



Narodowy Bank Polski

Instytut Ekonomiczny  
Biuro Gospodarki Światowej i Europejskiej Integracji Gospodarczej

# Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej

Grudzień 2008

Spis treści:

<b>Synteza</b>	4
<b>Czechy</b>	5
<b>Słowacja</b>	8
<b>Węgry</b>	12
<b>Słowenia</b>	17
<b>Estonia</b>	20
<b>Łotwa</b>	23
<b>Litwa</b>	26
<b>Bułgaria</b>	29
<b>Rumunia</b>	32

Ramki tematyczne:

<b>Euro w Słowacji: potencjalne skutki dla inflacji</b>	11
<b>Węgierski gulasz</b>	15
<b>Kraje Europy Środkowo-Wschodniej w obliczu kryzysu finansowego</b>	35
<b>Aneks statystyczny</b>	37

Opracowanie:

Patrycja Beniak-Cielińska  
Marcin Grela  
Tomasz Michałek  
Wojciech Mroczek (koordynacja)

Akceptacja:

Ewa Rzeszutek  
Zbigniew Żółkiewski

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

Autorzy raportu *Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej* uprzejmie informują, że od obecnego wydania ulega zmianie jego układ i częstotliwość opracowywania. Rosnące znaczenie naszego regionu w procesach globalnych, przy utrzymujących się różnicach w zakresie sytuacji gospodarczej i społecznej pomiędzy poszczególnymi krajami skłoniło zespół autorski do innej organizacji treści opracowania. Obecnie zasadniczą częścią Raportu jest przedstawienie sytuacji w poszczególnych krajach regionu. Natomiast synteza wskazuje na wspólne tendencje w rozwoju, jak i różnice wynikające ze specyfiki przebiegu procesów gospodarczych opisywanych krajów .

Raport został także poszerzony o Słowenię, dotychczas jedyny kraj Europy Środkowej i Wschodniej który przyjął wspólną europejską walutę. Doświadczenia Słowenii, a wkrótce także Słowacji będą miały duże znaczenie dla pozostałych krajów regionu, które ubiegają się lub dopiero będą ubiegać się o przystąpienie do strefy euro.

Z uwagi na kalendarz ważnych danych makroekonomicznych zdecydowano, że zasadnym będzie publikowanie Raportu dwa razy w roku (wydanie wiosenne i jesienne).

## Synteza

### Wzrost gospodarczy

W I połowie 2008 r. tempo wzrostu gospodarczego w krajach Europy Środkowej i Wschodniej utrzymało się na względnie wysokim poziomie. Co prawda dynamika PKB obniżyła się w porównaniu z 2007 r., to jednak skala osłabienia aktywności ekonomicznej w tej grupie krajów była znacznie mniejsza w porównaniu z pozostałymi krajami Unii Europejskiej (UE-15). Duże znaczenie w utrzymaniu wysokiej dynamiki PKB odgrywał względnie stabilny wzrost konsumpcji gospodarstw domowych. Stosunkowo wysoka była także dynamika inwestycji. W konsekwencji relatywnie wysoki wzrost popytu krajowego w regionie EŚW sprawił, że wkład eksportu netto do wzrostu gospodarczego pozostał ujemny. Nieco niższej dynamice importu towarzyszyło jednoczesne obniżenie się tempa wzrostu eksportu.

Opublikowane ostatnio dane wskazują na dalsze osłabienie dynamiki wzrostu gospodarczego w III kw. br. we wszystkich krajach regionu, najsilniej w krajach bałtyckich i na Węgrzech. Głównym czynnikiem, obok obniżenia się dynamiki spożycia indywidualnego, było wyraźne osłabienie tempa wzrostu eksportu związane ze spowolnieniem popytu importowego w krajach Europy Zachodniej.

Sytuacja w poszczególnych państwach EŚW była bardzo zróżnicowana. Jednocześnie dysproporcje między tempem wzrostu PKB od początku 2008 r. ulegały pogłębieniu. Wyraźnemu obniżeniu się dynamiki wzrostu gospodarczego w krajach bałtyckich (w Estonii już w I kw. br., a na Łotwie w II kw. nastąpił spadek realnego PKB) towarzyszyło przyspieszenie dynamiki PKB w Bułgarii i Rumunii (w porównaniu z rokiem 2007).

W krajach, gdzie konsumpcja indywidualna odgrywała istotną rolę we wzroście gospodarczym, odnotowano relatywnie wysoką dynamikę sprzedaży detalicznej. W dużej mierze była ona wynikiem wzrostu płac. Jednak w II połowie 2008 r. jej tempo ulegało obniżeniu, co może oznaczać, że w kolejnych kwartałach nastąpi prawdopodobnie osłabienie konsumpcji gospodarstw domowych. Wskazują na to również obniżające się wskaźniki koniunktury konsumentów.

Wyraźniejszym symptomem spowolnienia gospodarczego w krajach EŚW jest obniżenie się dynamiki produkcji przemysłowej. W dużej mierze złożyło się na to obniżenie produkcji w sektorach, których sprzedaż nastawiona jest przede wszystkim na rynki zagraniczne. Związane jest to z osłabieniem aktywności ekonomicznej w krajach Europy Zachodniej, które są najważniejszymi rynkami eksportowymi dla przedsiębiorstw z EŚW. Sytuacja ta znalazła odzwierciedlenie w wyraźnym pogorszeniu się nastrojów kół biznesu – zwłaszcza znacznym obniżeniu indeksu zamówień eksportowych.

### Rynek pracy

Utrzymująca się na wysokim poziomie dynamika wzrostu gospodarczego w regionie EŚW sprzyjała dalszemu wzrostowi zatrudnienia. Tym samym w I połowie 2008 r. następował dalszy spadek bezrobocia. W wielu państwach stopa bezrobocia obniżyła się do najniższego poziomu w obecnej dekadzie. W II połowie br. nastąpiło obniżenie dynamiki zatrudnienia (a w Estonii i na Litwie i Węgrzech nastąpił nawet spadek liczby miejsc pracy) w wyniku czego w niektórych krajach nastąpił pewien wzrost stopy bezrobocia. Odmiennie kształtowała się sytuacja na węgierskim rynku pracy, gdzie od początku br. następował spadek zatrudnienia, w wyniku czego stopa bezrobocia wzrosła do najwyższego poziomu od 10 lat (i jednocześnie była najwyższa w regionie).

## Inflacja

W okresie styczeń-lipiec br. nastąpiło przyspieszenie inflacji w regionie spowodowane głównie czynnikami globalnymi – wzrostem cen surowców energetycznych i cen żywności. Wzrost ten ze względu na większy udział w koszyku HICP paliw i żywności w porównaniu z krajami Europy Zachodniej okazał się silniejszy niż w krajach UE-15. Jednocześnie relatywnie wysoki wzrost wynagrodzeń oraz zmiany niektórych stawek podatków pośrednich spowodowały dodatkowy impuls proinflacyjny. Silny wzrost inflacji (najwyższy od 10 lat) nastąpił w krajach bałtyckich i Bułgarii.

W II połowie br. inflacja HICP uległa obniżeniu (do czego przyczynił się przede wszystkim spadek cen paliw na światowych rynkach). Jednak obniżenie się inflacji nie było tak silne, jak w Europie Zachodniej, co wynikało z wyższego wzrostu inflacji bazowej w krajach EŚW. Natomiast od początku br. na Węgrzech, a w Estonii i na Łotwie w II połowie br. inflacja bazowa obniżyła się wskutek osłabienia się dynamiki płac.

### Nierównowagi zewnętrzne

W I połowie 2008 r. pogłębiał się deficyt na rachunku obrotów bieżących w krajach EŚW. Główną przyczyną było powiększające się szybko ujemne saldo dochodów. Relatywnie niewielkie zmiany nastąpiły w pozostałych kategoriach. Największy wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących w I połowie br. odnotowały Bułgaria i Rumunia (w tym pierwszym kraju zwiększył się on do 23,3% PKB). Z drugiej strony w krajach, gdzie nastąpiło znaczne osłabienie konsumpcji gospodarstw domowych, deficyt uległ obniżeniu (Estonia i Łotwa) bądź też ustabilizował się (Węgry). W obliczu zaostrzającego się kryzysu finansowego wyraźnie pogorszyły się perspektywy finansowania deficytów na rachunku bieżącym w regionie.

### Stopy procentowe oraz kurs walutowy

W I połowie 2008 r. większość banków centralnych krajów stosujących politykę bezpośredniego celu inflacyjnego zacieśniła politykę pieniężną. Banki centralne Czech, Polski, Węgier i Rumunii podwyższyły stopy procentowe.

W październiku br. w celu powstrzymania masowej ucieczki inwestorów zagranicznych, będącej efektem pogłębiającego się kryzysu na światowych rynkach finansowych Bank Węgier podwyższył stopy procentowe o 300 pb. Następnie jednak wobec oznak osłabienia aktywności gospodarczej zarówno Bank Węgier, jak i banki Czech i Polski obniżyły stopy procentowe. Obniżenie stóp przez Bank Słowacji miało dodatkowo na celu ich harmonizację z EBC.

Po nasileniu kryzysu na międzynarodowych rynkach finansowych i zwiększeniu globalnej awersji do ryzyka, waluty krajów regionu wyraźnie osłabiły się. Inwestorzy zaostrzyli oceny stabilności gospodarek regionu EŚW, podkreślając przede wszystkim negatywną sytuację w zakresie nierównowag zewnętrznych.

### Prognozy

Międzynarodowe instytucje obniżyły w ostatnich miesiącach prognozy wzrostu dla gospodarek EŚW. Co prawda jeszcze w 2008 r. dynamika PKB prawdopodobnie utrzyma się na relatywnie wysokim poziomie (zbliżonym do średniej w latach 2000-2007), to w roku 2009 tempo wzrostu może obniżyć się o połowę. W największym stopniu wynikać to będzie z osłabienia dynamiki konsumpcji. Natomiast w wyniku silniejszego obniżenia dynamiki importu niż eksportu mniejszy negatywny wpływ będzie miał eksport netto. Realny spadek PKB w 2009 r. spodziewany jest w krajach bałtyckich oraz na Węgrzech.

Mimo przewidywanego obniżenia się deficytu obrotów bieżących, w obliczu pogłębiającego się kryzysu narastają obawy o jego finansowanie. Oczekuje się bowiem zmniejszenia napływu inwestycji do krajów EŚW.

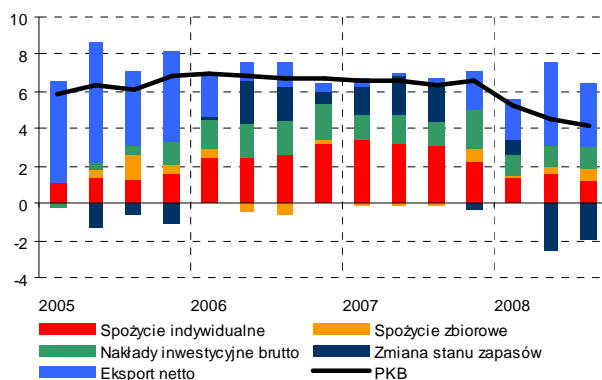
## CZECHY

### Wzrost gospodarczy

W I połowie br., gospodarka Czech rozwijała się w tempie 4,9% r/r (wobec 6,6% r/r w 2007 r.). Do obniżenia się dynamiki PKB w porównaniu z rokiem poprzednim przyczyniło się obniżenie tempa wzrostu spożycia indywidualnego oraz inwestycji. Dodatkowo negatywny wpływ na dynamikę wzrostu gospodarczego miało zmniejszenie stanu zapasów. Niższa w porównaniu z rokiem 2007 była również dynamika. Jednocześnie, przy stosunkowo stabilnej dynamice eksportu, obniżenie się dynamiki popytu wewnętrznego przyczyniło się do osłabienia tempa wzrostu importu (głównie inwestycyjnego). W efekcie wyraźnie zwiększył się udział eksportu netto we wzroście PKB. Na dalsze powolne obniżanie się tempa wzrostu gospodarczego wskazują wstępne szacunki za III kw. 2008 r. W III kw. br. roczna dynamika PKB wyniosła 4,2%. Jej spadek wynikał ze słabszego wkładu eksportu netto

Wykres 1.1

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



Wykres 1.1

Dynamika najważniejszych komponentów PKB (% r/r)

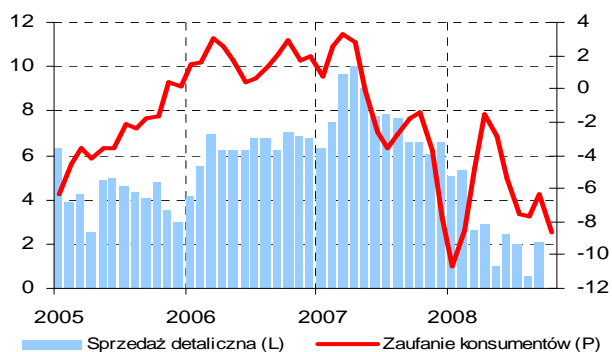
	2007	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008
<b>PKB</b>	<b>6,6</b>	<b>6,6</b>	<b>5,3</b>	<b>4,5</b>	<b>4,2</b>
Spożycie indywidualne	6,0	4,2	2,7	3,4	2,5
Spożycie zbiorowe	0,4	3,7	0,5	2,0	3,7
Nakłady inwestycyjne	5,7	7,5	4,6	4,1	4,5
Ekspert	14,7	13,1	13,0	14,1	5,0
Import	14,0	10,9	11,2	9,6	1,6

źródło: Ecowin Economic

Obniżenie się dynamiki spożycia indywidualnego znalazło odzwierciedlenie w spowolnieniu tempa wzrostu sprzedaży detalicznej do 2,2% r/r w okresie pierwszych dziewięciu miesięcy br. (wobec 7,5% r/r w 2007 r.). Na obniżenie się dynamiki wydatków gospodarstw domowych może ponadto wskazywać spadek zaufania konsumentów KE.

Wykres 1.2

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

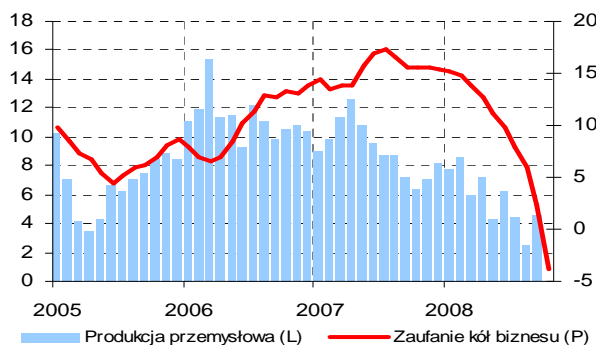


źródło: Ecowin Economic

Coraz silniejsze spowolnienie tempa wzrostu popytu znajduje odzwierciedlenie w systematycznie obniżających się wskaźnikach nastrojów przedsiębiorców (zarówno KE, jak i PMI). W październiku 2008 r. wskaźnik PMI dla przemysłu przetwórczego obniżył się do 42,9 pkt, a więc najniższego poziomu od początku prowadzenia ankiety (tj. od 2001 r.).

Wykres 1.3

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



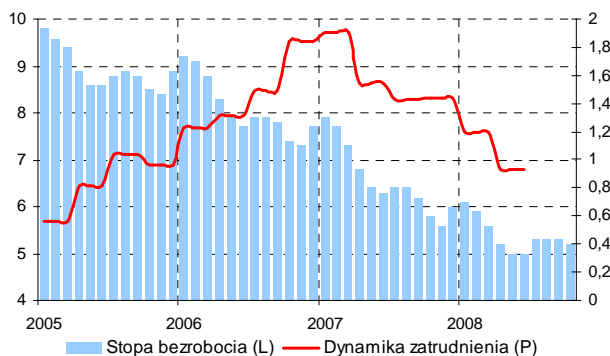
źródło: Ecowin Economic

### Rynek pracy

W I połowie br. w gospodarce Czech w dalszym ciągu następował wzrost zatrudnienia, chociaż jego dynamika, począwszy od I połowy 2007 r., ulegała systematycznie obniżeniu. Stopa bezrobocia, która osiągnęła najniższy poziom 5,0% w maju i czerwcu 2008 r. w okresie lipiec – wrzesień br. wzrosła do poziomu 5,3%.

Wykres 1.4

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



źródło: Ecowin Economic

## Inflacja i koszty pracy

Inflacja w Czechach osiągnęła swoje maksimum w styczniu 2008 r., a więc wcześniej niż w pozostałych krajach EŚW (wówczas wskaźnik HICP wzrósł do 7,9%, do czego przyczynił się wzrost cen administrowanych w sektorze opieki zdrowotnej). Od tego czasu inflacja ulegała systematycznemu obniżeniu (w październiku br. wynosiła ona 5,7%).

Wykres 1.5

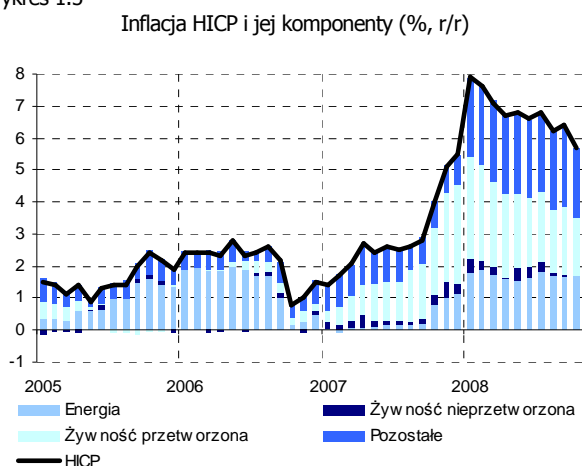


Tabela 1.2

Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)

	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008	paź-08
<b>HICP</b>	<b>4,9</b>	<b>7,5</b>	<b>6,7</b>	<b>6,5</b>	<b>5,7</b>
Kategorie mające największy wpływ na inflację (w pkt proc.)					
Utrzymanie mieszkania	1,0	1,8	1,9	2,1	2,3
Żywność i napoje bezalkoholowe	1,7	2,2	1,9	1,7	1,0
Wyroby alkoholowe i tytoniowe	1,4	1,3	0,9	0,8	0,9
Zdrowie	0,1	0,7	0,7	0,7	0,7
Restauracje i hotele	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5

źródło: Ecowin Economic

Do stopniowego obniżania się inflacji przyczyniały się przede wszystkim: spadek dynamiki cen żywności przetworzonej oraz, w mniejszym stopniu, spadek cen energii. Należy również dodać, że istotnym czynnikiem zmniejszającym inflację była aprecjacja korony czeskiej w okresie od lipca 2007 r. do lipca 2008 r.

Zwiększający się udział inflacji bazowej we wskaźniku HICP może wskazywać na rosnącą rolę płac jako głównego czynnika determinującego inflację w Czechach

Bardzo niskie bezrobocie znalazło odzwierciedlenie w znaczącym wzroście płac, które zwiększyły się o 9,1% r/r w okresie styczeń-czerwiec br. (wobec 7,3% r/r w 2007 r.). Wpłynęło to na wzrost jednostkowych kosztów pracy, które po umiarkowanym wzroście w latach 2006-2007 (odpowiednio o 1,1% i 3,6% r/r), wzrosły silnie w I i II kw. br. o 6,2% i 8,9% r/r.

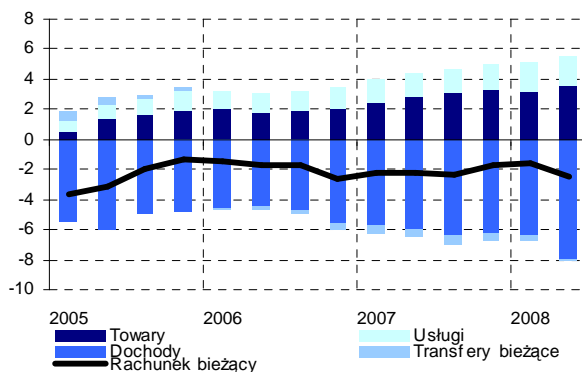
## Nierównowagi zewnętrzne

W I połowie br. zwiększył się napływ inwestycji bezpośrednich w porównaniu z I połową 2007 r. Dodatkowo, poprawiało się saldo inwestycji portfelowych, na którym w II kw. br., po raz pierwszy od 2005 r., zanotowano nadwyżkę.

W II połowie br. zwiększył się deficyt na rachunku obrotów bieżących, co było wynikiem dalszego pogłębiania się ujemnego salda na rachunku dochodów. Jednocześnie kontynuowana była tendencja do wzrostu nadwyżki w handlu towarami i usługami.

Wykres 1.6

Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia 3-miesięczna)



źródło: Ecowin Economic

Wykres 1.7

Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia 3-miesięczna)

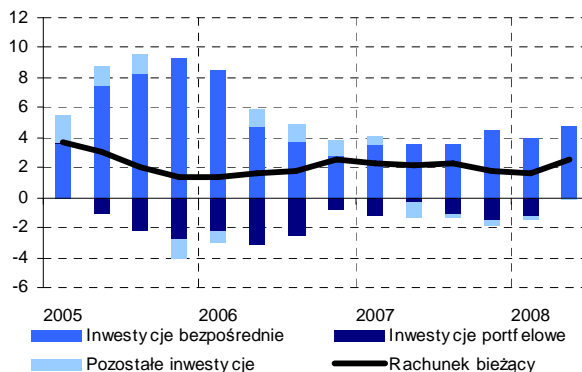


Tabela 1.3

Bilans płatniczy, saldo (mln EUR)

	Q2 2007	Q3 2007	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008
<b>Rachunek bieżący</b>	<b>-1 056</b>	<b>-1 259</b>	<b>-961</b>	<b>1 128</b>	<b>-2 458</b>
Towary	966	745	1 005	1 633	1 668
Usługi	625	575	404	946	754
Dochody	-2 391	-2 395	-2 283	-1 496	-4 944
Transfery bieżące	-257	-183	-88	45	64
<b>Rachunek kapitałowy</b>	<b>5</b>	<b>122</b>	<b>503</b>	<b>272</b>	<b>515</b>
<b>Rachunek finansowy</b>	<b>398</b>	<b>1 144</b>	<b>2 120</b>	<b>-259</b>	<b>2 942</b>
Inwestycje bezpośrednie	1 116	1 214	2 183	863	2 329
Inwestycje portfelowe	-210	-1 443	472	-510	1 583
Pozostałe inwestycje	-900	1 794	-479	-613	-970

źródło: Ecowin Economic

## Stopy procentowe oraz kurs walutowy

Systematyczne umacnianie się korony czeskiej wobec euro oraz oznaki spowolnienia gospodarczego były głównymi powodami, dla których Narodowy Bank Czech w sierpniu br. obniżył stopy procentowe o 25 pb. (oznaczało to koniec cyklu zaciśniania polityki pieniężnej, który rozpoczął się w październiku 2005 r.).

We wrześniu nastąpiło zaostrzenie globalnego kryzysu finansowego i znaczny wzrost awersji do ryzyka, co znalazło swoje odzwierciedlenie m.in. w silnym spadku popytu na aktywa krajów wschodzących (EM), w tym też regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Podobnie jak większość walut EŚW, w październiku br. korona uległa bardzo gwałtownej deprecjacji. W listopadzie br, w obliczu pogarszających się oczekiwań dotyczących perspektyw gospodarki czeskiej, miała miejsce ponowna obniżka stóp proc. o 75 pb. (największa od stycznia 1999 r.) do poziomu 2,75%.

Na rynku międzybankowym, 3-miesięczne stopy procentowe utrzymywały się do sierpnia 2008 r. na stosunkowo stałym poziomie. W październiku nastąpił silny wzrost stóp międzybankowych do poziomu ok. 4,5% pod koniec października. Zaś w listopadzie br. stopy spadły i utrzymują się na stosunkowo stałym poziomie 4,2%.

## Prognozy

Prognozy pokazują kontynuację spowolnienia gospodarczego w gospodarce Czech w 2009 r. Większość instytucji oczekuje, że tempo wzrostu obniży się o kolejne 0,5-1 p.p. Głównym czynnikiem determinującym skalę spowolnienia aktywności ekonomicznej może okazać się zmniejszenie znaczenia eksportu netto dla wzrostu PKB (co nastąpi w wyniku spowolnienia gospodarczego w Niemczech - głównego odbiorcy towarów i usług z Czech). Oczekiwane jest szybkie obniżenie się inflacji, prawdopodobnie do najniższego poziomu w regionie EŚW. Będzie to związane przede wszystkim z ustąpieniem na początku 2009 r. efektu bazy związanego ze zmianą podatków pośrednich i cen kontrolowanych

Tabela 1.4

Prognozy najważniejszych wskaźników makroekonomicznych

	OECD	Komisja Europejska	MFW	Consensus Economics	ČNB
	11.2008 (06.2008)	11.2008 (04.2008)	10.2008 (04.2008)	10.2008 (05.2008)	11.2008 (08.2008)
<b>PKB, w %, r/r</b>					
2008	4,4 (4,5)	4,4 (4,7)	4,0 (4,2)	4,3 (4,8)	4,5 (4,1)
2009	2,5 (4,8)	3,6 (5,0)	3,4 (4,6)	3,3 (5,0)	2,9 (3,6)
<b>Inflacja, w %, r/r</b>					
2008	6,6 (6,8)	6,6 (6,2)	6,7 (6,0)	6,6 (6,4)	6,6 (6,8)
2009	2,0 (2,9)	3,1 (2,7)	3,4 (3,5)	3,1 (3,3)	2,5 (3,1)
<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących, w % PKB</b>					
2008	-2,3 (-2,6)	-1,9 (-2,9)	-2,2 (-3,0)		-1,4 (-1,8)
2009	-2,9 (-1,8)	-2,2 (-2,6)	-2,5 (-2,8)		0,0 (-2,3)

ČNB - Česká národní banka

## SŁOWACJA

### Wzrost gospodarczy

W I połowie 2008 r. Słowacja była obok Rumunii najszybciej rozwijającym się krajem EŚW. Roczny wzrost PKB kształtował się na poziomie 8,5% r/r. (wobec 10,4% r/r w 2007 r.). Głównym czynnikiem wzrostu w I połowie 2008 r. pozostał popyt wewnętrzny. Dynamika jego głównych kategorii utrzymała się na podobnym poziomie jak w 2007 r. (choć w II kw. br. nastąpiła zmiana w strukturze jego wzrostu polegająca na obniżeniu się udziału spożycia indywidualnego). Natomiast do osłabienia tempa wzrostu PKB przyczynił się wyraźny spadek wkładu eksportu netto, wynikający przede wszystkim z obniżenia dynamiki eksportu. Związane było to z osłabieniem aktywności ekonomicznej w głównych gospodarkach Unii Europejskiej (prawie 90% słowackiego eksportu ogółem jest skierowane do krajów UE). Jednocześnie relatywnie wysoka dynamika popytu konsumpcyjnego sprzyjała utrzymaniu się szybkiego tempa wzrostu importu. Według wstępnych szacunków w III kw. br. utrzymała się relatywnie wysoka dynamika wzrostu gospodarczego (7,0%), w dalszym ciągu oparta na popycie wewnętrznym.

