kraje południa regionu (Chorwacja, Słowenia, Rumunia) wydają się być relatywnie bezpieczne, bądź to posiadając własne źródła surowców lub możliwość ich pozyskiwania z innych źródeł (np. z rejonów Morza Śródziemnego i Północnej Afryki), to w pozostałych gospodarkach EŚW rola Rosji, jako głównego dostarczyciela surowców energetycznych wydaje się być w obecnej chwili niezagrożona. Szczególnie duże uzależnienie od Rosji można zauważyć w przypadku krajów bałtyckich, a zwłaszcza Litwy, której produkcja energii, po zamknięciu elektrowni atomowej w Ignalinie, była niemal w całości uzależniona od importu z Rosji.

⁷⁰ Szacunki te dotyczą scenariusza zaburzeń w dostawach surowców z Rosji ogółem. W przypadku jedynie ograniczenia ich przesyłu przez terytorium Ukrainy, wpływ na kraje bałtyckie byłby stosunkowo mniejszy niż w przypadku Polski, Słowacji czy Węgier.

⁷¹ M.in. w wyniku ograniczania wykorzystywania paliw stałych w celu wytwarzania energii, co wystąpiło szczególnie w Polsce i Czechach, których gospodarki bazowały na węglu.

⁷² Umowa z Norwegią z 1997 r. zezwala na „wymianę” gazu norweskiego na rosyjski, transportowany przez Niemcy. Jednak w momencie zaburzeń dostaw gazu z Rosji, co miało miejsce w 2009 r., Norwegia staje się fizycznym dostawcą tego surowca.

Podsumowanie

Po kryzysie rosyjskim w latach 1998-99 nastąpiła stopniowa odbudowa znaczenia rynku rosyjskiego i ukraińskiego w eksporcie EŚW. Udział tych krajów znacząco zwiększył się po przystąpieniu do Unii Europejskiej, co związane było z rosnącą obecnością korporacji międzynarodowych w regionie. Jednym z motywów przenoszenia produkcji do Polski przez korporacje międzynarodowe było utworzenie ośrodka produkcji i eksportu do krajów b. ZSRR.

Na wysoką dynamikę eksportu krajów EŚW do Rosji złożył się nie tylko szybki wzrost popytu w tym kraju, ale przede wszystkim strategia realizowana przez korporacje międzynarodowe. Korporacje za pośrednictwem filii zlokalizowanych w Europie Środkowej i Wschodniej prowadziły ekspansję eksportową na rynek rosyjski, wykorzystując przede wszystkim niższe koszty produkcji w krajach regionu. Miało to na celu dostosowanie i rozszerzenie oferty na rynek rosyjski uwzględniając jednocześnie niższą siłę nabywczą Rosjan. W wyniku tego procesu nastąpiła zasadnicza zmiana w strukturze towarowej eksportu EŚW w kierunku zwiększenia udziału produktów związanych z międzynarodowymi sieciami produkcji. Jednak pomimo dużego podobieństwa struktury eksportu EŚW do eksportu UE-15 na rynek rosyjski, średnie ceny jednostkowe produktów pochodzących z EŚW pozostają wyraźnie niższe niż produktów z krajów starej Unii. Można zatem powiedzieć, że kraje EŚW stały się producentami i dostawcami do Rosji tańszych odmian produktów międzynarodowych marek.

Pod wpływem obecności korporacji międzynarodowych w latach 2004-2013 znacząco zmienił się model eksportu krajów EŚW do Rosji. O ile jeszcze na początku XXI w. w eksporcie do Rosji dominowały dobra o stosunkowo niskim stopniu przetworzenia (praco- i surowcochłonne), to obecnie jego większość stanowią dobra charakteryzujące się wysoką intensywnością handlu w ramach międzynarodowych sieci produkcji. Znalazło to odzwierciedlenie w zmianach struktury towarowej (wg grup SITC) w kierunku znaczącego wzrostu udziału produktów klasyfikowanych jako maszyny i sprzęt transportowy. Podczas gdy w 2004 r. obejmowały one około 30% wartości eksportu do Rosji, to w 2013 r. ich udział wyniósł blisko 50%.

Trudno jest obecnie ocenić całkowite efekty kryzysu ukraińskiego na gospodarkę Europy ze względu na jego wciąż dynamiczny charakter. Kraje EŚW wydają się być jednak bardziej narażone na jego konsekwencje niż kraje Europy Zachodniej. Ich powiązania handlowe są dużo mocniejsze niż w przypadku gospodarek UE-15, nawet pomimo faktu relatywnego spadku znaczenia Rosji i Ukrainy jako rynków eksportowych po okresie kryzysu rosyjskiego w latach 1997-1998. Dodatkowo, coraz większe zaangażowanie krajów EŚW w produkcję w ramach GVC wpłynęło na zmianę struktury eksportu. Z jednej strony powoduje to, że w przypadku spadku popytu w krajach b. ZSRR są większe możliwości przesunięcia eksportu na inne rynki, z drugiej – jednorazowy spadek eksportu może okazać się głębszy, niż w sytuacji gdy w eksporcie dominują dobra pierwszej potrzeby (w tym przede wszystkim

żywność⁷³). Ponadto duży udział w eksporcie do Rosji i na Ukrainę produkcji związanej z regionalnymi sieciami dostaw może wpłynąć na spowolnienie eksportu do innych krajów.

