

NBP

Narodowy Bank Polski

Nr 2/15, lipiec 2015 r.

Sytuacja gospodarcza w krajach Europy Środkowej i Wschodniej



Nr 2/15, lipiec 2015 r.

Sytuacja gospodarcza w krajach Europy Środkowej i Wschodniej

Autorzy:

Beata Bierut

Marcin Grela

Marcin Humanicki

Marcin Kitala

Tomasz Michałek

Redakcja:

Marcin Grela

Anna Kosior

Beata Bierut

Spis treści

Streszczenie	3
Kraje Europy Środkowej i Wschodniej - aktualna i przewidywana sytuacja makroekonomiczna	4
<i>Wzrost gospodarczy</i>	4
<i>Bieżąca koniunktura</i>	6
<i>Inflacja</i>	8
<i>Rynek kredytowy</i>	9
<i>Rynki finansowe</i>	10
<i>Równowaga zewnętrzna</i>	11
<i>Polityka fiskalna</i>	11
<i>Polityka pieniężna</i>	14
<i>Prognozy</i>	14
Bułgaria – powiązania z Grecją poważnym zagrożeniem dla osłabionej gospodarki	16
Chorwacja – po sześciu latach recesji oczekiwany niewielki wzrost PKB	18
Czechy – niekonwencjonalna polityka pieniężna wspiera ożywienie gospodarcze	20
Estonia, Litwa, Łotwa – silne powiązania z Rosją osłabiają ożywienie gospodarcze	22
Rumunia – zastój inwestycyjny dobiega końca dzięki zmianom regulacyjnym i podatkowym	24
Słowacja – oczekiwany wzrost eksportu i produkcji przemysłowej wzmocni wzrost gospodarczy	26
Słowenia – ożywienie osłabiane przez skutki kryzysu zadłużeniowego	28
Węgry – ożywienie silnie wspierane przez aktywną politykę państwa	29
Aneks statystyczny	31

Streszczenie

W regionie Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW) trwa ożywienie gospodarcze zapoczątkowane w II poł. 2013 r., jakkolwiek jego siła i trwałość jest różna w poszczególnych krajach.

Szybsze tempo wzrostu osiągają gospodarki, w których przed kryzysem nie narosły znaczące nierównowagi: Polska, Słowacja, a w ostatnim okresie także Czechy, w których PKB przyspiesza wraz z ożywieniem w strefie euro i zakończeniem konsolidacji fiskalnej. PKB rośnie szybko także na Węgrzech i w Rumunii, czemu sprzyjają zmiany w zakresie polityki gospodarczej. Koniunktura jest najsłabsza w krajach bałtyckich, dotkniętych przez recesję w Rosji, oraz w Bułgarii i Chorwacji. Bułgaria nadal odczuwa skutki upadłości dużego banku krajowego, a w Chorwacji wzrost gospodarczy jest hamowany przez wysokie zadłużenie sektora prywatnego i publicznego.

Źródłem ożywienia gospodarczego jest rosnący popyt krajowy, przede wszystkim konsumpcja gospodarstw domowych. Sprzyjają mu wzrost zatrudnienia oraz siły nabywczej dochodów, związany nie tylko ze spadkiem cen konsumpcyjnych i rosnącymi płacami nominalnymi, ale także działaniami podjętymi przez rządy części krajów regionu w celu wsparcia popytu konsumpcyjnego.

Korzystnie na aktywność gospodarczą w ostatnich latach wpływało także zwiększone wykorzystanie funduszy unijnych. Wraz z zakończeniem możliwości wykorzystania środków przeznaczonych na lata 2007-2013 jest oczekiwane osłabienie dynamiki inwestycji publicznych w regionie EŚW. W Polsce, Czechach i na Słowacji coraz szybciej rosną nakłady

inwestycyjne sektora prywatnego. W części krajów regionu inwestycje prywatne są hamowane przez proces oddłużania się firm, gospodarstw domowych oraz delewarowania banków.

Polityka pieniężna i fiskalna są w coraz większym stopniu nakierowane na wspieranie popytu wewnętrznego. W związku z deflacją oraz uruchomieniem przez EBC programu skupu obligacji rządowych, banki centralne z regionu EŚW dokonały dalszych obniżek stóp procentowych. Wraz z uchYLENIEM procedury nadmiernego deficytu wobec większości krajów EŚW w ostatnich latach, skala dostosowań fiskalnych została wyraźnie ograniczona.

Kraje EŚW wychodzą stopniowo z krótkiego okresu deflacji. Wraz z ponownie rosnącymi cenami surowców na rynkach światowych zmniejszyła się skala spadku cen konsumpcyjnych w regionie. Inflacja bazowa wciąż utrzymywała się na niskim poziomie, jakkolwiek prognozowany jest jej stopniowy wzrost już 2015 r., któremu sprzyjać powinna domykająca się luka popytowa.

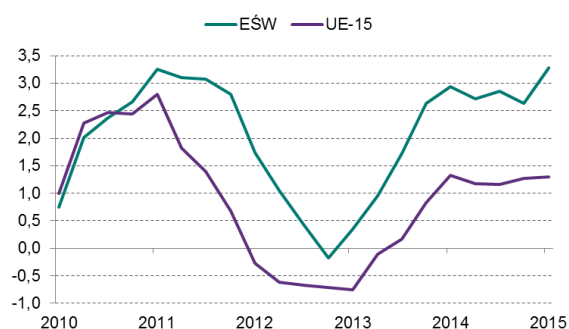
Oczekuje się, że tempo wzrostu gospodarczego w krajach EŚW pozostanie stabilne w najbliższych latach. Źródłem wzrostu będzie wciąż popyt krajowy, aczkolwiek oczekiwana poprawa w otoczeniu zewnętrznym regionu wpłynie też na przyspieszenie eksportu. Główne czynniki ryzyka dla wzrostu to negatywne scenariusze dotyczące rozwiązania kryzysu w Grecji, przede wszystkim niekontrolowane bankructwo i wyjście tej gospodarki ze strefy euro, a także konflikt na Ukrainie.

Kraje Europy Środkowej i Wschodniej - aktualna i przewidywana sytuacja makroekonomiczna

Wzrost gospodarczy

W krajach EŚW trwa ożywienie gospodarcze, rozpoczęte w II poł. 2013 r. W I kw. br. wzrost PKB osiągnął 3,3% r/r, tj. był najszybszy od 2008 r. (Wykres 1.1). Przyspieszenie PKB było, z jednej strony, efektem jego jednorazowego, silnego zwiększenia się w Czechach, gdzie zmiany regulacyjne dotyczące wyrobów akcyzowych przełożyły się najpierw na spadek zapasów w IV kw. ub.r. a następnie na ich wyraźny wzrost w I kw. br.¹ Z drugiej strony, za zwiększeniem się dynamiki PKB w regionie EŚW stało ożywienie w słowackim sektorze eksportowym oraz przyspieszenie inwestycji w Rumunii, któremu sprzyjają wdrożone zmiany regulacyjne i podatkowe. W największych gospodarkach regionu, Polsce i na Węgrzech, tempo wzrostu pozostało stabilne.

Wykres 1.1. PKB w regionie EŚW i UE-15 (w %, r/r)



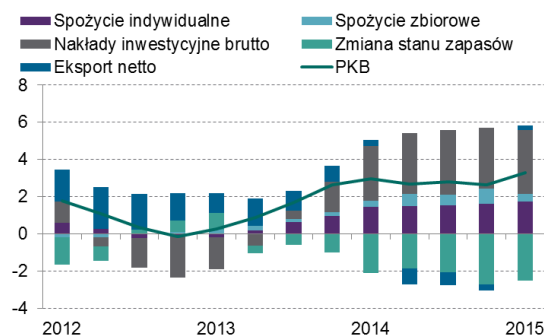
Źródło: Eurostat

Poszczególne gospodarki regionu EŚW znajdują się w różnych fazach ożywienia. Szybciej rosną te, w których przed kryzysem nie narosły nadmierne

¹ PKB w Czechach w I kw. 2015 r. wzrosło o 2,5% kw/kw, co oznaczało przyspieszenie rocznej dynamiki PKB z 1,3% w IV kw. 2014 r. do 4,0% w I kw. 2015 r.

nierównowagi (Polska, Słowacja, a w ostatnim okresie także Czechy). Wysoką dynamikę wzrostu notują także Węgry i Rumunia, czemu sprzyjają pobudzające popyt zmiany w zakresie polityki gospodarczej. Wyraźnie słabsze jest natomiast ożywienie w krajach, w których na bieżącą koniunkturę nadal negatywnie wpływają konsekwencje problemów ze stabilnością w sektorze bankowym. Dotyczy to przede wszystkim Chorwacji, która wychodzi powoli z recesji, ale także Bułgarii. Niska jest także dynamika PKB w krajach bałtyckich, przy czym w ich przypadku to przede wszystkim efekt silnych powiązań handlowych ze znajdującymi się w recesji Rosją oraz Finlandią, a także niepewności związanej z sytuacją geopolityczną.

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



Źródło: Eurostat

Źródłem ożywienia w regionie EŚW jest obecnie rosnący popyt krajowy (Wykres 1.2). Wspierają go: korzystny wpływ spadku cen konsumpcyjnych i rosnącego popytu na pracę na realne dochody gospodarstw domowych, akomodacyjna polityka pieniężna, a w części gospodarek także działania rządów nakierowane na pobudzenie popytu. W ostatnim okresie ożywienie w regionie w coraz większym, jakkolwiek nadal umiarkowanym stopniu, wspierane jest także przez poprawę sytuacji gospodarczej w pozostałych krajach UE.

Od początku 2014 r. w krajach EŚW wyraźnie rośnie konsumpcja gospodarstw domowych, czemu sprzyjają: rosnące zatrudnienie oraz stosunkowo wysoki wzrost wynagrodzeń nominalnych, a także poprawa siły nabywczej dochodów w efekcie spadku cen konsumpcyjnych.

Dynamika inwestycji w regionie EŚW wzrosła do wysokiego poziomu. Szybki wzrost nakładów inwestycyjnych brutto rozpoczął się już w II poł. 2013 r. W kolejnych kwartałach dynamika inwestycji rosła. Ożywienie inwestycji ma miejsce jednak tylko w niektórych krajach EŚW.

Najszybciej rosną inwestycje w krajach, w których nie narosły znaczące nierównowagi (w Polsce, Czechach i na Słowacji) oraz w Rumunii. Silny popyt inwestycyjny w trzech gospodarkach Grupy Wyszehradzkiej to wynik m.in. zwiększającego się wykorzystania mocy produkcyjnych, wymuszającego ich rozbudowę po okresie słabego wzrostu nakładów inwestycyjnych. Tempo wzrostu inwestycji przedsiębiorstw w Rumunii wyraźnie zwiększyło się w I kw. br. za sprawą wprowadzenia zmian podatkowych.

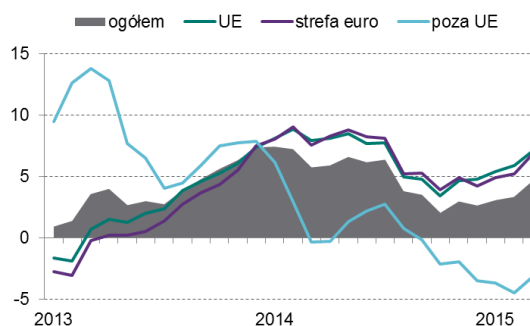
W pozostałych krajach EŚW dynamika nakładów inwestycyjnych powoli się obniża. Recesja w Rosji i niepewność związana z konfliktem na Ukrainie przełożyły się na spadek inwestycji na Łotwie i w Estonii. Wysoką dynamikę nakładów inwestycyjnych utrzymała natomiast Litwa. Wyraźne osłabienie dynamiki inwestycji wystąpiło w IV kw. 2014 r. na Węgrzech, co wiązało się, z jednej strony, z ograniczeniem inwestycji publicznych, z drugiej zaś, z zakończeniem realizacji dużych projektów w sektorze motoryzacyjnym.

Skutki problemów w sektorze bankowym są nadal widoczne w kształtowaniu się inwestycji w Chorwacji, Słowenii i Bułgarii. Wyraźnie słabnie dynamika nakładów inwestycyjnych w Bułgarii, a w Chorwacji i Słowenii inwestycje spadają w ujęciu r/r. Poza utrudnieniami w dostępie do kredytu

bankowego i słabym popytem krajowym, w Bułgarii dynamika inwestycji obniża się także ze względu na silne powiązania z gospodarką Grecji.

Do wzrostu nakładów brutto na środki trwałe w 2014 r. w regionie EŚW przyczyniały się rosnące inwestycje współfinansowane z funduszy unijnych. Sprzyjał im wzrost wykorzystania funduszy, związany z nałożeniem się na siebie dwóch perspektyw finansowych. W związku ze zbliżającym się terminem zakończenia wykorzystywania środków w ramach perspektywy finansowej na lata 2007-2013 oczekiwane jest osłabienie dynamiki inwestycji publicznych w regionie. W części krajów (m.in. w Czechach, Polsce i na Słowacji) coraz szybciej zwiększają się inwestycje prywatne, w związku z rosnącym popytem krajowym, a także ożywieniem popytu zagranicznego.

Wykres 1.3. Eksport krajów EŚW do głównych partnerów handlowych (r/r, w %)



Źródło: Eurostat

Ożywienie w strefie euro w coraz większym stopniu oddziałuje na sytuację sektora eksportowego w regionie EŚW. W I kw. 2015 r. dynamika eksportu w krajach EŚW przyspieszyła. Dotyczyło to przede wszystkim eksportu wewnątrz UE, tzn. sprzedaży na rynki strefy euro oraz handlu wewnątrz regionu (Wykres 1.3). Z kolei eksport poza UE nadal się obniżał w związku ze spadkiem sprzedaży do Rosji i Ukrainy oraz obniżeniem się popytu ze strony dużych gospodarek pozaeuropejskich (przede wszystkim Stanów Zjednoczonych i Chin).

W największym stopniu z ożywienia w krajach EŚW i strefie euro korzysta sektor usług nierynkowych oraz przemysł przetwórczy (Wykres 1.4). Wzrost wartości dodanej w usługach, przede wszystkim w handlu, usługach transportowych i logistycznych) jest wspierany przez ożywienie popytu krajowego. Jedynie w krajach bałtyckich dynamika aktywności sektora usługowego słabnie w ostatnich kwartałach, co wiąże się z osłabieniem koniunktury w sektorze transportowym i logistycznym w efekcie zmniejszonego handlu pomiędzy Rosją a UE². Ożywienie produkcji przemysłowej miało natomiast miejsce przede wszystkim w sektorach silnie związanych z globalnymi sieciami produkcyjnymi - GVC³ (m.in. przemysł motoryzacyjny, produkcja urządzeń elektrycznych i elektronicznych).

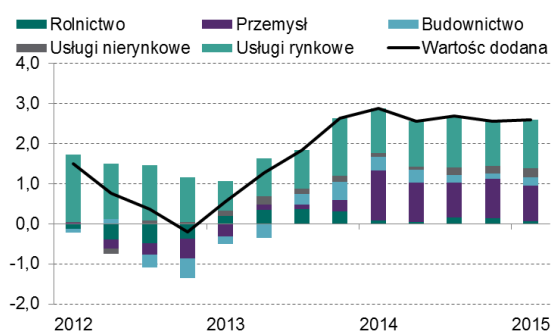
Bieżąca koniunktura

W najbliższych miesiącach 2015 r. można oczekiwać stabilizacji dynamiki konsumpcji w krajach EŚW. W ostatnich miesiącach nastąpiło osłabienie dynamiki sprzedaży detalicznej oraz wyhamowanie poprawy nastrojów konsumentów (Wykres 1.5). Te ostatnie poprawiały się sukcesywnie w ślad za spadającą inflacją i bezrobociem, jakkolwiek pogorszyły się nieznacznie w ostatnim okresie. Odczyty wskaźników koniunktury pozostają jednak na wysokich poziomach, sygnalizując stabilny wzrost spożycia indywidualnego.

² Reeksport, przede wszystkim towarów produkowanych w pozostałych krajach UE, stanowi ok. 80% eksportu krajów bałtyckich do Rosji. Obejmuje on przede wszystkim towary produkowane w pozostałych krajach UE.

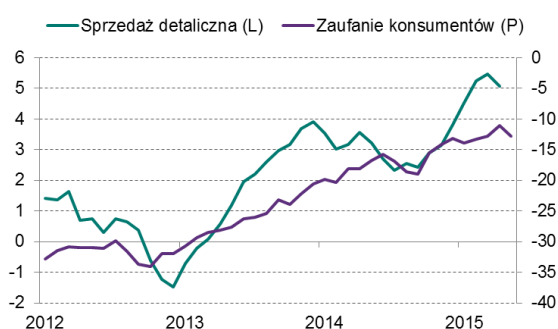
³ Najwyższą dynamikę produkcji przemysłowej w I kw. br. notowano na Węgrzech, a następnie w Czechach, Polsce, Rumunii i na Słowacji, czyli krajach najsilniej współpracujących w ramach GVC.

Wykres 1.4. Wartość dodana w krajach EŚW (r/r, w pp.)