Wykres 2.1

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

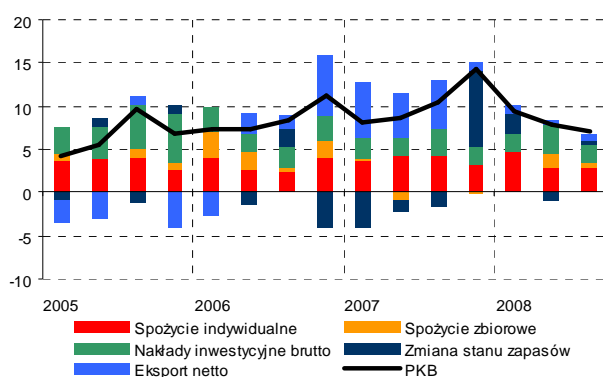


Tabela 2.1

Dynamika najważniejszych komponentów PKB (% r/r)

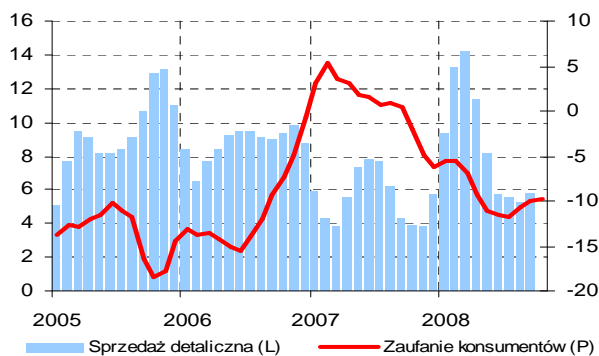
	2007	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008
<b>PKB</b>	<b>10,3</b>	<b>14,3</b>	<b>9,3</b>	<b>7,9</b>	<b>7,0</b>
Spożycie indywidualne	7,1	5,9	8,4	5,7	6,0
Spożycie zbiorowe	0,8	-1,3	0,7	9,6	3,3
Nakłady inwestycyjne	8,1	8,9	2,4	9,6	7,3
Eksport	16,3	11,6	11,2	8,1	2,7
Import	10,6	10,2	10,6	7,7	2,0

źródło: Ecowin Economic

Obniżająca się dynamika spożycia indywidualnego znalazła odzwierciedlenie w osłabieniu tempa wzrostu sprzedaży detalicznej. W ciągu pierwszych dziewięciu miesięcy br. wzrosła ona o 5,4% r/r podczas gdy w 2007 r. o 8,6% r/r, czemu towarzyszyło pogarszanie się stanu zaufania konsumentów słowackich.

Wykres 2.2

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

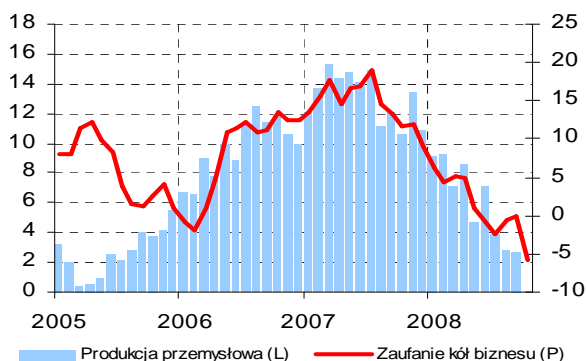


źródło: Ecowin Economic

Na niekorzystne tendencje w sektorze przetwórstwa przemysłowego wskazuje zarówno obniżenie się dynamiki produkcji przemysłowej (w okresie styczeń-wrzesień br. wzrosła ona o 5,4% r/r wobec 12,7% r/r w 2007 r.), jak i wyraźne pogorszenie się wskaźników zaufania kół biznesu.

Wykres 2.3

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



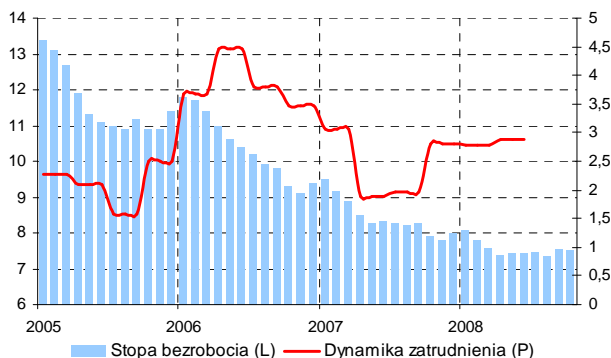
źródło: Ecowin Economic

### Rynek pracy

W I połowie br. nastąpiło pewne przyspieszenie dynamiki zatrudnienia (do 2,8% r/r wobec średnio 2,4% r/r w 2007 r.), co prowadziło do dalszego spadku bezrobocia. W sierpniu br. osiągnęło ono historycznie najniższy poziom 7,4% (wobec 8,0% w grudniu 2007 r.). Jednak tempo obniżania się stopy bezrobocia było w kolejnych miesiącach coraz niższe.

Wykres 2.4

Stopa bezrobocia (%) i dynamika zatrudnienia (%)



źródło: Ecowin Economic



## Inflacja i koszty pracy

Inflacja na Słowacji była w 2008 r. najniższa w regionie EŚW. Jednak od początku br. wykazywała ona wyraźny trend wzrostowy. Trend ten został zatrzymany dopiero w październiku br., kiedy wskaźnik HICP obniżył się do poziomu 4,2% r/r. Wzrost inflacji w pierwszych trzech kwartałach. br. został spowodowany przede wszystkim wzrostem inflacji bazowej oraz tylko częściowo rosnącą dynamiką cen energii. Stosunkowo niewielki wpływ wzrostu cen energii na wzrost wskaźnika inflacji wynika z tego, że rynek energii na Słowacji jest silnie uregulowany i dlatego zmiany cen w mniejszym stopniu niż w innych krajach odzwierciedlają tendencje z rynków światowych.

Wzrost inflacji bazowej był w dużym stopniu wynikiem znaczącego wzrostu płac nominalnych, który w I połowie br. wyniósł blisko 10,0% r/r (wobec 7,5% w 2007 r.). Jednocześnie przyczyniło się to do wzrostu jednostkowych kosztów pracy o 4,0% w I kw. br. (wobec -3,0% w IV kw. 2007 r.).

Wykres 2.5

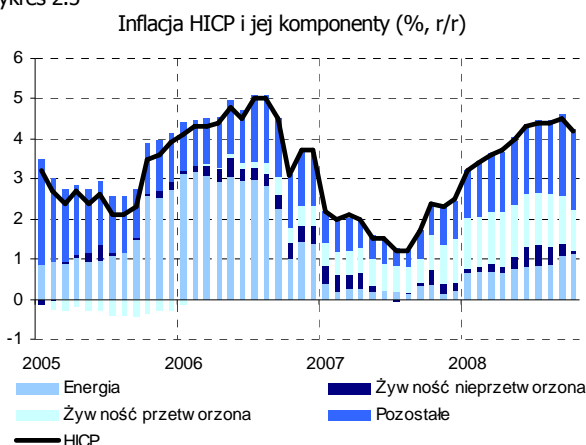


Tabela 2.2

Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)

	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008	paź-08
<b>HICP</b>	<b>2,4</b>	<b>3,4</b>	<b>4,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>
Kategorie mające największy wpływ na inflację (w pkt proc.)					
Utrzymanie mieszkania	0,3	0,6	0,7	0,9	1,3
Żywność i napoje bezalkoholowe	1,1	1,3	1,5	1,6	0,8
Transport	0,3	0,4	0,4	0,6	0,7
Restauracje i hotele	0,0	0,2	0,4	0,4	0,4
Wyroby alkoholowe i tytoniowe	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3

źródło: Ecwin Economic

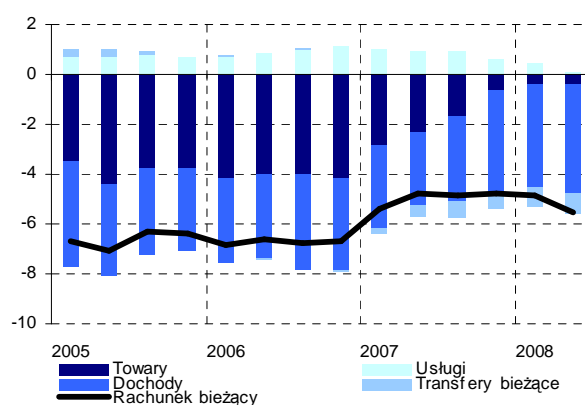
## Nierównowagi zewnętrzne

Obserwowana od połowy 2005 r. tendencja obniżania się deficytu na rachunku obrotów bieżących (do czego prowadziło zmniejszanie się ujemnego salda w handlu towarami) została w I połowie 2008 r. powstrzymana. Do pogłębienia się deficytu obrotów bieżących przyczyniło się wyraźne zwiększenie ujemnego salda dochodów.

Zmniejszenie się napływu inwestycji – zwłaszcza inwestycji bezpośrednich i tzw. pozostałych (w skutek mniejszej dostępności kredytów) związane było z pogłębieniem się globalnych zawirowań na światowych finansowych.

Wykres 2.6

Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia 3-miesięczna)



Wykres 2.7

Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia 3-miesięczna)

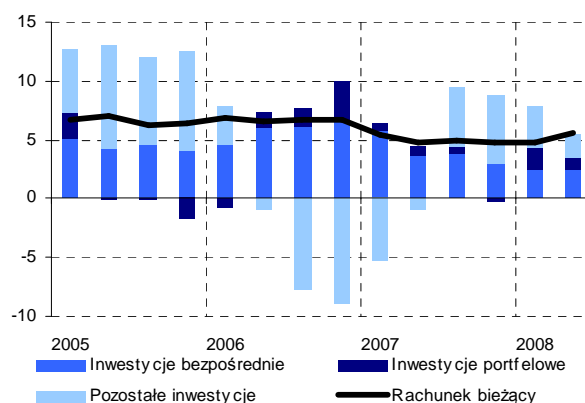


Tabela 2.3

Bilans płatniczy, saldo (mln EUR)

	Q2 2007	Q3 2007	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008
<b>Rachunek bieżący</b>	<b>-661</b>	<b>-1088</b>	<b>-955</b>	<b>-47</b>	<b>-1 224</b>
Towary	-295	-40	-126	252	-326
Usługi	138	161	29	-64	-100
Dochody	-386	-1107	-821	-48	-655
Transfery bieżące	-118	-102	-36	-187	-142
<b>Rachunek kapitałowy</b>	<b>35</b>	<b>133</b>	<b>206</b>	<b>129</b>	<b>409</b>
<b>Rachunek finansowy</b>	<b>2 221</b>	<b>1 424</b>	<b>675</b>	<b>189</b>	<b>944</b>
Inwestycje bezpośrednie	266	1035	319	-180	312
Inwestycje portfelowe	691	86	-258	503	287
Pozostałe inwestycje	1308	261	602	-155	439

źródło: Ecwin Economic

## Stopy procentowe i kurs walutowy

W I połowie br. trzymiesięczne stopy proc. ustabilizowały się na poziomie ok. 4,3%. W związku z przystąpieniem Słowacji w 2009 r. do Unii Gospodarczej i Walutowej, poziom stóp procentowych zbliżał się do poziomu stóp w strefie euro. Bliska perspektywa członkostwa Słowacji w UGW sprawiła, że silne zawirowania na rynkach finansowych obserwowane w październiku br., nie wpłynęły na wysokość jej stóp międzybankowych.

Od momentu podjęcia decyzji o przystąpieniu Słowacji do strefy euro w lipcu br., stopy procentowe Narodowego Banku Słowacji są ustalane na wysokości stóp EBC, co tłumaczy

obniżkę stóp NBS w październiku i listopadzie br. odpowiednio o 25 pb i 50 pb.

W maju br. po raz drugi (pierwsza rewaluacja miała miejsce w marcu 2007 r.) zrewalutowano parytet centralny korony, co odzwierciedlało utrzymującą się tendencję do aprecjacji korony. Po ustaleniu stałego kursu wymiany (lipiec 2008 r.), pomimo silnych zawirowań na światowych rynkach finansowych, kurs korony nie podlegał podobnej deprecjacji jak waluty pozostałych krajów EŚW.

## Prognozy

Prognozy tempa wzrostu gospodarczego przewidują kontynuację tendencji do obniżania się dynamiki PKB zarówno w II połowie 2008, jak i w 2009 r., jednak na mniejszą skalę niż w innych krajach EŚW. Złoży się na to prawdopodobne osłabienie eksportu (na co wskazują dane za III kw. br.) oraz spożycia indywidualnego i inwestycji. W świetle prognoz instytucji międzynarodowych, Słowacja ma być w 2009 r. najszybciej rozwijającym się krajem w regionie. Prognozy pokazują również spadek inflacji w przyszłym roku, a także zmniejszenie się deficytu obrotów bieżących.

Tabela 2.4

Prognozy najważniejszych wskaźników makroekonomicznych

	OECD	KE	MFW	Consensus Economics	NBS
	11.2008 (06.2008)	11.2008 (04.2008)	10.2008 (04.2008)	10.2008 (05.2008)	11.2008 (07.2008)
<b>PKB, w %, r/r</b>					
2008	7,3 (7,3)	7,0 (7,0)	7,4 (6,6)	6,9 (7,5)	7,5 (7,6)
2009	4,0 (6,1)	4,9 (6,2)	5,6 (5,9)	5,0 (6,2)	4,7 (6,6)
<b>Inflacja, w %, r/r</b>					
2008	4,4 (4,0)	4,0 (3,8)	3,9 (3,3)	4,5 (3,7)	3,9 (3,8)
2009	2,8 (3,6)	3,5 (3,2)	3,6 (3,1)	3,9 (3,4)	2,7 (3,4)
<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących, w % PKB</b>					
2008	-5,0 (-4,3)	-5,6 (-4,0)	-5,1 (-5,0)		-5,8 (-5,1)
2009	-4,1 (-3,1)	-4,7 (-3,1)	-4,7 (-4,7)		-4,6 (-2,9)

NBS - Národná banka Slovenska

### **Euro w Słowacji: potencjalne skutki dla inflacji**

W maju bieżącego roku EBC opublikował Raport Konwergencji 2008 oceniający aktualny stan konwergencji gospodarczej w krajach UE nie należących do strefy euro. Raport ten był szczególnie ważny dla Słowacji, ponieważ od niego w dużej mierze zależała decyzja przyjęcia Słowacji do UGW. Jednak pomimo stwierdzenia, że Słowacja spełnia kryteria konwergencji w podsumowaniu zwrócono uwagę na fakt, że:

(...) chociaż 12-miesięczna średnia stopa inflacji HICP na Słowacji jest obecnie znacznie poniżej wartości referencyjnej, trwałość konwergencji w zakresie inflacji budzi poważne obawy. (...)

Według EBC czynniki takie jak wzrost popytu krajowego oraz stopniowe zacieśnianie się rynku pracy mogą negatywnie wpłynąć na poziom inflacji. Dodatkowo, połączone ze wzrostem cen energii lub/i żywności, mogą doprowadzić do wystąpienia efektów drugiej rundy. W tej sytuacji, przyjęcie wspólnej waluty może zwiększyć działanie tych czynników poprzez dwa kanały. Z jednej strony realny trend aprecjacyjny, odzwierciedlony w silnej pozycji korony słowackiej, objawi się w postaci wyższej inflacji. Natomiast z drugiej, brak aprecjonującej waluty słowackiej niekorzystnie wpłynie na ceny importu.

Ocena zagrożeń dla inflacji na Słowacji została zamieszczona w opracowaniu OECD „The eurochangeover in the Slovak Republic: implications for inflation and interest rate,” 12 August 2008 Według autorów opracowania, doświadczenia krajów członkowskich UGW wskazują na kilka mechanizmów prowadzących do wzrostu cen bezpośrednio przy wymianie gotówki w obiegu. Należy do nich zaliczyć tzw koszty zmiany karty dań, zaokrąglanie w górę cen towarów „atrakcyjnych”, asymetria informacji, związana z każdorazową koniecznością przeliczania przez konsumentów cen pokazanych przez sprzedawców, poziom konkurencji oraz brak pokrywania się percepcji inflacji z aktualną inflacją.

Słowacka strategia przyjęcia euro, zakłada ograniczenie skutków wyżej wymienionych czynników głównie dzięki: obowiązkowi podawania podwójnych cen przez pół roku przed wprowadzeniem euro oraz rok po wprowadzeniu euro, zasadzie ciągłości kontraktów ustalonych w koronach słowackich, regularnym informacjom dotyczącym ewolucji cen oraz zwiększonemu nadzorowi i kontroli mających wykrywać przypadki nieuzasadnionych podwyżek cen. W proces nadzoru zaangażowane zostały Narodowy Bank Słowacji, Inspekcja Handlowa, urzędy ochrony konsumentów oraz nadzoru cen oraz władze samorządowe. Natomiast sankcje za nieprzestrzeganie tych ustaleń mogą wynieść do 60 000 EUR

Szacunki natychmiastowego wpływu wprowadzenia euro na inflację mierzoną wskaźnikiem HICP, przedstawione w opracowaniu OECD, nie przekraczają 0,3 pp.

Jednocześnie, podobnie jak EBC, OECD wskazuje na szereg czynników wpływających na inflację w dłuższym okresie. Należą do nich potencjalny wzrost dynamiki cen importu oraz zróżnicowanie produktywności objawiające się pod postacią efektu Balassy-Samuelsona. Zagrożenie wzrostem dynamiki cen importu jest dla Słowacji realne ze względu na fakt, że dynamika cen importu z krajów strefy euro (ok. 40% słowackiego importu ogółem) nie będzie hamowana aprecjacją korony oraz dynamika cen importu z krajów EŚW (ok. 30 % słowackiego importu ogółem) może wzrosnąć ze względu na potencjalną aprecjację walut tego regionu w stosunku do euro. Szacunki wpływu efektu Balassy-Samuelsona na różnicę w poziomie inflacji pomiędzy Słowacją a strefą euro dla lat 1996-2006 wahają się w przedziale od +1,0 do +1,8 pp., na co wpłynęły m.in. wzrost płac mniejszy od wzrostu produktywności, wzrost produktywności w sektorze zamkniętym oraz stosunkowo niewielkie udziały sektorów zamkniętego oraz rządowego w słowackiej gospodarce. Stąd szacunki Narodowego Banku Słowacji zakładają zwiększenie inflacji o 1,5 pp. rocznie w odniesieniu do krajów strefy euro do końca 2010r.

## WĘGRY

### Wzrost gospodarczy

Od blisko dwóch lat gospodarka węgierska doświadcza poważnego osłabienia wzrostu gospodarczego spowodowanego przez obniżenie popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego. W I połowie br. nastąpiło przejściowe przyspieszenie dynamiki PKB. W okresie styczeń-czerwiec 2008 r. gospodarka węgierska rozwijała się w tempie 1,9% r/r (wobec 1,1% w 2007 r.).

Wykres 3.1

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

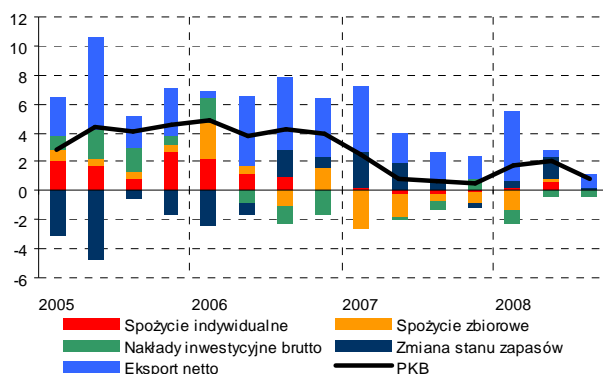


Tabela 3.1

Dynamika najważniejszych komponentów PKB (% r/r)

	2007	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008
<b>PKB</b>	<b>1,1</b>	<b>0,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>0,8</b>
Spożycie indywidualne	-0,3	-0,2	0,4	1,4	0,1
Spożycie zbiorowe	-6,1	-4,0	-6,4	0,7	0,0
Nakłady inwestycyjne	-0,1	2,6	-5,4	-2,2	-1,5
Eksport	14,3	10,4	13,9	11,1	3,5
Import	12,1	9,1	10,2	11,2	2,8

źródło: Ecowin Economic

W I kw. br. wzrost eksportu netto był głównym czynnikiem wspierającym wzrost gospodarczy. W II kw. br. wkład tego składnika we wzrost PKB uległ jednak wyraźnemu obniżeniu, co wynikało zarówno ze wzrostu dynamiki importu, jak i osłabienia popytu zewnętrznego. W ujęciu sektorowym, największy wpływ na wzrost PKB miał wzrost produkcji sektora rolnego, który nastąpił po jej systematycznym obniżaniu się w latach 2005-2007. Był to więc czynnik o charakterze przejściowym, który nie będzie miał wpływu na dynamikę PKB w kolejnych kwartałach. Znaczny wzrost produkcji rolnej w ujęciu rocznym wpłynął na zwiększenie poziomu zapasów, który okazał się głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego w II kw. br.

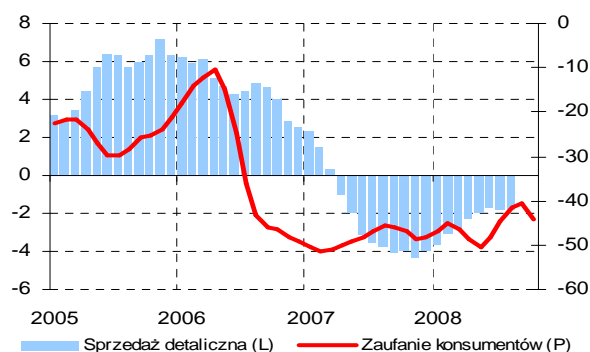
Według wstępnych danych gospodarka węgierska w III kw. br. rozwijała się w tempie 0,8% w stosunku do analogicznego kwartału roku poprzedniego, co wskazuje na ponowne spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego. Mniejszy wkład zapasów, a także dalsze spowolnienie spożycia indywidualnego były głównymi przyczynami tego spadku

Zahamowanie spadku sprzedaży detalicznej w II i III kw. i wzrost wydatków konsumpcyjnych w II kw. br. były opóźnionym w czasie skutkiem dynamicznego wzrostu plac

połączonym z przejściowym ożywieniem rynków kapitałowych. Badania ankietowe oraz dekompozycja wzrostu wydatków konsumpcyjnych (wzrost wydatków gospodarstw domowych na usługi wobec spadku wydatków konsumpcyjnych na dobra trwałego użytku) wskazują na przejściowy charakter ożywienia popytu konsumpcyjnego. Wobec dramatycznego spadku głównych indeksów giełdowych, jak i zapowiedzi rządu o zamrożeniu wydatków socjalnych, należy spodziewać się wzmocnienia trendu spadkowego konsumpcji gospodarstw domowych.

Wykres 3.2

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

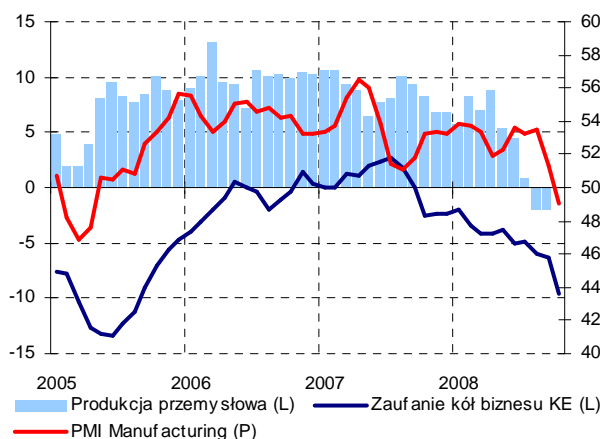


źródło: Ecowin Economic

Po dynamicznym wzroście na początku br. tempo wzrostu produkcji przemysłowej zaczęło wyraźnie słabnąć w II kw., co miało związek z osłabieniem popytu zewnętrznego. Wskaźniki koniunktury wskazują na kontynuację trendu spadkowego produkcji przemysłowej, w szczególności w obliczu radykalnego pogorszenia perspektyw dla wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych Węgier.