Analizy elastyczności popytowych eksportu, a także analizy *Constant market shares* wskazują, że w największym stopniu uzależnione od popytu ze strony krajów b. ZSRR, a zwłaszcza Rosji, wydają się być kraje bałtyckie, a zwłaszcza Litwa. Dotyczyło to zarówno dużej ekspozycji handlowej na te rynki, jak i struktury towarowej eksportu, w której wciąż bardzo duży udział stanowi żywność.

Pomimo faktu, że gospodarki EŚW są bardziej samowystarczalne w aspekcie produkcji energii ze źródeł krajowych od krajów UE-15, to jednak dywersyfikacja źródeł dostaw ropy naftowej i gazu jest zdecydowanie mniejsza. Praktycznie jedynym dostawcą tych surowców do krajów EŚW pozostaje Rosja, co wyraźnie wpływa na wzrost ryzyka energetycznego w przypadku zaburzenia w przesyłce rosyjskiego gazu i ropy naftowej. Podobnie jak w przypadku kanału handlowego, kraje bałtyckie ponownie wydają się być najsilniej zależne od dostaw energii z Rosji.

⁷³ Wyjątkiem były kraje bałtyckie, gdzie udział żywności w eksporcie do Rosji i na Ukrainę zwiększał się w ostatnich latach i wynosił nawet do 34% całości eksportu na Łotwie.

Aneks statystyczny

1. Rachunki narodowe

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

	2012	2013	I 2013	II 2013	III 2013	IV 2013	I 2014
Bułgaria	0,6	0,9	0,4	0,4	0,9	1,2	1,2
Chorwacja	-2,2	-0,9	-1,0	-0,6	-0,4	-0,6	-0,6
Czechy	-1,0	-0,9	-2,3	-1,6	-1,0	1,1	2,5
Estonia	3,9	0,8	1,8	1,5	0,4	-0,3	-1,1
Litwa	3,7	3,3	4,1	4,1	2,4	3,4	3,0
Łotwa	5,2	4,1	6,9	4,5	4,1	3,6	2,3
Polska	2,0	1,6	0,5	1,3	2,0	2,5	3,5
Rumunia	0,6	3,5	-1,1	0,8	2,3	1,6	4,1
Słowacja	1,8	0,9	0,5	0,7	1,0	1,6	2,0
Słowenia	-2,5	-1,1	-3,1	-1,7	-0,8	1,9	1,5
Węgry	-1,7	-1,1	-0,3	0,5	1,8	2,9	3,2

Źródło: Eurostat, dane wyrównane sezonowo, ceny stałe z 2005 r.

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

	2012	2013	I 2013	II 2013	III 2013	IV 2013	I 2014
Bułgaria	3,7	-2,3	-2,4	-2,2	-2,2	-1,3	3,2
Chorwacja	-3,1	-1,2	-2,2	-1,0	-0,4	-0,8	-0,3
Czechy	-2,1	0,1	-1,3	-0,2	0,9	1,2	1,4
Estonia	4,9	4,2	4,4	5,8	3,3	3,4	2,7
Litwa	3,9	4,7	3,2	5,9	6,1	5,4	4,2
Łotwa	5,8	5,4	5,8	5,8	4,9	4,5	2,5
Polska	1,3	0,8	0,1	0,4	1,0	1,7	2,0
Rumunia*	1,5	1,3	0,3	0,3	1,3	2,9	6,4
Słowacja	-0,2	-0,1	-1,6	0,4	0,2	0,7	3,1
Słowenia	-4,8	-2,7	-5,5	-2,7	-2,5	-0,2	0,5
Węgry	-1,6	0,3	-0,8	0,1	0,8	1,1	1,4

Źródło: Eurostat, dane wyrównane sezonowo, ceny stałe z 2005 r., * wyrównanie sezonowe dla Rumunii nie obejmuje ilości dni roboczych.

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

	2012	2013	I 2013	II 2013	III 2013	IV 2013	I 2014
Bułgaria	4,0	-0,3	2,4	1,0	1,8	3,1	3,4
Chorwacja	-3,1	-1,3	-2,1	0,5	-2,7	-2,5	-4,6
Czechy	-4,5	-3,5	-5,3	-6,5	-5,0	2,7	5,2
Estonia	10,9	1,1	-5,2	0,2	10,3	-1,0	4,1
Litwa	-3,6	12,8	5,3	11,6	18,0	16,2	9,4
Łotwa	8,7	-4,3	-6,2	0,9	-0,3	-9,5	-1,1
Polska	-1,6	-0,2	-3,2	-2,1	1,7	4,1	8,8
Rumunia	7,3	4,9	-6,4	-2,6	-3,4	-3,3	-5,1
Słowacja	-10,5	-4,3	-10,4	-3,3	-6,1	3,3	4,8
Słowenia	-8,2	0,2	-3,3	-2,3	-0,7	5,3	1,9
Węgry	-3,7	5,8	-0,5	4,6	7,8	11,5	12,6

Źródło: Eurostat, dane wyrównane sezonowo, ceny stałe z 2005 r. * wyrównanie sezonowe dla Rumunii nie obejmuje ilości dni roboczych.