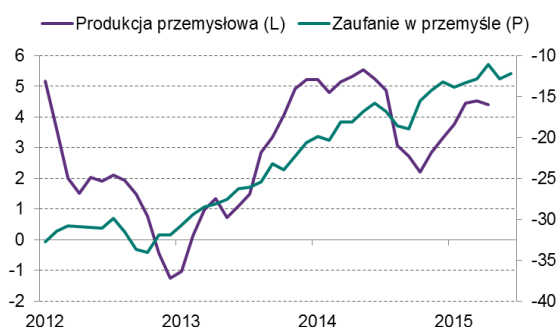
Źródło: Eurostat

Wykres 1.5. Sprzedaż detaliczna (w % r/r) i zaufanie konsumentów (w pkt.) w regionie EŚW



Źródło: Eurostat, Komisja Europejska

Wykres 1.6. Produkcja przemysłowa (w %, r/r) i zaufanie w przemyśle (w pkt.) w regionie EŚW

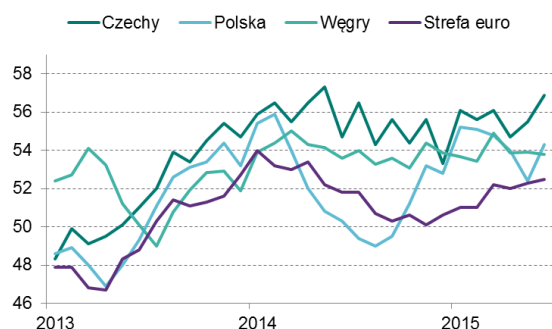


Źródło: Eurostat, Komisja Europejska

Również w przemyśle można oczekiwać stabilizacji dynamiki aktywności w kolejnych miesiącach 2015 r. Tempo wzrostu produkcji przemysłowej w II kw. 2015 r. nieznacznie się obniżyło, aczkolwiek pozostało wysokie (Wykres 1.6). Podobne tendencje obserwowane były w przypadku wskaźników zaufania w przemyśle przetwórczym (Wykres 1.7). Ich

spadek wynikał przede wszystkim z obniżenia się subindeksów wyprzedzających koniunkturę (m.in. napływ nowych zamówień, oczekiwana wielkość produkcji), podczas gdy subindeksy opisujące bieżącą sytuację w większości nadal rosły.

Wykres 1.7. PMI w przetwórstwie przemysłowym w krajach EŚW i strefie euro (w pkt.)



*Dla Węgry średnia krocząca dla 3 miesięcy

Źródło: Markit

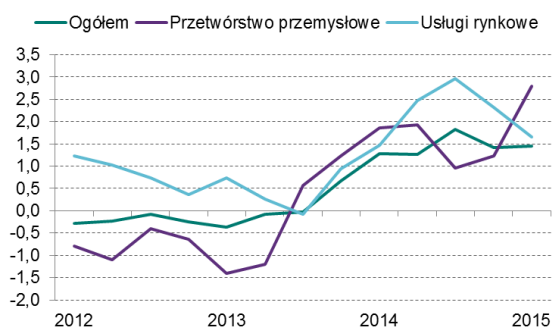
Rynek pracy

Wraz z ożywieniem popytu krajowego i poprawiającymi się perspektywami dla sektora eksportowego rośnie zatrudnienie w krajach EŚW. Od początku 2014 r. wzrosło ono o niemal 700 tys. osób. Najwięcej nowych miejsc pracy, blisko 2/3, powstało w ostatnim okresie w usługach związanych z handlem, transportem i magazynowaniem oraz w przemyśle przetwórczym. O ile jednak tempo wzrostu zatrudnienia w usługach zaczęło spadać w II poł. 2014 r., o tyle dynamika zatrudnienia w przemyśle wzrosła, potwierdzając poprawę perspektyw dla tego sektora (Wykres 1.8). Na Węgrzech istotną rolę w stymulowaniu popytu na pracę odgrywał program prac publicznych⁴.

⁴ Według ustawy o pracach publicznych, bezrobotni, którzy po upływie 180 dni od utraty pracy nadal chcą otrzymywać zasiłek, zobowiązani są brać udział w pracach publicznych z wymiarze co najmniej 4 godzin dziennie. Średnia liczba zatrudnionych w ramach tego planu wyniosła na koniec 2014 r. ponad 170 tys., a w 2015 r. planuje się rozszerzenie programu o kolejne 50 tys. osób.

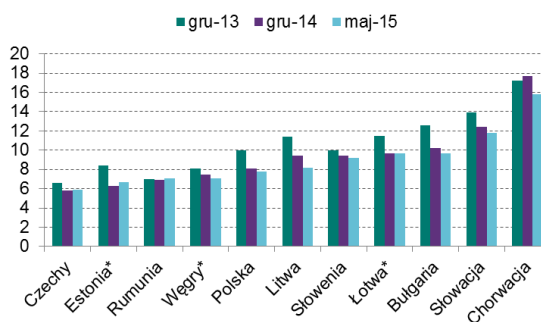
Rosnący popyt na pracę znajduje odzwierciedlenie w spadku stopy bezrobocia, jakkolwiek ten spowolnił w ostatnich miesiącach. Zharmonizowana stopa bezrobocia w regionie EŚW obniża się sukcesywnie od II poł. 2013 r. W 2015 r. skala jej spadku jednak spowolniła (Wykres 1.9), zwłaszcza w krajach, gdzie stopa bezrobocia zbliżyła się do historycznie niskich poziomów sprzed kryzysu (m.in. w Czechach, Estonii, Rumunii). Sygnalizuje to, że barierą dla dalszego spadku bezrobocia w części krajów EŚW mogą być czynniki strukturalne, przekładające się na niedopasowania popytu i podaży na rynku pracy.

Wykres 1.8. Zatrudnienie w regionie EŚW (w %, r/r)



Źródło: Eurostat

Wykres 1.9. Stopa bezrobocia w regionie EŚW (w %)

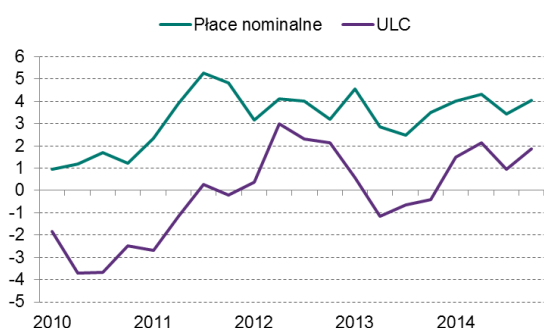


Źródło: Eurostat

Poprawa sytuacji na rynkach pracy doprowadziła do wzrostu dynamiki wynagrodzeń (Wykres 1.10). Najszybciej, podobnie jak w poprzednich latach, rosną płace w krajach bałtyckich, w których siła przetargowa pracowników wzrosła wskutek dużego odpływu siły roboczej za granicę w ostatnich latach. Dynamika wynagrodzeń wyraźnie wzrosła

także w Rumunii i na Słowacji, gdzie miały miejsca podwyżki płacy minimalnej. We wszystkich ww. krajach, roczna dynamika płac nominalnych w IV kw. 2014 r. kształtowała się w granicach 6-8%. W Polsce, Bułgarii, Czechach i na Węgrzech była ona ok. dwukrotnie niższa. Z kolei, w Chorwacji i Słowenii, w których na sytuację na rynku pracy nadal wyraźnie oddziałują dostosowania nierównowag makroekonomicznych, nominalne wynagrodzenia praktycznie nie zwiększyły się w 2014 r.

Wykres 1.10. Płace nominalne i jednostkowe koszty pracy (w %, r/r)



Źródło: Eurostat

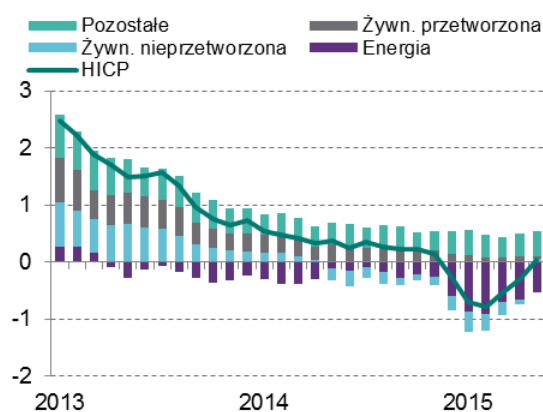
W większości krajów EŚW nominalne wynagrodzenia w 2014 r. rosły szybciej niż wydajność pracy. Spadek jednostkowych kosztów pracy (ULC) miał miejsce jedynie w Polsce.

Inflacja

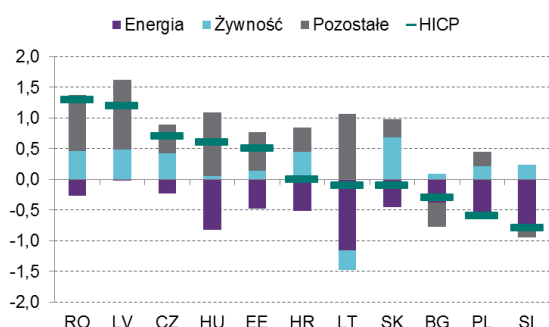
Zmniejsza się skala spadku cen konsumpcyjnych w regionie. W grudniu 2014 r. po raz pierwszy w historii odnotowano spadek (r/r) wskaźnika cen konsumpcyjnych w regionie EŚW (Wykres 1.11). W pierwszych miesiącach 2015 r. deflacja wystąpiła we wszystkich krajach regionu, z wyjątkiem Rumunii. Od marca 2015 r. skala deflacji w regionie EŚW zaczęła się jednak stopniowo zmniejszać. W maju 2015 r. dynamika HICP wyniosła 0% r/r, a spadek cen miał miejsce tylko w Bułgarii, Polsce, Słowenii, na Litwie i Słowacji, jednak nawet w tych krajach skala deflacji zmniejszyła się (Wykres 1.12).

Przyczyny zmian cen konsumpcyjnych są zbliżone we wszystkich krajach regionu EŚW. Są one związane z kształtowaniem się cen żywności i energii. Po pierwsze, obserwowany do stycznia br. spadek cen surowców energetycznych na rynkach globalnych sprzyjał obniżeniu się cen energii w krajach EŚW, w tym obniżkom cen regulowanych (m.in. elektryczności na Słowacji i Węgrzech, gazu w Estonii i na Litwie). W ślad za wzrostem cen surowców energetycznych, ceny paliw w krajach EŚW wzrosły, co przełożyło się na osłabienie skali spadku (r/r) cen energii. Po drugie, nałożone przez Rosję sankcje na import żywności z UE, a także dobre zbiory w rolnictwie spowodowały, że podaż żywności nieprzetworzonej w krajach EŚW wzrosła w II poł. 2014 r., powodując spadek cen żywności nieprzetworzonej. Wzrost cen surowców żywnościowych, a także wygasający efekt bazy spowodowały jednak, że w maju 2015 r. ceny żywności nieprzetworzonej wzrosły po raz pierwszy od 12 miesięcy.

Wykres 1.11. Inflacja HICP i jej składowe w regionie EŚW (w %, r/r)



Źródło: Eurostat

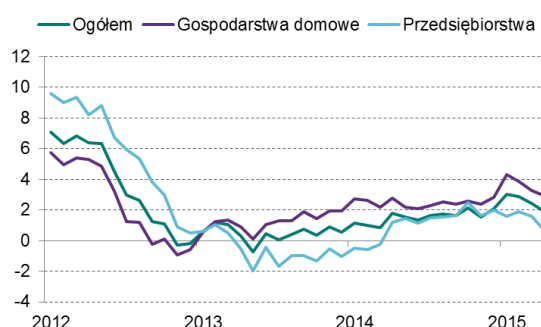
Wykres 1.12. Inflacja HICP i jej składowe w krajach EŚW – maj 2015 r. (w % i pp., r/r)

Źródło: Eurostat

W pierwszych pięciu miesiącach 2015 r. inflacja bazowa wciąż kształtowała się na niskim poziomie. Niska inflacja bazowa to w części wynik wciąż stosunkowo słabej presji popytowej. Według szacunków KE w większości krajów regionu, poza krajami bałtyckimi, luka popytowa pozostaje ujemna. Wzrost inflacji bazowej hamują również niskie ceny surowców, spadek cen producentów i niska inflacja za granicą.

Rynek kredytowy

W coraz większej części regionu EŚW rośnie akcja kredytowa. Wzrost wartości udzielanych kredytów dotyczy jednak przede wszystkim kredytów dla gospodarstw domowych, natomiast kredyt dla sektora przedsiębiorstw rośnie znacznie wolniej (Wykres 1.13). Proces oddłużania sektora prywatnego był w latach pokryzysowych jednym z głównych czynników hamujących wzrost w regionie EŚW. Już od połowy 2013 r. następował jednak stopniowy wzrost dynamiki kredytu bankowego dla sektora niefinansowego. Widoczne to było zwłaszcza w krajach ze stabilnym sektorem bankowym, tj. Polsce, na Słowacji i w Czechach. Ożywienie akcji kredytowej miało miejsce także w Estonii i na Litwie. Wartość udzielonych kredytów przestała spadać w Chorwacji, jakkolwiek akcja kredytowa w tej gospodarce jest słaba w związku z trwającym procesem oddłużania gospodarstw domowych i sektora bankowego.

Wykres 1.13. Kredyt dla sektora prywatnego w krajach EŚW (r/r, w %)

Źródło: Banki centralne

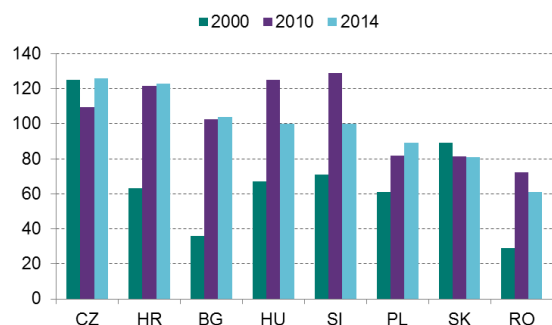
W części gospodarek nadal jednak spada wartość udzielonych kredytów, co jest związane z delewarowaniem banków oraz oddłużaniem się firm i gospodarstw domowych. Po stronie popytowej jednym z głównych czynników ograniczających akcję kredytową jest zła jakość portfela kredytów. Udział kredytów zagrożonych w Bułgarii, Chorwacji, Rumunii, Słowenii i na Węgrzech kształtował się na koniec 2014 r. w granicach 13-17%. W Rumunii oraz w Słowenii, a także w Bułgarii, gdzie w połowie 2014 r. upadł duży bank krajowy, dynamika wartości udzielonych kredytów jest obniżana przez działania zmierzające do poprawy jakości aktywów w sektorze bankowym (m.in. wyłączenia części podmiotów i ich aktywów z sektora). W przypadku Węgier w kierunku osłabienia podaży kredytu oddziałuje niska rentowność banków, związana m.in. z kosztami ponoszonymi w związku z udzielonymi wcześniej kredytami walutowymi dla gospodarstw domowych. Wprowadzone w ubiegłym roku regulacje dotyczące kredytów walutowych przewidują m.in. zwrot klientom indywidualnym kosztów związanych z pobieraniem zbyt wysokich opłat z tytułu zawyżonych marż i różnic kursowych w ostatnich 10 latach.

Dane BIS⁵ wskazują na dalsze zmniejszenie się zobowiązań banków z krajów EŚW wobec banków zagranicznych. Jednocześnie część kapitału

⁵ Bank for International Settlements, Locational Banking Statistics.

wycofywanego przez zagraniczne instytucje finansowe była nadal zastępowana przez dopływ krajowych depozytów. Wzrost depozytów miał miejsce w całym regionie, z wyjątkiem Bułgarii.

Wykres 1.14. Aktywa sektora bankowego (w % PKB)



Źródło: CEE Banking Sector Report, Raiffeisen Research, czerwiec 2015

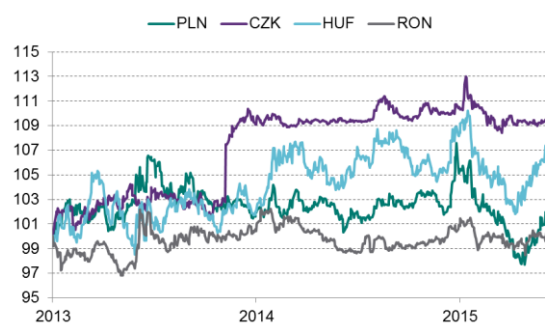
Banki komercyjne oczekują wzrostu popytu na kredyt oraz pewnej poprawy w zakresie jego podaży. Ankiety Europejskiego Banku Inwestycyjnego dotyczące warunków funkcjonowania sektora bankowego⁶ w krajach EŚW wskazują, że popyt na kredyt wzrósł w I poł. 2015 r. oraz że złagodzone zostały warunki związane z jego udzielaniem. Tendencje te mają zostać podtrzymane w II poł. 2015 r. Duże europejskie grupy bankowe planują zwiększać swoją aktywność kredytową w regionie EŚW ze względu na wyższą oczekiwaną zyskowność w porównaniu z ich krajami macierzystymi. Można było jednak zauważyć wyraźne zróżnicowanie regionu na kraje o niskim ryzyku, dużej rentowności i dużym potencjale wzrostu (m.in. Polska, Czechy, Słowacja) oraz gospodarki mniej atrakcyjne, w których grupy bankowe nie planują dużej ekspansji (m.in. Bułgaria, Chorwacja, Słowenia, Węgry).

Rynki finansowe

Na kształtowanie się kursów walut w regionie EŚW istotny wpływ miała polityka SNB i EBC, a także niepewność związana z rozwiązaniem kryzysu w Grecji. Po deprecjacji walut regionu w

związku z decyzją Narodowego Banku Szwajcarii o uwolnieniu kursu walutowego w połowie stycznia 2015 r., w kolejnych miesiącach można było zaobserwować ich wyraźne umocnienie się wobec euro (Wykres 1.15). Dotyczyło to zwłaszcza polskiego złotego i węgierskiego forinta. W mniejszym stopniu umocnił się rumuński lej. W przypadku czeskiej korony skala umocnienia była ograniczana przez politykę asymetrycznego celu kursowego (zob. poniżej). Aprecjacja walut regionu to wynik uruchomienia skupu obligacji rządowych przez EBC i związanego z tym zwiększonego przepływu kapitału do gospodarek charakteryzujących się wyższą stopą zwrotu. W efekcie rentowności obligacji skarbowych w krajach EŚW spadły do historycznie niskich poziomów, czemu sprzyjały również obniżki stóp procentowych dokonane przez banki centralne regionu (Wykres 1.15). Wzrost ryzyka na europejskich rynkach finansowych w kwietniu 2015 r. w związku z powrotem zagrożenia związanego z bankrutem Grecji i opuszczenia przez ten kraj strefy euro (*Grexit*), a także pojawiające się zapowiedzi podwyższenia stóp procentowych przez FED, spowodowały osłabienie się złotego i forinta. Jednocześnie można było zaobserwować odpływ kapitału z rynku obligacji skarbowych krajów EŚW, co doprowadziło do ponownego wzrostu ich rentowności.