Wykres 3.3

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



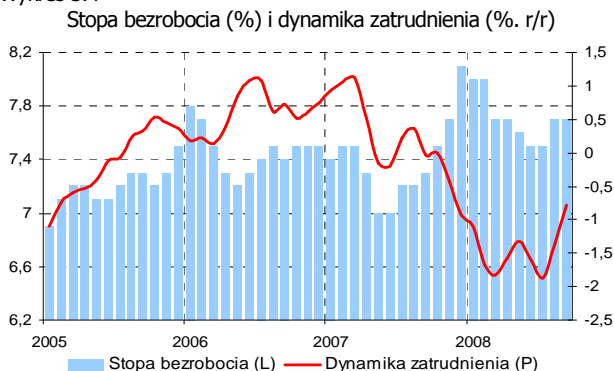
źródło: Ecowin Economic

### Rynek pracy

Od połowy 2007 r. można było zaobserwować gwałtowne pogorszenie się sytuacji na rynku pracy, przejawiające się zarówno we wzroście stopy bezrobocia, jak i w spadku współczynnika aktywności zawodowej. Było to spowodowane zarówno spowolnieniem gospodarczym, redukcją zatrudnienia w sektorze publicznym, jak i czynnikami o charakterze demograficznym. Pomimo oznak stabilizacji na

rynku pracy w II i III kw. br., przejawiających się w nieznanym spadku stopy bezrobocia i wzroście współczynnika aktywności zawodowej, - wobec kontynuacji spowolnienia gospodarczego w kraju - należy uznać to zjawisko za przejściowe.

Wykres 3.4



źródło: Ecowin Economic

### Inflacja i koszty pracy

Tempo wzrostu cen towarów konsumpcyjnych obniża się sukcesywnie od II kw. 2007 r., kiedy inflacja HICP osiągnęła poziom 9,0% r/r. W I i II kw. br. proces ten został wyhamowany przez dynamiczny wzrost cen żywności przetworzonej oraz nośników energii. Inflacja HICP w pierwszej połowie roku kształtowała się na poziomie 6,9% r/r.

W III kw. 2008 nastąpił powrót do spadkowej tendencji inflacji. Wskaźnik HICP w październiku br. obniżył się do 5,1% (a więc najniższego poziomu od sierpnia 2006 r.). Złożyło się na to obniżenie dotychczasowego tempa wzrostu cen energii i żywności oraz inflacji bazowej. Obniżaniu się inflacji bazowej sprzyjała niższa presja kosztowa spowodowana poprawą produktywności oraz osłabiającym się popytem konsumenckim.

W związku z niekorzystną sytuacją na rynku pracy presja inflacyjna pochodząca z rynku pracy obniżyła się w ciągu ostatniego roku. Wobec mniejszej roli presji płacowej, jednostkowe koszty pracy utrzymują się poniżej długookresowej średniej. Oczekiwania inflacyjne pozostają nadal na wysokim poziomie odzwierciedlając negatywną ocenę sytuacji gospodarczej w kraju.

Wykres 3.5

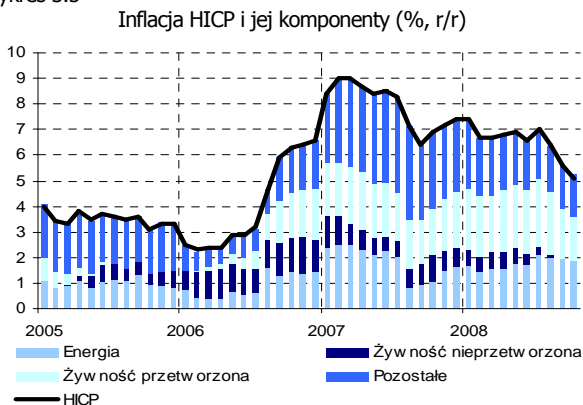


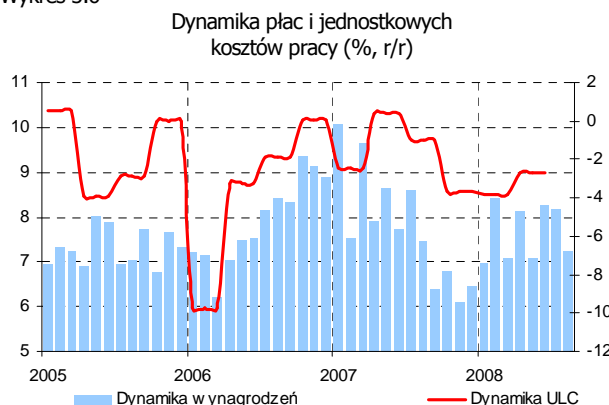
Tabela 3.2

Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)

	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008	paź-08
<b>HICP</b>	<b>7,2</b>	<b>6,9</b>	<b>6,8</b>	<b>6,3</b>	<b>5,1</b>
Kategorie mające największy wpływ na inflację (w pkt proc.)					
Utrzymanie mieszkania	1,5	1,2	1,4	1,8	2,0
Żywność i napoje bezalkoholowe	2,5	2,6	2,7	2,1	1,1
Transport	1,0	1,4	1,2	1,0	0,8
Restauracje i hotele	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5
Wyroby alkoholowe i tytoniowe	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5

źródło: Ecowin Economic

Wykres 3.6



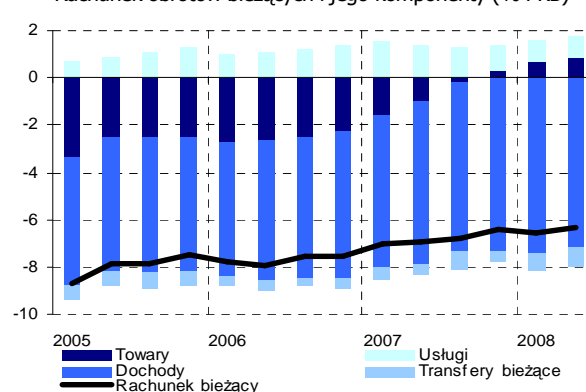
źródło: Ecowin Economic

### Nierównowagi zewnętrzne

W II kw. br. zwiększenie się dodatniego salda w usługach (w wyniku wzrostu przychodów z turystyki) przyczyniło się do obniżenia deficytu na rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB. Jednak jednoczesne zmniejszenie nadwyżki w handlu towarami sprawiło, że redukcja ujemnego salda rachunku obrotów bieżących była relatywnie niewielka.

Wykres 3.7

Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB)



źródło: Ecowin Economic

Deficyt na rachunku obrotów bieżących był finansowany głównie przez wzrost napływu inwestycji bezpośrednich, a także pozostałych inwestycji (w II kw. br. napływ pozostałych inwestycji uległ zmniejszeniu się w wyniku ekspansji zadłużenia węgierskiego sektora finansowego wobec zagranicy).

Wykres 3.8

Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB)

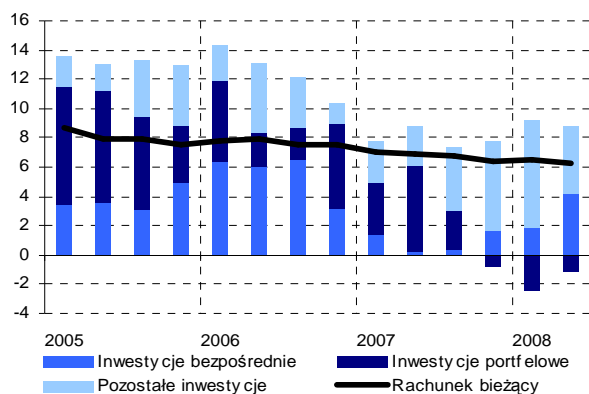


Tabela 3.3

Bilans płatniczy, saldo (mln EUR)

	Q2 2007	Q3 2007	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008
<b>Rachunek bieżący</b>	<b>-1 969</b>	<b>-1 680</b>	<b>-1 420</b>	<b>-1 647</b>	<b>-1 838</b>
Towary	89	47	194	375	287
Usługi	339	402	144	73	301
Dochody	-2 187	-1 726	-1 846	-1 822	-2 092
Transfery bieżące	-210	-403	87	-272	-334
Rachunek kapitałowy	136	601	348	788	126
<b>Rachunek finansowy</b>	<b>2 287</b>	<b>796</b>	<b>1 442</b>	<b>2 464</b>	<b>3 311</b>
Inwestycje bezpośrednie	-818	1 419	782	497	1 735
Inwestycje portfelowe	-245	-2 110	-339	236	961
Pozostałe inwestycje	3 349	1 486	998	1 731	616

Źródło: Ecowin Economic

## Stopy procentowe i kurs walutowy

W II kw. i na początku III kw. 2008 r. stopy procentowe były w znacznym stopniu skorelowane ze stopami procentowymi w krajach rozwiniętych, notując wzrost w II kw. br. z poziomu 8,4% do 9,0%, a następnie do połowy lipca br. spadek do poziomu 8,5%. W tym samym okresie obserwowana była aprecjacja forinta spowodowana przejściowym uspokojeniem nastrojów na światowych rynkach i pozytywnym nastawieniem inwestorów do wysokooprocentowanych walut krajów rozwijających się. Stopniowy wzrost stóp proc. na rynku międzybankowym spowodowany rosnącą awersją do ryzyka na światowych rynkach finansowych, przybrał niezwykle dynamiczne tempo na początku III kw. 2008 r. Jednocześnie lekki trend deprecjacyjny forinta zapoczątkowany w połowie lipca br. nasilił się, powodując jego osłabienie w stosunku do euro do historycznie niskiego poziomu w drugiej połowie października br.. W tej sytuacji Narodowy Bank Węgier (MNB) podwyższył 22 października br. stopę referencyjną o 300 pb. (patrz ramka 2). Wpłynęło to na ustabilizowanie się kursu waluty węgierskiej. W listopadzie i grudniu br. MNB dwukrotnie obniżył stopę referencyjną o 50 pb. do poziomu 10,5%.

## Prognozy

Prognozy wzrostu gospodarczego przedstawiane przez instytucje zewnętrzne wskazują na ryzyko bardzo powolnego domykania ujemnej luki popytowej. Oczekuje się, że po przejściowym pewnym przyspieszeniu w I połowie 2008 r. dynamika PKB w II połowie 2008 r. ponownie się obniży, a w 2009 r. nastąpi radykalne spowolnienie wzrostu PKB lub

wręcz spadek jego poziomu. Obniżenie dynamiki wzrostu lub spadek prognozowane jest dla wszystkich kategorii PKB, ze szczególnym uwzględnieniem wydatków konsumpcyjnych i popytu zewnętrznego. W związku z obniżeniem popytu konsumpcyjnego oczekuje się radykalnego spowolnienia tempa wzrostu cen. Ośrodki zewnętrzne prognozują obniżenie się deficytu na rachunku obrotów bieżących spowodowane deprecjacją realnego kursu walutowego oraz obniżeniem się popytu wewnętrznego.

Tabela 3.4

Prognozy najważniejszych wskaźników makroekonomicznych

	OECD	KE	MFW	Consensus Economics	MNB
	11.2008 (06.2008)	11.2008 (04.2008)	10.2008 (04.2008)	10.2008 (05.2008)	11.2008 (08.2008)
<b>PKB, w %, r/r</b>					
2008	1,4 (2,0)	1,7 (1,9)	1,8 (1,8)	1,9 (2,1)	1,1 (2,2)
2009	-0,5 (3,1)	0,7 (3,2)	-1,0 (2,5)	1,6 (3,1)	-1,0 (2,6)
<b>Inflacja, w %, r/r</b>					
2008	6,4 (6,3)	6,3 (6,3)	6,3 (5,9)	6,3 (6,0)	6,2 (6,3)
2009	3,6 (3,7)	3,9 (3,7)	4,5 (3,5)	3,9 (3,8)	3,3 (4,1)
<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących, w % PKB</b>					
2008	-6,1 (-4,4)	-6,3 (-4,4)	-6,2 (-5,5)		-7,1 (-4,9)
2009	-6,1 (-4,1)	-5,1 (-3,9)	-2,0 (-5,1)		-4,5 (-4,8)

MNB - Magyar Nemzeti Bank

## Ramka 2

### Węgierski gulasz

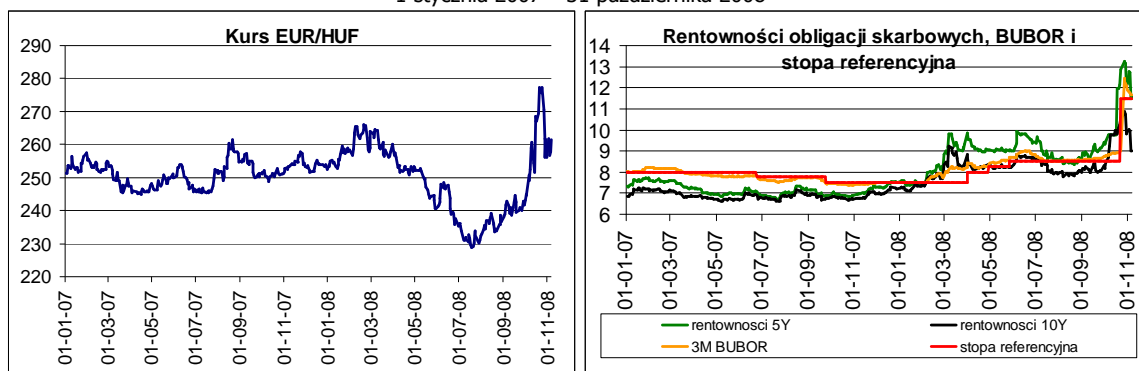
Pogłębiający się kryzys zaufania na światowych rynkach finansowych i rosnąca awersja do ryzyka znalazły swój wyraz w ograniczeniu zaangażowania inwestorów na rynkach wschodzących oraz redukowaniu dźwigni finansowej. Wpłynęło to negatywnie na rynki finansowe w Europie Środkowej i Wschodniej. Silny wzrost ryzyka skłonił inwestorów do realizacji zysków na wysokooprocentowanych aktywach i spłaty kredytów zaciągniętych w walutach krajów oferujących niższe oprocentowanie. Znaczne zaangażowanie kapitału zagranicznego w sektorze bankowym w regionie EŚW stwarza zagrożenie zasilania w płynność w ramach finansowania wewnątrz korporacyjnego. Ponadto, wobec dramatycznego pogorszenia warunków pozyskiwania kapitału na międzynarodowych rynkach finansowych pojawiły się wątpliwości co do zdolności do bieżącego finansowania długu publicznego oraz zabezpieczenia kredytów zaciągniętych przez gospodarstwa domowe w walutach obcych.

Zatem pomimo nieznacznego zaangażowania węgierskich instytucji finansowych w tzw. *toksyczne aktywa*, wysoki stopień integracji z międzynarodowymi rynkami finansowymi spowodował, iż Węgry nie pozostały odporne na skutki kryzysu finansowego. Poza charakterystycznymi dla całego regionu objawami *great unwind*, znaczny udział kredytów denominowanych w walutach obcych (58,8% ogółu kredytów zaciągniętych przez gospodarstwa domowe<sup>1</sup>) spowodował wysoką zależność węgierskich instytucji finansowych od walutowego rynku swapowego. Dzięki swapom walutowym węgierskie instytucje finansowe mogły pozyskiwać nowe źródła kredytowania, zabezpieczać nadmierną ekspozycję na ryzyko kursowe oraz bieżące zarządzanie spłatami rat kredytowych. Jednakże problemy płynnościowe na rynkach finansowych spowodowały znaczne utrudnienia w pozyskiwaniu zabezpieczenia ryzyka walutowego drogą transakcji swapowych, a w konsekwencji pojawieniem się opinii o problemach płynnościowych węgierskich instytucji finansowych, w tym największego banku – OTP.

Obawy o płynność rynku swapów walutowych, jak i o stabilność rynku natychmiastowego (spot) w połączeniu z awersją inwestorów do rynków wschodzących spowodowały (w okresie 1-21.10.2008 r.) deprecjację forinta wobec EUR o 17%. Jednocześnie na budapeszteńskiej giełdzie nastąpił masowy odpływ kapitału zagranicznego. Ponadto znacznemu rozszerzeniu uległy spready pomiędzy rentownościami węgierskich obligacji a rentownościami obligacji europejskich oraz spready CDS dla węgierskich papierów dłużnych.

Wykres 1

Zmiany kursu EUR/HUF, rentowności obligacji skarbowych, BUBOR i stopa referencyjna MNB w okresie 1 stycznia 2007 – 31 października 2008



źródło: Ecowin Financial

Wykres 2

Spready na kontraktach CDS (pb., zielony kolor dla kontraktów pięcioletnich, biały dla dziesięcioletnich) i zmiany indeksu BUX w okresie 1 stycznia 2007 – 31 października 2008



źródło: Bloomberg

<sup>1</sup> na podstawie danych MNB za lipiec 2008

Władze węgierskie podjęły szereg działań zmierzających do powstrzymania inwestorów od panicznej ucieczki, wyrażając determinację w kontynuacji podjętych reform fiskalnych, m.in. poprzez obniżenie prognozy deficytu budżetowego z 3,2% do 2,6%. Niższy deficyt miałby być osiągnięty poprzez cięcia wydatków i zwiększenie bazy podatkowej. Ponadto, zaproponowano szereg długofalowych rozwiązań – m.in. wprowadzenie górnego pułapu wydatków budżetowych oraz plany powołania instytucji zajmującej się nadzorem fiskalnym.

W celu zapewnienia bieżącej płynności Narodowy Bank Węgier (MNB) wprowadził przetargi swapowe i pożyczkowe, przez co stał się *de facto* instytucją pośredniczącą na rynku międzybankowym. Zawarto porozumienie z bankami w sprawie pożyczek denominowanych w walutach obcych, przewidujące możliwość wydłużenia okresu spłaty lub jej zawieszenia, lub przewalutowania kredytu. Ponadto, MNB zaangażował się aktywnie na rynku obligacji rządowych, co miało na celu poprawę ich atrakcyjności.

22 października br. MNB zdecydował się na podniesienie stopy referencyjnej o 300 pb. do poziomu 11,5% w celu zapobieżenia dalszej deprecjacji forinta. Podobnie jak poprzednie zapowiedzi władz węgierskich, ten ruch nie powstrzymał przeceny forinta, który po krótkiej korekcie ponownie znalazł się w trendzie deprecjacyjnym. W tym samym okresie Europejski Bank Centralny udzielił MNB pożyczki o wartości 5 mld EUR.

Radykalną poprawę nastrojów przyniosła zapowiedź wspólnego pakietu pomocowego MFW, Komisji Europejskiej i Banku Światowego o wartości 25,1 mld USD. Pożyczka ma na celu nie tylko poprawę płynności węgierskiego sektora bankowego, ale również uzdrowienie sektora finansów publicznych. Niemniej jednak, warunkiem jej udzielenia była rewizja budżetu uwzględniająca gwałtowne pogorszenie się perspektyw dla wzrostu gospodarczego i przeprowadzenie szeregu reform fiskalnych, w tym: zamrożenie płac nominalnych, likwidacja trzynastej pensji dla pracowników sektora publicznego oraz ograniczenie trzynastej emerytury, opóźnienie indeksacji zasiłków i emerytur i ograniczenie wydatków poszczególnych ministerstw. Uchwalona 18 listopada br. ustawa o odpowiedzialności fiskalnej nakłada ograniczenie wzrostu realnego długu publicznego polegające na ograniczeniu go do tempa wzrostu wskaźnika CPI oraz powołuje instytucję zajmującą się nadzorem fiskalnym.

Wielkość pożyczki jest wystarczająca na zrolowanie krótkoterminowego (zapadającego w okresie do 12 miesięcy) długu publicznego, co w połączeniu z potwierdzeniem realizacji postanowień wynikających z umowy z MFW, rozwiało obawy inwestorów co do zdolności Węgier do bieżącej obsługi zadłużenia. Dzięki polepszeniu nastrojów forint umocnił się, a na rynku obligacji i giełdzie popyt znacznie się ożywił. W efekcie rentowności obligacji zanotowały znaczny spadek, a główny indeks budapeszteńskiej giełdy (BUX) zaczął odrabiać straty z października. Mimo pewnego uspokojenia sytuacji na węgierskim rynku wskaźniki finansowe, jak i kurs walutowy nadal odznaczają się wysoką zmiennością. Najprawdopodobniej będzie ona charakteryzowała wszystkie rynki wschodzące, póki nie nastąpi znacząca poprawa nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych.



## SŁOWENIA

### Wzrost gospodarczy

W I połowie 2008 r. nastąpiło obniżenie się tempa wzrostu gospodarczego Słowenii. W okresie styczeń-czerwiec 2008 r. PKB w Słowenii zwiększył się o 5,5% r/r (wobec rekordowego wzrostu o 6,8% w całym 2007 r.). Pomimo obniżenia dynamiki wzrostu gospodarczego Słowenii nadal była najszybciej rozwijającą się gospodarką w strefie euro i jednocześnie należała do najszybciej rozwijających się krajów Europy Środkowej i Wschodniej. Największy wpływ na dynamikę wzrostu gospodarczego, podobnie jak w ub.r., miał relatywnie wysoki wzrost wydatków inwestycyjnych – przede wszystkim w sektorze budowlanym. Obniżył się natomiast wzrost wydatków przedsiębiorstw na zakup maszyn i urządzeń. Względnie stabilny pozostał wpływ konsumpcji gospodarstw domowych na dynamikę wzrostu gospodarczego, podczas gdy wkład eksportu netto był nadal ujemny.

Wykres 4.1

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

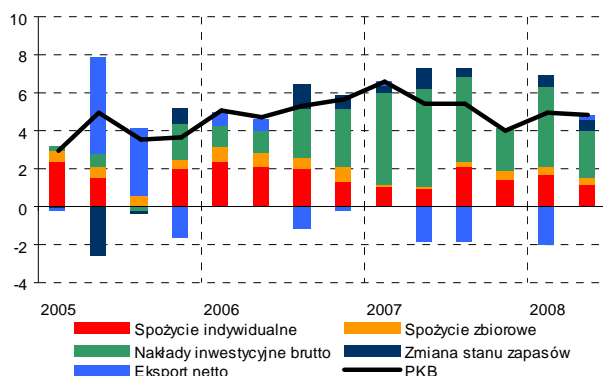


Tabela 4.1

Dynamika najważniejszych komponentów PKB (% r/r)

	2007	Q3 2007	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008
<b>PKB</b>	<b>6,1</b>	<b>6,4</b>	<b>4,7</b>	<b>5,4</b>	<b>5,5</b>
Spożycie indywidualne	3,1	4,8	3,2	3,5	2,6
Spożycie zbiorowe	1,4	1,7	2,7	2,9	2,7
Nakłady inwestycyjne	17,6	18,7	8,6	16,9	9,0
Eksport	13,1	15,1	9,3	6,8	7,8
Import	14,4	18,2	8,6	9,7	7,3

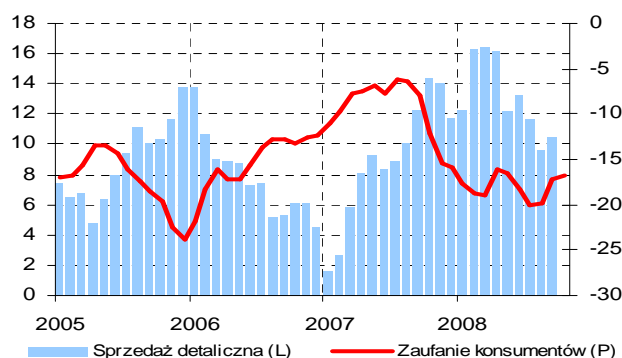
źródło: Ecowin Economic

Symptomem słabnięcia tempa aktywności ekonomicznej Słowenii jest notowana od początku br. niska dynamika produkcji przemysłowej. W ciągu pierwszych dziewięciu miesięcy br. wielkość produkcji przemysłowej zwiększyła się zaledwie o 0,9% w porównaniu z odpowiednim okresem ub.r. (podczas gdy w okresie styczeń-wrzesień 2007 r. produkcja przemysłowa zwiększyła się o 8,0%). Również w kolejnych miesiącach można oczekiwać dalszego osłabienia dynamiki produkcji, na co wskazują obniżające się wskaźniki zamówień zarówno krajowych, jak i z krajów strefy euro (podczas gdy odnotowano wzrost zamówień eksportowych z pozostałych krajów). Niekorzystne tendencje w przemyśle przetwórczym potwierdzają wyniki badań koniunktury. Według Komisji Europejskiej w październiku br. nastąpiło wyraźne pogorszenie się nastrojów przedsiębiorców (spadek

wskaźnika do najniższego poziomu od maja 1999 r.). Głęboki spadek odnotował zwłaszcza subindeks zatrudnienia, wskazując na możliwe pogorszenie się sytuacji na rynku pracy. Wzrost produkcji przemysłowej miał miejsce głównie w sektorach wytwarzających dobra konsumpcyjne, co wynika z utrzymującego się, na podobnym poziomie jak w 2007 r., wzrostu sprzedaży detalicznej.