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

	2012	2013	I 2013	II 2013	III 2013	IV 2013	I 2014
Bułgaria	-0,4	8,9	8	5,5	10,3	9,3	1,5
Chorwacja	0,3	-1,2	-1,9	1,1	-1,7	-2,8	6,0
Czechy	4,5	0,2	-3,7	0,6	0,3	3,7	9,8
Estonia	5,6	1,8	4,1	5,3	-1,2	-0,7	1,3
Litwa	11,8	10,3	19,7	15,3	6,6	1,4	-4,4
Łotwa	9,4	1,0	3,9	2,9	0,1	-0,2	1,1
Polska	3,9	4,6	1,7	3,4	5,7	6,1	7,6
Rumunia	-1,5	13,5	7,2	7,8	19,3	18,1	10,8
Słowacja	9,9	4,5	4,1	4,5	2,5	6,7	10,0
Słowenia	0,6	2,9	3,0	1,1	2,9	3,7	3,6
Węgry	1,7	5,3	2,2	3,5	6,3	9,1	7,4

Źródło: Eurostat, dane wyrównane sezonowo, ceny stałe z 2005 r., * wyrównanie sezonowe dla Rumunii nie obejmuje ilości dni roboczych.

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

	2012	2013	I 2013	II 2013	III 2013	IV 2013	I 2014
Bulgaria	3,3	5,7	7,8	2,7	7,4	6,9	6,3
Chorwacja	-2,4	-2,0	-5,2	4,4	-4,0	-4,1	2,4
Czechy	2,3	0,6	-3,1	-0,8	2,9	3,5	9,2
Estonia	8,8	2,6	3,5	8,2	0,8	-1,8	3,6
Litwa	6,1	10,3	14,2	15,8	8,2	4,9	-1,6
Łotwa	4,5	-1,7	1,0	-3,6	-0,9	-3,0	-2,0
Polska	-0,7	1,2	4,3	-2,0	4,2	4,6	5,6
Rumunia	-0,2	2,4	0,3	-3,2	6,2	5,2	8,4
Słowacja	3,3	2,9	2,6	2,0	-0,3	7,4	10,7
Słowenia	-4,7	1,3	-1,2	-1,2	1,9	4,8	1,3
Węgry	-0,1	5,3	1,6	6,0	5,9	7,8	7,5

Źródło: Eurostat, dane wyrównane sezonowo, ceny stałe z 2005 r. * wyrównanie sezonowe dla Rumunii nie obejmuje ilości dni roboczych.

2. Wskaźniki koniunktury i aktywności gospodarczej

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

	09.2013	10.2013	11.2013	12.2013	01.2014	02.2014	03.2014	04.2014
Bułgaria	2,2	4,2	4,4	0	2,5	5,9	3,6	5
Chorwacja	-3,8	-3,4	-0,8	-2,8	2,1	1,6	0,7	0,7
Czechy	1,8	5,6	6,5	6	5,5	6,2	6,9	9,2
Estonia	0,2	7	3	-6	-1,5	0,4	-2	3,9
Litwa	0,4	-0,2	-2,3	-4,8	-7,6	-2,2	-10,1	-0,1
Łotwa	0,8	1,7	0,5	-4	-5,3	-1,4	-1,6	1,3
Polska	3,9	4,4	7,6	4,4	6,5	5,3	5,5	5,5
Rumunia	8,3	10,8	9,4	8,4	10,5	9,6	9,8	3,2
Słowacja	6,5	7,2	12,9	12,7	8,1	9	5,9	5,1
Słowenia	-1,5	-0,8	0,9	4,5	1,8	-1,1	4,3	3
Węgry	3	5,9	6,1	4,4	6,4	8,3	8,1	10,1

Źródło: Eurostat

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

	09.2013	10.2013	11.2013	12.2013	01.2014	02.2014	03.2014	04.2014
Bułgaria	5,3	6,0	5,4	4,5	6,2	6,5	2,9	0,5
Chorwacja	2,2	-1,0	0,2	-1,6	-2,8	-3,0	-0,6	
Czechy	-0,9	-1,6	3,2	0,2	3,1	4,1	3,1	3,5
Estonia	-0,1	4,8	5,8	2,2	10,2	6,6	6,7	10,6
Litwa	4,6	3,0	4,2	4,0	5,7	4,8	5,3	8,6
Łotwa	1,3	2,0	3,8	3,5	1,6	0,5	3,4	10,4
Polska	6,4	4,6	6,7	5,5	0,2	0,9	1,3	0,1
Rumunia	0,8	-0,5	3,4	6,4	6,8	8,1	13,5	5,2
Słowacja	0,2	-0,1	1,6	0,8	3,3	4,0	5,7	5,4
Słowenia	-4,0	-1,6	-1,1	0,0	-0,8	-2,4	-1,1	0,9
Węgry	3,2	4,5	7,1	4,4	6,5	6,4	8,3	6,6