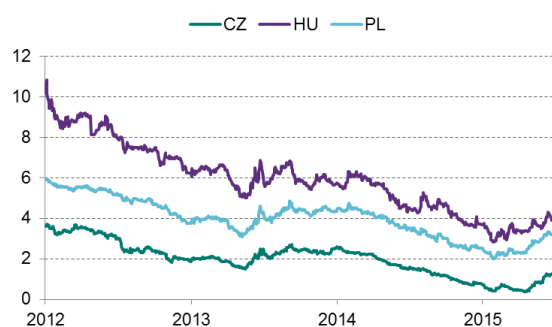
Wykres 1.15. Kursy walut krajów EŚW wobec EUR (01.01.2013=100)



Źródło: Reuters

⁶ CESEE Bank Lending Survey H1-2015, EIB, czerwiec 2015.

Wykres 1.16. Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (w %)

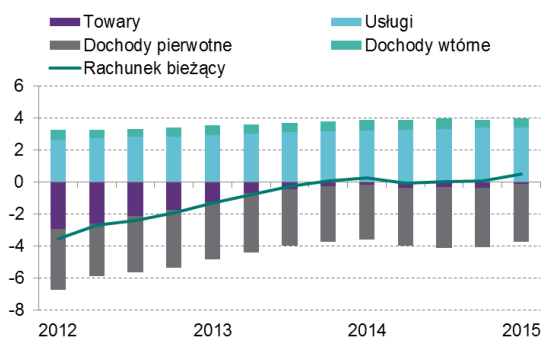


Źródło: Reuters

Równowaga zewnętrzna

Skala nierównowagi bilansu płatniczego w regionie EŚW w ostatnich latach wyraźnie się zmniejszyła. Saldo na rachunku obrotów bieżących w 2014 r. i w I kw. 2015 r. było bliskie zrównoważeniu (Wykres 1.17). W żadnej z gospodarek regionu saldo obrotów bieżących nie wykraczało poza przedział -4% i 6% PKB, wyznaczony w celu identyfikacji nierównowag zewnętrznych w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej (*Macroeconomic Imbalance Procedure, MIP*). Wysokie nadwyżki na rachunku obrotów bieżących notowały Węgry i Słowenia.

Wykres 1.17. Saldo rachunku bieżącego w regionie EŚW (w % PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)



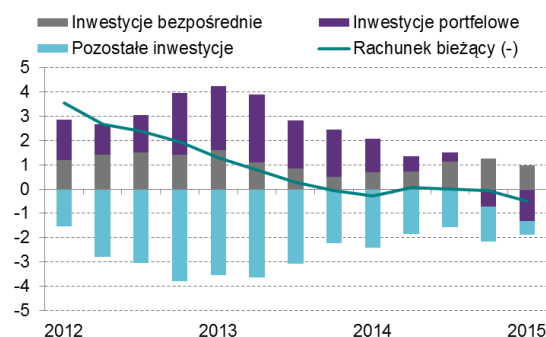
Źródło: Eurostat

Rola finansowania zagranicznego w regionie EŚW zmniejszyła się za sprawą odpływu inwestycji portfelowych (Wykres 1.18). W 2014 r., a także w I kw. 2015 r. miał miejsce odpływ netto inwestycji

zagranicznych ze wszystkich krajów regionu, z wyjątkiem Słowacji. Tendencja ta nie dotyczyła jednak bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ), które zwiększyły się w porównaniu z 2013 r., najsilniej w Czechach i Słowenii. W większości krajów za wzrostem salda inwestycji bezpośrednich stały reinwestowane zyski przedsiębiorstw zagranicznych. Po okresie stałego napływu, trwającego od 2009 r., w 2014 r. miał natomiast miejsce odpływ inwestycji portfelowych. Zaangażowanie inwestorów portfelowych zmniejszyło się niemal w całym regionie, a w największym stopniu w Czechach i na Węgrzech. Proces ten nasilił się zwłaszcza w IV kw. 2014 r., w związku z oczekiwaniami na podwyżki stóp procentowych przez FED, jednak już w I kw. 2015 r. luzowanie ilościowe w strefie euro spowodowało ponowny napływ kapitału portfelowego do regionu.

W dalszym ciągu następował także odpływ kapitału zagranicznego z sektora bankowego krajów EŚW. Odpływ netto kapitału z tytułu pozostałych inwestycji odzwierciedla proces delewarowania w środkowoeuropejskich systemach bankowych. Wynikało to ze zmniejszania skali finansowania banków w regionie przez zagraniczne spółki matki. Skala odpływu kapitału z tego tytułu jednak wyraźnie spowolniła, zwłaszcza w I kw. 2015 r.

Wykres 1.18. Napływ netto inwestycji zagranicznych do regionu EŚW (w % PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)

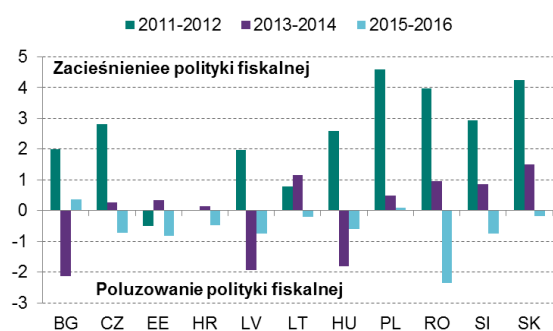


Źródło: Eurostat

Polityka fiskalna

Wraz z uchyleniem procedury nadmiernego deficytu (*excessive deficit procedure, EDP*) wobec większości krajów regionu⁷ w ostatnich latach, dostosowania fiskalne zostały zakończone lub ich skala została wyraźnie ograniczona. Sprawia to, że w większości krajów regionu spodziewany wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych (*general government*) w 2015 r. jest zbliżony do wielkości odnotowanych w ubiegłym roku, przy czym jedynie w Chorwacji poziom nierównowagi fiskalnej w 2015 r. ma przekraczać 3% PKB.

Wykres 1.19. Nastawienie polityki fiskalnej w krajach regionu w latach 2011-2016 mierzone zmianą pierwotnego salda strukturalnego



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

Źródło: Baza AMECO Komisji Europejskiej.

⁷ EDP wobec Bułgarii została uchylona w 2012 r., Węgier, Rumunii, Litwy i Łotwy – 2013 r., Czech i Słowacji – 2014 r., Polski – 2015 r. Jedynym krajem regionu, który nie został do tej pory objęty procedurą nadmiernego deficytu pozostaje Estonia. Obecnie w EDP pozostają Słowenia (termin korekty 2015 r.) i Chorwacja (2017 r.).

Zgodnie z wiosenną notyfikacją fiskalną (z kwietnia br.), deficyt sektora finansów publicznych (ESA2010) w Polsce wyniósł 3,2% PKB w 2014 r. wobec 4,0% PKB w 2013 r. Za jego zmniejszenie odpowiadały m.in. zmiany w funkcjonowaniu OFE uchwalone w grudniu 2013 r. (niższe koszty obsługi długu publicznego oraz niższe składki przekazywane do II filara systemu emerytalnego – łącznie ok. 0,6% PKB). Przy podejmowaniu decyzji o przedterminowym uchyleniu EDP wobec Polski uwzględnione zostały koszty reformy emerytalnej (ok. 0,4% PKB w 2014 r.). Odliczenie to obejmowało jednak tylko I półrocze ub.r. Od lipca br. przekazywanie składki do OFE jest dobrowolne (jedynie ok. 18% dotychczasowych członków funduszy emerytalnych wystąpiło z wnioskiem o dalsze jej przekazywanie do II filara).

Zmiana nastawienia polityki fiskalnej była ukierunkowana na wspieranie wzrostu gospodarczego, poprzez zmniejszenie obciążeń podatkowych i składkowych wynagrodzeń w administracji publicznej i świadczeń z systemu zabezpieczenia społecznego⁸.

Przestrzeń, którą stwarza poprawiająca się sytuacja gospodarcza, ograniczenie deficytu budżetowego poniżej 3% PKB w poprzednich latach oraz utrzymujące się korzystne warunki finansowania potrzeb pożyczkowych (spadek kosztów obsługi długu), ma zostać wykorzystana do rozluźnienia polityki fiskalnej. Skala poluzowania ma być jednak umiarkowana – średnio o ok. 0,8 pkt. proc. PKB⁹ dla lat 2015-2016 (Wykres 1.19). Ponadto deficyt sektora finansów publicznych w krajach regionu – według wiosennej prognozy KE – ma zostać utrzymany w 2016 r. poniżej progu 3% PKB, z wyjątkiem Chorwacji i Rumunii. Przedstawione w najnowszych aktualizacjach Programów Konwergencji/Stabilności działania na 2016 r. po stronie dochodowej dotyczą przede wszystkim zwalczania szarej strefy oraz podwyżek akcyzy. W Estonii, Rumunii oraz na Łotwie i Węgrzech mają nastąpić obniżki obciążeń podatkowych¹⁰. Z kolei po stronie wydatkowej kraje regionu nie przewidują istotnych nowych działań oszczędnościowych, z wyjątkiem

⁸ W przypadku niektórych krajów zwiększenie wydatków dotyczyło wydatków na obronę narodową (przede wszystkim Litwa i Łotwa – o ok. 0,3-0,5% PKB).

⁹ Mierzona jako zmiana pierwotnego salda strukturalnego (saldo skorygowane o wpływ wahań cyklu koniunkturalnego oraz tzw. czynników jednorazowych), za wiosenną prognozą KE z maja 2015 r. Komisja z ostrożnością podchodziła do szacunków pozytywnego wpływu na dochody działań zmierzających do ograniczenia szarej strefy.

¹⁰ Estonia – podwyższenie kwoty wolnej w PIT, wprowadzenie systemu wsparcia dla najmniej zarabiających (zwroty podatku); Rumunia – obniżki VAT, akcyzy, zmniejszenie opodatkowania: dywidend, świadczeń emerytalno-rentowych, wynajmu nieruchomości, mikroprzedsiębiorstw oraz stawki specjalnego podatku od niektórych nieruchomości; Łotwa – zmniejszenie stawki PIT (z 24% na 23%); Węgry – obniżka stawek: PIT (z 16% na 15%), VAT na przetworzone mięso wieprzowe (z 27% na 5%) oraz podatku bankowego, podwyższenie ulgi rodzinnej dla rodzin z co najmniej dwójką dzieci.

objętej EDP Chorwacji (reforma systemu wynagrodzenia zatrudnionych w administracji publicznej, obniżki niektórych świadczeń socjalnych i wydatków w sektorze ochrony zdrowia).

Poluzowanie polityki fiskalnej nie przełoży się znacząco na zwiększenie relacji długu publicznego do PKB. Biorąc pod uwagę prognozy KE (lata 2015-2016) oraz Międzynarodowego Funduszu Walutowego¹¹ (lata 2015-2017) relacja ta ustabilizuje się lub obniży się w większości krajów regionu, z wyjątkiem Rumunii, a także Chorwacji i Słowenii (możliwość obniżenia się relacji w zależności od powodzenia planów prywatyzacyjnych w dwóch ostatnich krajach). Jedynie w tych dwóch ostatnich państwach oraz na Węgrzech zadłużenie sektora instytucji rządowych i samorządowych będzie przekraczać 60% PKB¹². Brak dostatecznego postępu w redukcji długu publicznego poniżej tego progu (po skorygowaniu nadmiernego deficytu) może oznaczać ponowne nałożenie EDP na Chorwację i Słowenię.

Chorwacja nadal pozostaje krajem, przed którym stoją największe wyzwania fiskalne. W obliczu m.in. utrzymujących się słabych perspektyw wzrostu, podejmowane działania dostosowawcze (głównie po stronie wydatkowej) będą niewystarczające do ograniczenia nadmiernego deficytu budżetowego w terminie wyznaczonym w ramach EDP (władze szacują, że nastąpi to rok po terminie, tj. w 2017 r.). Wyzwaniem dla tego kraju będzie także finansowanie wysokich bieżących potrzeb pożyczkowych i ograniczenie długu publicznego, którego relacja w do PKB jest najwyższa wśród krajów regionu.

Poluzowanie polityki fiskalnej w Rumunii, które można wiązać z przyszłorocznymi wyborami par-

lamentarnymi¹³, może przekreślić efekty znaczącej konsolidacji finansów publicznych, która miała miejsce w poprzednich latach. W marcu br. przyjęte zostały zmiany w przepisach podatkowych, dotyczące m.in. obniżek w latach 2016-2019 stawek podatkowych (VAT, akcyza, PIT, CIT) i wysokości składek na ubezpieczenie społeczne¹⁴ oraz kontynuacji działań zmierzających do ograniczenia szarej strefy. Z uwagi na dobrą realizację planu dochodów, rząd zdecydował o wprowadzeniu obniżonej stawki VAT na żywność już od połowy br. wraz z rozszerzeniem jej zakresu¹⁵. KE w swojej prognozie z maja br. szacowała, że ubytek wpływów z tytułu przyjętych zmian podatkowych przełoży się na zwiększenie się deficytu budżetowego do 3,5% PKB w 2016 r.¹⁶, co wskazuje na ryzyko ponownego objęcia Rumunii EDP. Część przyjętych działań została cofnięta przez rumuński Senat¹⁷, niemniej rząd przyjął w maju br. podwyżkę zasiłków na

¹³ W latach 2015-2016 wybory parlamentarne mają odbyć się również w Chorwacji, Polsce oraz na Litwie i Słowacji.

¹⁴ Przedstawione wówczas zmiany przewidywały:

- obniżkę stawki podstawowej VAT z 24% do 20% od 2016 r., a następnie do 18% od 2018 r., wprowadzenie obniżonej stawki VAT (9%) na nieprzetworzone produkty żywnościowe od 2016 r.,
- zniesienie specjalnego podatku od nieruchomości oraz opodatkowania dywidend,
- znaczącą obniżkę akcyzy na paliwa i wyroby spirytusowe,
- poszerzenie od 2016 r. podstawy wymiaru składek na ubezpieczenia społeczne przy jednoczesnym wprowadzeniu górnego limitu w wysokości 5-krotności przeciętnego wynagrodzenia, obniżki składek na ubezpieczenia społeczne w 2018 r.,
- obniżki PIT i CIT z 16% do 14% od 2019 r.

¹⁵ Początkowo obniżka miała objąć jedynie żywność nieprzetworzoną.

¹⁶ Władze szacują, że pomimo wprowadzonych zmian deficyt sektora finansów publicznych ukształtuje się poniżej 3% PKB, uwzględniając znaczący pozytywny wpływ poprawy ściągальności podatków. Z uwagi na istotne ryzyko co do realizacji dochodów z tego tytułu (szacunki oparte na optymistycznych założeniach), nie zostały one uwzględnione w wiosennej prognozie KE.

¹⁷ Cofnięte zostały obniżki akcyzy oraz zniesienie specjalnego podatku od nieruchomości. Zamiast zniesienia opodatkowania z dywidend będzie stosowana obniżona stawka podatku (5%).

¹¹ *Fiscal Monitor – Now Is The Time: Fiscal Policies For Sustainable Growth*, kwiecień 2015 r.

¹² KE prognozuje, że relacja długu sektora *general government* do PKB na koniec 2015 r. wyniesie na Węgrzech 75,0%, w Słowenii 81,5%, zaś w Chorwacji – 90,5%.

dzieci oraz propozycję szybszej redukcji podstawowej stawki VAT w 2016 r.¹⁸.

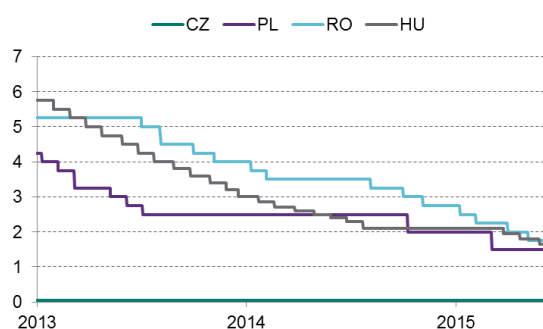
Polityka pieniężna

Deflacja oraz uruchomienie przez EBC programu skupu obligacji rządowych (w tym związane z nim ryzyko aprecjacji walut krajowych) stanowiły ważne uwarunkowania dalszego złagodzenia polityki pieniężnej w krajach EŚW spoza strefy euro. Banki centralne Polski (NBP), Rumunii (NBR) i Węgier (MNB) zdecydowały się na obniżki głównych stóp procentowych do najniższych poziomów w historii (Wykres 1.20). Pomiędzy styczniem a czerwcem 2015 r. ich łączna skala wyniosła odpowiednio: 50 pb. (do 1,5%), 100 pb. (do 1,75%) i 60 pb. (do 1,5%). Dodatkowo, MNB zdecydował się na przedłużenie programu wspierania akcji kredytowej dla małych i średnich przedsiębiorstw (*Funding for Growth Scheme+*), na który przeznaczono ok. 1,6 mld EUR, a także zdecydował, że od 23 września br. głównym instrumentem prowadzenia polityki pieniężnej będą operacje depozytowe z terminem zapadalności trzech miesięcy, natomiast ograniczane będą dwutygodniowe operacje repo. Zmiana ta ma zachęcić banki do zakupu obligacji skarbowych oraz rozwijania akcji kredytowej. Jednocześnie, NBR zdecydował się na obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej oraz zawężenie korytarza pomiędzy stopą depozytową i lombardową (z 4 do 3,5 pp.). W Czechach, w których stopa procentowa kształtuje się na poziomie bliskim zera¹⁹, bank centralny zapowiedział przedłużenie obowiązywania asymetrycznego celu kursowego (zapobieganie umocnieniu się kursu EUR/CZK powyżej poziomu 27) co najmniej do połowy 2016 r.