Wykres 4.2

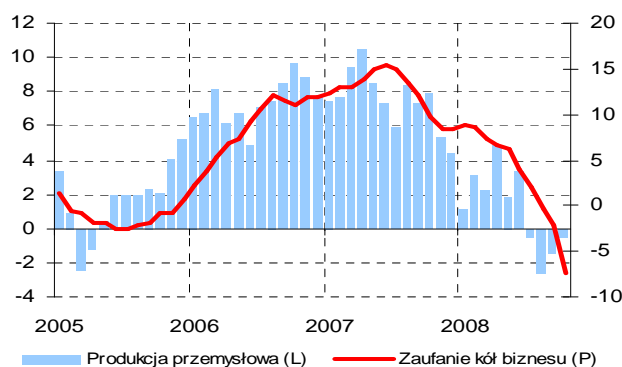
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźnik zaufania konsumentów



źródło: Ecowin Economic

Wykres 4.3

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

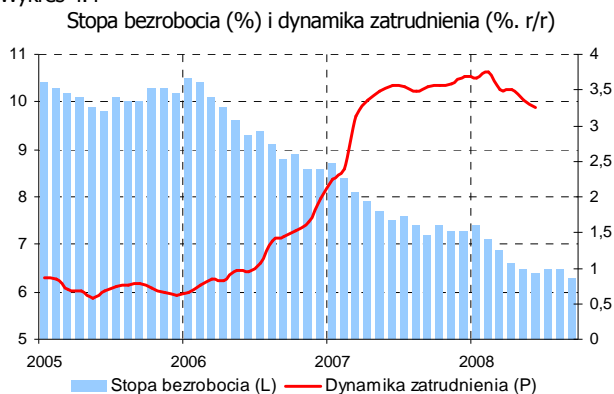


źródło: Ecowin Economic

### Rynek pracy

Relatywnie wysoka dynamika wzrostu gospodarczego sprzyjała zwiększaniu się zatrudnienia. W okresie pierwszych dziewięciu miesięcy br. zatrudnienie wzrosło o 2,0% w porównaniu z okresem styczeń-wrzesień 2007 r. Jednak dynamika zatrudnienia była niższa w porównaniu z 2007 r. W efekcie stopa bezrobocia obniżyła się z 7,3% w grudniu ub.r. do 6,3% we wrześniu br. W największym stopniu zatrudnienie rosło w budownictwie i transporcie.

Wykres 4.4



źródło: Ecowin Economic

## Inflacja i koszty pracy

Słowenia do września br. była krajem o najwyższej inflacji w strefie euro. Zharmonizowany indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych osiągnął maksimum w lipcu br., które wyniosło 6,9%. Był to jednocześnie najwyższy poziom inflacji w tym kraju od roku 2002. W kolejnych miesiącach inflacja ulegała obniżeniu (do 4,8% w październiku br.). Średnio w okresie styczeń–październik br. ceny towarów i usług wzrosły o 6,2% (wobec 3,8% w całym 2007 r.). Inflacja w dużym stopniu jest kształtowana przez czynniki globalne (co odzwierciedlają silne zmiany cen żywności i energii) oraz wewnętrzne związane przede wszystkim ze znaczącym wzrostem płac (na co może wskazywać relatywnie wysoki poziom – ok. 4,0% – inflacji bazowej).

W okresie styczeń–wrzesień 2008 r. płace wzrosły nominalnie o 8,8% r/r, a w ujęciu realnym o 2,3%. Wyraźny wzrost wynagrodzeń nastąpił zarówno w sektorze prywatnym, jak i publicznym. Z jednej strony odzwierciedla on nasilenie żądań płacowych, z drugiej strony wynika z wprowadzonego (w czerwcu br.) nowego systemu wynagrodzeń w sektorze publicznym.

Wykres 4.5

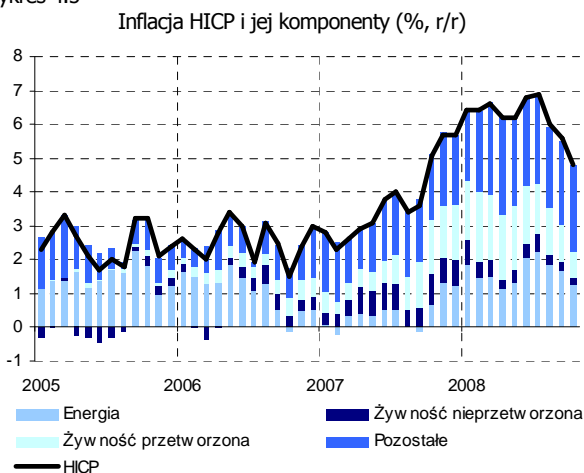


Tabela 4.2

Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)

	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008	paź- 08
<b>HICP</b>	<b>5,5</b>	<b>6,5</b>	<b>6,4</b>	<b>6,2</b>	<b>4,8</b>
Kategorie mające największy wpływ na inflację (w pkt proc.)					
Utrzymanie mieszkania	2,0	2,3	2,0	1,7	0,9
Wyroby alkoholowe i tytoniowe	0,9	1,1	1,2	1,2	0,8
Żywność i napoje bezalkoholowe	0,7	0,8	0,8	0,9	0,8
Transport	0,3	0,5	0,5	0,9	0,5
Restauracje i hotele	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5

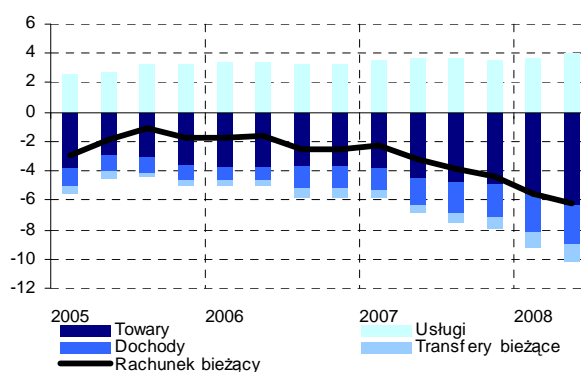
źródło: Ecowin Economic

## Nierównowagi zewnętrzne

W I połowie 2008 r. nastąpiło wyraźne pogłębienie się deficytu na rachunku obrotów bieżących spowodowane głównie dalszym wzrostem ujemnego salda w handlu towarami. Po II kw. 2008 r. roczny deficyt na rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB zwiększył się do 6,2% (wobec 4,3% w całym 2007 r.). Pogłębienie się deficytu obrotów handlowych w I połowie 2008 r. było wynikiem silniejszego obniżenia się dynamiki eksportu niż importu w porównaniu z ub.r. Wyraźne obniżenie się dynamiki eksportu (7,4% w I poł. 2008 r. wobec 16,3% w całym 2007 r.) wynikało przede wszystkim z osłabienia aktywności gospodarczej w krajach będących najważniejszymi partnerami handlowymi – zwłaszcza strefy euro (w tym wyraźny spadek sprzedaży do Włoch) oraz pogorszenia się cenowej konkurencyjności słoweńskich eksporterów. Natomiast względnie wysoki wzrost wartości importu (12,3% w I poł. 2008 r. wobec 18,1% w 2007 r.) związany był ze wzrostem cen surowców, w tym zwłaszcza ropy naftowej. Dodatkowo w I połowie br. zwiększyło się ujemne saldo dochodów oraz transferów. W kierunku obniżenia się deficytu obrotów bieżących oddziaływał wzrost nadwyżki w handlu usługami (na co złożyła się przede wszystkim wysoka dynamika eksportu usług).

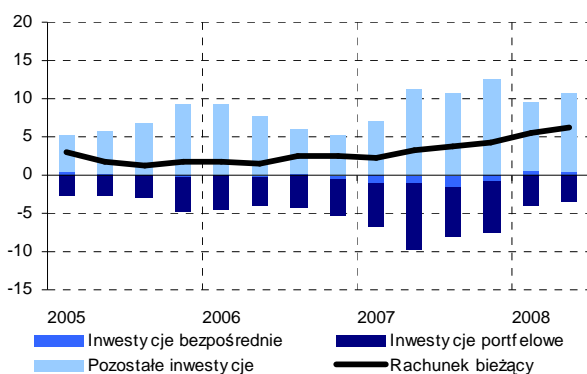
Wykres 4.6

Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia 3-miesięczna)



Wykres 4.7

Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia 3-miesięczna)



źródło: Ecowin Economic

Tabela 4.3

Bilans płatniczy, saldo (mln EUR)

	Q2 2007	Q3 2007	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008
<b>Rachunek bieżący</b>	<b>-216</b>	<b>-481</b>	<b>-663</b>	<b>-542</b>	<b>-495</b>
Towary	-359	-401	-664	-496	-678
Usługi	366	354	198	343	502
Dochody	-188	-356	-112	-222	-235
Transfery bieżące	-34	-78	-86	-167	-84
<b>Rachunek kapitałowy</b>	<b>-27</b>	<b>-32</b>	<b>-8</b>	<b>-2</b>	<b>-21</b>
<b>Rachunek finansowy</b>	<b>204</b>	<b>371</b>	<b>924</b>	<b>416</b>	<b>835</b>
Inwestycje bezpośrednie	-64	-4	47	155	-14
Inwestycje portfelowe	-1204	377	-814	303	-1140
Pozostałe inwestycje	1484	-22	1636	37	1907

źródło: Ecowin Economic

W Słowenii, która w latach 2005-2007 była eksporterem netto bezpośrednich inwestycji zagranicznych, od początku br. wartość przyjmowanych inwestycji jest większa niż słoweńskich inwestycji za granicą.

## Kurs walutowy

Wyższy wzrost wynagrodzeń w porównaniu ze wzrostem produktywności w sektorze przetwórczym sprawił, że wyraźnie pogorszyła się konkurencyjność słoweńskich przedsiębiorstw na rynkach eksportowych. Nominalny efektywny kurs walutowy zaprecjonował się w I poł. 2008 r. o 1,2%, a realny kurs deflowany jednostkowymi kosztami pracy w przetwórstwie przemysłowym zaprecjonował się o 6,4%. Tak więc aprecjacja efektywnego kursu nominalnego i realnego była silniejsza w porównaniu z rokiem 2007 r. i jednocześnie najsilniejsza spośród krajów strefy euro. Jednakże jednoczesna silna aprecjacja walut pozostałych krajów Europy Środkowej, które należą do najważniejszych konkurentów Słowenii na rynkach Europy Zachodniej złagodziła w dużym stopniu obniżenie się konkurencyjności cenowej i kosztowej słoweńskich eksporterów.

## Prognozy

W porównaniu z wiosenną prognozą Komisja Europejska podwyższyła nieco oczekiwaną dynamikę wzrostu gospodarczego na rok 2008 (z powodu relatywnie wysokiej dynamiki PKB w I poł. br.). Natomiast w II połowie br. zakłada się, że gospodarka słoweńska będzie rozwijała się w wolniejszym tempie. Znalazło to także odzwierciedlenie w obniżeniu prognoz wzrostu na rok 2009. Obniżenie się

dynamiki PKB wynikać będzie przede wszystkim z obniżenia wzrostu wydatków inwestycyjnych (głównie w obliczu obniżającego się stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych w przetwórstwie przemysłowym oraz spadku cen na rynku nieruchomości). Dynamikę konsumpcji będzie prawdopodobnie wspierać relatywnie wysoki wzrost płac. Większy negatywny wpływ na dynamikę PKB może mieć także eksport netto.

Przewidywane jest wyraźne obniżenie się dynamiki zatrudnienia, co może wpłynąć na pewien wzrost stopy bezrobocia. Prawdopodobnie wyższa niż wcześniej oczekiwano będzie inflacja, do czego z jednej strony przyczynić się będzie wysoka dynamika płac, a z drugiej zapowiadany wzrost niektórych kategorii cen regulowanych (m.in. usług komunalnych, gazu i energii elektrycznej).

Tabela 4.4

Prognozy najważniejszych wskaźników makroekonomicznych

	OECD	KE	MFW	Consensus Economics	IMAD
	11.2008	11.2008 (04.2008)	10.2008 (04.2008)	10.2008 (05.2008)	10.2008 (04.2008)
<b>PKB, w %, r/r</b>					
2008	4,8	4,4 (4,2)	4,3 (4,1)	4,7 (4,4)	4,8 (4,4)
2009	2,1	2,9 (3,8)	3,7 (3,5)	3,5 (4,3)	3,1 (4,1)
<b>Inflacja, w %, r/r</b>					
2008	4,9	6,2 (5,4)	5,9 (4,0)	6,0 (5,4)	6,2 (5,2)
2009	3,0	3,1 (2,7)	3,3 (2,4)	4,0 (3,6)	3,9 (3,2)
<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących, w % PKB</b>					
2008		-6,3 (-4,9)	-4,7 (-4,8)		-5,8 (-4,6)
2009		-6,3 (-4,3)	-4,7 (-4,9)		-4,7 (-2,8)

IMAD - Institute of Macroeconomic Analysis and Development

## ESTONIA

### Wzrost gospodarczy

Estonia była jedynym krajem w regionie EŚW, gdzie w I połowie 2008 r. nastąpił realny spadek PKB. W I kw. br. roczne tempo wzrostu gospodarczego było jeszcze dodatnie (0,2%), natomiast w II kw. produkt krajowy brutto obniżył się o -1,1% r/r. Spadek dynamiki PKB w Estonii następował więc przez siedem kolejnych kwartałów (począwszy od Q3 2006). W tym czasie roczna dynamika PKB obniżyła się łącznie o 11,6 pp. W przypadku Estonii można już mówić o recesji, gdyż w ujęciu kwartalnym PKB obniżał się w zarówno w I jak i w II kw. br. Spadek PKB, podobnie jak wcześniej, obniżenie jego wzrostu wynikały z osłabienia popytu wewnętrznego (zarówno konsumpcji, jak i inwestycji). Po raz pierwszy od końca 2005 r. wkład eksportu netto w I połowie 2008 r. był dodatni, do czego przyczynił się przede wszystkim znaczny spadek importu. W III kw. 2008 r. tendencje recesyjne w gospodarce estońskiej uległy dalszemu pogłębieniu. Według wstępnych szacunków PKB obniżył się o 3,5% w porównaniu z III kw. 2007 r. W dalszym ciągu miał miejsce spadek dynamiki spożycia indywidualnego i inwestycji, znacząco zmniejszyły się również zapasy. Zwiększył się natomiast wkład eksportu netto w wyniku wzrostu dynamiki eksportu.

Wykres 5.1

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

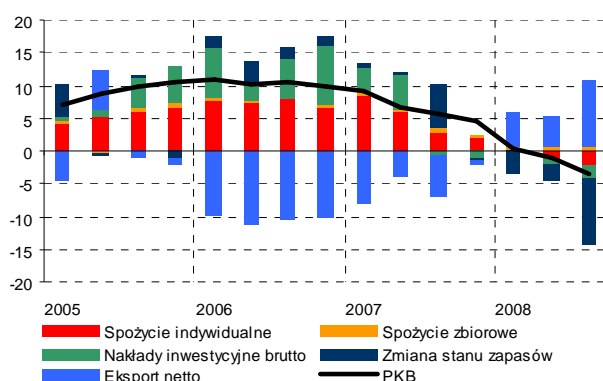


Tabela 5.1

Dynamika najważniejszych komponentów PKB (% r/r)

	2007	Q3 2007	Q4 2007	Q1 2008	Q3 2008
<b>PKB</b>	<b>6,4</b>	<b>4,4</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>-3,5</b>
Spożycie indywidualne	8,1	3,2	0,1	-2,0	-3,5
Spożycie zbiorowe	4,0	3,9	4,2	4,6	5,7
Nakłady inwestycyjne	5,9	-3,0	0,5	-2,5	-6,0
Eksport	0,1	-1,3	-2,1	-4,9	6,3
Import	4,5	-0,3	-6,3	-8,2	-5,1

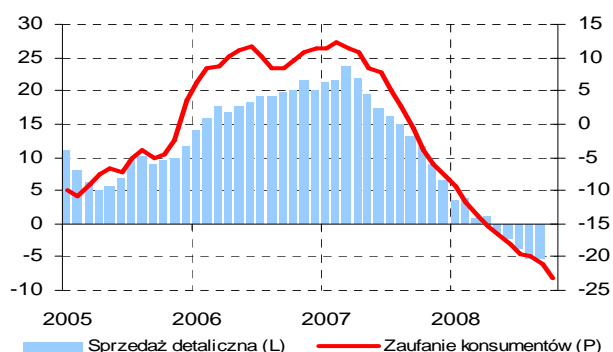
źródło: Ecowin Economic

W 2008 r. w dalszym ciągu następowało pogarszanie się nastrojów konsumentów, któremu towarzyszył spadek dynamiki sprzedaży detalicznej, która od II kw. była już ujemna.

Pogarszały się również nastroje przedsiębiorców, co znalazło odzwierciedlenie w spadkach produkcji przemysłowej (obserwowanych od kwietnia br.).

Wykres 5.2

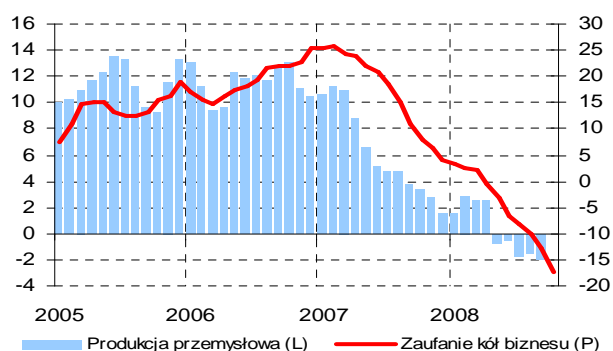
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźnik zaufania konsumentów



źródło: Ecowin Economic

Wykres 5.3

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



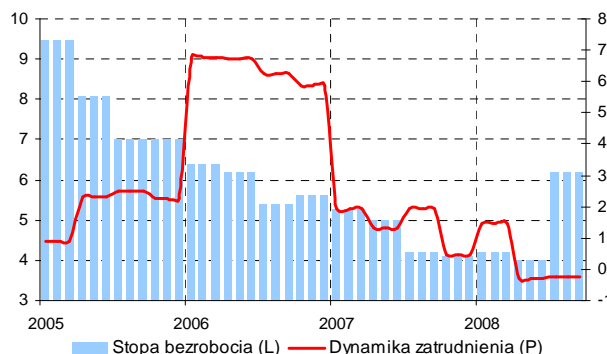
źródło: Ecowin Economic

### Rynek pracy

W II i III kw. 2008 r. pojawiły się pierwsze oznaki pogorszenia sytuacji na rynku pracy. Stopa bezrobocia wzrosła w III kw. o 2,2 pp. do 6,2%. Był to pierwszy, tak duży wzrost od 2002 r. Dynamika zatrudnienia również się obniżyła, a w II i III kw. br. była już ujemna.

Wykres 5.4

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



źródło: Ecowin Economic

### Inflacja i koszty pracy

Inflacja w Estonii osiągnęła swoje maksimum w kwietniu 2008 r. (11,6%) i od tego okresu powoli się obniża. Jednak w dalszym ciągu dynamika HICP utrzymuje się na poziomie powyżej 10% r/r (10,1% we październiku 2008 r.). Spadek inflacji od września br. uległ spowolnieniu w związku z

podwyżką akcyzy na wyroby tytoniowe, co spowodowało wzrost inflacji o ok. 0,6 pp.

Na spadek inflacji w Estonii w największym stopniu wpłynęła obniżająca się dynamika cen energii i żywności nieprzetworzonej.

Pomimo pogorszenia się sytuacji na rynku pracy i spadku dynamiki nominalnych wynagrodzeń w 2008 r., presja inflacyjna ze strony rynku pracy nie osłabła. Dynamika ULC nawet wzrosła w I połowie br. ponieważ spadek zatrudnienia i dynamiki płac nie zrekomensował spadku tempa wzrostu gospodarczego.

Wykres 5.5

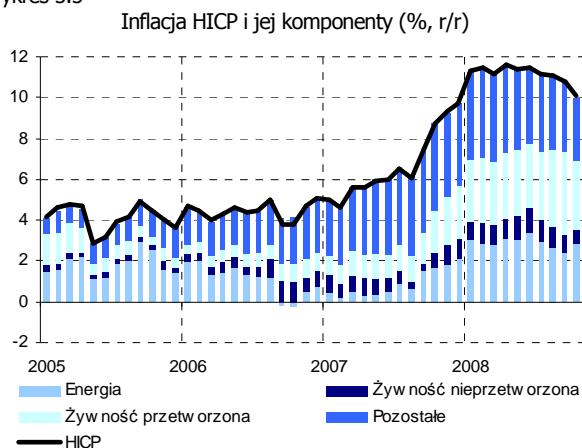


Tabela 5.2

Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)

	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008	paź- 08
<b>HICP</b>	<b>9,2</b>	<b>11,3</b>	<b>11,5</b>	<b>11,0</b>	<b>10,1</b>
Kategorie mające największy wpływ na inflację (w pkt proc.)					
Utrzymanie mieszkania	1,9	2,0	2,3	1,7	2,4
Wyroby alkoholowe i tytoniowe	0,4	0,7	0,7	1,6	2,1
Żywność i napoje bezalkoholowe	2,9	3,5	3,8	3,2	1,9
Transport	1,2	2,0	2,0	2,0	1,3
Restauracje i hotele	1,0	1,1	1,0	1,0	0,8

źródło: Ecowin Economic

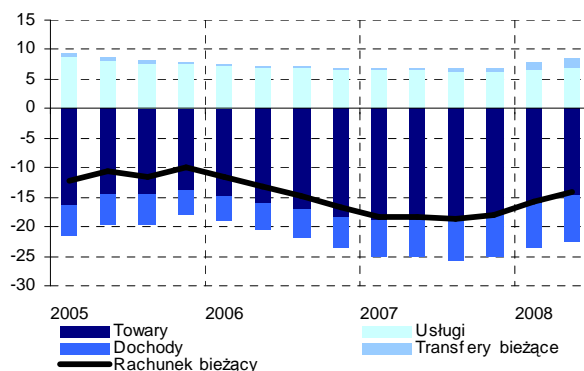
### Nierównowagi zewnętrzne

Oslabiający się popyt wewnętrzny w Estonii oraz zmniejszenie dostaw ropy z Rosji, która była przetwarzana w estońskich rafineriach i re-eksportowana, wpłynęły na wyraźne spowolnienie dynamiki importu towarów oraz usług. Było to główną przyczyną zmniejszenia się deficytu na rachunku obrotów bieżących, który nadal był bardzo wysoki (średnio 12,7 % PKB w I połowie 2008 r.).

Skutki kryzysu płynności na rynkach finansowych można było zauważyć na rachunku finansowym, gdzie wyraźnie zmniejszył się napływ pozostałych inwestycji (w większości kredytów sektora bankowego).

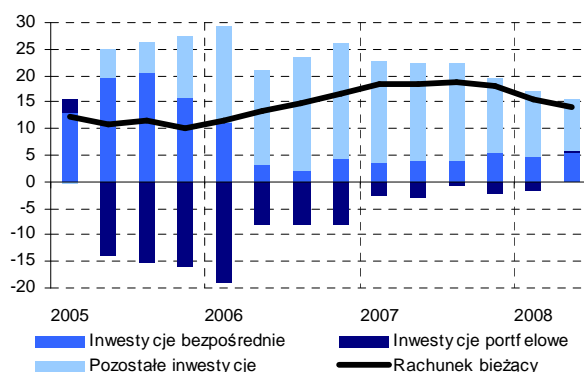
Wykres 5.6

Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia 3-miesięczna)



Wykres 5.7

Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia 3-miesięczna)



źródło: Ecowin Economic

Tabela 5.3

Bilans płatniczy, saldo (mln EUR)

	Q3 2007	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008
<b>Rachunek bieżący</b>	<b>-653</b>	<b>-669</b>	<b>-502</b>	<b>-417</b>	<b>-581</b>
Towary	-687	-639	-495	-508	-534
Usługi	290	219	237	365	259
Dochody	-295	-289	-324	-336	-354
Transfery bieżące	39	40	80	61	48
<b>Rachunek kapitałowy</b>	<b>12</b>	<b>31</b>	<b>53</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>Rachunek finansowy</b>	<b>1 011</b>	<b>342</b>	<b>569</b>	<b>568</b>	<b>482</b>
Inwestycje bezpośrednie	97	343	270	149	322
Inwestycje portfelowe	-127	-8	30	142	-127
Pozostałe inwestycje	1071	30	218	278	335

źródło: Ecowin Economic

### Stopy procentowe

W II i III kw. 2008 r. krótkookresowe stopy procentowe obniżyły się do poziomu 6,3-6,4%, po szybkim wzroście jaki dokonał się na przełomie 2007 i 2008 roku. W październiku i listopadzie br. w wyniku pogłębiania się kryzysu na światowych rynkach finansowych stopy procentowe ponownie wzrosły do 7,8%, jednak nadal kształtowały się one na niższym poziomie niż przed rokiem.

### Prognozy

Prognozy tempa wzrostu gospodarczego na II połowę 2008 i 2009 r. zostały istotnie skorygowane w dół w porównaniu z prognozami pochodzącymi z I połowy br. Ośrodki zewnętrzne obniżyły przewidywane tempo wzrostu gospodarczego w

bieżącym i przyszłym roku aż o 3-4 pp. O pogorszeniu perspektyw dla gospodarki estońskiej decydować będzie przede wszystkim popyt wewnętrzny, zarówno spożycie, jak i nakłady inwestycyjne, których wkład do dynamiki PKB będzie prawdopodobnie ujemny. Oczekuje się, że inflacja w końcu 2008 i w 2009 r. będzie sukcesywnie się obniżać w wyniku niższych cen surowców, wygaśnięcia efektu bazy związanego z podwyżkami stawek podatków pośrednich oraz słabnącym popytem wewnętrznym. Prognozy inflacji nie zmieniły się istotnie w porównaniu z prognozami z kwietnia i maja br. W przypadku prognoz salda na rachunku obrotów bieżących wszystkie instytucje są zgodne, że w II połowie 2008 i 2009 r. deficyt będzie się w dalszym ciągu obniżać, głównie w wyniku osłabienia importu związanego z recesją w Estonii. Ze względu na nasilenie się tendencji recesyjnych, deficyt na rachunku obrotów bieżących będzie zmniejszał się szybciej niż wskazywały na to prognozy z I połowy br.