Źródło: Eurostat

Tabela 8. Wskaźnik zaufania konsumentów

	10.2013	11.2013	12.2013	01.2014	02.2014	03.2014	04.2014	05.2014
Bułgaria	-38,1	-38	-38,9	-37,2	-34,9	-32,5	-30,5	-31,1
Chorwacja	-37,4	-38	-41,3	-36,3	-35,6	-34,4	-34,7	-36,2
Czechy	-13,6	-9,8	-10,8	-8,4	-8,4	-5,4	-2,6	-3,4
Estonia	-2,8	-1,5	-2,3	-3,9	-2,6	-4,3	-2,7	-5
Litwa	-9,3	-10,2	-5,7	-7,4	-8,7	-10,7	-11,5	-12,1
Łotwa	-14,5	-13,9	-9,1	-9,6	-12,2	-10,4	-7,5	-8
Polska	-24,2	-23,6	-19,7	-21,4	-20,8	-17,5	-20,2	-15,9
Rumunia	-36,2	-34,9	-34,8	-34,3	-33,8	-35,1	-33,4	-34,1
Słowacja	-20,1	-17,4	-16,4	-12,6	-16,5	-13,3	-13,4	-12,3
Słowenia	-34,7	-34,6	-34,4	-30,9	-31,5	-30,1	-29	-23,4
Węgry	-27	-22,4	-22,9	-17,1	-21,6	-16,3	-15,1	-17,6

Źródło: Komisja Europejska, CNB

Tabela 9. Wskaźnik zaufania w przemyśle

	10.2013	11.2013	12.2013	01.2014	02.2014	03.2014	04.2014	05.2014
Bułgaria	-11,2	-12,5	-11,5	-8,7	-8	-7,9	-8,3	-2,2
Chorwacja	2,4	-9,7	-3	3,1	7,7	3,8	-4,6	3,2
Czechy	-0,9	3,5	1,2	-0,6	1,6	2,3	2,4	3,5
Estonia	1	-0,2	-3,5	3,8	1,4	-2,3	-1,2	-2
Litwa	-6,3	-7,8	-7,6	-4,5	-4,9	-2,9	-4,9	-6,9
Łotwa	-4,4	-2,4	-2,6	-1,5	-0,9	-4,7	-3,2	-5,5
Polska	-15,2	-15,5	-15	-12,7	-12,6	-13,4	-12,6	-12,7
Rumunia	-3	-3,6	-2	-3,1	-1,5	0	-0,5	-1
Słowacja	4,1	-1,8	-0,8	2,4	-4,7	-1,7	2,1	1,1
Słowenia	-4,3	-0,6	-0,6	-2,2	-0,2	1,5	1,3	3,2
Węgry	-1,3	2,3	5,6	3,4	6,7	5,6	8,7	6,4

Źródło: Komisja Europejska, OeKB

Tabela 10. Wskaźnik PMI w przemyśle przetwórczym

	10.2013	11.2013	12.2013	01.2014	02.2014	03.2014	04.2014	05.2014
Czechy	54,5	55,2	54,7	55,9	56,5	55,5	56,5	57,3
Polska	53,4	54,4	53,2	55,4	55,9	54,0	52,0	50,8
Węgry	51,7	52,9	50,6	57,9	54,4	53,7	54,6	53,9

Źródło: Markit Economics

3. Ceny

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

	10.2013	11.2013	12.2013	01.2014	02.2014	03.2014	04.2014	05.2014
Bułgaria	-1,1	-1,0	-0,9	-1,4	-2,1	-2,0	-1,3	-1,8
Chorwacja	0,8	0,7	0,5	0,4	-0,2	-0,1	-0,1	0,4
Czechy	0,8	1,0	1,5	0,3	0,3	0,3	0,2	0,5
Estonia	2,2	2,1	2,0	1,6	1,1	0,7	0,8	0,6
Litwa	0,5	0,5	0,4	0,2	0,3	0,4	0,3	0,1
Łotwa	0,0	-0,3	-0,4	0,5	0,5	0,3	0,8	0,8
Polska	0,7	0,5	0,6	0,6	0,7	0,6	0,3	0,3
Rumunia	1,2	1,3	1,3	1,2	1,3	1,3	1,6	1,3
Słowacja	0,7	0,5	0,4	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	0,0
Słowenia	1,1	1,2	0,9	0,9	0,2	0,6	0,5	1,0
Węgry	1,1	0,4	0,6	0,8	0,3	0,2	-0,2	0,0