¹⁸ Do 19%, tj. poziomu sprzed wybuchu kryzysu na międzynarodowych rynkach finansowych.

¹⁹ Główna stopa procentowa Narodowego Banku Czech (CNB) *2W Repo rate* od listopada 2012 r. znajduje się na poziomie „technicznego zera” 0,05%, co utrudnia prowadzenie konwencjonalnej polityki pieniężnej.

Wykres 1.20. Główne stopy procentowe banków centralnych w regionie EŚW (w %)



Źródło: Reuters

Prognozy

Oczekuje się, że tempo wzrostu gospodarczego w krajach EŚW pozostanie stabilne w najbliższych latach. Najnowsze prognozy instytucji międzynarodowych (Komisja Europejska, Międzynarodowy Fundusz Walutowy, OECD, Bank Światowy) przewidują utrzymanie się tempa wzrostu gospodarczego w latach 2015-2017 na poziomie z 2014 r. Najszybciej rosnąć powinna gospodarka Polski, nieznacznie wolniej Rumunia i Słowacja. W 2015 r. wysoka dynamika wzrostu gospodarczego powinna utrzymać się również na Węgrzech. Zarówno Komisja Europejska, MFW, jak i BŚ, jedynie nieznacznie podniosły prognozy wzrostu gospodarczego dla regionu, prognozy OECD zmieniły się w większym stopniu.

Wyraźnie zostały podwyższone prognozy wzrostu dla Słowacji i Węgier. Wiąże się to z realizowaną w tych krajach polityką gospodarczą, nakierowaną na pobudzenie popytu krajowego. W związku z szybko zwiększającym się stopniem wykorzystania mocy produkcyjnych prognozowany jest także szybszy wzrost inwestycji i w efekcie PKB w Słowenii. Z kolei prognozy wzrostu obniżono dla Bułgarii (efekt niestabilności w sektorze bankowym i kryzysu politycznego oraz silnych powiązań z greckim systemem finansowym) i krajów bałtyckich (silne powiązania z gospodarką Rosji).

Popyt krajowy ma być nadal głównym czynnikiem wzrostu, aczkolwiek prognozowany jest również wzrost dynamiki eksportu. Większą niż w 2014 r. rolę odrywać ma konsumpcja prywatna, wspierana przez dalszą, jednak już nie tak szybką, poprawę sytuacji na rynku pracy i wzrost akcji kredytowej. Zmniejszy się natomiast wkład inwestycji publicznych do wzrostu PKB, zwłaszcza w 2016 r. Jest to efekt mniejszego napływu środków unijnych w związku z kończącą się perspektywą finansową na lata 2007-2013. Oczekuje się, że wzrost nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw prywatnych (już rosnących dynamicznie w Czechach, Polsce i na Słowacji) częściowo zrekompenzuje niższe inwestycje publiczne. Wzrost gospodarczy w regionie wspierany będzie nadal przez akomodacyjną politykę pieniężną, a także poluzowanie polityki fiskalnej.

Ostatnie prognozy, a także dane z początku 2015 r., wskazują na przyspieszenie eksportu. Wynikać ma ono przede wszystkim z oczekiwanego ożywienia popytu w strefie euro. W krajach EŚW ze strefy euro oraz tych utrzymujących sztywny kurs walutowy eksport wspomagany ma być również przez oczekiwaną deprecjację euro. Jednocześnie, wobec dynamicznego wzrostu popytu krajowego oraz wysokiej importochłonności eksportu (zwłaszcza w przypadku produkcji związanej z GVC), oczekuje się, że import wzrośnie w podobnym tempie co eksport. W związku z tym wkład eksportu netto do wzrostu PKB będzie bliski neutralnemu.

Główne czynniki ryzyka dla wzrostu są związane z sytuacją w otoczeniu zewnętrznym. Obejmują one ewentualne negatywne scenariusze dotyczące rozwiązania kryzysu w Grecji, przede wszystkim niekontrolowane bankructwo i wyjście tej gospodarki ze strefy euro. Istotnym czynnikiem ryzyka jest także konflikt na Ukrainie.

Inflacja w krajach EŚW powinna sukcesywnie wzrastać w latach 2015-2017. Presja deflacyjna,

która osłabła już w II kw. 2015 r., w kolejnych miesiącach nadal powinna się zmniejszać, aczkolwiek prognozy na cały 2015 r. wskazują na utrzymanie się niskiej inflacji (poniżej 1%), a w części krajów regionu (Bułgaria, Polska, Litwa, Słowacja) nawet deflacji. Jedynie w Rumunii oczekuje się spadku inflacji w 2015 r., co wynikać będzie z obniżek stawek podatków pośrednich. Inflacja w regionie pozostanie stosunkowo niska także w 2016 r.

Wzrost dynamiki cen konsumpcyjnych ma wynikać przede wszystkim z wygasania efektów niskich cen surowców energetycznych i żywności. Dodatkowo, w kierunku wzrostu inflacji bazowej oddziaływać ma domykanie się luki popytowej. Oczekiwane jest również dalsze nasilenie się presji na wzrost wynagrodzeń.

Bułgaria – powiązania z Grecją poważnym zagrożeniem dla osłabionej gospodarki

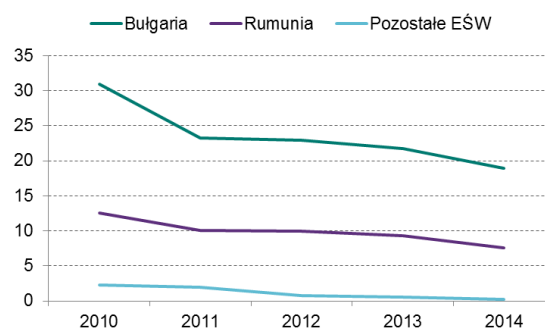
Wzrost gospodarczy w Bułgarii przyspieszył w 2014 r., pomimo niekorzystnych uwarunkowań zewnętrznych, upadłości dużego banku krajowego oraz niestabilnej sytuacji politycznej. Głównym czynnikiem wzrostu był popyt krajowy, w szczególności konsumpcja gospodarstw domowych, której dynamika wzrosła pod koniec ub.r. w wyniku poprawy nastrojów i spadającego bezrobocia. Wzrost gospodarczy wspierany był przez ekspansywną politykę fiskalną i zwiększoną absorpcję funduszy unijnych.

Dynamika PKB ponownie wzrosła w I kw. 2015 r., jednak – w konsekwencji problemów ze stabilnością sektora bankowego – wyraźnie zmieniła się struktura wzrostu. Problemy w sektorze bankowym przełożyły się na wzrost awersji do ryzyka i ograniczenie akcji kredytowej, co z kolei przyczyniło się do spowolnienia dynamiki inwestycji i konsumpcji gospodarstw domowych. Spowolnienie gospodarcze i deflacja doprowadziły do pogorszenia stanu finansów publicznych²⁰. W efekcie agencja ratingowa S&P obniżyła rating Bułgarii do poziomu „śmieciowego” (BB+); wzrosło też ryzyko objęcia Bułgarii procedurą nadmiernego deficytu. W związku z tym władze przystąpiły do konsolidacji sektora finansów publicznych, co spowodowało spadek spożycia zbiorowego w I kw. Motorem wzrostu został zatem eksport. Wzrosła sprzedaż do strefy euro (w szczególności Niemiec i Włoch), oraz do Turcji, co z nadwyżką skompensowało spadek popytu m.in. w Rosji.

²⁰ Wydatki poniesione na ratowanie stabilności sektora bankowego nie miały oficjalnie wpływu na wzrost deficytu. W 2014 r. Narodowy Bank Bułgarii zapewnił dostęp do płynności dla zagrożonego bankrutwem banku FIB oraz udzielił gwarancji dla depozytariuszy upadłego banku CCB.

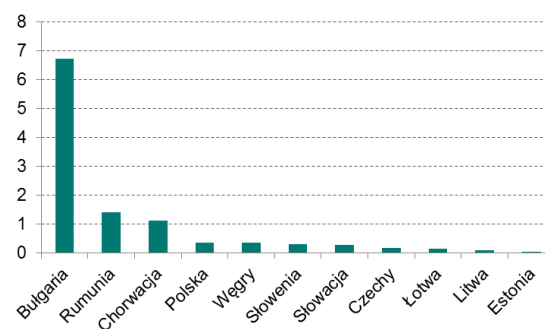
W aktualnych prognozach oczekuje się obniżenia dynamiki PKB w br. Wzrost konsumpcji gospodarstw domowych pozostanie słaby, ograniczany m.in. przez stagnację zatrudnienia, niski wzrost płac oraz mniejszą dostępność kredytu. Niekorzystnie na inwestycje będą wpływać konsekwencje bankrutwa banku CCB (*Corporate Commercial Bank*). Wobec konieczności konsolidacji sektora finansów publicznych oraz końca okresu programowania dla funduszy unijnych, oczekuje się ograniczenia spożycia zbiorowego i inwestycji publicznych. Jednocześnie, prognozy zakładają silny wzrost eksportu, napędzany popytem z krajów strefy euro oraz z krajów spoza Unii Europejskiej (m.in Turcji).

Wykres 2.1. Zobowiązania zagraniczne wobec greckich banków (w % PKB)



Źródło: BIS, IMF

Wykres 2.2. Udział eksportu do Grecji w eksporcie ogółem (w %)



Źródło: Eurostat

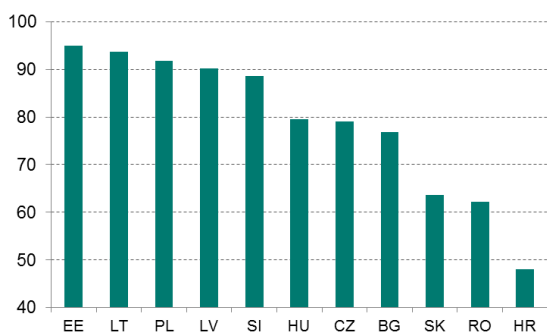
Zagrożeniem dla stabilności gospodarki bułgarskiej są jej silne powiązania z Grecją. W przeciwieństwie do większości krajów regionu (poza Rumunią), bezpośrednie powiązania gospodarcze są potencjalnym zagrożeniem w przypadku, gdyby nastąpiła niekontrolowana upadłość Grecji lub jej wyjście ze strefy euro. Grecja stanowi ważny rynek eksportowy dla gospodarki bułgarskiej. W 2014 r. blisko 7% eksportu kierowanego było do Grecji (Wykres 2.2). Greckie inwestycje stanowiły ponad 7% inwestycji zagranicznych

ogółem w Bułgarii. Dodatkowo, w 2014 r. ponad 20% aktywów sektora bankowego w Bułgarii należało do banków greckich. Bułgarski system bankowy wciąż jest uzależniony od finansowania ze strony greckich banków-matek. Zobowiązania wobec greckich banków stanowiły w 2014 r. 19% PKB Bułgarii (Wykres 2.1). Jednocześnie jednak banki z udziałem kapitału zagranicznego mają lepszą sytuację płynnościową i kapitałową niż banki krajowe.

Chorwacja – po sześciu latach recesji oczekiwany niewielki wzrost PKB

Zmniejsza się skala spadku PKB Chorwacji. Od 2008 r. obniżył się on realnie o ponad 12%. W 2014 r. zmniejszył się już tylko o 0,4%, a w IV kw. 2014 r. i I kw. 2015 r. roczna dynamika PKB wzrosła nieznacznie powyżej zera (odpowiednio 0,2% i 0,1% r/r). Główną przyczyną słabego ożywienia gospodarczego w Chorwacji jest spadek popytu wewnętrznego. Dotyczy to przede wszystkim nakładów inwestycyjnych, na które negatywnie wpływają trwający proces oddłużania się firm, konsolidacja fiskalna oraz najniższy w UE stopień wykorzystania środków unijnych (Wykres 3.1).

Wykres 3.1. Absorbacja środków finansowych z perspektywy finansowej 2007-2014, stan na II kw. 2015 r. (w %)



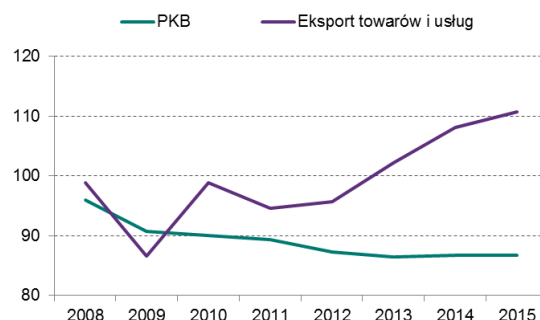
Źródło: KE

Jedynym czynnikiem, który wspiera aktywność gospodarczą w Chorwacji jest eksport, jakkolwiek jego dynamika pozostaje niska (Wykres 3.2). Ma to związek m.in. z wciąż niską konkurencyjnością chorwackich produktów na rynkach zagranicznych, co w dużej mierze jest wynikiem zbyt szybkiego wzrostu cen i płac w stosunku do tempa przyrostu wydajności pracy w okresie poprzedzającym kryzys gospodarczy. Dodatkowo, na osłabienie dynamiki eksportu wpłynęły czynniki jednorazowe, tj. restrukturyzacja przemysłu stoczniowego. Słabość dynamiki eksportu związana jest również z czynnikami strukturalnymi, np. niewielkim stopniem integracji Chor-

wacji w ramach międzynarodowych sieci produkcji oraz dominacją w eksporcie produktów i rynków cechujących się niską dynamiką popytu.

Oczekuje się, że w całym 2015 r. gospodarka Chorwacji osiągnie dodatnie tempo wzrostu. W latach 2015-2016 oczekuje się poprawy koniunktury u głównych partnerów handlowych, co przełoży się na dalszy wzrost eksportu, zwłaszcza na rynki krajów UE. Jednocześnie, popyt krajowy pozostanie słaby. W szczególności spodziewany jest dalszy spadek inwestycji, przy jedynie nieznacznym wzroście konsumpcji. Słaby popyt wewnętrzny w dalszym ciągu będzie ograniczał wzrost importu.

Wykres 3.2. PKB i eksport Chorwacji (I kw. 2008 r. =100)



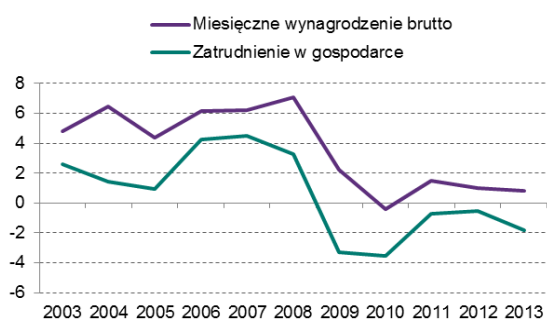
Źródło: Eurostat

Wkład popytu krajowego do wzrostu pozostanie niewielki. Spożycie indywidualne nieznacznie wzrośnie. Wzrost konsumpcji wciąż będzie jednak hamowany przez postępujący spadek zatrudnienia (Wykres 3.3) oraz trwające oddłużanie się gospodarstw domowych²¹. Ponadto dostęp do kredytu bankowego pozostanie

²¹ W latach poprzedzających światowy kryzys finansowy Chorwaci zadłużali się w szybkim tempie, korzystając z dużego napływu kapitału zagranicznego do ich gospodarki. W rezultacie dług sektora gospodarstw domowych, mierzony wartością udzielonych kredytów bankowych w relacji do PKB, wzrósł z 28% w 2004 r. do 40% w 2008 r.

utrudniony ze względu na ograniczenie finansowania banków działających w Chorwacji ze strony zagranicznych spółek matek w pierwszych latach po kryzysie.

Wykres 3.3. Dynamika nominalnych wynagrodzeń i zatrudnienia w gospodarce Chorwacji (w %, r/r)



Źródło: Croatian Bureau of Statistics

Czynnikiem ograniczającym wzrost popytu krajowego będzie trwająca konsolidacja sektora finansów publicznych. Chorwacja należy do najsilniej zadłużonych krajów regionu. Dług publiczny przekracza 80% PKB. Od 2009 r. stale wyraźnie powyżej progu 3% PKB kształtuje się deficyt sektora finansów publicznych. W efekcie, od momentu wstąpienia do UE w 2013 r. Chorwacja objęta jest procedurą nadmiernego deficytu. Chorwacja została zobowiązana do zmniejszenia deficytu do 3% PKB do 2016 r., co wiązać się będzie z licznymi cięciami wydatków publicznych w latach 2015-2016 (por. część *Polityka fiskalna*).

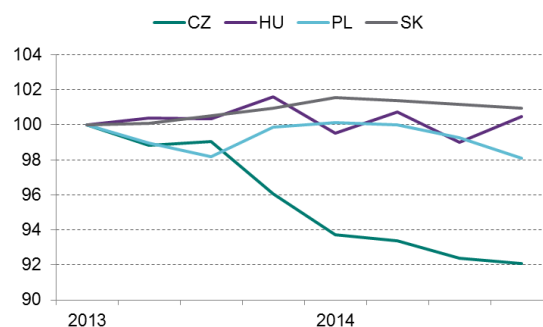
Czechy – niekonwencjonalna polityka pieniężna wspiera ożywienie gospodarcze

Gospodarka Czech w 2014 r. weszła w fazę ożywienia po dwuletniej recesji. Wzrost popytu krajowego, zarówno konsumpcja, jak i inwestycje, wspierane przez ekspansywną politykę fiskalną (m.in. wzrost wynagrodzeń w sektorze publicznym i inwestycji publicznych). W 2015 r. polityka fiskalna nadal będzie wspierać wzrost w Czechach. Oczekuje się zarówno wzrostu wydatków (dalsze podwyżki płac w sektorze publicznym i emerytur, podniesienie płacy minimalnej, utrzymanie wysokich nakładów na inwestycje publiczne), jak i zmniejszenia obciążeń podatkowych.