Tabela 5.4

Prognozy najważniejszych wskaźników makroekonomicznych

	OECD	KE	MFW	Consensus Economics	EP
	11.2008 (06.2008)	11.2008 (04.2008)	10.2008 (04.2008)	10.2008 (05.2008)	10.2008 (04.2008)
<b>PKB, w %, r/r</b>					
2008	-1,9	-1,3 (2,7)	-1,5 (3,0)	-1,1 (2,0)	-1,8 (2,8)
2009	-2,0	-1,2 (4,3)	0,5 (3,7)	0,8 (3,6)	-2,1 (2,9)
<b>Inflacja, w %, r/r</b>					
2008	10,7	10,6 (9,5)	10,2 (9,8)	10,7 (9,5)	10,7 (9,8)
2009	5,1	4,9 (5,1)	5,1 (4,7)	6,0 (5,0)	4,8 (4,5)
<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących, w % PKB</b>					
2008		-12,1 (-11,2)	-10,8 (-11,2)		-9,1(-10,2)
2009		-8,1 (-9,3)	-8,7 (-11,2)		-4,8 (-7,5)

EP - Eesti Pank

## ŁOTWA

### Wzrost gospodarczy

Łotwa, obok Estonii, była krajem, w którym tempo wzrostu gospodarczego w 2008 r. spadło najbardziej. W 2007 r. roczna dynamika PKB przekraczała 10%, a w II kw. 2008 obniżyła się do niemal zera. Spadek ten wynikał przede wszystkim ze znaczącego osłabienia się konsumpcji gospodarstw domowych i nakładów inwestycyjnych, co wynikało głównie z osłabienia akcji kredytowej i pogarszających się nastrojów w gospodarce. Z drugiej strony, w wyniku spadku dynamiki importu wzrósł wkład eksportu netto do wzrostu PKB. Szacunki PKB za III kw. br. wskazują, że Łotwa, podobnie jak Estonia doświadczyła spadku realnego PKB, który w III kwartale zmniejszył się w skali roku aż o 4,2%.

Wykres 6.1

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

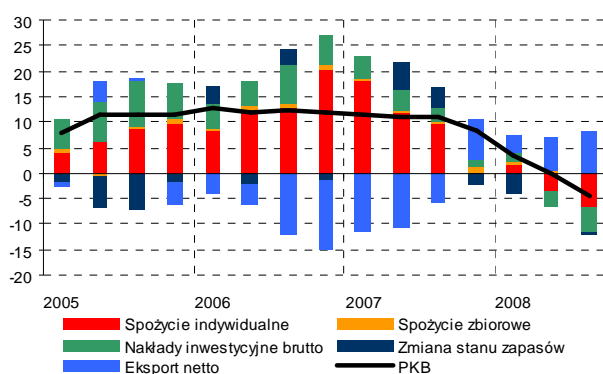


Tabela 6.1

Dynamika najważniejszych komponentów PKB (% r/r)

	2007	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008
<b>PKB</b>	<b>10,3</b>	<b>8,1</b>	<b>3,3</b>	<b>0,1</b>	<b>-4,6</b>
Spożycie indywidualne	15,4	0,0	2,4	-5,1	-9,5
Spożycie zbiorowe	4,7	9,2	4,7	3,0	0,5
Nakłady inwestycyjne	9,4	2,6	5,1	-8,6	-12,7*
Eksport	11,3	17,1	6,5	2,5	1,9
Import	16,4	-1,8	-1,6	-8,2	-10,6

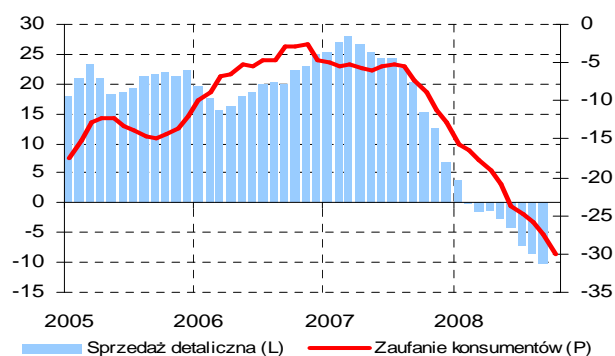
\*-akumulacja brutto

źródło: Ecowin Economic

Narastającemu pesymizmowi wśród konsumentów towarzyszył pogłębiający się w kolejnych miesiącach br. spadek dynamiki sprzedaży detalicznej. W okresie styczeń-wrzesień 2008 r. sprzedaż detaliczna obniżyła się o 2,2%, podczas gdy w analogicznym okresie roku poprzedniego zwiększyła się o 18%.

Wykres 6.2

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

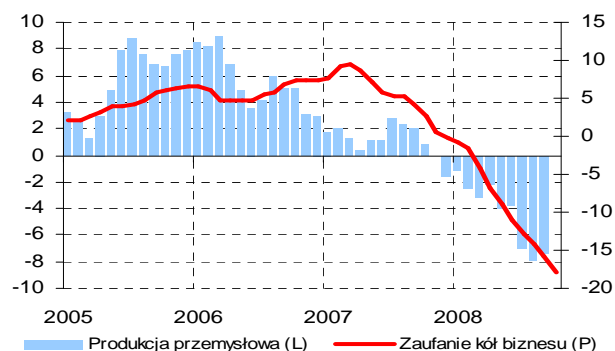


źródło: Ecowin Economic

Nastroje wśród przedsiębiorców również się pogarszały, co odzwierciedlały pogłębiające się spadki produkcji przemysłowej (w sierpniu br. jej wielkość obniżyła się o -10,8% r/r).

Wykres 6.3

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



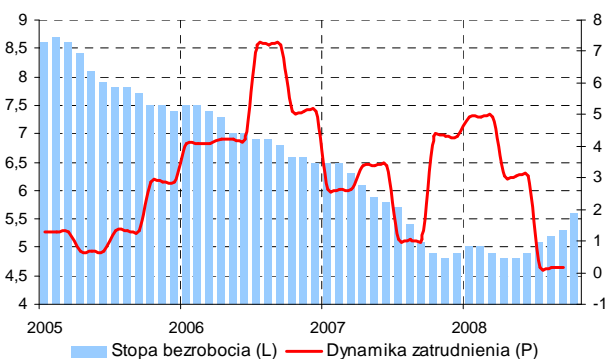
źródło: Ecowin Economic

### Rynek pracy

W II połowie 2008 r. sytuacja na rynku pracy zaczęła się pogarszać. Stopa bezrobocia po trwającym od 2004 r. okresie spadku, wzrosła z 4,8% w maju do 5,6% w październiku br. Dynamika zatrudnienia w 3 kwartałach 2008 r. w dalszym ciągu była dodatnia, jednak wykazywała wyraźną tendencję spadkową.

Wykres 6.4

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



źródło: Ecowin Economic

## Inflacja i koszty pracy

Inflacja na Łotwie w 2008 r. była najwyższa wśród krajów regionu. W maju br. roczna dynamika HICP wzrosła do 17,7%, by w kolejnych miesiącach obniżyć się do poziomu 13,7% (październik br.). Do spadku inflacji w ostatnich miesiącach przyczyniły się niemal wszystkie kategorie cen, w największym stopniu ceny żywności nieprzetworzonej, co można tłumaczyć ustępowaniem efektu bazy związanym ze znacznym wzrostem cen żywności na świecie rok wcześniej. W II połowie br. obniżenie się dynamiki konsumpcji wpłynęło na spadek inflacji bazowej.

Oslabienie gospodarcze na Łotwie było jedną z przyczyn obniżania się dynamiki nominalnych wynagrodzeń w I połowie roku. Nadal jednak płace na Łotwie rosły w tempie ponad 25% r/r (wobec ponad 30% w 2007 r.), - najszybciej wśród krajów EŚW. Dynamika ULC na Łotwie nieznacznie wzrosła w 2008 r. Spadek dynamiki płac i zatrudnienia zrekompensował bowiem w pełni osłabienia tempa wzrostu gospodarczego, co prowadziło do niewielkiego obniżenia się wydajności.

Wykres 6.5

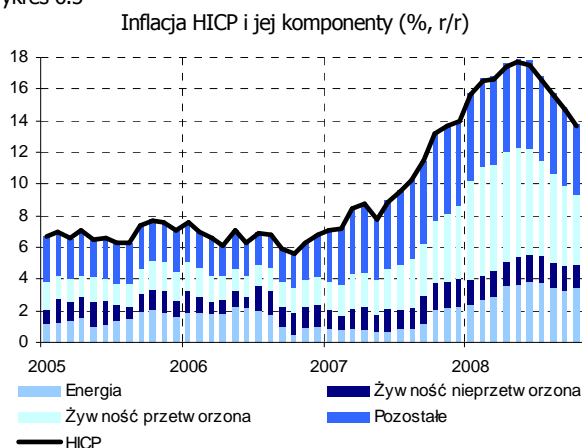


Tabela 6.2

Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)

	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008	paź- 08
<b>HICP</b>	<b>13,6</b>	<b>16,2</b>	<b>17,5</b>	<b>15,6</b>	<b>13,7</b>
Kategorie mające największy wpływ na inflację (w pkt proc.)					
Utrzymanie mieszkania	2,7	2,6	3,8	3,4	3,7
Żywność i napoje bezalkoholowe	4,7	4,9	5,0	4,6	3,6
Wyroby alkoholowe i tytoniowe	1,3	3,0	3,2	2,2	2,1
Restauracje i hotele	1,4	1,7	1,8	1,6	1,3
Transport	1,7	2,0	1,7	1,7	1,3

źródło: Ecowin Economic

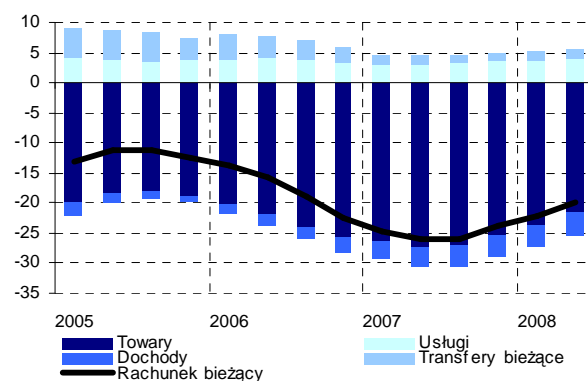
## Nierównowagi zewnętrzne

Spowolnienie gospodarcze na Łotwie i wynikający z tego spadek dynamiki importu był główną przyczyną zmniejszenia się ujemnego salda w handlu zagranicznym i w efekcie obniżenia się deficytu na rachunku obrotów bieżących. Pomimo zmniejszającej się od trzech kwartałów nierównowagi na rachunku obrotów bieżących, w dalszym ciągu należy ona do najwyższych w regionie (ponad 16% PKB w 2008 r.) i jest uważana za jedno z największych

zagrożeń dla rozwoju łotewskiej gospodarki, zwłaszcza w okresie kryzysu gospodarczego.

Wykres 6.6

Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia 3-miesięczna)



Wykres 6.7

Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia 3-miesięczna)

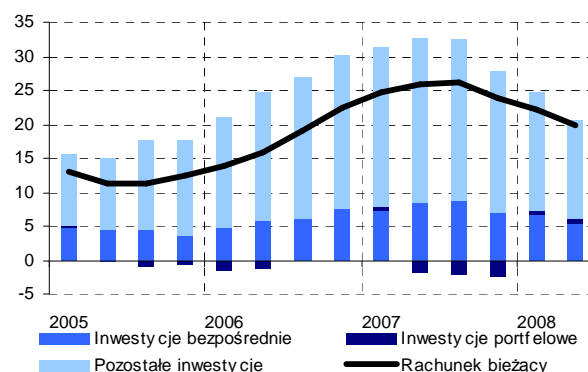


Tabela 6.3

Bilans płatniczy, saldo (mln EUR)

	Q3 2007	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008
<b>Rachunek bieżący</b>	<b>-1 374</b>	<b>-1 102</b>	<b>-901</b>	<b>-840</b>	<b>-711</b>
Towary	-1 399	-1 238	-999	-989	-1 016
Usługi	198	182	170	248	245
Dochody	-173	-151	-162	-287	-112
Transfery bieżące	0	105	90	188	172
<b>Rachunek kapitałowy</b>	<b>6</b>	<b>130</b>	<b>31</b>	<b>21</b>	<b>28</b>
<b>Rachunek finansowy</b>	<b>1 393</b>	<b>694</b>	<b>1 067</b>	<b>719</b>	<b>897</b>
Inwestycje bezpośrednie	328	138	370	281	266
Inwestycje portfelowe	0	0	0	0	0
Pozostałe inwestycje	1 430	602	483	638	645

źródło: Ecowin Economic

Na rachunku finansowym Łotwy najbardziej widoczny jest spadek napływu pozostałych inwestycji głównie poprzez ograniczenie napływu kredytów dla sektora bankowego. W 2008 r. zmniejszył się również napływ inwestycji bezpośrednich.

## Stopy procentowe

Po szybkim wzroście krótkookresowych stóp proc. w 2007 r., w I połowie 2008 r. nastąpił ich spadek, a następnie ich stabilizacja na poziomie ok. 6,0-6,5%. W październiku i listopadzie br., podobnie jak w pozostałych krajach regionu,



miał miejsce wzrost stóp proc. na rynku międzybankowym wynikający ze wzrostu niepokojów na rynkach finansowych. W przypadku Łotwy był on wyjątkowo wysoki i wyniósł ok. 5,5 pp.

## Prognozy

Prognozy dynamiki PKB z października 2008 r. wskazują na obniżenie się realnego PKB w 2008 i 2009 r. w wyniku spadku spożycia indywidualnego i inwestycji. W porównaniu z prognozami z I połowy br. nastąpiła duża korekta prognoz w dół. Zarówno w 2008, jak i w 2009 r. obniżono prognozy dynamiki PKB o ok. 3-4 pp.

W przypadku inflacji, wszystkie instytucje prognozują jej dalszy spadek w 2008 i 2009 r. w wyniku wygasania efektu bazy oraz słabnącego popytu wewnętrznego.

Silnie pogorszenie się perspektyw dla popytu krajowego wpłynie na szybsze, niż oczekiwano jeszcze w I połowie br., zmniejszenie deficytu obrotów bieżących.

Tabela 6.4

Prognozy najważniejszych wskaźników makroekonomicznych

	KE	MFW	Consensus Economics	LB
	11.2008 (04.2008)	10.2008 (04.2008)	10.2008 (05.2008)	10.2008
<b>PKB, w %, r/r</b>				
2008	-0,8 (3,8)	-0,9 (3,6)	-0,2 (3,0)	-0,5
2009	-2,7 (2,5)	-2,2 (0,5)	-1,1 (2,8)	-1,0
<b>Inflacja, w %, r/r</b>				
2008	15,7 (15,8)	15,9 (15,3)	15,6 (14,7)	15,9
2009	8,2 (8,5)	10,6 (9,2)	7,1 (7,4)	8,6
<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących, w % PKB</b>				
2008	-14,5 (-17,7)	-15,1 (-15,0)		-15,6
2009	-8,7 (-15,5)	-8,3 (-10,5)		-9,6

LB - Latvijas Banka

## LITWA

### Wzrost gospodarczy

Na Litwie, w przeciwieństwie do Łotwy i Estonii, spowolnienie gospodarcze w 2008 r. nie było aż tak głębokie. Dynamika PKB obniżyła się co prawda, w II kw. 2008 r. do 5,2% (wobec 8,8% w 2007 r.), jednak była zdecydowanie najwyższa wśród krajów bałtyckich. Podobnie jak w Estonii i na Łotwie spadek dynamiki PKB wynikał ze słabnącego popytu wewnętrznego, zwłaszcza nakładów inwestycyjnych. Natomiast dynamika spożycia gospodarstw domowych utrzymała się w II kw. 2008 r. na względnie wysokim poziomie. Wkład eksportu netto do wzrostu gospodarczego zmniejszył się w I połowie 2008 r., zwłaszcza w I kw. Wynikało to przede wszystkim ze wzrostu dynamiki importu w I kw. 2008 r. Szacunki PKB za III kw. wskazują na spadek jego dynamiki do 3,1% r/r, na co wpłynęły zmniejszające się nakłady inwestycyjne i spadek stanu zapasów.

Wykres 7.1

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

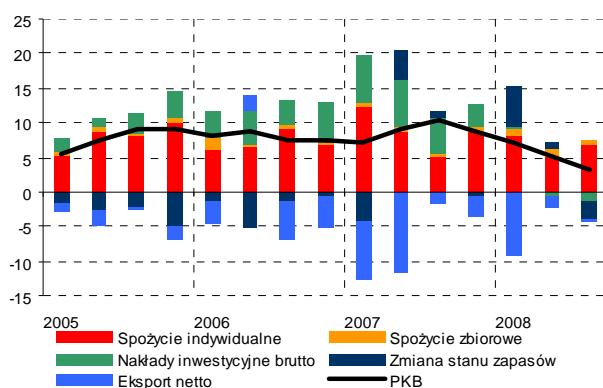


Tabela 7.1

Dynamika najważniejszych komponentów PKB (% r/r)

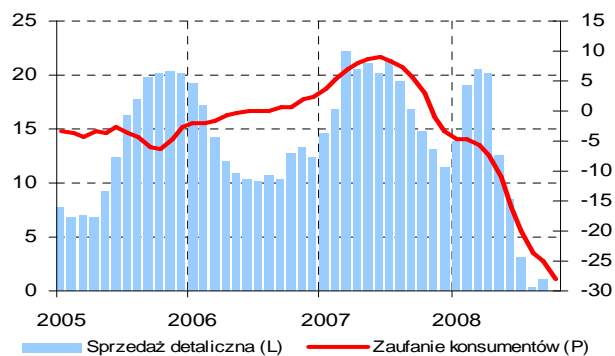
	2007	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008
<b>PKB</b>	<b>8,8</b>	<b>8,8</b>	<b>7,0</b>	<b>5,2</b>	<b>3,1</b>
Spożycie indywidualne	12,7	12,5	11,1	7,3	9,9
Spożycie zbiorowe	3,3	3,4	4,0	5,4	5,6
Nakłady inwestycyjne	22,0	10,9	1,6	-2,3	-4,1
Eksport	4,3	0,6	9,8	13,7	14,4
Import	11,8	4,6	18,5	12,1	11,9

źródło: Ecowin Economic

Wskaźniki zaufania konsumentów i kół biznesu spadały od początku br. Jednak mimo pogarszających się nastrojów, dynamiki sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej w I połowie 2008 r. były relatywnie stabilne i zbliżone do średniej z 2007 r. Wyraźne ich spadki nastąpiły dopiero na początku III kw. 2008 r.

Wykres 7.2

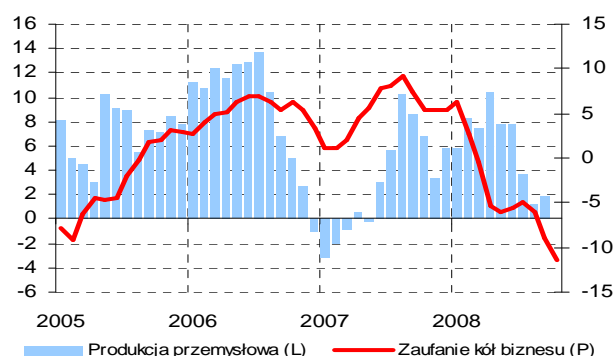
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźnik zaufania konsumentów



źródło: Ecowin Economic

Wykres 7.3

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



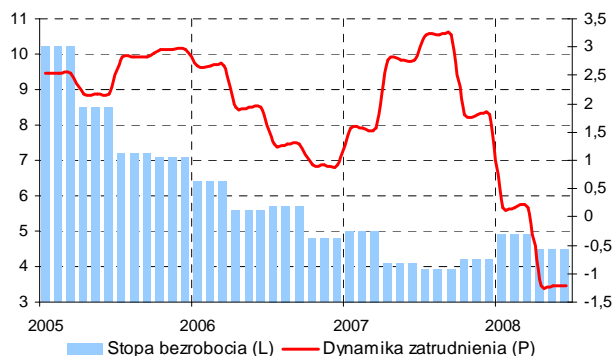
źródło: Ecowin Economic

### Rynek pracy

Stopa bezrobocia na Litwie w I kw. 2008 r. wyraźnie wzrosła w porównaniu z końcem 2007 r. W II kw. miał miejsce jej nieznaczny spadek, jednak w dalszym ciągu była wyższa niż w II połowie 2007 r. Od czterech kwartałów zmniejsza się również dynamika zatrudnienia. W II kw. 2008 r. liczba osób pracujących na Litwie zmniejszyła się w ujęciu rocznym.

Wykres 7.4

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



źródło: Ecowin Economic

### Inflacja i koszty pracy

W I połowie 2008 r. inflacja na Litwie wzrosła o ok. 2 pp. głównie za sprawą rosnącej dynamiki cen żywności, a także rosnącej, w wyniku utrzymującej się presji ze strony rynku pracy, inflacji bazowej. Od lipca br. roczny wskaźnik HICP powoli obniżał się, jednak w październiku nadal przekraczał

10% r/r. Spadek inflacji wynikał przede wszystkim ze spadku dynamiki cen żywności, głównie żywności przetworzonej oraz w mniejszym stopniu cen energii. Inflacja bazowa, po okresie wzrostu w I połowie br., ustabilizowała się w II połowie 2008 r.

Wykres 7.5

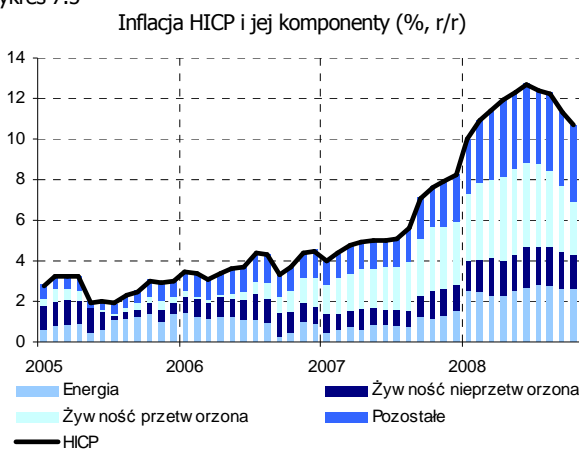


Tabela 7.2

Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)

	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008	paź- 08
<b>HICP</b>	<b>7,9</b>	<b>10,8</b>	<b>12,3</b>	<b>12,0</b>	<b>10,7</b>
Kategorie mające największy wpływ na inflację (w pkt proc.)					
Żywność i napoje bezalkoholowe	3,9	4,2	4,5	4,3	3,1
Utrzymanie mieszkania	1,5	2,1	2,2	2,2	2,5
Transport	1,0	1,8	1,9	1,9	1,3
Restauracje i hotele	0,8	1,0	1,2	1,2	1,3
Wyroby alkoholowe i tytoniowe	0,5	0,9	1,3	1,2	1,1

źródło: Ecowin Economic

Dynamika nominalnych wynagrodzeń na Litwie, w przeciwieństwie do innych krajów bałtyckich nie tylko nie zmniejszyła się, ale nawet wzrosła w 2008 r. o ponad 20% w ujęciu rocznym. Wynikało to ze wzrostu dynamiki płac w sektorze publicznym (co można wiązać z wyborami do parlamentu, które odbyły się w październiku 2008 r.). Natomiast w tym samym okresie dynamika wynagrodzeń w sektorze prywatnym nieznacznie się obniżyła.

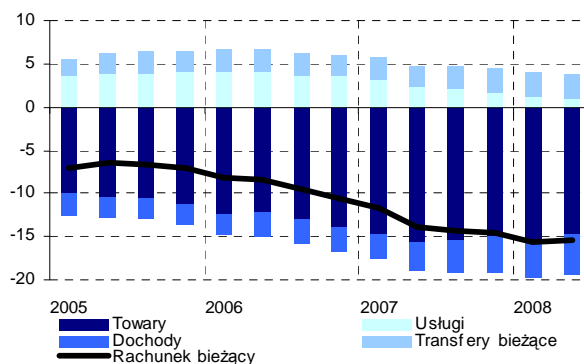
Spadek aktywności gospodarczej i wzrost dynamiki płac spowodował, że na Litwie bardzo szybko wzrosła dynamika ULC, która w II kw. 2008 r. przekroczyła już 20%.

### Nierównowagi zewnętrzne

W przeciwieństwie do dwóch pozostałych gospodarek bałtyckich deficyt na rachunku obrotów bieżących Litwy zwiększył się nieznacznie w I połowie 2008 r. (do 15,3% po II kw. 2008 r.) Zmniejszył się co prawda deficyt w handlu towarami, ale zmniejszyły się nadwyżki w usługach i transferach oraz pogłębił się deficyt dochodów.