Źródło: Eurostat

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

	10.2013	11.2013	12.2013	01.2014	02.2014	03.2014	04.2014	05.2014
Bułgaria	0,4	0,2	-0,2	-0,7	-0,6	-1,2	-0,5	-1,3
Chorwacja	3,6	3,1	2,0	1,7	0,5	0,8	-0,1	-1,3
Czechy	2,8	3,1	4,1	3,6	4,0	4,0	2,9	2,7
Estonia	2,6	2,4	2,6	3,3	2,9	2,3	2,1	0,6
Litwa	1,5	1,3	0,9	1,3	1,6	1,4	1,9	1,4
Łotwa	1,1	-0,7	-0,4	0,5	1,1	0,1	0,8	-0,1
Polska	2,5	2,2	2,1	2,4	2,4	2,0	1,4	0,7
Rumunia	0,2	-0,2	-0,1	-0,5	-0,4	-0,5	-0,7	-1,6
Słowacja	2,1	1,4	0,7	1,3	1,0	1,0	-0,1	0,2
Słowenia	2,6	2,4	2,4	1,9	1,5	1,1	0,6	0,7
Węgry	4,0	3,4	3,4	2,8	2,2	2,1	1,5	1,4

Źródło: Eurostat

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

	10.2013	11.2013	12.2013	01.2014	02.2014	03.2014	04.2014	05.2014
Bułgaria	-6,5	-5,0	-2,9	-3,6	-7,1	-5,3	-3,4	-3,9
Chorwacja	-3,5	-1,4	-0,2	0,5	-0,8	-1,0	0,2	3,5
Czechy	-1,0	-0,2	0,7	-4,6	-5,3	-5,7	-5,5	-3,6
Estonia	3,5	3,5	2,7	-2,0	-4,2	-5,4	-4,7	-2,3
Litwa	-2,4	-2,1	-1,8	-3,1	-2,6	-1,8	-2,9	-3,4
Łotwa	-4,7	-3,3	-3,7	-3,2	-3,0	-2,4	-1,8	-1,0
Polska	-2,5	-2,3	-1,7	-1,0	-1,2	-1,5	-1,5	-0,1
Rumunia	1,3	2,5	2,0	1,1	0,4	1,0	4,5	5,1
Słowacja	-1,3	-1,2	-0,9	-3,2	-3,3	-3,4	-2,3	-1,7
Słowenia	-1,8	0,3	1,4	0,1	-3,7	-3,1	-1,6	1,1
Węgry	-7,2	-10,7	-9,2	-6,6	-7,3	-6,8	-7,3	-6,0

Źródło: Eurostat

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

	10.2013	11.2013	12.2013	01.2014	02.2014	03.2014	04.2014	05.2014
Bułgaria	-0,4	-0,5	-0,7	-1,1	-1,6	-1,5	-1,2	-1,5
Chorwacja	0,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,3	-0,1	0,5
Czechy	0,3	0,4	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,3	0,4
Estonia	1,6	1,5	1,6	1,6	1,6	1,5	1,6	1,4
Litwa	0,8	0,9	0,9	0,8	0,7	0,5	0,4	0,3
Łotwa	0,7	0,8	0,5	1,6	1,2	1,3	1,6	1,8
Polska	0,7	0,4	0,5	0,2	0,4	0,4	0,3	0,3
Rumunia	1,9	2,0	2,3	2,6	2,9	2,8	2,7	2,7
Słowacja	0,7	0,6	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Słowenia	1,3	1,0	0,2	0,7	0,6	1,4	1,0	1,0
Węgry	2,2	2,3	2,2	2,0	1,5	1,3	1,1	1,1

Źródło: Eurostat

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

	10.2013	11.2013	12.2013	01.2014	02.2014	03.2014	04.2014	05.2014
Bułgaria	-3,9	-4	-2,8	-2	-2,5	-1,6	-0,9	
Chorwacja	-3	-2,6	-2,6	-2,2	-2,8	-3,1	-3	-2,4
Czechy	0	0,6	1,8	-0,6	-0,6	-0,8	-0,4	-0,1
Estonia	10,9	8,7	7,2	0,3	-1,6	-4,2	-4,6	
Litwa	-1,9	-1,4	-1,8	-3,5	-4,5	-4,5	-3,4	-4,8
Łotwa	0,6	0,3	-0,4	0,5	0,5	0,6	0,1	
Polska	-1,7	-1,6	-1,2	-1	-1,4	-1,1	-0,5	
Rumunia	0,9	0,9	1	-0,3	-0,9	-1	1,1	
Słowacja	-1,4	-2	-1,7	-2,7	-3,8	-4,2	-4,6	
Słowenia	-0,2	-0,4	-0,3	-0,3	-1,1	-1,5	-1,5	
Węgry	-1,3	-2	-1,4	-1,3	-2,1	-2,6	-1,9	

Źródło: Eurostat

4. Bilans płatniczy

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

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

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia IE NBP

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

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

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia IE NBP

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

	I 2012	II 2012	III 2012	IV 2012	I 2013	II 2013	III 2013	IV 2013
Bułgaria	36,0	37,2	41,3	41,2	38,3	38,8	39,9	38,6
Chorwacja	24,6	24,9	24,9	25,0	25,1	26,2	26,1	28,3
Czechy	41,3	40,9	41,0	43,8	44,7	42,4	44,4	50,5
Estonia	1,4	1,3	1,4	1,4	1,5	1,2	1,3	1,4
Litwa	23,8	22,1	24,9	26,2	22,5	23,3	25,2	25,3
Łotwa	17,9	17,0	17,8	18,9	18,6	18,5	18,7	19,0
Polska	28,1	30,9	28,8	29,3	31,3	29,9	27,7	27,7
Rumunia	38,8	37,1	37,0	35,5	36,2	35,7	37,0	36,9
Słowacja	3,5	3,6	3,9	3,5	3,3	3,0	2,6	2,6
Słowenia	1,7	1,8	1,9	1,8	1,6	1,6	1,8	1,7
Węgry	26,2	26,8	26,7	27,1	28,6	27,7	26,3	29,0