Ważnym czynnikiem wzrostu był także rosnący eksport. W ub.r. zwiększył się on niemal o 9%, tj. najsilniej wśród krajów EŚW. Pomimo relatywnie silnego wzrostu eksportu, wkład eksportu netto do tempa wzrostu PKB pozostawał jednak ujemny w związku z jeszcze szybszym wzrostem importu (efekt rosnącego popytu krajowego, ale także wysokiej importochłonności czeskiego eksportu).

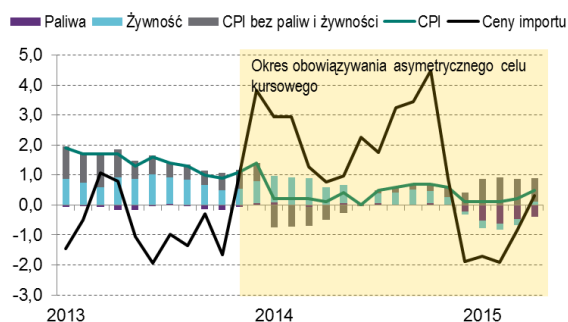
Wzrost eksportu to wynik rosnącego popytu na produkowane w Czechach samochody, ale też poprawy konkurencyjności. Wzrost produkcji i sprzedaży zagranicznej środków transportu były wynikiem m.in. wprowadzenia nowej oferty produkcyjnej przez największego producenta samochodów w Czechach (Skoda Auto). Dodatkowo, ważnym czynnikiem pobudzającym wzrost eksportu było osłabienie się realnego kursu korony. Między III kw. 2013 r. a IV kw. 2014 r. REER deflowany ULC osłabił się o 7%, podczas gdy w Polsce i na Węgrzech jego wartość praktycznie nie zmieniała się, a na Słowacji REER ULC nieznacznie się umocnił (Wykres 4.1). Spowodowało to, że Czechy stały się największym w regionie beneficjentem ożywienia eksportu w Niemczech, a także zdołały powiększyć swój udział w handlu europejskim.

Wykres 4.1. REER deflowany ULC (I kw. 2013=100)



Źródło: Eurostat

Wykres 4.2. Inflacja CPI i jej komponenty (w % i pp., r/r)



Źródło: CNB

Oslabienie kursu walutowego było przede wszystkim wynikiem niekonwencjonalnych działań Narodowego Banku Czech (CNB). Zarząd CNB, pozbawiony możliwości łagodzenia polityki pieniężnej poprzez dalsze obniżki stóp procentowych, w listopadzie 2013 r. zdecydował się na ustanowienie asymetrycznego celu kursowego (EUR/CZK na poziomie co najmniej 27, co oznaczało jednorazowe osłabienie korony wobec euro o ponad 5%²²). Jednym z podstawowych celów wprowadzenia przez CNB asymetrycznego celu kursowego było uniknięcie deflacji, która

²² Szczegóły dotyczące wprowadzenia asymetrycznego celu kursowego jako dodatkowego narzędzia polityki pieniężnej można znaleźć m.in. w materiale „Sytuacja gospodarcza w krajach Europy Środkowej i Wschodniej”, 2/2014, NBP, s. 27-28.

była realnym zagrożeniem dla wychodzącej powoli z recesji gospodarki (Wykres 4.2).

Utrzymująca się wciąż na bardzo niskim poziomie inflacja wpłynęła na decyzję CNB o przedłużeniu obowiązywania asymetrycznego celu kursowego co najmniej do II poł. 2016 r. Dodatkowo, w przypadku pogłębienia się presji deflacyjnej, osłabienia wzrostu gospodarczego czy też zakotwiczenia się oczekiwań inflacyjnych na niskim poziomie, CNB nie wyklucza dalszych działań na rzecz deprecjacji korony, aczkolwiek realizacja tych czynników ryzyka wydaje się być coraz mniej prawdopodobna.

Estonia, Litwa, Łotwa – silne powiązania z Rosją osłabiają ożywienie gospodarcze

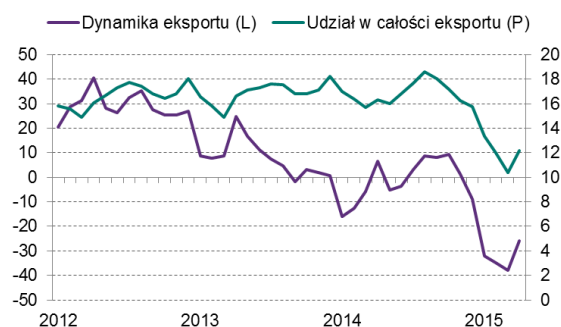
Wzrost gospodarczy w krajach bałtyckich spowolnił. Pomimo że dynamika PKB plasowała się pośród najsilniejszych w strefie euro, była ona słabsza niż w większości pozostałych krajów regionu EŚW.

Na spowolnienie aktywności gospodarczej najsilniej wpłynęły spadek inwestycji oraz spowolnienie eksportu. W obydwu przypadkach decydującym czynnikiem były: pogorszenie nastrojów wywołane konfliktem na Ukrainie, sankcje Rosji nałożone na część towarów importowanych z UE oraz recesja w Rosji. Wzrost PKB w krajach bałtyckich był podtrzymywany przede wszystkim przez konsumpcję gospodarstw domowych, napędzaną rosnącymi płacami i zatrudnieniem.

Eksport do Rosji osłabł głównie w następstwie recesji w tej gospodarce (Wykres 5.1). Pomimo istotnej roli, jaką odgrywał eksport żywności krajów bałtyckich do Rosji, wpływ sankcji wprowadzonych przez Rosję okazał się mniejszy od oczekiwań, głównie dzięki zwiększonemu eksportowi do pozostałych krajów UE (m.in. do Szwecji i Polski). Najsilniej przez rosyjskie sankcje dotknięta została Łotwa, która ma największy udział żywności w całym eksporcie do Rosji spośród wszystkich krajów EŚW. Silniejszym czynnikiem ograniczającym popyt rosyjski na towary eksportowane przez kraje bałtyckie okazały się deprecjacja rubla oraz spowolnienie gospodarcze w Rosji. Najbardziej dotknęły one eksport Litwy, przez którą przepływa najwięcej eksportu z UE do Rosji, i Łotwy. Natomiast stosunkowo mniejszy wpływ spowolnienia gospodarczego w Rosji występował w Estonii, której eksport, ze względu na najsilniejsze powiązania z krajami skandynawskimi, cechuje się najmniejszym uzależnieniem od popytu rosyjskiego. Dodatkowo, spadek eksportu towarów do Rosji negatywnie wpłynął na eksport usług związanych z transportem,

logistyką i magazynowaniem, zwłaszcza na Litwie i Łotwie, gdzie stanowi on ważną część gospodarki.

Wykres 5.1. Eksport krajów bałtyckich do Rosji (ceny bieżące) - dynamika (w %, r/r) i udział w całości eksportu (w %)

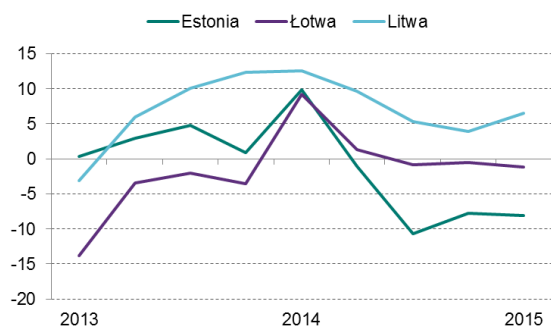


Źródło: Eurostat

Spadek popytu rosyjskiego oraz utrzymująca się niepewność co do dalszego rozwoju sytuacji w Rosji i na Ukrainie, przyczynił się do pogorszenia nastrojów przedsiębiorstw i spadku inwestycji (Wykres 5.2). Najsilniej spadły nakłady inwestycyjne w Estonii i na Łotwie, do czego przyczyniły się również czynniki krajowe. W Estonii spadły inwestycje w sektorze energetycznym, w związku z zakończeniem modernizacji w sektorze wydobywania i przetwarzania łupków bitumicznych. Na Łotwie zmniejszyły się inwestycje w sektorze metalurgicznym, co wynikało z czasowego zamknięcia największych zakładów metalurgicznych Liepajas Metalurģs. Wyjątkiem była Litwa, gdzie dynamika nakładów inwestycyjnych pozostała dodatnia. Był to efekt połączenia korzystnych warunków inwestowania dla firm prywatnych (wysoki stopień wykorzystania mocy produkcyjnych, duży zasób środków własnych w przedsiębiorstwach) oraz kontynuacji rozpoczętych w poprzednich kwartałach projektów inwestycyjnych, m.in. budowy drogi *Rail Baltica*, infrastruktury gazoportu w Kłajpedzie, czy rozbudowy sieci energetycznej. Wydaje się

jednak, że po zakończeniu ww. projektów, dynamika nakładów inwestycyjnych na Litwie również się obniży.

Wykres 5.2. Dynamika nakładów inwestycyjnych brutto (w %, r/r)



Źródło: Eurostat

Recesja w Rosji i silna deprecjacja rubla spowolniły napływ rosyjskich inwestycji bezpośrednich do krajów bałtyckich. Rosyjskie inwestycje bezpośrednie zmniejszyły się na Litwie, a ich napływ do Estonii silnie spowolnił. Wyjątkiem była Łotwa, gdzie napływ rosyjskich inwestycji bezpośrednich zaczął gwałtownie przyspieszać wraz z narastaniem konfliktu rosyjsko-ukraińskiego. Wynika to z faktu, że Łotwa jest częściowo postrzegana jako alternatywa dla in-

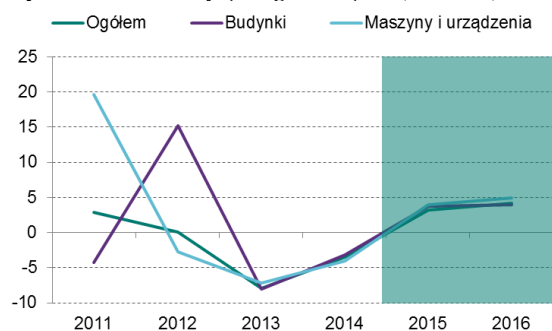
westycji na Ukrainie oraz z rozwiązań prawnych promujących zagraniczne inwestycje. Prawo łotewskie umożliwia nabycie tymczasowego prawa pobytu na Łotwie (tym samym w UE) dla inwestorów, którzy zainwestowali na łotewskim rynku kapitałowym, bądź nabyli nieruchomość o ustalonej minimalnej wartości. Spowodowało to zwiększony napływ inwestycji zagranicznych spoza UE na Łotwę. Stąd, wobec spowolnienia gospodarczego w Rosji, deprecjacji rubla oraz możliwości dalszych sankcji UE wobec Rosji, inwestycje na Łotwie są traktowane jako bezpieczna lokata dla kapitału pochodzącego z Rosji oraz jako zapewnienie prawa do przebywania na terenie UE.

Konflikt rosyjsko-ukraiński przyczynił się do silniejszego napływu depozytów nierezydentów do banków w krajach bałtyckich. Odzwierciedlało to tendencje wśród rosyjskich i ukraińskich przedsiębiorstw (oraz w mniejszym stopniu gospodarstw domowych) do zabezpieczania w ten sposób kapitału przed skutkami deprecjacji rubla i hrywny.

Rumunia – zastój inwestycyjny dobiega końca dzięki zmianom regulacyjnym i podatkowym

Spadek nakładów inwestycyjnych w Rumunii był jedną z głównych przyczyn spowolnienia gospodarczego w 2014 r. (Wykres 6.1). Słabnąca aktywność inwestycyjna wiązała się z wyraźnym spadkiem inwestycji publicznych, w tym niedostatecznym wykorzystaniem środków z funduszy unijnych²³. Absorpcja funduszy z UE jest hamowana przez nieprzejrzyste prawo o zamówieniach publicznych oraz nieefektywny system selekcji projektów, który przekłada się na silne rozdrobnienie realizowanych projektów. Wg. szacunków MFW, w 2014 r. w Rumunii realizowanych było ponad 500 projektów infrastrukturalnych o łącznej wartości niemal 1/3 PKB, o bardzo długim, dochodzącym do kilkudziesięciu lat, terminie ich zakończenia²⁴. Realizacji projektów inwestycyjnych nie sprzyjał również kalendarz wyborczy. W 2014 r. miały miejsce wybory prezydenckie²⁵, co spowodowało, że większą uwagę władze Rumunii przykładały do zwiększenia doraźnych wydatków konsumpcyjnych niż do kontynuowania długookresowych inwestycji.

Wykres 6.1. Inwestycje wg rodzajów (w %, r/r)



Źródło: Komisja Europejska, Spring 2015 Forecast

²³ Według szacunków MFW, gdyby Rumunia w pełni wykorzystywała środki z UE przeznaczone na inwestycje infrastrukturalne, to średnioroczne tempo wzrostu gospodarczego byłoby wyższe o 0,5 pp. w średnim okresie.

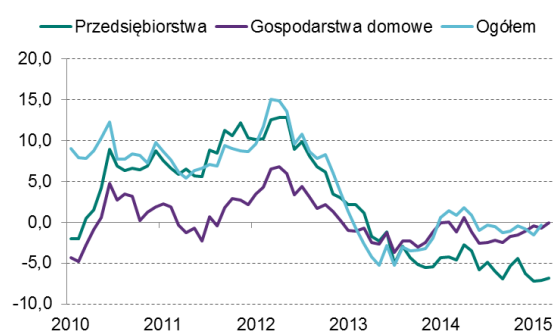
²⁴ MFW, 2015, Romania Selected Issues, IMF Country Report No. 15/80

²⁵ Jednym z kandydatów na prezydenta był urzędujący prezes rady ministrów.

Słabnąca akcja kredytowa wpłynęła na spadek inwestycji firm prywatnych. Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw sektora niefinansowego spada od II kw. 2013 r. (Wykres 6.2). W kwietniu 2015 r. wyniosła ona -6%. Niższą dynamikę wśród krajów regionie EŚW notują tylko zmagające się z poważnymi trudnościami w sektorach bankowych Bułgaria i Słowenia.

Za ograniczenie akcji kredytowej dla przedsiębiorstw odpowiadało m.in. trwające delewarowanie rumuńskiego sektora bankowego. W 2014 r. wartość zobowiązań banków działających w Rumunii wobec banków zagranicznych (*foreign claims*) zmniejszyła się o 15%, a od 2008 r. spadek ten wyniósł 30%. Tym samym bazujący na finansowaniu zagranicznym system bankowy zmuszony było ograniczać podaż nowych pożyczek.

Wykres 6.2. Kredyt krajowy (w %, r/r)



Źródło: NBR

Polityka banków działających w Rumunii koncentrowała się na poprawie jakości portfela kredytowego. W kwietniu 2014 r. odsetek kredytów zagrożonych wyniósł ponad 20% i był najwyższy wśród krajów EŚW. Rok później zmniejszył się o 6 pp. Redukcja zagrożonych kredytów (poprzez ich sprzedaż, tworzenie odpisów i dodatkowych rezerw) przełożyła się nie tylko na niższe zyski banków, ale także na bardziej

ostrożne podejście do udzielania nowych kredytów. Dotknęło to przede wszystkim kredytów dla przedsiębiorstw, zwłaszcza kredytów denominowanych w walutach obcych²⁶.

Rząd Rumunii aktywnie wspiera inwestycje, co rekompensuje pogorszenie się możliwości finansowania gospodarki przez sektor bankowy.

Od II poł. 2014 r. reinwestowane zyski przedsiębiorstw są zwolnione od podatku, jeżeli zostaną przeznaczone na inwestycje w środki trwałe lub badania i rozwój. Dodatkowo, przyspieszono okres amortyzacji niektórych aktywów dla celów podatkowych. W styczniu br. rząd Rumunii zdecydował się również na obniżenie stawki podatku od budowli (do 1%). Polityka rządowa pobudziła inwestycje, które na przełomie 2014 i 2015 r. wzrosły w ujęciu rocznym po raz pierwszy od I poł. 2012 r. Wzrost nakładów inwestycyjnych miał decydujący wpływ na przyspieszenie dynamiki PKB w Rumunii w I kw. 2015 r. do 4,2% r/r, tj. najwyższego poziomu w UE. Co więcej, prognozy instytucji zewnętrznych wskazują, że w latach 2015-2016 inwestycje będą miały znaczący dodatni wkład do wzrostu gospodarczego, w przeciwieństwie do większości pozostałych gospodarek EŚW, gdzie ich wkład będzie się stopniowo zmniejszał.

Rząd podejmuje także działania wspierające wzrost konsumpcji gospodarstw domowych.

W kwietniu 2015 r. zdecydowano się obniżyć stawkę podatku VAT na żywność i napoje bezalkoholowe z 24 % do 9%.

²⁶Kredyty walutowe w Rumunii, przede wszystkim denominowane w euro, na początku 2015 r. wciąż stanowiły ponad połowę stanu wszystkich kredytów dla przedsiębiorstw.

Słowacja – oczekiwany wzrost eksportu i produkcji przemysłowej wzmocni wzrost gospodarczy

Wzrost gospodarczy na Słowacji w 2014 r. opierał się przede wszystkim na popycie krajowym. W 2015 r. oczekuje się dalszego wzrostu popytu krajowego, który wspierany będzie przez politykę fiskalną. W związku z planowanymi na 2016 r. wyborami parlamentarnymi rząd zapowiedział wprowadzenie szeregu działań mających wspierać konsumpcje gospodarstw domowych, m.in. podniesienie płacy minimalnej, podniesienie płac w sektorze publicznym, zmniejszenie kosztów ubezpieczenia zdrowotnego, czy też obniżki cen gazu dla gospodarstw domowych.