Wykres 7.6

Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia 3-miesięczna)



Wykres 7.7

Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia 3-miesięczna)

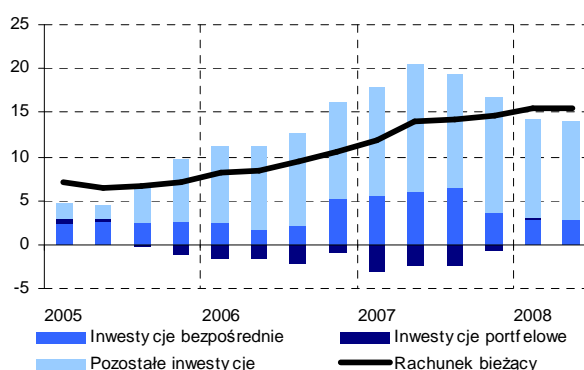


Tabela 7.3

Bilans płatniczy, saldo (mln EUR)

	Q3 2007	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008
<b>Rachunek bieżący</b>	<b>-991</b>	<b>-1 067</b>	<b>-1 333</b>	<b>-1 389</b>	<b>-628</b>
Towary	-1 003	-1 167	-1 308	-1 082	-728
Usługi	188	105	36	18	94
Dochody	-395	-234	-280	-479	-212
Transfery bieżące	219	228	219	154	218
<b>Rachunek kapitałowy</b>	<b>29</b>	<b>19</b>	<b>132</b>	<b>62</b>	<b>20</b>
<b>Rachunek finansowy</b>	<b>745</b>	<b>1 070</b>	<b>1 000</b>	<b>1 319</b>	<b>555</b>
Inwestycje bezpośrednie	370	134	90	277	147
Inwestycje portfelowe	-285	520	-153	-96	-88
Pozostałe inwestycje	785	985	324	1360	210

źródło: Ecowin Economic

W I połowie 2008 r. na Litwie wyraźnie pogorszyło się saldo rachunku finansowego. Niepokojący wydaje się fakt zmniejszonego napływu nie tylko pozostałych inwestycji, ale także inwestycji bezpośrednich, w wyniku czego w 2008 r. nadwyżka na rachunku finansowym była niższa niż deficyt na rachunku obrotów bieżących.

### Stopy procentowe

Po okresie spadku krótkookresowych stóp procentowych w I kw. 2008 r., w kolejnych miesiącach znajdowały się one w trendzie wzrostowym. Od marca do września 2008 r. trzymiesięczne stopy procentowe na rynku międzybankowym wzrosły z 4,8% do 6,0%. W październiku br., w wyniku zawirowań na rynkach finansowych, stopy wzrosły jeszcze o

dodatkowe 2,5 pp., jednak w listopadzie można już było zauważyć ich powolny spadek.

## Prognozy

Prognozy wzrostu gospodarczego dla Litwy wskazują na analogię ścieżki wzrostu gospodarczego do sytuacji na Łotwie i w Estonii, na co wskazuje również znaczące osłabienie sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej w III kw. 2008 r. Większość prognoz wskazuje, że w końcu 2008 i w 2009 r. dynamika PKB znacznie się obniży (niewykluczone jest nawet zahamowanie wzrostu) w wyniku osłabienia się popytu wewnętrznego. W przypadku Litwy korekty prognoz w ostatnich miesiącach były największe wśród krajów bałtyckich i wyniosły nawet 6 pp. dla 2009 r.

Również prognozy inflacji zostały zrewidowane w dół. Oczekuje się, że dynamika cen w końcu 2008 i w 2009 r. będzie kontynuować tendencję spadkową wynikającą z osłabienia popytu krajowego. Z drugiej strony silniejszym spadkom inflacji przeciwdziałać będą planowane podwyżki akcyzy na wyroby tytoniowe oraz wzrost cen energii elektrycznej (spowodowany zapowiadany zamknięciem elektrowni atomowej).

Przewiduje się również zmniejszenie deficytu na rachunku obrotów bieżących w 2009 r., jednak prognozy deficytu nieznacznie wzrosły w porównaniu z I połową 2008 r.

Tabela 7.4

Prognozy najważniejszych wskaźników makroekonomicznych

	KE	MFW	Consensus Economics	LB
	11.2008 (04.2008)	10.2008 (04.2008)	10.2008 (05.2008)	10.2008
<b>PKB, w %, r/r</b>				
2008	3,8 (6,1)	3,9 (6,5)	4,6 (5,6)	4,2
2009	0,0 (3,7)	0,7 (5,5)	2,3 (4,4)	1,2
<b>Inflacja, w %, r/r</b>				
2008	11,9 (10,1)	11,3 (8,3)	11,3 (9,5)	11,6
2009	7,1 (7,2)	6,2 (6,1)	7,4 (6,6)	6,9
<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących, w % PKB</b>				
2008	-13,8 (-12,3)	-14,9 (-10,5)		-13,0
2009	-8,7 (-11,2)	-8,7 (-8,8)		-6,2

LB - Lietuvos bankas

## BUŁGARIA

### Wzrost gospodarczy

W I połowie 2008 r. nastąpiło przyspieszenie wzrostu gospodarczego w Bułgarii. W okresie styczeń-czerwiec br. PKB wzrósł w porównaniu z rokiem poprzednim o 7,1% wobec wzrostu o 6,2% w 2007 r. Największy wkład do wzrostu gospodarczego miała akumulacja brutto. Zwiększył się zarówno wkład inwestycji, jak i zapasów. Dynamika nakładów inwestycyjnych, która obniżała się systematycznie od początku 2007 r., odnotowała bardzo duży wzrost (o blisko 30%) w II kw. 2008 r. W porównaniu z 2007 r. nieznacznie zwiększył się wkład spożycia. Natomiast silniej niż w roku poprzednim w kierunku osłabienia dynamiki wzrostu oddziaływało pogłębienie się deficytu w handlu zagranicznym (głównie w wyniku przyspieszenia dynamiki importu). Według pierwszych szacunków PKB w III kw. 2008 r. wzrósł o 5,6% w ujęciu rocznym, a do spadku jego dynamiki przyczynił się przede wszystkim słabnący popyt wewnętrzny, głównie inwestycyjny

Wykres 8.1

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

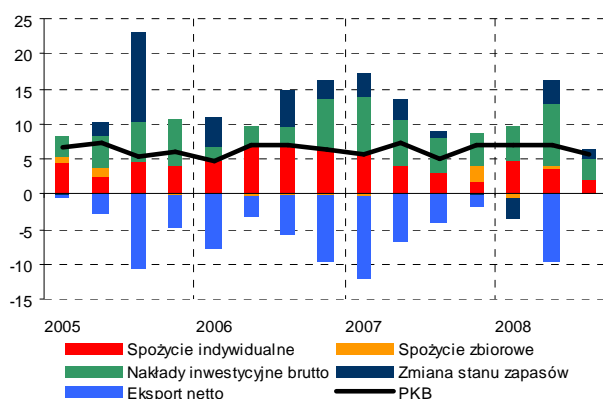


Tabela 8.1

Dynamika najważniejszych komponentów PKB (% r/r)

	2007	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008
<b>PKB</b>	<b>6,2</b>	<b>6,9</b>	<b>7,0</b>	<b>7,1</b>	<b>5,6</b>
Spożycie indywidualne	5,4	2,7	6,5	5,4	3,2
Spożycie zbiorowe	2,2	11,2	-4,4	2,0	0,8
Nakłady inwestycyjne	23,6	14,0	15,5	28,6	10,9
Eksport	5,1	6,0	9,2	5,1	3,9
Import	10,2	5,7	5,8	13,7	2,9

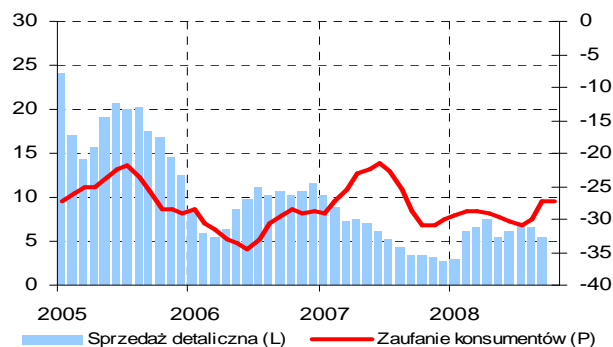
źródło: Ecowin Economic

Dobre nastroje wśród konsumentów w Bułgarii potwierdzają nie tylko rosnące wskaźniki zaufania, ale również wysoka dynamika sprzedaży detalicznej jaka utrzymuje się od początku 2008 r.

Wskaźniki zaufania przedsiębiorców utrzymywały się w I połowie 2008 r. na podobnym poziomie, jak w 2007 r., pomimo wyraźnego spadku dynamiki produkcji przemysłowej. W III kw. br. nastąpiło jednak wyraźne obniżenie się wskaźnika zaufania kół biznesu i dynamiki produkcji przemysłowej.

Wykres 8.2

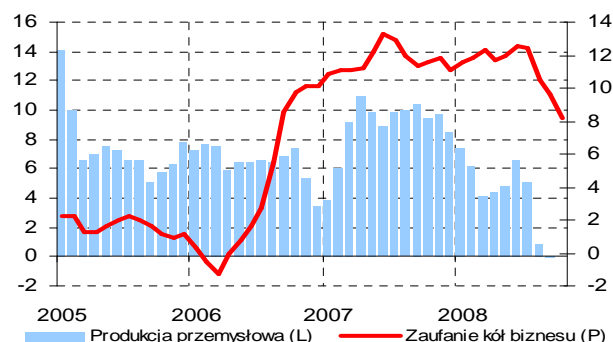
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźnik zaufania konsumentów



źródło: Ecowin Economic

Wykres 8.3

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



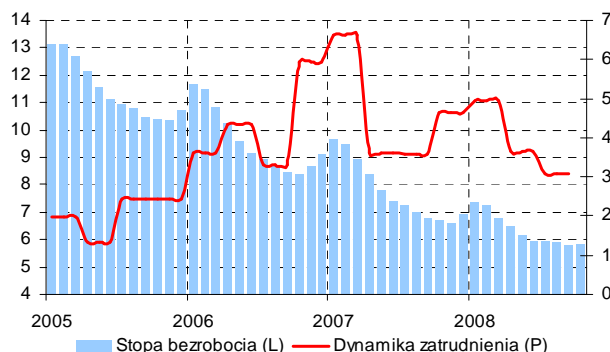
źródło: Ecowin Economic

### Rynek pracy

Sytuacja na rynku pracy w Bułgarii w dalszym ciągu była bardzo dobra. Stopa bezrobocia spadła od stycznia do października 2008 r. o 1,5 pp. do poziomu 5,9%. Jednak dynamika zatrudnienia od początku br. systematycznie się obniżała (w III kw. 2008 r. wyniosła ona 3% wobec blisko 5% w I kw.). Nadal jednak była ona najwyższa w regionie EŚW.

Wykres 8.4

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



źródło: Ecowin Economic

### Inflacja i koszty pracy

Inflacja w Bułgarii, poza krajami bałtyckimi, należy do najwyższych w regionie. W 2008 r. dynamika HICP wzrosła w czerwcu br. do 14,7%, czyli najwyższego poziomu od 2000 r. Od czerwca do października br.

inflacja obniżyła się o 3,5 pp., na co złożył się ponad dwukrotny spadek dynamiki cen żywności (wygaśnięcie efektu bazy). Dodatkowo od lipca br. spadała dynamika cen energii. Jednak od początku 2008 r. inflacja bazowa wykazywała tendencję wzrostową.

Wykres 8.5

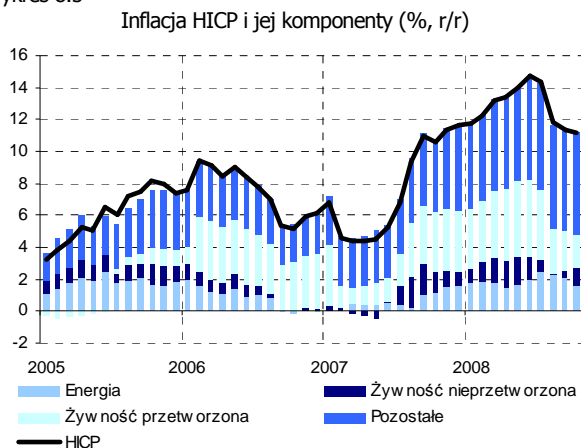


Tabela 8.2

Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)

	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008	paź-08
<b>HICP</b>	<b>11,2</b>	<b>12,4</b>	<b>14,0</b>	<b>12,5</b>	<b>11,2</b>
<i>Kategorie mające największy wpływ na inflację (w pkt proc.)</i>					
Transport	2,1	3,1	3,2	3,7	2,9
Żywność i napoje bezalkoholowe	5,1	5,3	5,9	3,0	2,4
Restauracje i hotele	2,1	2,3	2,4	2,3	2,0
Utrzymanie mieszkania	0,8	0,8	0,8	1,3	1,4
Wyroby alkoholowe i tytoniowe	0,4	0,4	0,4	0,9	0,9

źródło: Ecowin Economic

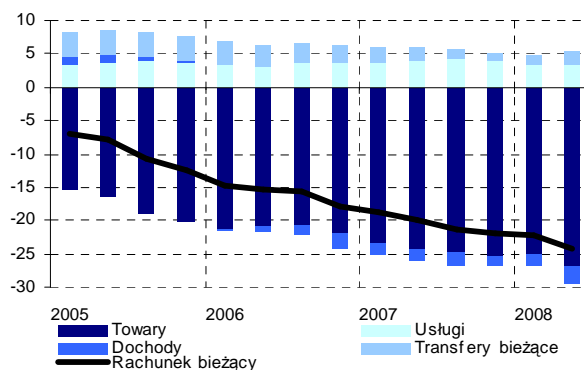
Wzrost dynamiki wynagrodzeń (w trzech pierwszych kwartałach 2008 r. wynosiła ona średnio blisko 24% wobec 20% w 2007 r.) był wynikiem utrzymującej się korzystnej sytuacji na rynku pracy. Wzrost dynamiki wynagrodzeń, w połączeniu z wysoką dynamiką zatrudnienia wpłynął na wzrost dynamiki ULC w Bułgarii.

### Nierównowagi zewnętrzne

Pogłębiający się deficyt w handlu towarami (a także pewien wzrost ujemnego salda dochodów) były głównymi przyczynami pogłębiania się deficytu na rachunku obrotów bieżących w Bułgarii. W 2008 r. wzrósł on już do niemal 25% PKB i należał do najwyższych w regionie (poza Łotwą).

Wykres 8.6

Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia 3-miesięczna)



źródło: Ecowin Economic

Wykres 8.7

Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia 3-miesięczna)

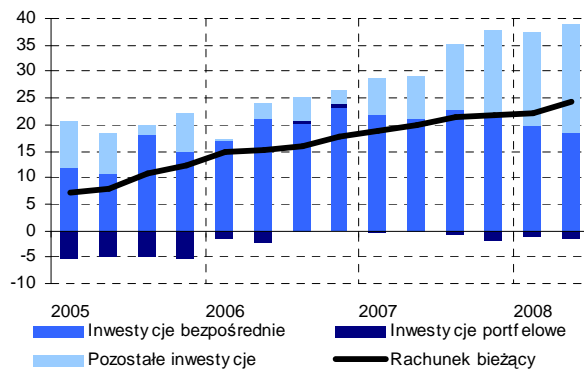


Tabela 8.3

Bilans płatniczy, saldo (mln EUR)

	Q3 2007	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008
<b>Rachunek bieżący</b>	<b>-1 065</b>	<b>-2 403</b>	<b>-1 913</b>	<b>-2 219</b>	<b>-1 249</b>
Towary	-1 797	-2 324	-1 798	-2 510	-2 142
Usługi	920	-115	-144	360	990
Dochody	-261	-73	-107	-418	-151
Transfery bieżące	74	109	136	348	53
<b>Rachunek kapitałowy</b>	<b>30</b>	<b>77</b>	<b>174</b>	<b>0</b>	<b>8</b>
<b>Rachunek finansowy</b>	<b>1 259</b>	<b>2 535</b>	<b>2 167</b>	<b>2 181</b>	<b>1 235</b>
Inwestycje bezpośrednie	1 927	1 742	657	1 504	1 085
Inwestycje portfelowe	-3	-283	-20	-225	-294
Pozostałe inwestycje	1 426	1 254	1 673	2 030	1 893

źródło: Ecowin Economic

W 2008 r. miał miejsce spadek napływu inwestycji bezpośrednich, zwłaszcza do sektora nieruchomości. W przeciwieństwie do pozostałych krajów regionu napływ pozostałych inwestycji nie tylko nie zmniejszył się, ale nawet wzrósł. W I połowie 2008 r. to właśnie pozostałe inwestycje były największą pozycją na rachunku finansowym.

### Stopy procentowe i kursy

W 2008 r. stopy procentowe na rynku międzybankowym w Bułgarii sukcesywnie rosły. W okresie styczeń-sierpień 2008 r. 3m Sofibor wzrósł o ok. 80 pkt. bazowych, z 6,5% do 7,3%. Zawirowania na światowych rynkach w br. dotknęły również Bułgarię, ale ich efekt był słabszy niż w innych krajach regionu, zwłaszcza sąsiedniej Rumunii. W wyniku zwiększonej awersji do ryzyka trzymiesięczna stopa na rynku

międzybankowym wzrosła o kolejne 70 pkt. bazowych do blisko 8% na koniec listopada.

## Prognozy

Według prognoz, szybko rozwijająca się w trzech pierwszych kwartałach 2008 r. gospodarka Bułgarii będzie stopniowo obniżała tempo wzrostu gospodarczego w IV kw. br. i w 2009 r. w wyniku osłabiającego się popytu wewnętrznego, zwłaszcza inwestycji. Pierwszymi oznakami spowolnienia wydają się być spadek dynamiki produkcji przemysłowej i pogorszenie się nastrojów przedsiębiorców. Pomimo znacznego spowolnienia gospodarczego w 2009 r. nie przewiduje się scenariusza twardego lądowania.

Inflacja w Bułgarii w kolejnych kwartałach powinna nadal się obniżać w wyniku spowolnienia gospodarczego na rynku krajowym i zagranicznym. Sygnały nadchodzące z rynku pracy, a także planowane podwyżki cen energii (gazu i elektryczności), stanowią największe zagrożenie dla kształtowania się inflacji w Bułgarii. Było to jedną z przyczyn podwyższenia prognoz inflacji na 2008 r. dla tego kraju.

Prognozy deficytu na rachunku obrotów bieżących nie zmieniły się i w dalszym ciągu przewiduje się, że będzie on przekraczał w bieżącym i przyszłym roku 20% PKB.

Tabela 8.4

Prognozy najważniejszych wskaźników makroekonomicznych

	KE	MFW	Consensus Economics
	11.2008 (04.2008)	10.2008 (04.2008)	10.2008 (05.2008)
<b>PKB, w %, r/r</b>			
2008	6,5 (5,8)	5,5 (5,5)	5,9 (5,7)
2009	4,5 (5,6)	5,0 (4,8)	4,2 (5,3)
<b>Inflacja, w %, r/r</b>			
2008	12,4 (9,9)	12,2 (9,7)	12,7 (9,5)
2009	7,9 (5,9)	7,0 (6,0)	7,6 (6,0)
<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących, w % PKB</b>			
2008	-23,8 (-21,2)	-15,8 (-21,9)	
2009	-22,3 (-20,9)	-13,5 (-18,9)	

## RUMUNIA

### Wzrost gospodarczy

Rumunia w I połowie 2008 r. była najszybciej rozwijającym się krajem w regionie. Tempo wzrostu gospodarczego w Rumunii w ostatnich kwartałach, nie tylko nie osłabło, ale wzrosło do najwyższego poziomu od 2004 r. W II kw. br. dynamika PKB wyniosła tam 9,3% r/r wobec 6,0% w 2007 r. Wzrost ten wynikał przede wszystkim z przyspieszenia dynamiki popytu krajowego, zarówno nakładów inwestycyjnych, jak i spożycia. W porównaniu z 2007 r. wkład eksportu netto w I połowie 2008 r. nie zmienił się znacząco. Z jednej strony silny popyt wewnętrzny wpłynął na wzrost dynamiki importu, z drugiej dynamika eksportu również wzrosła, na co wpływ miała deprecjacja waluty krajowej w I połowie br. Według pierwszych szacunków w III kw. 2008 r. PKB w Rumunii nadal dynamicznie rosło. Roczna jego dynamika wyniosła 9,1%. W dalszym ciągu popyt wewnętrzny był silny, zmniejszył się natomiast wkład zmiany stanu zapasów.

Wykres 9.1

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

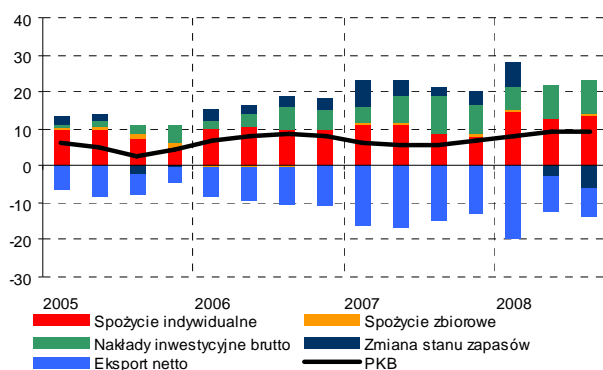


Tabela 9.1

Dynamika PKB i jej komponenty (% r/r)

	2007	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008
<b>PKB</b>	<b>6,0</b>	<b>6,6</b>	<b>8,2</b>	<b>9,3</b>	<b>9,1</b>
Spożycie indywidualne	11,3	10,3	15,6	13,5	16,1
Spożycie zbiorowe	5,7	4,8	3,0	3,1	4,5
Nakłady inwestycyjne	28,0	28,0	33,2	30,0	24,3
Eksport	8,8	14,9	24,6	26,9	17,4
Import	26,1	28,6	35,2	24,4	18,7

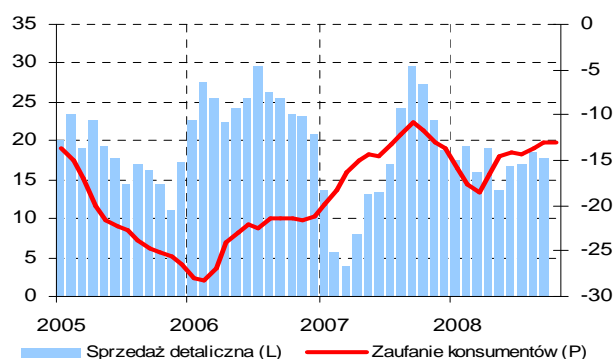
źródło: Ecowin Economic

Po okresie spadku w II połowie 2007 r. dynamika sprzedaży detalicznej w Rumunii ustabilizowała się w 2008 r. na poziomie ok. 15-20% r/r. Na kontynuację korzystnych tendencji w koniunkturze konsumenckiej wskazuje także rosnący od połowy 2008 r. indeks zaufania rumuńskich konsumentów.

W I połowie 2008 r. zaufanie przedsiębiorców obniżyło się w porównaniu z 2007 r., jednak w II kw. br. wskaźnik ustabilizował się. Począwszy od II kw. 2008 r. nastąpiło zdecydowane obniżenie dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu.

Wykres 9.2

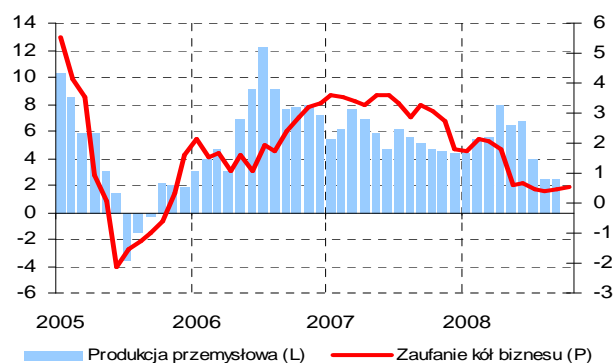
Dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r) i wskaźnik zaufania konsumentów



źródło: Ecowin Economic

Wykres 9.3

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



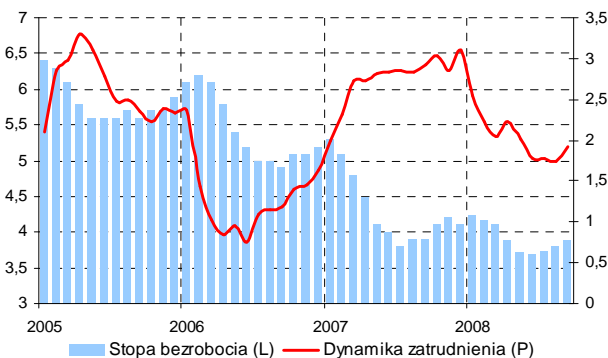
źródło: Ecowin Economic

### Rynek pracy

Stopa bezrobocia w Rumunii w I połowie 2008 r. w dalszym ciągu obniżała się (do 3,7% w czerwcu br.), co wynikało z dalszego wzrostu zatrudnienia. Jednak jego dynamika od początku br. sukcesywnie się obniżała (do 1,8% w III kw.), co w połączeniu z rekordowo niskim poziomem bezrobocia i masową emigracją w ostatnich latach (szacuje się, że od początku 2007 r. ok. 2 mln osób opuściło rynek pracy w Rumunii) wskazywać może na zmniejszające się zasoby wolnej siły roboczej.

Wykres 9.4

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



źródło: Ecowin Economic



## Inflacja i koszty pracy

Inflacja w Rumunii osiągnęła maksimum w lipcu 2008 r. (9,1%) i od tego czasu zaczęła się powoli obniżać, do 7,4% w październiku. Na spadek inflacji w II połowie br. złożył się przede wszystkim spadek dynamiki cen żywności, zwłaszcza żywności nieprzetworzonej. Dynamika cen energii wyhamowała w lipcu br., jednak w dalszym ciągu utrzymywała się na wysokim poziomie. W analizowanym okresie ustabilizował się poziom inflacji bazowej.