* stan rezerw według oficjalnych statystyk banków centralnych

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia IE NBP

5. Rynki finansowe i system finansowy

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

	10.2013	11.2013	12.2013	01.2014	02.2014	03.2014	04.2014	05.2014
Chorwacja	6,25	6,25	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Czechy	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Polska	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Rumunia	4,25	4,00	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50
Węgry	3,40	3,20	3,00	2,85	2,70	2,60	2,50	2,40

Źródło: Banki Centralne, EcoWin Financial

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

	10.2013	11.2013	12.2013	01.2014	02.2014	03.2014	04.2014	05.2014
Bułgaria	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8
Chorwacja	1,7	1,4	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,9
Czechy	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Estonia	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
Litwa	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Łotwa	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Polska	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Rumunia	2,9	2,4	2,3	1,9	3,3	2,8	2,7	2,6
Słowacja	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Słowenia	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Węgry	3,6	3,3	3,0	3,0	3,0	3,2	2,9	2,6

Źródło: EcoWin Financial

Tabela 21. Średniomiesięczny kurs walut narodowych do EUR

	10.2013	11.2013	12.2013	01.2014	02.2014	03.2014	04.2014	05.2014
Chorwacja	7,62	7,63	7,64	7,64	7,66	7,66	7,63	7,60
Czechy	25,66	26,93	27,52	27,49	27,44	27,40	27,45	27,44
Polska	4,19	4,19	4,18	4,18	4,17	4,20	4,19	4,18
Rumunia	4,44	4,45	4,46	4,52	4,49	4,49	4,46	4,42
Węgry	294,76	297,68	300,24	302,48	310,20	311,49	307,37	304,58

Źródło: Eurostat

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

	10.2013	11.2013	12.2013	01.2014	02.2014	03.2014	04.2014	05.2014
Bulgaria	3,0	3,4	3,5	3,6	3,4	4,5	4,0	3,5
Chorwacja	0,7	1,2	1,0	1,1	0,8	1,8	2,2	1,9
Czechy	-0,2	-3,2	-5,9	-5,1	-5,6	-3,5	-3,3	-3,4
Estonia	2,9	3,3	3,4	2,9	3,0	4,4	4,0	3,3
Litwa	2,7	2,9	3,1	2,8	2,8	4,0	3,6	3,0
Łotwa	1,4	1,7	1,9	1,8	2,3	3,5	3,1	2,4
Polska	0,6	1,6	1,0	1,4	2,0	2,3	1,7	2,6
Rumunia	5,6	5,2	3,6	-0,2	0,1	1,3	1,2	0,8
Słowacja	2,4	3,0	3,2	2,5	2,4	3,3	2,8	2,5
Słowenia	2,0	2,3	2,3	2,0	1,8	2,7	2,4	2,0
Węgry	-1,7	-2,3	-1,9	-0,4	-3,7	0,5	0,1	-1,6

Źródło: BIS, obliczenia IE NBP

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

	10.2013	11.2013	12.2013	01.2014	02.2014	03.2014	04.2014	05.2014
Bulgaria	-0,3	0,0	0,1	-0,4	-0,9	0,5	0,6	-0,3
Chorwacja	-0,4	0,1	-0,1	-0,2	-0,9	0,4	0,6	0,5
Czechy	-0,7	-3,5	-5,9	-6,2	-6,5	-4,4	-4,4	-4,3
Estonia	2,8	3,1	3,2	2,4	2,1	3,0	2,5	1,8
Litwa	1,6	1,7	2,0	1,4	1,6	2,9	2,2	1,4
Łotwa	0,0	-0,2	0,0	0,8	1,4	2,5	2,4	1,6
Polska	0,3	0,9	0,4	0,9	1,7	2,0	0,9	1,7
Rumunia	6,0	5,5	3,6	-0,6	-0,1	1,1	1,0	0,3
Słowacja	1,6	1,9	2,1	1,2	1,1	1,8	1,3	1,1
Słowenia	2,0	2,1	1,5	1,4	0,7	2,0	1,4	1,4
Węgry	-2,2	-2,9	-2,9	-1,8	-4,8	-0,6	-1,4	-3,1