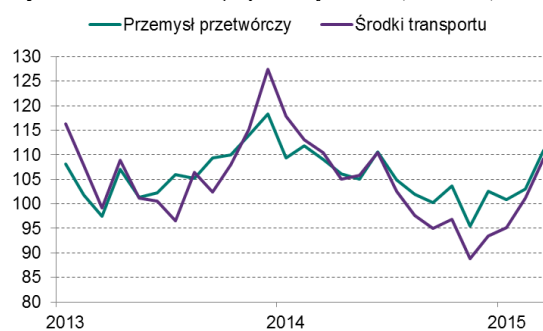
W 2014 r. dynamika eksportu spowolniła, co wiązało się zarówno z czynnikami popytowymi, jak i z aprecjacją kursu walutowego. Spadek dynamiki eksportu miał miejsce w przypadku większości rynków eksportowych, jednak najbardziej zauważalny był on w przypadku krajów spoza UE. Bardzo wyraźnie zmniejszyła się sprzedaż na rynek rosyjski (o 35% r/r). Większy wpływ na spowolnienie słowackiego eksportu miały jednak spadki wartości sprzedaży do Stanów Zjednoczonych oraz na rynki azjatyckie, głównie do Chin. Jeszcze pod koniec 2013 r. kraje te należały do najdynamiczniej rosnących odbiorców słowackiego eksportu, co pozwalało amortyzować spadki sprzedaży na rynki europejskie²⁷.

Dodatkowym czynnikiem wpływającym na osłabienie eksportu było umocnienie się euro wobec walut pozostałych krajów EŚW: Polski, Węgier, a przede wszystkim Czech (efekt wprowadzenia asymetrycznego celu kursowego). Aprecjacja euro spowodowała osłabienie pozycji

słowackich eksporterów na rynkach sąsiednich krajów, a także nie pozwoliła w pełni wykorzystać szans związanych z przyspieszeniem eksportu Niemiec. Według szacunków NBS, w 2014 r. tempo wzrostu eksportu Słowacji, po raz pierwszy od wybuchu globalnego kryzysu, było niższe zarówno od tempa wzrostu niemieckiego eksportu, jak i od tempa wzrostu popytu na rynkach eksportowych.

Spowolnienie eksportu wpłynęło na pogorszenie koniunktury w proeksportowo nastawionym przetwórstwie przemysłowym Było to widoczne przede wszystkim w działach najsilniej zintegrowanych z międzynarodowymi sieciami produkcyjnymi (GVC), czyli przemyśle motoryzacyjnym oraz produkcji maszyn i urządzeń²⁸ (Wykres 7.1).

Wykres 7.1. Produkcja przemysłowa (w %, r/r)



Źródło: Urząd Statystyczny Słowacji

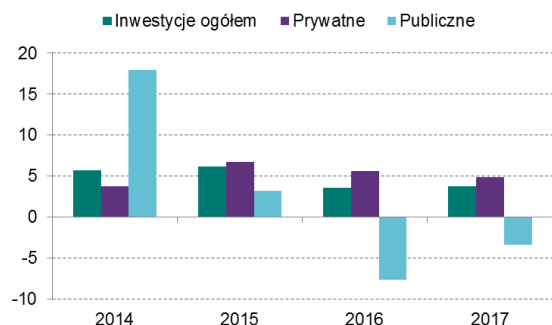
Konsekwencją osłabienia produkcji przemysłowej było zmniejszenie stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych i niewielki wzrost inwestycji prywatnych. Co prawda, dynamika nakładów inwestycyjnych brutto w gospodarce zwiększyła się w 2014 r. o ponad 5%, to jednak

²⁷ Relatywnie silny popyt spoza UE ograniczył skalę spowolnienia gospodarczego na Słowacji w latach 2012-2013 i pozwolił na uniknięcie recesji, co miało miejsce m.in. w sąsiednich Czechach i na Węgrzech.

²⁸ Produkcja komputerów i urządzeń elektronicznych w IV kw. 2014 r. spadła o 2% r/r, a w przemyśle samochodowym spadek produkcji wyniósł 7% r/r.

było to zasługą przede wszystkim rosnących w tempie niemal 20% r/r inwestycji publicznych.

Wykres 7.2. Nakłady inwestycyjne (w %, r/r)



Źródło: NBS, Medium-term Forecast, Maj 2015 r.

W I kw. 2015 r. wzrost gospodarczy na Słowacji przyspieszył do 2,9% r/r, co w dużej części wynika z poprawy koniunktury w sektorze eksportowym. Dynamika eksportu towarów i usług wzrosła do 6,9%. Wynikało to przede wszystkim z odbudowy popytu na towary produkowane w ramach międzynarodowych sieci produkcyjnych (m.in. wyraźnie przyspieszyła sprzedaż, a także

produkcja, samochodów). Przyspieszeniu eksportu sprzyjała także deprecjacja euro, związana z uruchomieniem przez EBC programu skupu obligacji rządowych.

Oczekuje się, że poprawa koniunktury w przetwórstwie przemysłowym wpłynie na wzrost inwestycji prywatnych. Prognozy NBS wskazują, że tempo wzrostu inwestycji prywatnych przyspieszy do blisko 7% w 2015 r., a w kolejnych dwóch latach będzie się kształtowało na poziomie ok. 5% (Wykres 7.2). Będzie to związane ze wzrostem stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych, a także z łagodzeniem polityki kredytowej i spadkiem kosztów uzyskania kredytu dla przedsiębiorstw. Wzrost nakładów inwestycyjnych sektora przedsiębiorstw pozwoli zamortyzować spadek inwestycji publicznych, wynikający z zatrzymania napływu środków europejskich w ramach zakończonej perspektywy finansowej 2007-2013.

Słowenia – ożywienie osłabiane przez skutki kryzysu zadłużeniowego

W 2014 r. gospodarka Słowenii wyszła z trwającej dwa lata recesji. Do poprawy koniunktury w ub.r. przyczyniły się głównie rosnący eksport oraz wysokie inwestycje infrastrukturalne, współfinansowane z funduszy unijnych. Po trzech latach spadku wzrosła konsumpcja gospodarstw domowych, jakkolwiek jej dynamika jest niska. Natomiast sektor rządowy w dalszym ciągu ograniczał konsumpcję w ramach trwającej konsolidacji fiskalnej.

Przyspieszenie dynamiki eksportu Słowenii w ostatnich dwóch latach było wspierane przez poprawę konkurencyjności (Wykres 8.1). W sektorach dóbr podlegających wymianie międzynarodowej wzrosła wydajność pracy, przy jednoczesnym spadku płac. Na wzrost konkurencyjności miała również wpływ zmiana struktury towarowej słoweńskiego eksportu. Wzrósł bowiem udział produktów zaawansowanych technologicznie.

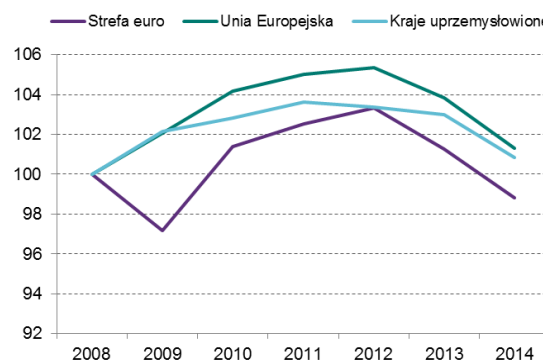
Mimo postępów w naprawie sektora bankowego, ograniczona podaż kredytu bankowego nadal hamuje ożywienie. Słoweński sektor bankowy jest w fazie restrukturyzacji, obejmującej transfer „złych aktywów” do specjalnie utworzonej w tym celu instytucji²⁹ oraz fuzje i prywatyzację części banków. Rezultatem tych działań, jest poprawa zyskowności podmiotów bankowych oraz jakości portfeli kredytowych banków. Kredyt dla firm i gospodarstw domowych nadal jednak silnie spada.

W 2015 r. eksport i inwestycje publiczne pozostaną głównymi motorami wzrostu słoweńskiej gospodarki (Wykres 8.2). Ich rola będzie jednak stopniowo maleć i związku z tym oczekiwać można spadku dynamiki PKB. W przypadku

²⁹ Bank Asset Management Company (BAMC) odkupił portfel niespłacanych kredytów od dwóch największych słoweńskich banków, przekazując w zamian obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa o wartości 2,9% PKB.

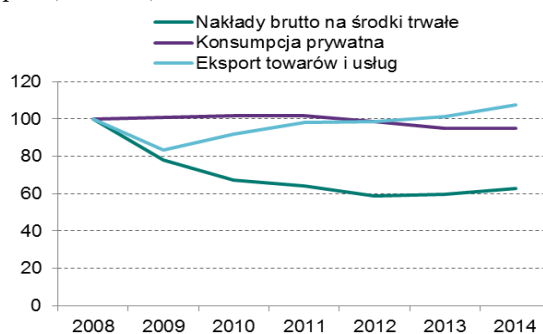
inwestycji publicznych, podobnie jak w innych krajach regionu EŚW, wiązać się to będzie z zakończeniem okresu nałożenia się dwóch perspektyw finansowych UE. Wzrosnąć ma natomiast dynamika spożycia indywidualnego, wspierana przez powolny wzrost zatrudnienia i oczekiwany wzrost płac. Natomiast konsumpcja publiczna obniży się w związku z dalszym ograniczeniem wydatków budżetowych. Prognozowane jest także przyspieszenie inwestycji prywatnych, któremu sprzyjać będzie wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych. Wzrost inwestycji prywatnych będzie jednak najprawdopodobniej ograniczany przez trwający proces oddłużania się przedsiębiorstw.

Wykres 8.1. Realny efektywny kurs walutowy deflowany ULC w przetwórstwie przemysłowym Słowenii według partnerów handlowych (2008=100)



Źródło: Komisja Europejska

Wykres 8.2. Konsumpcja prywatna, inwestycje i eksport (2008=100)



Źródło: Eurostat

Węgry – ożywienie wspierane przez aktywną politykę państwa

Wysokie na tle pozostałych krajów EŚW tempo wzrostu gospodarczego na Węgrzech jest wspomagane przez aktywną politykę państwa. Działania te obejmują m.in. obniżki stóp procentowych, wspieranie akcji kredytowej dla MŚP poprzez niestandardowe instrumenty banku centralnego czy też wzrost zatrudnienia w sektorze publicznym.

W latach 2015-2016 oczekuje się spowolnienia wzrostu gospodarczego na Węgrzech, głównie w skutek wyhamowania szybkiego wzrostu inwestycji. Dynamika nakładów inwestycyjnych wyraźnie spadła z dwucyfrowych poziomów notowanych jeszcze w 2013 r. i trzech pierwszych kwartałach 2014 r. Wynikało to – z jednej strony – z ograniczenia inwestycji publicznych współfinansowanych ze środków UE (po okresie ich intensywnej realizacji poprzedzającej zakończenie perspektywy finansowej 2007-2013), z drugiej zaś, z zakończenia dużych projektów rozbudowujących moce produkcyjne w sektorze motoryzacyjnym. Czynniki te wyjaśniają prognozowany spadek dynamiki inwestycji na Węgrzech w latach 2015-2016 względem wysokiego poziomu z 2014 r.

Jednocześnie ma przyspieszyć konsumpcja gospodarstw domowych, za sprawą m.in. poprawy sytuacji dochodowej osób, które zaciągnęły kredyty walutowe. W czerwcu 2014 r. rząd Węgier zobowiązał banki do zwrotu swoim klientom skumulowanej wartości niesłusznie zawyżonego oprocentowania kredytów walutowych oraz niekorzystnych różnic kursowych. Szacunkowa wartość tych zobowiązań to ok. 2-3 mld EUR. O tę kwotę zmniejszone zostały zobowiązania węgierskich gospodarstw domowych, co przełożyło się na zmniejszenie ich comiesięcznych obciążeń związanych ze spłatą kredytów. Jednocześnie, przyjęty jeszcze w październiku 2014 r., a wprowadzony w życie w lutym 2015 r.

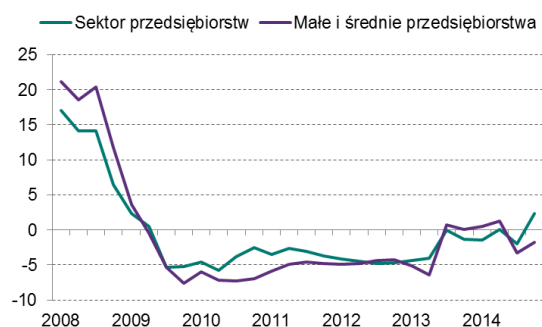
program konwersji kredytów walutowych (przebieżącym denominowanych w CHF i EUR) na walutę krajową zabezpieczył węgierskich konsumentów przed silnym osłabieniem się kursu CHF/HUF na początku br. Działania te – w połączeniu z poprawą siły nabywczej dochodów wskutek spadku cen konsumpcyjnych – wspierają prognozowane przyspieszenie konsumpcji gospodarstw domowych.

Wprowadzenie programu *Funding for Growth Scheme+* (FGS+) nie zdoła w pełni zrekomensować spadku nakładów inwestycyjnych pozostałych podmiotów sektora prywatnego i publicznego. Narodowy Bank Węgier (MNB) nadal aktywnie wspiera działalność inwestycyjną małych i średnich przedsiębiorstw (Wykres 9.1). W marcu br. uruchomiono drugi etap programu FGS+, MNB zobowiązał się przekazać bankom 500 mld HUF (ok. 1,6 mld EUR) nieoprocentowanych środków, które mają być następnie przeznaczone na niskooprocentowane pożyczki (z oprocentowaniem do 2,5%) dla MŚP. W odróżnieniu od I fazy programu FGS³⁰, wprowadzonej w 2013 r., kredyty te mają być udzielane nie tylko podmiotom charakteryzującym się niskim ryzykiem kredytowym, ale także tym o podwyższonym ryzyku. Dlatego też MNB dodatkowo zobowiązał się do poniesienia połowy ewentualnych strat z tytułu niespłaconych kredytów, jednak ograniczył swoją odpowiedzialność do 2,5% portfela kredytowego banków. Skuteczność FGS+ - szczególnie w zakresie pobudzania akcji kredytowej także w segmentach niesubsydiowanych kredytów - może być częściowo ograniczana przez pogorszenie się zyskowności banków w

³⁰ Wg MNB pierwsza faza programu zakończyła się dużym sukcesem i w latach 2013-2014 podwyższył on PKB o 0,3-0,9%. Szacunki instytucji międzynarodowych zakładały mniejszy, acz również korzystny wpływ (ok. 0,2-0,3%).

związku z ponoszonymi przez nie kosztami uregulowania problemu kredytów walutowych.

Wykres 9.1. Kredyt dla przedsiębiorstw niefinansowych (w %, r/r)

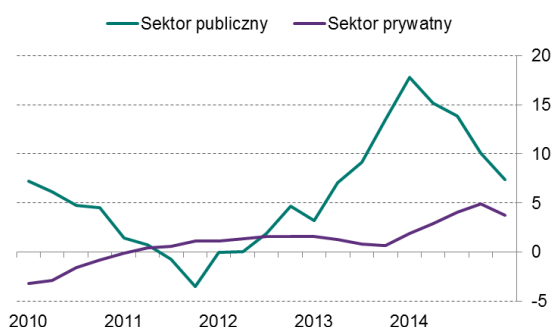


Źródło: KSH

Rząd nadal zamierza prowadzić politykę aktywnego wspierania koniunktury, m.in. poprzez program prac publicznych. Od 2013 r. na Węgrzech miał miejsce wyraźny spadek stopy bezrobocia (z 11,1% w styczniu 2013 r. do 7,3% w marcu 2015 r.) i wzrost zatrudnienia (o 344 tys. osób, czyli 9,1% w tym okresie) (Wykres 9.2). W części było to wynikiem nowych inwestycji w sektorze przetwórstwa przemysłowego (m.in. w wyniku inwestycji w sektorze motoryzacyjnym czy też inwestycji MŚP w związku z programem FGS), jednak największy wpływ na poprawę sytuacji na rynku pracy miał wprowadzony w 2012 r. i rozszerzany w kolejnych latach, plan prac publicznych³¹. W 2014 r. zasięg prac publicznych ponownie się zwiększył. Średnia liczba zatrudnionych w ramach tego planu wyniosła ponad 170 tys. (tj. więcej o ok. 40 tys. osób niż w 2013 r.). W 2015 r. planowane jest dalsze rozszerzenie skali programu (o ok. 50 tys. osób), co według szacunków rządu powinno przyczynić się do spadku stopy bezrobocia o kolejny 1 pp.

³¹ Por. Polityka gospodarcza Węgier w NBP, 2015, Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej, nr 1/2015

Wykres 9.2. Zatrudnienie (w %, r/r)



Źródło: KSH

Popyt krajowy na Węgrzech wspierać mają także zmiany podatkowe. Począwszy od 2016 r. zmniejszona będzie stawka PIT (z 16% do 15%), stawka VAT na wieprzowinę (z 23% do 5%), wzrosną zasiłki dla rodzin posiadających więcej niż dwoje dzieci oraz zniesionych zostanie część opłat administracyjnych. Dodatkowo, obniżona ma być stawka podatku bankowego (z 0,53% do 0,31% aktywów), co może pozytywnie wpłynąć na słabą w ostatnich latach akcją kredytową na Węgrzech. Łączny koszt tych zmian dla budżetu ma wynieść 220 mld HUF (0,8% PKB) i ma być rekompensowany przez szybszy od oczekiwanego wzrost gospodarczy oraz lepszą ściągalność podatków³².

³² Węgry współdziałają z Austrią, Bułgarią, Czechami i Słowacją w celu walki z unikaniem płacenia VAT.