Wykres 9.5

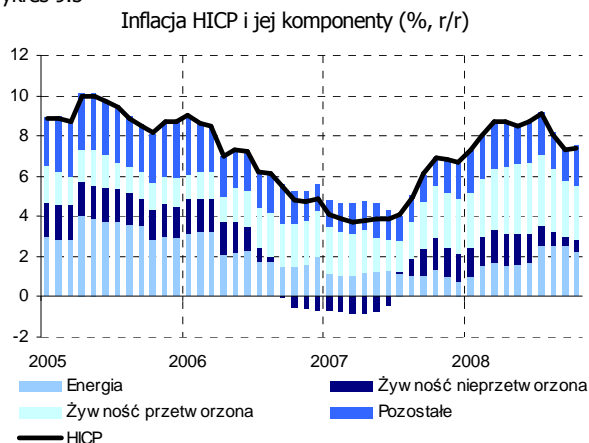


Tabela 9.2

Inflacja HICP i jej komponenty (% r/r)

	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008	paź- 08
<b>HICP</b>	<b>6,8</b>	<b>8,0</b>	<b>8,6</b>	<b>8,2</b>	<b>7,4</b>
Kategorie mające największy wpływ na inflację (w pkt proc.)					
Żywność i napoje bezalkoholowe	3,5	3,9	4,4	3,3	2,6
Utrzymanie mieszkania	1,7	1,7	1,5	2,2	2,1
Transport	0,4	0,9	1,0	1,0	0,8
Wyroby alkoholowe i tytoniowe	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
łącznie	-0,1	0,4	0,6	0,5	0,4

źródło: Ecowin Economic

Dynamika wynagrodzeń w I połowie 2008 r. ponownie wzrosła i w II kw. 2008 r. była już najwyższa wśród krajów regionu. W wyniku obniżenia się tempa wzrostu zatrudnienia i osłabienia aktywności gospodarczej, dynamika ULC w Rumunii obniżyła się w analogicznym okresie.

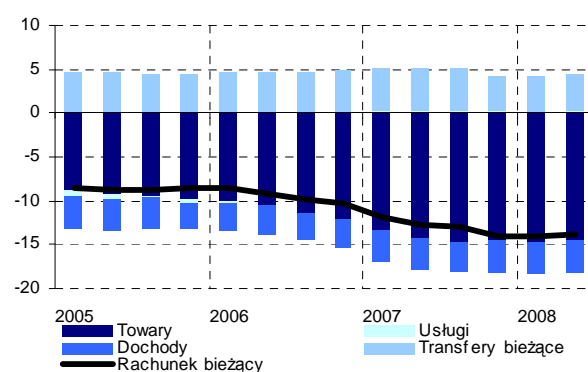
Wydaje się, że wysoka dynamika wynagrodzeń może utrzymać się w Rumunii także w kolejnych kwartałach. Wybory parlamentarne (30.11.2008) wpłynęły na decyzję dotyczącą podwyższenia pensji minimalnej (o 8% od października 2008) i 50% wzrost pensji nauczycieli (w wyniku trudnej sytuacji budżetu państwa przesunięty na kwiecień 2009 r.), co wywołało kolejne żądania płacowe pracowników sektora publicznego.

## Nierównowagi zewnętrzne

W 2008 r. nadal utrzymywał się wysoki deficyt na rachunku obrotów bieżących, który w I połowie br. wzrósł do 15% PKB wobec 14% w 2007 r. Przyczynił się do tego wzrost deficytu w handlu towarami oraz wzrost deficytu na rachunku dochodów (zmniejszył się napływ *remittances* w wyniku osłabienia gospodarczego w krajach Europy Zachodniej). Z drugiej strony zwiększyła się nadwyżka w handlu usługami.

Wykres 9.6

Rachunek obrotów bieżących i jego komponenty (% PKB, średnia 3-miesięczna)



źródło: Ecowin Economic

W 2008 r. również w Rumunii nastąpił spadek napływu pozostałych inwestycji, jednak z drugiej strony zwiększył się napływ inwestycji bezpośrednich, zwłaszcza w II kw. 2008 r.

Wykres 9.7

Źródła finansowania deficytu obrotów bieżących (% PKB, średnia 3-miesięczna)

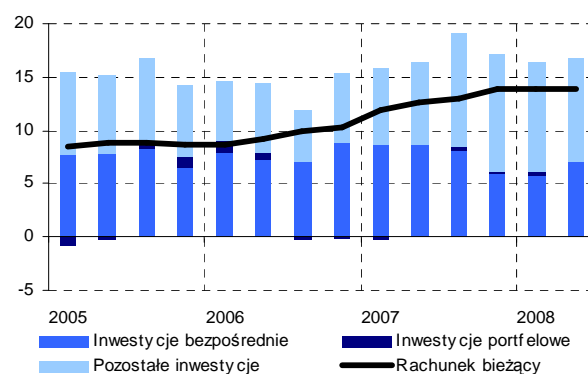


Tabela 9.3

Bilans płatniczy, saldo (mln EUR)

	Q3 2007	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008
<b>Rachunek bieżący</b>	<b>-3 861</b>	<b>-5 725</b>	<b>-3 586</b>	<b>-4 556</b>	<b>-4 562</b>
Towary	-4 358	-5 438	-4 033	-4 788	-4 840
Usługi	-16	-173	184	323	-110
Dochody	-965	-1 198	-1 151	-1 429	-1 569
Transfery bieżące	178	359	144	162	0
<b>Rachunek kapitałowy</b>	<b>1 477</b>	<b>1 085</b>	<b>1 414</b>	<b>1 338</b>	<b>1 957</b>
<b>Rachunek finansowy</b>	<b>3 140</b>	<b>4 926</b>	<b>3 421</b>	<b>5 906</b>	
Inwestycje bezpośrednie	1 973	1 703	1 925	3 384	
Inwestycje portfelowe	72	-71	84	-35	
Pozostałe inwestycje	4 591	3 618	1 719	2 485	

źródło: Ecowin Economic

## Stopy procentowe i kursy

W okresie styczeń-sierpień 2008 r. Narodowy Bank Rumunii podniósł stopy procentowe o 225 pkt. bazowych, co było reakcją na rosnącą inflację i możliwość przegrzewania się gospodarki. Wraz ze wzrostem stopy procentowej rosły również stopy na rynku międzybankowym, które od początku roku do początku października 2008 r. wzrosły o ok. 500 pkt. bazowych do ok. 17%. W październiku nastąpił przejściowy olbrzymi wzrost stóp międzybankowych, które osiągnęły

blisko 50%, ale po interwencji banku centralnego stopy ponownie obniżyły się do poziomu ok. 17-18% w listopadzie br.

Lei rumuński po okresie niewielkiej aprecjacji w I połowie 2008 r. wyraźnie deprecjonował w październiku br. w wyniku nasilenia zawirowań na światowych rynkach finansowych.

## Prognozy

Zaskakująco wysoki wzrost gospodarczy w I połowie br, spowodował podniesienie prognoz wzrostu dla Rumunii w 2008 r. o ok. 2 pp. w ciągu ostatnich miesięcy. W II połowie br. i w 2009 r. przewiduje się jednak znaczące spowolnienie rumuńskiej gospodarki w wyniku osłabienia popytu wewnętrznego.

Przewiduje się również, że inflacja będzie kontynuowała trend spadkowy, jakkolwiek zacieśniająca się sytuacja na rynku pracy może być czynnikiem proinflacyjnym. Prognozy inflacji w Rumunii nie zmieniły się znacząco od czerwca br.

Według ośrodków zewnętrznych deficyt na rachunku obrotów bieżących nie zmieni się znacząco w porównaniu z 2008 r., co oznacza zmniejszenie prognozowanego deficytu w porównaniu z czerwcowymi prognozami.

Tabela 9.4

Prognozy najważniejszych wskaźników makroekonomicznych

	KE	MFW	Consensus Economics	BNR
	11.2008 (04.2008)	10.2008 (04.2008)	10.2008 (05.2008)	11.2008 (08.2008)
<b>PKB, w %, r/r</b>				
2008	8,5 (6,2)	8,6 (5,4)	8,1 (5,7)	
2009	4,7 (5,1)	4,8 (4,7)	4,5 (5,1)	
<b>Inflacja, w %, r/r</b>				
2008	7,8 (7,6)	8,2 (7,0)	7,8 (7,4)	6,7 (6,6) <sup>1</sup>
2009	5,7 (4,8)	6,6 (5,1)	5,4 (5,2)	4,5 (4,2) <sup>1</sup>
<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących, w % PKB</b>				
2008	-13,5 (-16,1)	-13,8 (-14,5)		
2009	-13,0 (-16,2)	-13,3 (-13,0)		

<sup>1</sup> na koniec okresu

BNR – Banca Națională a României

### Ramka 3

## Kraje Europy Środkowo-Wschodniej w obliczu kryzysu finansowego

Październikowe wydarzenia na rynkach finansowych na Węgrzech (por. ramka 1) pokazały, że kraje EŚW, pomimo, że nie były bezpośrednio zaangażowane w rynek kredytów *subprime*, mogą poważnie ucierpieć w wyniku kryzysu finansowego, który obserwujemy od ponad roku.

Nasilająca się awersja do ryzyka i kryzys płynności niosą za sobą ryzyka dla gospodarek regionu. Najbardziej zagrożone wydają się kraje, które jeszcze przed wystąpieniem kryzysu, a także w kolejnych miesiącach wykazywały objawy przegrzania koniunktury gospodarczej (wysoka dynamika konsumpcji, inflacja, nierównowagi zewnętrzne, wysoka dynamika kredytów, szybki wzrost cen nieruchomości).

Głównymi zagrożeniami dla krajów EŚW wydają się być:

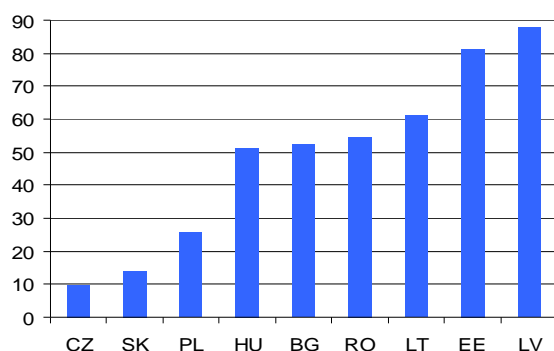
- **Rozpowszechnione kredyty w walutach obcych.**

Po okresie akcesji do UE w nowych krajach członkowskich miała miejsce ekspansja kredytowa. Roczna dynamika kredytu dla sektora prywatnego sięgała nawet blisko 70% w krajach bałtyckich w połowie 2006 r. Jednocześnie większość kredytów udzielana była w walutach obcych (z wyjątkiem Czech, Słowacji i Polski w pozostałych krajach kredyty te stanowiły ponad połowę wszystkich kredytów dla sektora prywatnego, a w przypadku Estonii i Łotwy ponad 80%). Przyczynami tak dużej popularności kredytów denominowanych w walutach obcych były m.in.:

- wejście banków zagranicznych na rynki EŚW ułatwiło dostęp do kredytów w walutach obcych;
- stopy procentowe w strefie euro, Stanach Zjednoczonych i Szwajcarii były niższe niż w krajach EŚW (wyjątkiem były Czechy i Słowacja co było głównym czynnikiem relatywnie słabej popularności kredytów walutowych w tych krajach);
- reżim stałego kursu walutowego w krajach bałtyckich i Bułgarii dodatkowo eliminował ryzyko kursowe.

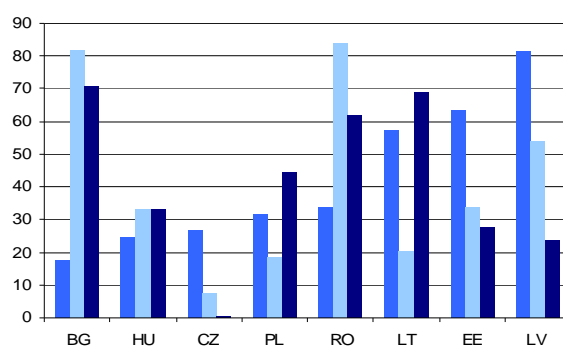
W przypadku przedłużającego się kryzysu płynności na rynkach światowych i okresu zwiększonej awersji do ryzyka, wartość kredytów udzielanych w walutach obcych może się wyraźnie zmniejszyć. Dodatkowo deprecjacja walut krajowych, wzrost stóp procentowych na europejskich rynkach finansowych i zacieśnianie polityki kredytowej przez banki mogą utrudnić dostęp i zwiększyć koszty kredytów w walutach obcych. Kredyty dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw były jednym z kół zamachowych szybko rozwijających się gospodarek EŚW w ostatnich latach i dlatego ograniczenie tej formy finansowania wpłynęłoby na spadek tempa wzrostu popytu wewnętrznego. W przypadku krajów bałtyckich spowolnienie akcji kredytowej ma miejsce już od połowy 2006 r., co przyczyniło się do spadku tempa wzrostu gospodarczego w Estonii i na Łotwie o ponad 10 pp.

**Kredyty denominowane w walutach obcych jako % wszystkich kredytów w 2008 r.**



Źródło: EcoWin Economic, Central Banks

**Dynamika kredytów denominowanych w walutach obcych, w % r/r.**



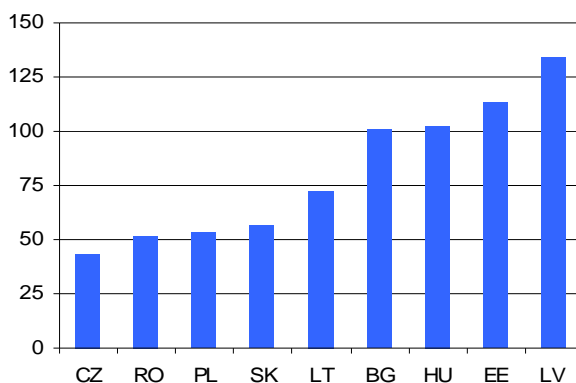
Źródło: EcoWin Economic, Central Banks

- **Wysokie nierównowagi zewnętrzne i uzależnienie od finansowania zewnętrznego.**

Kraje EŚW, a zwłaszcza kraje bałtyckie, Rumunia i Bułgaria, charakteryzują się dużymi deficytami na rachunku obrotów bieżących, które sięgają 20% PKB. Nierównowagi na rachunku bieżącym finansowane są w tych krajach nie tylko przez napływ inwestycji bezpośrednich, ale przede wszystkim za pomocą kredytów. Znaczną część kredytów stanowiły kredyty dla sektora bankowego, udzielane głównie w ramach grup kapitałowych, co umożliwiała rozwój akcji kredytowej w krajach EŚW.

Taka forma finansowania spowodowała, że w ostatnich latach gwałtownie zwiększał się dług zagraniczny w większości krajów EŚW, zwłaszcza w krajach bałtyckich, w których nominalny dług zagraniczny denominowany w euro zwiększył się od 2000 r. o od 350% do 600%

**Dług zagraniczny jako % PKB (średnia za okres Q3 2007-Q2 2008)**



Źródło: EcoWin Economic, EcoWin Financial, Central Banks

Dodatkowym zagrożeniem wydaje się być stale zwiększająca się dysproporcja w wielkości kredytów w porównaniu z wielkością depozytów na rynkach krajowych. Jedynie w Czechach, na Słowacji i w Polsce wartość wskaźnika pokrycia kredytów depozytami był zbliżony do 100%. W pozostałych krajach wartość kredytów znacznie przewyższała wartość depozytów ludności, w przypadku Łotwy blisko dwuipółkrotnie.

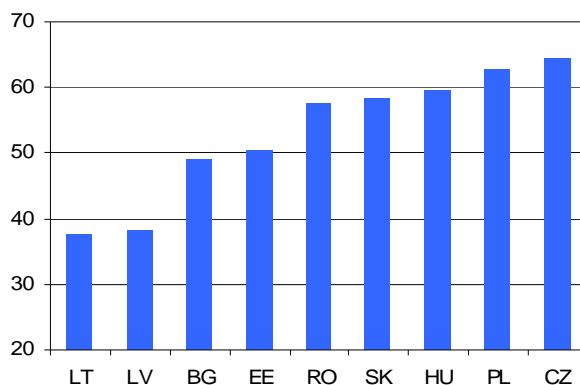
W obliczu globalnego kryzysu istnieje również ryzyko ograniczenia napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych (FDI). W latach 2005-2007 w krajach EŚW napływ inwestycji bezpośrednich wynosił od ok. 3,5% PKB w Polsce do blisko 20% PKB w Bułgarii i był kolejnym ważnym źródłem finansowania szybko rozwijających się gospodarek regionu. Spowolnienie gospodarcze w krajach UE-15 może spowodować zmniejszenie się napływu FDI do krajów EŚW i być kolejnym czynnikiem wpływającym na obniżenie tempa wzrostu w tych gospodarkach.

Na zagrożenie ze strony dużych nierównowag gospodarczych zwróciły uwagę agencje ratingowe. Fitch w październiku br. obniżył ratingi długoterminowego zadłużenia dla krajów bałtyckich, za czym stało przekonanie, że wysokie deficyty na rachunku bieżącym i uzależnienie od finansowania zewnętrznego sprawiają, że te właśnie gospodarki są szczególnie narażone na zawirowania na europejskim rynku finansowym.

- **Oslabienie wzrostu w krajach UE-15.**

Kanał handlowy jest kolejnym, przez który kryzys finansowy może rozprzestrzenić się na kraje EŚW. Głównym partnerem handlowym dla wszystkich krajów regionu są gospodarki UE-15, w 2007 r. blisko 60% eksportu z krajów regionu kierowana była do UE-15. Prognozowane osłabienie wzrostu, jakie ma mieć miejsce w II połowie 2008 r. i w 2009 r., może poważnie zagrozić gospodarkom regionu, zwłaszcza, że w większości są to małe otwarte gospodarki, w których eksport stanowi od 40% do ponad 80% PKB. W przypadku kanału handlowego najmniej zagrożone wydają się być największe gospodarki regionu (Polska, Czechy, Rumunia), w których rynki wewnętrzne są w stanie zamortyzować spadek eksportu. Ponadto duży udział sektora motoryzacyjnego w eksporcie krajów EŚW, ze względu na pogłębiający się kryzys w tej branży, może przyczynić się do wyraźnego osłabienia dynamiki eksportu. Ryzyko to jest największe w przypadku Słowacji, gdzie na sektor ten przypada 27% ogółu eksportu (w tym blisko 18% stanowią samochody osobowe). Jednak również w Czechach, na Węgrzech, w Słowenii i Polsce samochody i części motoryzacyjne obejmują ok. 1/5 wartości eksportu.

**Udział eksportu do krajów UE-15 w eksporcie ogółem w 2007 r. (w %)**



Źródło: Eurostat

Uwzględniając opisane powyżej ryzyka i możliwe kanały przenoszenia skutków globalnego kryzysu finansowego na gospodarki realne, do krajów najbardziej zagrożonych rozprzestrzenieniem się kryzysu zaliczyć więc można kraje bałtyckie (Estonia i Łotwa już obecnie stoją w obliczu recesji), Węgry, Bułgarię i Rumunię.

## ANEKS STATYSTYCZNY

### 1. Rachunki narodowe

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

	2006	2007	III 2007	IV 2007	I 2008	II 2008	III 2008
Polska	6,2	6,6	6,5	6,5	6,0	5,8	4,8
Czechy	6,4	6,5	6,4	6,6	5,1	4,6	4,7
Słowacja	8,5	10,4	10,0	12,7	8,7	7,6	7,1
Słowenia	5,7	6,1	6,4	4,7	5,4	5,5	
Węgry	3,9	1,3	0,9	0,8	1,7	2,0	0,8
Estonia	11,2	7,1	5,5	4,4	0,2	-1,1	-3,5
Litwa	7,7	8,8	10,5	8,8	7,0	5,2	2,8
Łotwa	12,2	10,3	10,9	8,1	3,3	0,1	-4,6
Bułgaria	6,3	6,2	4,9	6,9	7,0	7,1	5,6
Rumunia	7,9	6,0	5,7	6,6	8,2	9,3	9,1

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

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

	2006	2007	III 2007	IV 2007	I 2008	II 2008	III 2008
Polska	4,9	5,2	4,8	3,5	5,6	5,5	5,1
Czechy	5,4	5,7	6,2	4,2	2,7	3,4	
Słowacja	5,9	7,1	9,3	8,1	8,4	5,7	6,0
Słowenia	4,0	3,1	4,8	3,2	3,5	2,6	
Węgry	1,9	-0,3	-0,6	-0,2	0,4	1,4	0,1
Estonia	15,1	8,9	4,7	3,2	0,1	-2,0	-3,5
Litwa	11,8	11,5	7,2	12,5	11,1	7,3	9,9
Łotwa	21,4	14,0	13,6	0,0	2,3	-5,0	-9,5
Bułgaria	9,5	5,3	4,9	3,4	5,7	5,3	3,2
Rumunia	12,6	10,4	9,4	9,2	14,3	12,2	16,1

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

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

	2006	2007	III 2007	IV 2007	I 2008	II 2008	III 2008
Polska	15,6	19,3	16,7	15,2	15,7	15,2	3,5
Czechy	5,5	6,1	4,5	7,5	4,6	4,1	
Słowacja	8,1	8,2	7,1	8,5	2,4	9,6	7,3
Słowenia	8,2	17,6	18,7	8,6	16,9	9,0	
Węgry	-2,5	0,7	-2,6	2,6	-5,4	-2,2	-1,5
Estonia	22,4	7,8	-1,8	-3,0	0,6	-2,5	-6,0
Litwa	17,4	15,8	20,1	10,9	1,6	-2,3	-4,1
Łotwa	16,4	8,4	6,9	2,6	5,1	-6,8	
Bułgaria	14,7	21,7	19,7	14,0	15,5	28,6	10,9
Rumunia	19,3	28,9	32,2	28,0	33,2	30,0	24,3

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

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

	2006	2007	III 2007	IV 2007	I 2008	II 2008	III 2008
Polska	14,6	8,4	9,0	8,4	11,1	8,5	7,1
Czechy	14,4	14,5	15,7	13,2	12,8	14,2	
Słowacja	21,0	16,0	9,0	15,5	12,4	8,7	2,7
Słowenia	12,5	13,1	15,1	9,3	6,8	7,8	
Węgry	19,0	14,2	14,9	10,4	13,9	11,1	3,5
Estonia	8,3	1,5	-5,7	-1,3	-2,1	-4,9	6,3
Litwa	12,2	4,7	11,5	0,6	9,8	13,7	13,4
Łotwa	6,5	11,1	10,3	17,1	6,5	2,5	1,9
Bułgaria	8,7	5,2	5,4	6,0	9,2	5,1	3,9
Rumunia	10,6	8,8	4,8	14,9	24,6	26,9	17,4

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

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

	2006	2007	III 2007	IV 2007	I 2008	II 2008	III 2008
Polska	17,4	12,4	13,9	11,5	11,5	8,7	5,9
Czechy	13,8	13,7	15,2	10,9	11,2	9,6	
Słowacja	17,7	10,4	1,6	11,0	14,2	9,0	2,0
Słowenia	12,3	14,3	18,2	8,6	9,7	7,3	
Węgry	14,7	12,1	13,5	9,1	10,2	11,2	2,8
Estonia	17,1	2,8	1,2	-0,3	-6,3	-8,2	-5,1
Litwa	13,8	9,1	11,4	4,6	18,5	12,1	11,9
Łotwa	19,3	15,0	15,5	-1,8	-1,6	-8,2	-10,6
Bułgaria	14,0	9,9	9,3	5,7	5,8	13,7	2,9
Rumunia	22,4	26,1	24,7	28,6	35,2	24,4	18,7

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

## 2. Wskaźniki koniunktury i aktywności gospodarczej

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

	2006	2007	05.2008	06.2008	07.2008	08.2008	09.2008	10.2008
Polska	12,0	9,7	2,4	7,3	5,9	-3,7	6,7	0,2
Czechy	11,2	8,3	3,1	3,4	6,7	-2,6	9,6	
Słowacja	9,8	13,1	2,0	6,3	3,3	-1,1	5,8	
Słowenia	7,3	7,1	-0,8	1,9	-2,7	-7,1	5,5	
Węgry	10,3	8,3	2,5	-0,7	-0,2	-6,2	-1,0	
Estonia	7,4	6,8	-8,2	-9,8	-2,6	-8,8	0,5	-11,0
Litwa	7,4	4,1	3,6	4,2	3,0	-3,4	6,2	-2,4
Łotwa	7,8	0,4	-8,5	-6,4	-6,5	-11,1	-5,5	-9,6
Bułgaria	6,1	9,2	6,6	4,2	4,4	-6,0	1,2	
Rumunia	7,2	5,4	2,8	4,0	5,1	-1,7	3,7	

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

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

	2006	2007	05.2008	06.2008	07.2008	08.2008	09.2008	10.2008
Polska	11,9	14,6	11,2	10,1	10,1	3,9	8,3	5,0
Czechy	6,5	7,8	0,9	1,4	3,6	-3,3	5,9	
Słowacja	6,5	5,4	6,7	3,1	6,9	5,8	4,6	4,6
Słowenia	6,5	9,6	11,9	10,3	12,7	5,8	12,7	
Węgry	4,4	-2,8	-1,6	-2,2	-1,7	-1,4	-1,6	
Estonia	19,0	15,2	-2,0	-7,5	-2,4	-5,2	-6,4	-6,9
Litwa	14,5	17,7	4,6	-0,2	4,1	-3,6	2,0	-5,2
Łotwa	19,8	19,9	-5,0	-8,3	-8,5	-9,0	-13,5	-14,4
Bułgaria	6,6	4,9	4,7	6,2	10,5	3,2	3,0	
Rumunia	24,3	16,4	8,3	19,8	22,9	13,2	17,1	