Źródło: BIS, obliczenia IE NBP

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

	10.2013	11.2013	12.2013	01.2014	02.2014	03.2014	04.2014	05.2014
Bulgaria	2,4	1,6	1,0	0,7	0,4	0,7	0,7	-0,6
Chorwacja	-2,8	-3,9	-4,1	-4,5	-3,4	-2,2	-3,5	-3,3
Czechy	2,8	2,0	2,3	2,1	2,7	2,9	3,0	4,3
Estonia	0,9	0,3	0,6	0,0	0,5	0,5	0,7	0,7
Litwa	0,5	-1,1	-1,5	-2,1	-1,9	-1,6	-2,6	-1,8
Łotwa	-7,9	-5,2	-6,3	-6,3	-6,5	-7,2	-7,9	-7,4
Polska	1,8	0,5	2,3	2,5	2,3	3,0	2,5	3,1
Rumunia	-2,1	-2,4	-1,2	-4,4	-2,7	-3,4	-4,2	-4,1
Słowacja	3,2	3,0	4,4	3,5	4,4	4,8	4,9	3,8
Słowenia	-7,1	-7,4	-7,1	-7,5	-7,3	-7,3	-8,5	-8,3
Węgry	-4,6	-7,9	-5,4	-3,2	-3,2	-1,6	-2,4	-1,0

Źródło: Banki Centralne

6. Rynek pracy

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

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

Źródło: Eurostat

Tabela 26. Stopa bezrobocia (w % siły roboczej)

	09.2013	10.2013	11.2013	12.2013	01.2014	02.2014	03.2014	04.2014
Bułgaria	12,9	13,1	13,1	13,1	13,1	13,0	13,0	12,8
Chorwacja	17,7	17,6	17,5	17,2	17,4	17,4	17,2	16,8
Czechy	6,9	6,7	6,8	6,7	6,7	6,6	6,6	6,5
Estonia	8,5	8,6	8,8	8,4	8,2	7,8	7,7	-
Litwa	11,2	11,1	10,9	10,9	11,4	11,7	11,9	11,2
Łotwa	11,7	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5	-
Polska	10,2	10,1	10,1	10,0	10,0	9,9	9,8	9,7
Rumunia	7,3	7,4	7,4	7,3	7,3	7,2	7,2	7,1
Słowacja	14,3	14,3	14,1	14,1	14,0	14,0	14,0	14,0
Słowenia	9,7	9,7	9,6	9,7	9,8	9,7	9,6	9,6
Węgry	10,0	9,5	9,3	8,7	8,2	7,9	7,8	-

Źródło: Eurostat

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

	II 2012	III 2012	IV 2012	I 2013	II 2013	III 2013	IV 2013	I 2014
Bułgaria	3,6	4,0	2,2	9,2	8,7	7,2	8,7	2,9
Chorwacja	1,8	1,1	3,5	0,9	1,9	4,0	-0,5	0,3
Czechy	2,1	1,4	3,2	-0,5	1,2	1,4	-1,7	3,3
Estonia	4,1	6,8	6,7	8,1	7,8	8,1	7,7	6,9
Litwa	2,7	4,4	3,3	6,2	5,3	6,5	5,1	3,6
Łotwa	3,0	1,8	3,1	4,9	4,7	6,4	6,7	8,2
Polska	3,4	3,7	2,5	3,4	2,2	2,9	4,9	5,0
Rumunia	7,0	7,2	7,6	8,5	6,0	4,1	3,2	5,3
Słowacja	2,1	2,3	2,7	4,8	3,0	1,7	0,9	3,4
Słowenia	3,9	-0,6	-1,6	-3,8	-5,9	-0,5	2,2	2,9
Węgry	4,9	5,3	4,6	5,3	3,6	2,8	4,3	3,1

Źródło: Eurostat

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

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

Źródło: Eurostat, obliczenia IE NBP

7. Finanse publiczne

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

	2009	2010	2011	2012	2013	2014p	2015p
Bułgaria	-4,3	-3,1	-2,0	-0,8	-1,5	-1,9	-1,8
Chorwacja	-5,3	-6,4	-7,8	-5,0	-4,9	-3,8	-3,1
Czechy	-5,8	-4,7	-3,2	-4,2	-1,5	-1,9	-2,4
Estonia	-2,0	0,2	1,1	-0,2	-0,2	-0,5	-0,6
Litwa	-9,4	-7,2	-5,5	-3,2	-2,2	-2,1	-1,6
Łotwa	-9,2	-8,2	-3,5	-1,3	-1,0	-1,0	-1,1
Polska	-7,5	-7,8	-5,1	-3,9	-4,3	+5,7	-2,9
Rumunia	-9,0	-6,8	-5,5	-3,0	-2,3	-2,2	-1,9
Słowacja	-8,0	-7,5	-4,8	-4,5	-2,8	-2,9	-2,8
Słowenia	-6,3	-5,9	-6,4	-4,0	-14,7	-4,3	-3,1
Węgry	-4,6	-4,3	+4,3	-2,1	-2,2	-2,9	-2,8

p –prognoza Komisji Europejskiej z maja 2014 r.

Źródło: Eurostat, Komisja Europejska

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

	2009	2010	2011	2012	2013	2014p	2015p
Bułgaria	14,6	16,2	16,3	18,4	18,9	23,1	22,7
Chorwacja	36,6	45,0	52,0	55,9	67,1	69,0	69,2
Czechy	34,6	38,4	41,4	46,2	46,0	44,4	45,8
Estonia	7,1	6,7	6,1	9,8	10,0	9,8	9,6
Litwa	29,3	37,8	38,3	40,5	39,4	41,8	41,4
Łotwa	36,9	44,5	42,0	40,8	38,1	39,5	33,4
Polska	50,9	54,9	56,2	55,6	57,0	49,2	50,0
Rumunia	23,6	30,5	34,7	38,0	38,4	39,9	40,1
Słowacja	35,6	41,0	43,6	52,7	55,4	56,3	57,8
Słowenia	35,2	38,7	47,1	54,4	71,7	80,4	81,3
Węgry	79,8	82,2	82,1	79,8	79,2	80,3	79,5

p –prognoza Komisji Europejskiej z maja 2014 r.