Aneks statystyczny

1. Rachunki narodowe

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

	2013	2014	I 2014	II 2014	III 2014	IV 2014	I 2015
Bułgaria	0,9	1,7	1,5	1,8	1,5	1,3	2,0
Chorwacja	-0,9	-0,4	-0,5	-0,9	-0,3	0,2	0,1
Czechy	-0,9	2,0	2,2	2,1	2,3	1,3	4,0
Estonia	0,8	2,1	0,7	2,7	2,3	2,6	1,7
Litwa	3,3	2,9	2,3	3,3	2,3	2,0	2,0
Łotwa	4,1	2,4	3,4	3,3	2,7	2,6	1,5
Polska	1,6	3,4	3,6	3,4	3,4	3,5	3,5
Rumunia	3,5	2,8	4,0	1,8	2,9	2,7	4,1
Słowacja	0,9	2,4	2,2	2,4	2,5	2,6	2,9
Słowenia	-1,1	2,6	1,8	2,8	3,1	2,1	3,0
Węgry	-1,1	3,6	3,6	3,8	3,4	3,3	3,3

Źródło: Eurostat, dane wyrównane sezonowo, ceny stałe z 2010 r., wyrównanie sezonowe dla Słowacji nie obejmuje ilości dni roboczych.

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

	2013	2014	I 2014	II 2014	III 2014	IV 2014	I 2015
Bułgaria	-2,3	2,0	2,1	0,9	1,7	2,2	1,0
Chorwacja	-1,2	-0,7	-0,8	-0,8	-1,1	-0,1	0,2
Czechy	0,1	1,7	1,1	2,0	1,7	2,0	3,0
Estonia	4,2	4,1	4,1	3,7	4,8	4,0	2,8
Litwa	4,7	5,6	5,6	6,4	4,2	6,4	3,8
Łotwa	5,4	2,3	3,7	2,7	1,7	2,3	2,0
Polska	0,8	3,0	2,5	3,0	3,4	3,2	3,7
Rumunia*	1,3	4,5	5,9	3,8	3,9	4,5	4,4
Słowacja	-0,1	2,2	2,0	2,1	2,3	2,5	1,6
Słowenia	-2,7	0,3	0,8	0,5	0,6	-0,6	0,2
Węgry	0,3	1,6	1,1	1,8	1,5	1,8	2,5

Źródło: Eurostat, dane wyrównane sezonowo, ceny stałe z 2010 r., wyrównanie sezonowe dla Słowacji nie obejmuje ilości dni roboczych.

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

	2013	2014	I 2014	II 2014	III 2014	IV 2014	I 2015
Bułgaria	-0,3	2,8	4,8	5,1	4,4	3,3	2,1
Chorwacja	-1,3	-4,0	-2,0	-4,6	-3,6	-4,0	-0,5
Czechy	-3,5	4,5	2,8	5,3	5,5	4,3	3,2
Estonia	1,1	-2,8	9,8	-1,1	-10,7	-7,8	-8,1
Litwa	12,8	8,0	12,6	9,7	5,3	4,0	6,5
Łotwa	-4,3	1,3	9,2	1,3	-0,8	-0,5	-1,2
Polska	-0,2	9,2	8,4	9,7	9,7	10,0	10,0
Rumunia	4,9	-17,5	-7,3	-8,2	-2,1	2,7	8,0
Słowacja	-4,3	5,7	3,5	5,7	7,9	5,7	6,9
Słowenia	0,2	4,8	4,8	7,1	7,8	-0,5	-0,8
Węgry	5,8	11,7	18,3	16,6	14,6	-1,3	-3,5

Źródło: Eurostat, dane wyrównane sezonowo, ceny stałe z 2010 r., wyrównanie sezonowe dla Słowacji nie obejmuje ilości dni roboczych.

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

	2013	2014	I 2014	II 2014	III 2014	IV 2014	I 2015
Bułgaria	8,9	2,2	2,1	3,0	-2,8	5,4	12,9
Chorwacja	-1,2	6,3	11,6	10,1	4,9	5,7	7,1
Czechy	0,2	8,8	11,6	9,1	7,2	7,4	7,7
Estonia	1,8	2,9	-0,8	0,3	4,9	7,5	1,9
Litwa	10,3	3,4	0,1	4,5	4,8	4,2	4,5
Łotwa	1,0	2,2	2,2	1,8	1,9	3,0	2,9
Polska	4,6	5,7	7,3	5,9	4,6	6,3	6,8
Rumunia	13,5	8,1	15,2	7,2	7,7	3,9	9,0
Słowacja	4,5	4,6	11,8	4,7	1,8	0,5	4,2
Słowenia	2,9	6,3	3,8	5,0	6,8	7,0	5,5
Węgry	5,3	8,7	8,2	9,3	8,0	9,5	10,2

Źródło: Eurostat, dane wyrównane sezonowo, ceny stałe z 2010 r., wyrównanie sezonowe dla Słowacji nie obejmuje ilości dni roboczych.

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

	2013	2014	I 2014	II 2014	III 2014	IV 2014	I 2015
Bulgaria	5,7	3,8	5,5	3,7	2,6	7,5	9,7
Chorwacja	-2,0	3,0	8,5	3,3	5,2	0,7	5,6
Czechy	0,6	9,5	10,6	11,4	7,9	8,5	9,0
Estonia	2,6	2,5	3,5	-1,5	2,8	5,3	-1,2
Litwa	10,3	5,7	-1,1	8,8	5,3	9,6	9,0
Łotwa	-1,7	1,6	1,0	2,8	-0,2	2,3	-1,1
Polska	1,2	9,1	7,6	10,8	7,9	9,1	6,7
Rumunia	2,4	7,7	12,0	6,5	6,6	6,6	11,6
Słowacja	2,9	5,0	12,2	6,4	1,9	-0,1	4,0
Słowenia	1,3	4,1	2,7	4,2	5,3	2,5	5,3
Węgry	5,3	10,0	9,0	10,6	11,1	9,4	7,8

Źródło: Eurostat, dane wyrównane sezonowo, ceny stałe z 2010 r., wyrównanie sezonowe dla Słowacji nie obejmuje ilości dni roboczych.

2. Wskaźniki koniunktury i aktywności gospodarczej

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

	09.2014	10.2014	11.2014	12.2014	01.2015	02.2015	03.2015	04.2015
Bułgaria	0,5	-0,4	0,3	1,9	1,3	2,0	3,0	2,1
Chorwacja	3,8	2,8	2,8	5,3	-4,9	1,8	3,4	1,2
Czechy	6,5	3,4	4,7	5,1	5,0	4,5	3,7	4,2
Estonia	3,8	2,3	4,6	9,8	1,6	4,4	1,3	-0,2
Litwa	-0,1	1,4	5,0	2,8	2,0	5,3	4,0	2,8
Łotwa	0,3	0,1	-2,3	-0,6	-2,1	-1,4	9,1	10,1
Polska	2,0	1,9	0,3	5,8	4,0	4,9	5,8	2,7
Rumunia	4,5	3,7	3,2	3,5	3,6	3,3	2,7	4,1
Słowacja	2,8	4,9	0,9	3,8	3,7	2,8	6,2	3,7
Słowenia	1,7	3,3	2,9	0,4	4,7	5,3	3,9	4,2
Węgry	5,6	1,9	5,7	5,0	8,5	6,0	8,8	6,1

Źródło: Eurostat

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

	09.2014	10.2014	11.2014	12.2014	01.2015	02.2015	03.2015	04.2015
Bułgaria	4,7	3,5	3,0	5,1	4,0	2,7	1,7	1,8
Chorwacja	1,6	1,2	2,2	2,2	3,3	2,0	0,9	-
Czechy	2,7	5,4	2,0	4,4	6,5	6,5	4,6	5,9
Estonia	8,3	6,0	8,8	7,8	2,6	5,2	2,7	1,7
Litwa	5,0	5,4	5,0	5,4	3,3	4,7	4,8	3,9
Łotwa	3,1	4,5	4,6	3,4	6,9	9,1	6,6	3,8
Polska	-1,1	1,8	2,3	3,2	6,9	7,6	8,6	4,9
Rumunia	5,4	5,4	6,9	6,4	6,4	3,2	0,6	7,4
Słowacja	4,2	5,4	3,0	4,0	0,5	0,4	0,9	0,1
Słowenia	3,6	-0,8	-0,9	-1,6	-0,1	2,4	0,1	-1,0
Węgry	4,9	5,2	5,1	6,0	7,1	5,9	5,0	5,1

Źródło: Eurostat

Tabela 8. Wskaźnik zaufania konsumentów

	11.2014	12.2014	01.2015	02.2015	03.2015	04.2015	05.2015	06.2015
Bułgaria	0,8	-1,7	-2,9	-2,7	5,5	-2,4	0,8	2,7
Chorwacja	-2,0	5,9	-1,8	0,8	-2,6	1,5	6,4	-2,5
Czechy	-0,1	-3,3	-1,3	5,5	1,1	2,7	0,3	-3,4
Estonia	2,3	-2,6	-1,7	3,0	2,4	-0,3	-2,8	-4,6
Litwa	-3,1	-6,5	1,0	3,1	0,8	1,8	4,1	1,8
Łotwa	3,2	-5,6	-1,5	2,6	2,3	0,8	-1,7	0,1
Polska	-4,6	-1,0	-0,2	4,3	1,3	1,0	-2,7	1,7
Rumunia	3,0	0,1	-1,9	3,4	5,1	2,3	2,8	0,0
Słowacja	0,4	0,5	-3,8	3,7	0,3	4,4	-1,8	2,0
Słowenia	5,0	-3,3	7,2	1,4	-7,1	-0,2	3,2	-1,0
Węgry	0,7	-3,6	3,4	0,8	-2,2	-3,1	-1,2	2,0

Źródło: Komisja Europejska, CNB

Tabela 9. Wskaźnik zaufania w przemyśle

	11.2014	12.2014	01.2015	02.2015	03.2015	04.2015	05.2015	06.2015
Bułgaria	0,0	0,4	0,8	2,5	-1,3	1,2	0,2	1,4
Chorwacja	29,0	16,0	16,0	16,00	10,0	10,0	10,0	
Czechy	3	3,4	2,4	2,2	4,1	3,6	3,9	5,2
Estonia	0,5	-1,2	-1,3	-2,1	-4,1	-3,1	-2,4	-4,9
Litwa	-5,2	-7,9	-10,3	-10,8	-5,1	-3,6	-11,1	-13,0
Łotwa	-4,2	-7,1	-6	-8,1	-7,5	-5,4	-6,2	-7,7
Polska	-11,9	-11,9	-11,2	-12,1	-11,8	-11,5	-12	-12,9
Rumunia	-0,1	0,6	0,7	-0,2	0,0	-0,2	1,6	-0,8
Słowacja	9,0	1,2	2,1	8,5	1,8	6,9	-1,3	5,3
Słowenia	4,3	3,6	4,6	4,3	8,1	5,0	5,5	4,5
Węgry	8,3	5,2	3,8	4,4	6,2	6,8	2,8	6,0

Źródło: Komisja Europejska, OeKB

Tabela 10. Wskaźnik PMI w przemyśle przetwórczym

	11.2014	12.2014	01.2015	02.2015	03.2015	04.2015	05.2015	06.2015
Czechy	55,6	53,3	56,1	55,6	56,1	54,7	55,5	56,9
Polska	53,2	52,8	55,2	55,1	54,8	54	52,4	54,3
Węgry	55,6	51,0	54,3	54,9	55,5	51,2	55,1	55,1

Źródło: Markit Economics

3. Ceny

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

	10.2014	11.2014	12.2014	01.2015	02.2015	03.2015	04.2015	05.2015
Bułgaria	-1,5	-1,9	-2,0	-2,4	-1,7	-1,1	-0,9	-0,3
Chorwacja	0,5	0,3	-0,1	-0,6	-0,4	0,0	-0,1	0,0
Czechy	0,7	0,6	0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,5	0,7
Estonia	0,5	0,0	0,1	-0,5	-0,2	0,0	0,4	0,5
Litwa	0,3	0,4	-0,1	-1,4	-1,5	-1,1	-0,6	-0,1
Łotwa	0,7	0,9	0,3	-0,3	0,0	0,5	0,6	1,2
Polska	-0,3	-0,3	-0,6	-1,0	-1,3	-1,2	-0,9	-0,6
Rumunia	1,8	1,5	1,0	0,5	0,4	0,8	0,6	1,3
Słowacja	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,6	-0,4	-0,1	-0,1
Słowenia	0,1	0,1	-0,1	-0,7	-0,5	-0,4	-0,7	-0,8
Węgry	-0,3	0,1	-0,8	-1,4	-1,0	-0,5	0,0	0,6

Źródło: Eurostat

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

	10.2014	11.2014	12.2014	01.2015	02.2015	03.2015	04.2015	05.2015
Bułgaria	-0,1	0,1	-0,5	-0,6	0,1	0,5	1,4	1,6
Chorwacja	-1,1	-0,4	-0,7	0,1	0,9	0,7	0,9	0,8
Czechy	2,4	1,7	0,2	-0,3	0,4	0,3	1,6	1,8
Estonia	1,2	0,6	1,0	0,2	0,5	0,6	1,7	1,5
Litwa	1,6	1,6	1,2	0,6	-0,1	-0,3	0,9	0,5
Łotwa	0,1	1,2	0,2	-1,5	-1,5	-0,3	-0,8	0,2
Polska	-0,5	-0,7	-1,2	-1,9	-2,0	-2,0	-1,4	-1,2
Rumunia	1,2	1,0	0,6	-0,1	0,0	0,6	0,9	1,9
Słowacja	-0,8	-0,5	-0,1	-0,7	-1,2	-0,8	0,4	0,3
Słowenia	0,7	0,8	0,2	0,1	0,7	1,4	1,6	1,0
Węgry	0,8	0,3	-0,5	-0,5	0,1	0,4	0,9	1,6

Źródło: Eurostat

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

	10.2014	11.2014	12.2014	01.2015	02.2015	03.2015	04.2015	05.2015
Bułgaria	-0,8	-3,7	-6,4	-11,0	-9,6	-4,9	-5,3	-2,9
Chorwacja	2,5	-0,4	-2,9	-7,0	-6,7	-3,6	-4,7	-3,5
Czechy	-2,3	-2,7	-4,3	-3,0	-3,8	-2,6	-2,0	-1,6
Estonia	-4,0	-3,7	-5,2	-8,2	-6,4	-4,9	-4,4	-3,5
Litwa	-4,8	-4,9	-7,6	-15,1	-15,1	-12,3	-12,4	-8,5
Łotwa	-1,0	-2,4	-4,9	-2,9	-2,3	-1,4	-0,9	-0,1
Polska	-1,2	-1,7	-3,5	-5,4	-6,3	-5,2	-4,5	-4,0
Rumunia	2,7	1,3	-1,7	-4,2	-3,0	-1,4	-3,5	-2,2
Słowacja	-1,6	-1,7	-2,3	-3,4	-4,0	-3,3	-2,8	-2,9
Słowenia	-0,9	-0,7	-4,3	-8,3	-7,8	-6,5	-7,2	-5,8
Węgry	-7,2	-3,8	-7,7	-10,9	-10,5	-8,5	-7,4	-5,2

Źródło: Eurostat

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

	10.2014	11.2014	12.2014	01.2015	02.2015	03.2015	04.2015	05.2015
Bułgaria	-2,4	-2,5	-1,6	-1,2	-0,8	-1,1	-1,0	-0,7
Chorwacja	0,8	0,9	1,1	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7
Czechy	0,7	0,8	1,1	0,7	0,7	0,7	0,6	0,8
Estonia	1,3	0,7	0,9	1,1	1,0	1,0	0,9	1,1
Litwa	0,9	1,0	1,1	1,3	1,4	1,5	1,7	1,9
Łotwa	1,6	1,7	1,8	1,0	1,5	1,5	1,7	2,1
Polska	0,0	0,2	0,2	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4
Rumunia	1,9	2,0	2,0	2,1	1,5	1,4	1,5	1,8
Słowacja	0,7	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5
Słowenia	0,0	0,0	0,8	0,8	0,8	0,4	-0,1	-0,2
Węgry	1,3	1,2	1,1	1,2	1,5	1,5	1,8	1,9

Źródło: Eurostat

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

	10.2014	11.2014	12.2014	01.2015	02.2015	03.2015	04.2015	05.2015
Bułgaria	0,8	0,3	-0,9	-1,9	-1,2	-0,4	-0,6	-0,4
Chorwacja	-2,1	-2,2	-3,4	-5,6	-4,1	-2,7	-3,1	-2,6
Czechy	-0,4	-1,7	-3,7	-3,5	-3,6	-3,0	-2,6	-2,1
Estonia	-3,6	-3,0	-1,0	-3,3	-1,6	-0,4	-0,1	-2,5
Litwa	-5,7	-7,0	-8,2	-10,5	-9,1	-9,1	-8,7	-7,9
Łotwa	-0,1	-0,3	0,5	-0,1	0,0	-0,4	-1,3	-0,3
Polska	-1,5	-1,9	-3,1	-3,6	-3,1	-2,6	-2,5	-2,1
Rumunia	0,5	0,5	-0,4	-1,0	-0,6	0,0	-2,4	-2,2
Słowacja	-4,0	-3,0	-3,8	-3,9	-4,5	-3,3	-3,5	-3,5
Słowenia	-1,0	-0,9	-0,6	-0,6	-0,4	0,0	0,0	0,1
Węgry	-1,7	-1,2	-2,5	-4,4	-4,6	-3,4	-3,6	-1,2

Źródło: Eurostat

4. Bilans płatniczy

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

	II 2013	III 2013	IV 2013	I 2014	II 2014	III 2014	IV 2014	I 2015
Bułgaria	0,4	1,0	1,4	1,2	0,8	1,2	0,1	-0,7
Chorwacja	0,6	1,1	0,8	0,5	0,3	0,2	0,7	1,1
Czechy	-1,8	-1,3	-0,5	1,0	0,4	0,4	0,6	0,8
Estonia	-2,1	-2,7	-2,1	-2,8	-2,6	-2,1	-1,2	0,0
Litwa	0,4	1,2	1,6	1,3	0,9	1,3	0,1	-0,9
Łotwa	-2,1	-2,4	-2,3	-2,5	-3,0	-3,0	-3,1	-2,4
Polska	-2,3	-1,8	-1,3	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-0,6
Rumunia	-1,9	-1,1	-0,8	-1,0	-1,5	-1,0	-0,4	0,1
Słowacja	2,1	2,4	1,5	1,2	0,5	0,2	0,1	-0,1
Słowenia	5,0	5,6	5,6	5,2	5,0	5,4	5,8	6,0
Węgry	2,9	3,5	4,0	4,3	3,9	3,9	4,0	4,7