Źródło: Eurostat, Komisja Europejska

Tabela 31. Termin korekty nadmiernego deficytu budżetowego (EDP)

	Rok
Bułgaria	nie objęta EDP
Czechy	nie objęta EDP*
Chorwacja	2016
Estonia	nie objęta EDP
Litwa	nie objęta EDP
Łotwa	nie objęta EDP
Polska	2015
Rumunia	nie objęta EDP
Słowacja	nie objęta EDP*
Słowenia	2015
Węgry	nie objęte EDP

* Komisja zarekomendowała Radzie na początku czerwca 2014 r. uchylenie EDP wobec Czech i Słowacji (termin wyznaczony w ramach procedury – 2013 r.).

Źródło: Komisja Europejska

8. Prognozy

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

	2013	Komisja Europejska		MFW		Źródła krajowe	
		2014	2015	2014	2015	2014	2015
Bulgaria	0,9	1,7	2,0	1,6	2,5	-	-
Chorwacja	-1,0	-0,6	0,7	-0,6	0,4	0,0	1,0
Czechy	-0,9	2,0	2,4	1,9	2,0	2,6	3,3
Estonia	0,8	1,9	3,0	2,4	3,2	0,7	3,9
Litwa	3,3	3,3	3,7	3,3	3,5	3,3	3,6
Łotwa	4,1	3,8	4,1	3,8	4,4	3,3	3,7
Polska	1,6	3,2	3,4	3,1	3,3	3,6	3,7
Rumunia	3,5	2,5	2,6	2,2	2,5	2,5	2,6
Słowacja	0,9	2,2	3,1	2,3	3,0	2,4	3,2
Słowenia	-1,1	0,8	1,4	0,3	0,9	0,6	1,4
Węgry	1,2	2,3	2,1	2,0	1,7	2,1	2,5

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

	2013	Komisja Europejska		MFW		Źródła krajowe	
		2014	2015	2014	2015	2014	2015
Bulgaria	0,4	-0,8	1,2	-0,4	0,9	-	-
Chorwacja	4,0	0,8	1,2	0,5	1,1	1,2	2,1
Czechy	1,4	0,8	1,8	1,0	1,9	0,8	2,2
Estonia	3,2	1,5	3,0	3,2	2,8	1,3	2,8
Litwa	1,2	1,0	1,8	1,0	1,8	0,9	1,5
Łotwa	0,0	1,2	2,5	1,5	2,5	1,1	-
Polska	0,8	1,1	1,9	1,5	2,4	1,1	1,8
Rumunia	4,0	2,5	3,3	2,2	3,1	2,2	3,1
Słowacja	1,5	0,4	1,6	0,7	1,6	0,1	1,6
Słowenia	1,9	0,7	1,2	1,2	1,6	0,5	1,1
Węgry	1,7	1,0	2,8	0,9	3,0	0,7	3,0

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

	2013	Komisja Europejska		MFW		Źródła krajowe	
		2014	2015	2014	2015	2014	2015
Bulgaria	1,9	1,0	0,2	-0,4	-2,1	-	-
Chorwacja	-1,1	1,5	1,6	1,5	1,1	1,5	1,2
Czechy	-1,4	-0,4	-0,2	-0,5	-0,5	0,4	0,5
Estonia	-1,0	-2,7	-2,8	-1,3	-1,5	-0,7	-1,8
Litwa	1,5	-0,8	-1,5	-0,2	-0,6	0,0	-1,0
Łotwa	-0,8	-1,3	-2,0	-1,6	-1,9	-	-
Polska	-1,6	-1,7	-2,3	-2,5	-3,0	0,5*	-0,9*
Rumunia	-1,1	-1,2	-1,6	-1,7	-2,2	-1,0	-1,5
Słowacja	2,1	2,4	2,4	2,7	2,9	2,1	2,7
Słowenia	6,3	6,0	6,2	6,1	5,8	7,1	7,4
Węgry	3,2	3,0	2,7	2,7	2,2	3,0	3,4

* - saldo na rachunku bieżącym i kapitałowym

Źródła dla tabel 32-34: Komisja Europejska (05.2014), MFW (04.2014), Narodowy Bank Polski (03.2014), Ceska Narodni Banka (05.2014), Narodna Banka Slovenska (06.2014), Magyar Nemzeti Bank (03.2014), Comisia Națională de Prognoză (05.2014), Banka Slovenije (04.2014), EestiPank (06.2014), Latvijas Banka (03.2014), Lietuvos Bankas (05.2014), Ekonomski Institut, Zagreb (01.2014).

www.nbp.pl