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia IE NBP

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

	II 2013	III 2013	IV 2013	I 2014	II 2014	III 2014	IV 2014	I 2015
Bułgaria	-1,1	-0,6	-0,5	0,3	0,3	-0,1	-0,5	-1,2
Chorwacja	-3,0	-2,4	-2,0	-1,2	-2,1	-2,9	-3,0	-3,0
Czechy	1,4	0,7	-0,2	0,8	2,2	3,0	3,2	2,6
Estonia	1,4	0,6	0,7	2,0	1,0	1,8	2,9	2,7
Litwa	-1,3	-0,7	-0,6	0,4	0,4	-0,1	-0,5	-1,4
Łotwa	2,6	1,8	1,6	1,1	1,1	1,3	1,0	2,0
Polska	2,0	1,9	1,1	1,2	0,6	1,2	1,7	1,4
Rumunia	0,2	-0,1	0,4	-0,3	0,2	0,3	-0,3	0,2
Słowacja	0,8	2,2	1,0	1,4	1,7	0,6	0,7	0,5
Słowenia	-2,3	-2,3	-1,7	-1,2	1,8	2,4	2,4	2,2
Węgry	1,6	0,1	0,9	0,9	-0,2	1,1	0,6	-0,2

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia IE NBP

Tabela 18. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna (w % PKB, stan na koniec kwartału)

	II 2013	III 2013	IV 2013	I 2014	II 2014	III 2014	IV 2014	I 2015
Bułgaria	-77,6	-75,9	-72,4	-72,8	-72,3	-69,5	-69,6	-
Chorwacja	-91,7	-87,4	-88,4	-91,4	-93,0	-88,5	-88,7	-89,5
Czechy	-44,6	-43,5	-39,6	-36,3	-36,5	-37,0	-35,5	-30,5
Estonia	-50,6	-50,1	-47,2	-48,6	-46,6	-43,8	-43,6	-41,5
Litwa	-51,4	-49,0	-46,5	-45,9	-45,2	-43,9	-44,2	-47,1
Łotwa	-67,7	-68,7	-65,1	-65,1	-63,5	-63,2	-61,2	-
Polska	-63,8	-67,2	-69,2	-69,6	-68,5	-69,3	-66,6	-68,4
Rumunia	-64,3	-61,6	-61,5	-58,9	-59,2	-58,1	-56,9	-55,4
Słowacja	-62,4	-63,9	-63,8	-66,7	-68,5	-68,5	-70,2	-70,6
Słowenia	-40,1	-37,7	-38,2	-47,7	-47,3	-46,2	-44,7	-
Węgry	-94,9	-93,0	-91,6	-89,7	-88,0	-82,6	-79,2	-79,8

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia IE NBP

Tabela 19. Pokrycie długu zagranicznego oficjalnymi aktywami rezerwowymi* (w %, stan na koniec kwartału)

	II 2013	III 2013	IV 2013	I 2014	II 2014	III 2014	IV 2014	I 2015
Bułgaria	38,8	40,1	39,1	37,6	38,4	40,2	41,8	48,2
Chorwacja	25,9	25,8	28,1	25,9	26,6	26,0	27,2	28,7
Czechy	34,4	35,2	40,9	42,6	43,0	42,6	43,6	46,5
Estonia	1,1	1,2	1,3	1,5	1,7	2,0	1,9	2,2
Litwa	22,5	23,9	24,1	22,4	24,9	25,4	28,3	3,6
Łotwa	18,4	18,6	19,0	8,5	8,0	7,8	8,0	8,6
Polska	29,5	28,1	27,7	27,0	26,2	27,3	28,2	29,6
Rumunia	35,3	36,4	36,1	36,3	36,2	36,4	37,7	36,7
Słowacja	2,9	2,6	2,6	3,0	2,5	2,6	3,2	5,2
Słowenia	1,6	1,8	1,7	1,9	1,9	1,8	1,8	1,9
Węgry	27,0	25,6	28,3	30,1	29,5	29,7	29,2	29,4

* 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)

	11.2014	12.2014	01.2015	02.2015	03.2015	04.2015	05.2015	06.2015
Czechy	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Polska	2,00	2,00	2,00	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50
Rumunia	2,75	2,75	2,50	2,25	2,25	2,00	1,75	1,75
Węgry	2,10	2,10	2,10	2,10	1,95	1,80	1,65	1,50

Źródło: Banki Centralne, EcoWin Financial

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

	11.2014	12.2014	01.2015	02.2015	03.2015	04.2015	05.2015	06.2015
Bulgaria	0,66	0,66	0,63	0,58	0,57	0,55	0,55	0,53
Chorwacja	0,82	0,83	0,82	0,91	0,84	0,73	0,69	0,74
Czechy	0,34	0,34	0,33	0,33	0,31	0,31	0,31	0,31
Estonia	0,08	0,08	0,06	0,05	0,03	0,00	-0,01	-0,01
Litwa	0,19	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18
Łotwa	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26
Polska	2,06	2,06	2,00	1,81	1,65	1,65	1,68	1,72
Rumunia	1,73	1,70	1,50	1,38	1,48	1,48	1,27	1,35
Słowacja	0,08	0,08	0,05	0,04	0,02	-0,01	-0,01	-0,01
Słowenia	0,08	0,08	0,05	0,04	0,02	-0,01	-0,01	-0,01
Węgry	2,10	2,10	2,10	2,10	1,89	1,70	1,54	1,41

Źródło: EcoWin Financial

Tabela 21. Średniomiesięczny kurs walut narodowych do EUR

	11.2014	12.2014	01.2015	02.2015	03.2015	04.2015	05.2015	06.2015
Chorwacja	7,68	7,66	7,69	7,67	7,65	7,57	7,57	7,59
Czechy	27,64	27,72	27,74	27,49	27,56	27,43	27,41	27,26
Polska	4,19	4,29	4,18	4,15	4,07	4,03	4,08	4,16
Rumunia	4,43	4,48	4,44	4,44	4,41	4,42	4,44	4,48
Węgry	306,35	315,75	310,88	303,03	299,85	303,20	309,45	315,27

Źródło: Eurostat

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

	10.2014	11.2014	12.2014	01.2015	02.2015	03.2015	04.2015	05.2015
Bulgaria	0,0	-0,1	-0,1	-1,9	-2,7	-4,4	-4,5	-3,1
Chorwacja	-1,1	-1,2	-1,3	-2,8	-3,7	-4,4	-4,4	-3,3
Czechy	-8,0	-3,5	-1,4	-3,9	-4,1	-5,4	-6,0	-4,5
Estonia	0,7	1,3	2,3	1,4	0,3	-2,1	-3,3	-2,2
Litwa	0,7	1,3	2,4	1,8	0,5	-1,9	-3,2	-2,0
Łotwa	0,9	1,5	2,7	2,2	0,9	-1,3	-2,6	-1,6
Polska	-1,1	-1,1	-1,6	-4,4	-3,2	-3,4	-1,6	-2,0
Rumunia	0,6	-0,1	-0,4	-1,3	-1,7	-3,1	-3,6	-3,8
Słowacja	-0,1	-0,2	-0,4	-1,6	-2,8	-4,6	-5,2	-3,8
Słowenia	-0,3	-0,2	-0,2	-1,4	-2,2	-3,6	-4,0	-3,0
Węgry	-5,1	-3,7	-4,2	-6,8	-2,4	-2,8	-3,4	-5,1

Źródło: BIS, obliczenia IE NBP

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

	10.2014	11.2014	12.2014	01.2015	02.2015	03.2015	04.2015	05.2015
Bulgaria	-1,9	-2,1	-2,0	-3,6	-4,1	-5,3	-5,1	-3,6
Chorwacja	-1,6	-1,7	-2,2	-3,7	-4,3	-4,7	-5,0	-4,0
Czechy	-8,2	-3,7	-1,9	-4,0	-4,4	-5,7	-6,0	-4,5
Estonia	-0,9	-0,7	0,5	-0,9	-1,8	-4,0	-4,6	-3,5
Litwa	-0,5	0,4	1,1	-0,5	-2,5	-4,5	-5,4	-3,9
Łotwa	0,3	1,2	1,9	1,1	-0,2	-2,0	-3,2	-1,8
Polska	-2,6	-2,5	-3,1	-5,8	-5,1	-5,3	-3,1	-3,6
Rumunia	0,9	0,1	-0,2	-1,1	-1,8	-3,0	-3,7	-3,6
Słowacja	-1,2	-1,1	-1,1	-2,4	-3,8	-5,6	-6,0	-4,8
Słowenia	-1,5	-1,4	-0,7	-2,2	-3,1	-4,5	-5,4	-4,4
Węgry	-6,5	-5,3	-5,8	-8,4	-3,9	-4,0	-4,3	-5,3

Źródło: BIS, obliczenia IE NBP

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

	10.2014	11.2014	12.2014	01.2015	02.2015	03.2015	04.2015	05.2015
Bulgaria	1,9	-7,5	-8,2	-8,5	-9,2	-9,2	-9,8	-10,7
Chorwacja	-0,5	-0,7	-0,8	1,7	1,0	0,9	0,8	-
Czechy	3,7	2,5	3,7	3,7	4,2	4,1	4,3	-
Estonia	3,3	3,1	2,6	2,3	2,6	2,7	2,6	3,0
Litwa	-0,4	-1,5	-1,0	4,3	4,4	5,2	6,5	-
Łotwa	-7,3	-7,4	-8,8	-5,2	-5,4	-5,1	-5,0	-
Polska	6,9	6,7	6,5	7,8	7,3	7,4	6,1	7,2
Rumunia	-3,6	-3,1	-3,7	-4,0	-4,1	-3,6	-3,7	-1,8
Słowacja	7,6	8,0	6,7	6,5	7,4	7,8	7,5	-
Słowenia	-20,8	-20,8	-13,4	-11,7	-11,8	-11,6	-12,0	-
Węgry	-3,1	-3,9	-0,2	0,8	-0,8	-6,7	-6,9	-

Źródło: Banki Centralne

6. Rynek pracy

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

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

Źródło: Eurostat

Tabela 26. Stopa bezrobocia (w % siły roboczej)

	09.2014	10.2014	11.2014	12.2014	01.2015	02.2015	03.2015	04.2015
Bułgaria	10,9	10,5	10,2	10,0	9,9	9,9	9,8	9,7
Chorwacja	17,6	17,8	17,7	17,4	17,1	16,7	16,2	15,8
Czechy	5,8	5,9	5,8	5,8	5,8	5,9	6,0	5,9
Estonia	6,9	6,6	6,4	6,3	6,1	6,2	6,7	-
Litwa	10,3	10,1	10	9,4	9,2	9,0	8,9	8,2
Łotwa	10,3	10,3	10,3	9,9	9,9	9,9	-	-
Polska	8,4	8,3	8,2	8,1	8,0	7,9	7,8	7,8
Rumunia	6,7	6,7	6,6	6,9	6,9	6,8	6,9	7,1
Słowacja	12,7	12,6	12,4	12,3	12,1	12,0	11,9	11,8
Słowenia	9,5	9,4	9,3	9,2	9,2	9,3	9,2	9,2
Węgry	7,3	7,3	7,3	7,5	7,4	7,3	7,1	-

Źródło: Eurostat

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

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

Źródło: Eurostat

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

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

Źródło: Eurostat, obliczenia IE NBP

7. Finanse publiczne

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

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015p	2016p
Bułgaria	-4,2	-3,2	-2,0	-0,7	-0,9	-2,8	-2,9	-2,9
Chorwacja	b.d.	b.d.	-7,5	-5,3	-5,4	-5,7	-5,6	-5,7
Czechy	-5,5	-4,4	-2,7	-3,9	-1,2	-2,0	-2,0	-1,5
Estonia	-2,2	0,2	1,2	-0,2	-0,2	0,6	-0,2	-0,1
Litwa	-9,1	-6,9	-8,9	-3,1	-2,6	-0,7	-1,5	-0,9
Łotwa	-9,0	-8,1	-3,3	-0,8	-0,7	-1,4	-1,4	-1,6
Polska	-7,3	-7,6	-4,9	-3,7	-4,0	-3,2	-2,8	-2,6
Rumunia	-8,9	-6,6	-5,3	-2,9	-2,2	-1,5	-1,6	-3,5
Słowacja	-7,9	-7,5	-4,1	-4,2	-2,6	-2,9	-2,7	-2,5
Słowenia	-6,1	-5,6	-6,6	-4,0	-14,9	-4,9	-2,9	-2,8
Węgry	-4,6	-4,5	-5,5	-2,3	-2,5	-2,6	-2,5	-2,2

p –prognoza Komisji Europejskiej z maja 2015 r.

Źródło: Eurostat, Komisja Europejska

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

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015p	2016p
Bułgaria	14,2	15,9	15,7	18,0	18,3	27,6	29,8	31,2
Chorwacja	48,0	57,0	63,7	69,2	80,6	85,0	90,5	93,9
Czechy	34,1	38,2	39,9	44,6	45,0	42,6	41,5	41,6
Estonia	7,0	6,5	6,0	9,7	10,1	10,6	10,3	9,8
Litwa	29,0	36,2	37,2	39,8	38,8	40,9	41,7	37,3
Łotwa	36,4	46,8	42,7	40,9	38,2	40,0	37,3	40,4
Polska	49,8	53,6	54,8	54,4	55,7	50,1	50,9	50,8
Rumunia	23,2	29,9	34,2	37,3	38,0	39,8	40,1	42,4
Słowacja	36,0	40,9	43,4	52,1	54,6	53,6	53,4	53,5
Słowenia	34,5	38,2	46,5	53,7	70,3	80,9	81,5	81,7
Węgry	78,2	80,9	81,0	78,5	77,3	76,9	75,0	73,5

p –prognoza Komisji Europejskiej z maja 2015 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	uchylenie EDP (czerwiec 2015)
Rumunia	nie objęta EDP
Słowacja	nie objęta EDP
Słowenia	2015
Węgry	nie objęte EDP

Źródło: Komisja Europejska

8. Prognozy

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

	2014	Komisja Europejska		MFW		Źródła krajowe	
		2015	2016	2015	2016	2015	2016
Bulgaria	1,7	1,0	1,3	1,2	1,5	-	-
Chorwacja	-0,4	0,3	1,2	0,5	1,0	0,4	0,9
Czechy	2,0	2,5	2,6	2,5	2,7	2,6	3,2
Estonia	2,1	2,3	2,9	2,5	3,4	2,2	3,1
Litwa	2,9	2,8	3,3	2,8	3,2	2,0	3,4
Łotwa	2,4	2,3	3,2	2,3	3,3	2,0	3,0
Polska	3,4	3,3	3,4	3,5	3,5	3,4	3,3
Rumunia	2,8	2,8	3,3	2,7	2,9	3,3	3,4
Słowacja	2,4	3,0	3,4	2,9	3,3	3,2	3,8
Słowenia	2,6	2,3	2,1	2,1	1,9	2,2	1,8
Węgry	3,6	2,8	2,2	2,7	2,3	3,3	2,5

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

	2014	Komisja Europejska		MFW		Źródła krajowe	
		2015	2016	2015	2016	2015	2016
Bulgaria	-1,6	-0,5	1,0	-1,0	0,6	-	-
Chorwacja	-0,2	0,1	1,3	-0,9	0,9	-	-
Czechy	0,4	0,2	1,4	-0,1	1,3	0,2	1,7
Estonia	0,5	0,2	1,9	0,4	1,7	0,5	2,8
Litwa	0,2	-0,4	1,7	-0,3	2,0	-0,3	1,6
Łotwa	0,7	0,7	2,2	0,5	1,7	0,7	-
Polska	0,0	-0,4	1,1	-0,8	1,2	-0,5	0,9
Rumunia	1,1	0,2	0,9	1,0	2,4	0,2	2,0
Słowacja	-0,1	-0,2	1,4	0,0	1,4	0,0	1,7
Słowenia	0,2	0,1	1,7	-0,4	0,7	-0,1	1,1
Węgry	-0,3	0,0	2,5	0,0	2,3	0,3	2,4

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

	2014	Komisja Europejska		MFW		Źródła krajowe	
		2015	2016	2015	2016	2015	2016
Bulgaria	0,1	3,5	3,4	0,2	-0,8	-	-
Chorwacja	0,7	6,1	6,2	2,2	2,0	-	-
Czechy	0,6	1,3	1,2	1,6	0,9	1,1	1,5
Estonia	-1,2	-0,3	-0,5	-0,4	-0,7	1,1	-0,3
Litwa	0,1	-0,2	-1,0	0,2	-0,8	0,0	-0,7
Łotwa	-3,1	-2,3	-3,0	-2,2	-3,0	-	-
Polska	-1,3	5,5	6,2	-1,8	-2,4	0,9*	-0,2*
Rumunia	-0,4	-1,8	-2,2	-1,1	-1,5	-1,2	-1,4
Słowacja	0,1	1,8	0,7	0,4	0,4	1,0	1,0
Słowenia	5,8	5,4	5,6	7,1	6,5	5,8	5,9
Węgry	4,0	2,0	3,0	4,8	4,1	5,4	6,3

* - saldo na rachunku bieżącym i kapitałowym

Źródła dla tabel 32-34: Komisja Europejska (05.2015), MFW (04.2015), Narodowy Bank Polski (03.2015), Ceska Narodni Banka (05.2015), Narodna Banka Slovenska (06.2016), Magyar Nemzeti Bank (06.2015), Comisia Națională de Prognoză (05.2015), Banka Slovenije (04.2015), EestiPank (06.2015), Latvijas Banka (06.2015), Lietuvos Bankas (06.2015), Ekonomski Institut, Zagreb (01.2014).

www.nbp.pl