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

**Tabela 8. Wskaźnik zaufania konsumentów**

	2006	2007	05.2008	06.2008	07.2008	08.2008	09.2008	10.2008
Polska	-12,7	-5,0	-1,0	-6,2	-7,4	-4,1	-5,7	-8,9
Czechy	1,9	-2,2	-5,9	-8,9	-7,9	-6,2	-5,1	-14,6
Słowacja	-9,8	-0,2	-14,0	-9,7	-11,4	-10,9	-8,0	-10,6
Słowenia	-14,2	-9,8	-20,7	-20,1	-19,7	-20,0	-12,1	-18,1
Węgry	-32,9	-48,3	-49,5	-43,6	-40,6	-40,7	-40,4	-51,3
Estonia	10,1	2,8	-19,2	-18,2	-21,5	-20,2	-21,6	-27,5
Litwa	0,4	4,6	-14,9	-21,6	-23,7	-25,7	-25,8	-32,8
Łotwa	-5,0	-7,8	-22,9	-26,6	-24,6	-26,2	-31,3	-32,5
Bułgaria	-31,1	-26,4	-29,5	-32,4	-31,2	-26,4	-24,0	-31,4
Rumunia	-22,9	-14,3	-13,9	-14,4	-15,0	-11,6	-12,3	-15,1

Źródło: Komisja Europejska

**Tabela 9. Wskaźnik zaufania w przemyśle**

	2006	2007	05.2008	06.2008	07.2008	08.2008	09.2008	10.2008
Polska	-8,0	-0,7	-4,5	-5,5	-7,9	-8,7	-10,6	-12,6
Czechy	10,8	15,4	9,8	7,8	6,2	3,7	-2,9	-12,3
Słowacja	9,0	14,2	-6,0	-0,7	-0,4	-0,5	0,8	-18,0
Słowenia	9,5	12,3	5,5	0,2	0,3	-1,7	-5,2	-14,9
Węgry	-0,7	0,3	-1,9	-8,1	-4,5	-5,4	-8,9	-14,3
Estonia	20,1	15,1	-5,5	-10,7	-8,7	-11,4	-17,9	-23,0
Litwa	5,1	5,7	-3,6	-3,5	-7,8	-7,0	-11,8	-15,5
Łotwa	6,0	4,8	-10,1	-13,3	-15,5	-14,1	-18,0	-21,7
Bułgaria	4,8	11,7	13,2	12,8	11,1	7,7	10,1	6,6
Rumunia	2,1	3,0	-0,6	1,1	1,0	-0,9	1,3	1,2

Źródło: Komisja Europejska

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

	2006	2007	06.2008	07.2008	08.2008	09.2008	10.2008	11.2008
Polska	53,9	52,9	47,8	46,4	45,8	44,9	43,7	40,5
Czechy	55,7	56,8	50,7	49,9	47,3	46,5	41,2	37,8
Węgry	54,0	53,6	56,6	51,7	52,1	50,3	44,7	39,9

Źródło: EcoWin Economic

### 3. Ceny

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

	04.2008	05.2008	06.2008	07.2008	09.2008	09.2008	10.2008	11.2008
Polska	4,0	4,4	4,6	4,8	4,8	4,5	4,2	
Czechy	6,8	6,8	6,7	6,9	6,5	6,6	6,0	
Słowacja	4,3	4,6	4,6	4,8	5,0	5,4	5,1	
Słowenia	6,5	6,4	7,0	6,9	6,0	5,5	4,9	3,1
Węgry	6,6	7,0	6,7	6,7	6,5	5,7	5,1	
Estonia	11,4	11,3	11,4	11,1	11,0	10,5	9,8	8,0
Litwa	11,7	12,0	12,5	12,2	12,0	11,0	10,5	
Łotwa	17,4	17,9	17,7	16,6	15,7	14,9	13,8	
Bułgaria	14,6	15,0	15,3	14,5	11,2	11,0	10,9	
Rumunia	8,6	8,5	8,6	9,0	8,0	7,3	7,4	

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

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

	03.2008	04.2008	05.2008	06.2008	07.2008	09.2008	09.2008	10.2008
Polska	5,6	5,4	6,0	5,8	5,6	5,3	5,1	4,0
Czechy	5,4	4,7	5,2	5,4	5,3	5,7	5,5	3,9
Słowacja	5,2	5,7	6,5	6,4	6,3	6,7	6,8	7,5
Słowenia	5,7	6,3	6,3	6,6	6,9	7,1	5,7	4,8
Węgry	10,8	11,7	11,7	12,1	13,3	13,0	12,7	13,2
Estonia	8,2	7,3	7,2	7,5	7,8	7,3	6,3	6,3
Litwa	17,4	16,5	15,1	19,3	19,0	20,4	18,1	14,7
Łotwa	10,5	12,1	11,9	12,9	12,4	13,1	12,1	11,5
Bułgaria	15,4	13,6	13,6	14,5	15,4	14,4	12,6	10,1
Rumunia	14,5	14,4	14,9	17,3	18,3	19,1	16,9	15,0

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

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

	03.2008	04.2008	05.2008	06.2008	07.2008	09.2008	09.2008	10.2008
Polska	4,4	4,3	4,3	4,3	4,5	4,4	4,1	4,0
Czechy	7,1	6,7	6,8	6,6	6,8	6,2	6,4	5,7
Słowacja	3,6	3,7	4,0	4,3	4,4	4,4	4,5	4,2
Słowenia	6,6	6,2	6,2	6,8	6,9	6,0	5,6	4,8
Węgry	6,7	6,8	6,9	6,6	7,0	6,4	5,6	5,1
Estonia	11,2	11,6	11,4	11,5	11,2	11,1	10,8	10,1
Litwa	11,4	11,9	12,3	12,7	12,4	12,2	11,3	10,7
Łotwa	16,6	17,4	17,7	17,5	16,5	15,6	14,7	13,7
Bułgaria	13,2	13,4	14,0	14,7	14,4	11,8	11,4	11,2
Rumunia	8,7	8,7	8,5	8,7	9,1	8,1	7,3	7,4

Źródło: Eurostat

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

	03.2008	04.2008	05.2008	06.2008	07.2008	09.2008	09.2008	10.2008
Polska	3,0	2,3	2,0	2,7	4,2	2,3	1,3	1,7
Czechy	3,3	1,0	4,7	4,6	4,0	1,5	0,9	0,2
Słowacja	2,5	1,8	3,7	6,8	6,8	6,3	3,8	0,7
Słowenia	6,9	3,7	5,2	5,2	7,0	4,3	3,1	2,8
Węgry	9,3	9,1	9,0	6,7	5,0	1,9	-0,3	-1,5
Estonia	10,5	10,6	13,1	12,7	11,1	11,2	9,6	6,9
Litwa	15,9	14,3	15,5	17,0	16,0	16,9	16,3	14,9
Łotwa	14,3	14,0	16,0	14,7	15,0	13,7	13,5	13,2
Bułgaria	16,2	17,6	18,2	14,7	8,1	1,0	5,3	11,9
Rumunia	10,2	10,4	10,2	9,7	6,3	4,5	3,3	4,1

Źródło: Eurostat

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

	03.2008	04.2008	05.2008	06.2008	07.2008	09.2008	09.2008	10.2008
Polska	8,5	8,7	8,8	8,9	8,6	8,8	7,6	6,5
Czechy	13,7	13,4	12,0	11,0	11,3	10,2	10,9	9,4
Słowacja	8,6	9,3	8,9	8,7	8,7	8,7	8,1	6,8
Słowenia	12,8	13,2	12,9	11,9	10,1	9,4	7,3	5,3
Węgry	11,5	12,4	12,6	12,7	13,4	12,6	10,3	8,7
Estonia	15,9	16,9	16,9	16,3	17,5	19,5	21,3	17,6
Litwa	17,7	19,0	19,4	19,1	18,7	17,1	14,7	11,9
Łotwa	33,0	33,3	33,4	32,8	29,3	27,1	25,1	21,6
Bułgaria	22,0	23,5	24,7	25,2	22,6	15,1	13,0	10,6
Rumunia	11,3	12,1	12,7	12,9	12,9	11,8	10,0	9,6

Źródło: Eurostat

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

	03.2008	04.2008	05.2008	06.2008	07.2008	09.2008	09.2008	10.2008
Polska	8,1	6,8	8,8	9,0	9,6	9,5	9,3	9,9
Czechy	12,1	11,0	10,9	11,5	12,8	11,8	11,6	11,8
Słowacja	3,8	3,6	4,1	4,4	4,7	4,7	6,0	6,2
Słowenia	11,8	8,7	10,3	16,1	17,5	14,2	13,3	9,8
Węgry	11,5	11,8	13,2	12,7	15,8	14,8	14,4	14,3
Estonia	24,6	26,9	26,3	30,0	26,1	23,3	20,9	25,5
Litwa	17,3	17,5	18,9	20,4	21,2	20,9	19,4	19,6
Łotwa	25,0	31,1	31,7	33,8	33,0	30,5	28,8	29,7
Bułgaria	13,6	11,3	12,7	15,4	19,2	17,2	16,1	12,5
Rumunia	9,1	8,1	8,4	8,8	13,6	13,3	13,3	11,9

Źródło: Eurostat

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

	03.2008	04.2008	05.2008	06.2008	07.2008	09.2008	09.2008	10.2008
Polska	2,4	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2
Czechy	4,3	4,2	4,2	4,1	4,1	4,1	4,2	3,7
Słowacja	2,5	2,5	2,8	2,9	3,0	3,1	3,4	3,4
Słowenia	4,2	4,4	4,0	3,9	3,9	3,7	3,8	3,9
Węgry	3,7	3,6	3,4	3,3	3,1	3,0	2,8	2,7
Estonia	7,4	7,2	6,5	6,2	6,3	6,1	5,7	5,1
Litwa	6,5	7,1	7,1	7,3	7,0	7,2	6,8	7,1
Łotwa	9,9	10,0	10,0	9,8	9,4	9,0	8,6	7,9
Bułgaria	9,8	9,9	10,1	11,1	11,4	11,1	10,7	11,0
Rumunia	6,1	5,9	5,1	5,2	5,5	4,6	4,4	5,3

Źródło: Eurostat



#### 4. Bilans płatniczy

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

	III 2006	IV 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007	I 2008	II 2008
Polska	-2,1	-2,7	-3,1	-3,9	-4,4	-4,7	-4,9	-4,9
Czechy	-1,7	-2,6	-2,3	-2,2	-2,3	-1,8	-1,6	-2,5
Słowacja	-6,8	-6,7	-5,4	-4,8	-4,9	-4,8	-4,8	-5,5
Słowenia	-2,5	-2,5	-2,3	-3,2	-3,8	-4,3	-5,5	-6,2
Węgry	-7,5	-7,5	-7,0	-6,9	-6,8	-6,4	-6,6	-6,3
Estonia	-14,7	-16,7	-18,4	-18,3	-18,7	-18,1	-15,6	-14,1
Litwa	-9,5	-10,6	-11,7	-14,0	-14,3	-14,6	-15,6	-15,5
Łotwa	-19,1	-22,5	-24,7	-25,9	-26,0	-23,8	-22,0	-19,7
Bułgaria	-15,8	-17,8	-18,9	-19,9	-21,2	-21,8	-22,1	-24,2
Rumunia	-9,9	-10,4	-11,9	-12,6	-12,9	-14,0	-13,9	-13,9

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

**Tabela 19. Polska: składowe salda bilansu płatniczego (w % PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)**

	III 2006	IV 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007	I 2008	II 2008
Rachunek bieżący	-2,1	-2,7	-3,1	-3,9	-4,4	-4,7	-4,9	-4,9
Towary	-1,7	-2,0	-2,5	-3,1	-3,4	-4,0	-4,0	-4,0
Usługi	0,2	0,2	0,4	0,6	0,8	1,1	1,0	1,0
Dochody	-2,4	-2,8	-3,2	-3,5	-3,7	-3,8	-3,7	-3,6
Transfery	1,8	1,9	2,2	2,1	2,0	2,0	1,7	1,7
Rachunek kapitałowy	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,6	0,6
Rachunek finansowy	4,1	3,9	4,4	6,1	7,3	9,2	10,4	10,5
Inwestycje bezpośrednie	2,8	3,2	3,3	3,4	4,4	4,2	3,5	3,3
Inwestycji portfelowe	-0,6	-0,8	-1,9	-1,7	-2,0	-1,2	-1,4	-0,5
Pozostałe inwestycje	2,2	1,8	3,2	4,6	5,2	6,7	8,6	8,0

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

**Tabela 20. Czechy: składowe salda bilansu płatniczego (w % PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)**

	III 2006	IV 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007	I 2008	II 2008
Rachunek bieżący	-1,7	-2,6	-2,3	-2,2	-2,3	-1,8	-1,6	-2,5
Towary	1,9	2,0	2,5	2,8	3,1	3,4	3,3	3,6
Usługi	1,4	1,4	1,5	1,6	1,6	1,6	1,9	1,9
Dochody	-4,7	-5,6	-5,8	-6,0	-6,4	-6,2	-6,4	-7,9
Transfery	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4	-0,1
Rachunek kapitałowy	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,6	0,7	1,0
Rachunek finansowy	2,4	2,9	2,9	2,5	2,3	2,7	2,5	4,2
Inwestycje bezpośrednie	3,8	2,8	3,5	3,6	3,6	4,5	4,0	4,7
Inwestycji portfelowe	-2,4	-0,8	-1,2	-0,2	-1,0	-1,5	-1,3	0,1
Pozostałe inwestycje	1,1	1,1	0,5	-1,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,2

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

**Tabela 21. Słowacja: składowe salda bilansu płatniczego (w % PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)**

	III 2006	IV 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007	I 2008	II 2008
Rachunek bieżący	-6,8	-6,7	-5,4	-4,8	-4,9	-4,8	-4,8	-5,5
Towary	-4,0	-4,1	-2,8	-2,3	-1,7	-0,6	-0,4	-0,4
Usługi	1,0	1,2	1,0	0,9	0,9	0,6	0,5	0,0
Dochody	-3,9	-3,7	-3,3	-2,9	-3,4	-4,1	-4,1	-4,4
Transfery	0,1	-0,1	-0,2	-0,5	-0,7	-0,6	-0,8	-0,8
Rachunek kapitałowy	-0,1	-0,1	0,2	0,3	0,5	0,9	0,9	1,5
Rachunek finansowy	-0,2	0,9	1,0	3,4	9,6	8,7	7,9	5,4
Inwestycje bezpośrednie	6,1	6,7	5,7	3,7	3,8	3,0	2,5	2,5
Inwestycji portfelowe	1,6	3,3	0,7	0,8	0,6	-0,3	1,8	1,0
Pozostałe inwestycje	-7,7	-8,8	-5,2	-1,0	5,1	5,9	3,5	1,9

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

**Tabela 22. Słowenia: składowe salda bilansu płatniczego (w % PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)**

	III 2006	IV 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007	I 2008	II 2008
Rachunek bieżący	-2,5	-2,5	-2,3	-3,2	-3,8	-4,3	-5,5	-6,2
Towary	-3,7	-3,8	-3,8	-4,5	-4,8	-5,0	-5,6	-6,4
Usługi	3,2	3,3	3,5	3,7	3,7	3,6	3,7	4,0
Dochody	-1,4	-1,4	-1,5	-1,8	-2,2	-2,1	-2,6	-2,6
Transfery	-0,7	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6	-0,8	-1,1	-1,2
Rachunek kapitałowy	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2
Rachunek finansowy	4,8	4,0	4,7	4,9	4,2	5,3	5,6	7,2
Inwestycje bezpośrednie	0,3	-0,6	-1,0	-1,0	-1,4	-0,8	0,4	0,5
Inwestycji portfelowe	-4,2	-4,7	-5,8	-8,9	-6,5	-6,8	-3,9	-3,6
Pozostałe inwestycje	-2,5	-2,5	-2,3	-3,2	-3,8	-4,3	-5,5	-6,2

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

**Tabela 23. Węgry: składowe salda bilansu płatniczego (w % PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)**

	III 2006	IV 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007	I 2008	II 2008
Rachunek bieżący	-7,5	-7,5	-7,0	-6,9	-6,8	-6,4	-6,6	-6,3
Towary	-2,5	-2,3	-1,6	-1,0	-0,3	0,3	0,7	0,9
Usługi	1,2	1,4	1,5	1,4	1,3	1,0	0,9	0,9
Dochody	-6,0	-6,2	-6,5	-6,9	-7,1	-7,3	-7,4	-7,2
Transfery	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,8	-0,5	-0,8	-0,9
Rachunek kapitałowy	0,6	0,6	0,6	0,7	1,1	1,1	1,8	1,8
Rachunek finansowy	12,1	10,3	7,7	8,8	7,4	7,0	6,8	7,7
Inwestycje bezpośrednie	6,5	3,2	1,4	0,2	0,3	1,6	1,8	4,2
Inwestycji portfelowe	2,2	5,8	3,6	6,0	2,7	-0,8	-2,4	-1,2
Pozostałe inwestycje	3,4	1,3	2,8	2,6	4,4	6,2	7,4	4,6

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

**Tabela 24. Estonia: składowe salda bilansu płatniczego (w % PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)**

	III 2006	IV 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007	I 2008	II 2008
Rachunek bieżący	-14,7	-16,7	-18,4	-18,3	-18,7	-18,1	-15,6	-14,1
Towary	-17,2	-18,3	-19,0	-18,9	-18,5	-17,6	-16,2	-14,6
Usługi	6,8	6,5	6,4	6,6	6,4	6,3	6,7	7,0
Dochody	-4,7	-5,3	-6,2	-6,4	-7,1	-7,5	-7,4	-7,8
Transfery	0,3	0,3	0,3	0,5	0,6	0,7	1,3	1,4
Rachunek kapitałowy	0,8	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,7	0,6
Rachunek finansowy	15,6	18,0	20,2	19,4	21,4	16,8	15,5	15,7
Inwestycje bezpośrednie	2,0	4,2	3,7	3,9	4,0	5,3	4,7	5,4
Inwestycji portfelowe	-8,1	-8,0	-2,5	-3,0	-0,8	-2,4	-1,7	0,2
Pozostałe inwestycje	21,7	21,8	19,1	18,5	18,4	14,2	12,4	10,0

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

**Tabela 25. Litwa: składowe salda bilansu płatniczego (w % PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)**

	III 2006	IV 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007	I 2008	II 2008
Rachunek bieżący	-9,5	-10,6	-11,7	-14,0	-14,3	-14,6	-15,6	-15,5
Towary	-13,0	-13,9	-14,8	-15,7	-15,3	-15,1	-15,6	-14,8
Usługi	3,7	3,6	3,2	2,4	2,2	1,6	1,3	1,1
Dochody	-2,8	-2,7	-2,9	-3,1	-3,8	-4,1	-4,2	-4,5
Transfery	2,5	2,4	2,7	2,5	2,7	3,0	2,9	2,7
Rachunek kapitałowy	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,7	0,8
Rachunek finansowy	8,9	10,4	11,2	13,4	12,5	12,9	13,4	13,4
Inwestycje bezpośrednie	2,2	5,1	5,5	5,9	6,3	3,6	2,8	2,8
Inwestycji portfelowe	-2,2	-0,8	-3,1	-2,5	-2,5	-0,8	0,2	0,0
Pozostałe inwestycje	10,6	11,1	12,4	14,6	13,0	13,1	11,3	11,2

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

**Tabela 26. Łotwa: składowe salda bilansu płatniczego (w % PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)**

	III 2006	IV 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007	I 2008	II 2008
Rachunek bieżący	-19,1	-22,5	-24,7	-25,9	-26,0	-23,8	-22,0	-19,7
Towary	-24,0	-25,6	-26,5	-27,2	-27,0	-25,3	-23,7	-21,7
Usługi	3,9	3,3	3,0	3,0	3,2	3,6	3,6	3,7
Dochody	-2,1	-2,7	-2,6	-3,2	-3,4	-3,4	-3,6	-3,6
Transfery	3,1	2,4	1,4	1,6	1,2	1,4	1,7	1,8
Rachunek kapitałowy	0,6	0,6	0,3	0,3	0,2	0,8	0,9	0,9
Rachunek finansowy	18,8	20,6	23,6	25,1	26,1	22,5	21,0	18,1
Inwestycje bezpośrednie	6,0	7,5	7,4	8,5	8,7	7,1	6,8	5,2
Inwestycji portfelowe	0,2	0,2	0,4	-1,8	-2,1	-2,5	0,4	0,8
Pozostałe inwestycje	20,6	22,6	23,5	24,3	23,8	20,7	17,5	14,8

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

**Tabela 27. Bułgaria: składowe salda bilansu płatniczego (w % PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)**

	III 2006	IV 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007	I 2008	II 2008
Rachunek bieżący	-15,8	-17,8	-18,9	-19,9	-21,2	-21,8	-22,1	-24,2
Towary	-20,8	-22,0	-23,3	-24,4	-24,9	-25,3	-25,1	-26,8
Usługi	3,6	3,7	3,7	4,1	4,3	3,9	3,4	3,2
Dochody	-1,6	-2,1	-1,7	-1,7	-2,0	-1,6	-1,8	-2,7
Transfery	3,0	2,7	2,4	2,0	1,4	1,2	1,3	2,1
Rachunek kapitałowy	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	1,0	0,9
Rachunek finansowy	20,6	20,5	20,8	22,4	23,0	25,8	26,1	25,9
Inwestycje bezpośrednie	20,3	23,3	21,8	21,1	22,7	21,8	19,9	18,5
Inwestycji portfelowe	0,5	0,8	-0,4	-0,3	-0,7	-1,8	-1,1	-1,7
Pozostałe inwestycje	4,1	2,4	6,9	7,8	12,6	15,8	17,4	20,3

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

**Tabela 28. Rumunia: składowe salda bilansu płatniczego (w % PKB, średnia krocząca dla 4 kwartałów)**

	III 2006	IV 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007	I 2008	II 2008
Rachunek bieżący	-9,9	-10,4	-11,9	-12,6	-12,9	-14,0	-13,9	-13,9
Towary	-11,3	-12,0	-13,4	-14,3	-14,6	-14,6	-14,6	-14,6
Usługi	0,0	0,0	0,2	0,3	0,2	0,2	0,1	0,2
Dochody	-3,2	-3,3	-3,6	-3,4	-3,3	-3,6	-3,6	-3,7
Transfery	4,7	4,9	4,9	4,8	4,8	4,0	4,2	4,2
Rachunek kapitałowy	-0,1	0,0	-0,1	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
Rachunek finansowy	8,7	9,7	11,7	12,4	12,7	13,1	12,6	13,6
Inwestycje bezpośrednie	7,0	8,9	8,6	8,7	8,2	5,9	5,8	7,0
Inwestycji portfelowe	-0,4	-0,2	-0,3	0,0	0,4	0,2	0,3	0,0
Pozostałe inwestycje	4,8	6,4	7,2	7,7	10,5	11,0	10,4	9,7

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

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

	III 2006	IV 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007	I 2008	II 2008
Polska	31,2	28,2	28,5	28,2	27,1	27,5	26,5	28,0
Czechy	58,5	55,3	55,2	51,8	49,9	46,2	45,3	39,8
Słowacja	55,1	49,5	50,9	53,2	51,8	50,0	48,3	44,5
Słowenia	27,4	24,9	3,1	2,8	2,4	2,3	2,1	1,8
Węgry	21,0	19,8	19,2	17,9	17,4	16,5	15,6	
Estonia	15,3	15,3	14,1	12,9	13,2	13,0	12,4	13,5
Litwa	26,5	28,0	28,5	26,4	25,4	26,6	23,2	20,5
Łotwa	18,1	18,8	17,1	16,0	15,4	14,5	15,1	14,6
Bułgaria	44,2	43,8	41,8	41,7	42,5	42,9	40,6	41,1
Rumunia		55,2	53,5	48,6	48,4	46,2	44,8	41,2

Źródło: Eurostat, banki centralne, obliczenia własne

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

	2003	2004	2005	2006	2007	11.2008
Polska	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	A-	A-
Czechy	A-	A-	A	A	A	A+
Słowacja	BBB	A-	A	A	A	A+
Słowenia	A+	AA-	AA-	AA	AA	AA
Węgry	A-	A-	BBB+	BBB+	BBB+	BBB
Estonia	A-	A	A	A	A	A-
Litwa	BBB	A-	A-	A	A	A-
Łotwa	BBB+	A-	A-	A-	BBB+	BBB
Bułgaria	BB+	BBB-	BBB	BBB	BBB	BBB
Rumunia	BB	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB

Źródło: FitchRatings

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

	2003	2004	2005	2006	2007	11.2008
Polska	A+	A	A	A	A	A
Czechy	A	A	A+	A+	A+	AA-
Słowacja	A-	A+	A+	A+	A+	A+
Słowenia	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Węgry	A+	A+	A-	A-	A-	BBB+
Estonia	A+	A+	A+	A+	A+	A
Litwa	A-	A	A	A+	A+	A
Łotwa	A	A	A	A	A-	BBB+
Bułgaria	BBB-	BBB	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
Rumunia	BB+	BBB	BBB	BBB+	BBB+	BBB+

Źródło: FitchRatings

## 5. Stopy procentowe i kursy

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

	04.2008	05.2008	06.2008	07.2008	09.2008	09.2008	10.2008	11.2008
Polska	5,75	5,75	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	5,75
Czechy	3,50	3,50	3,50	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Słowacja	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
Węgry	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	8,25	8,50	8,50
Rumunia	7,50	7,50	8,00	9,00	9,50	9,50	9,75	9,75

Źródło: Banki Centralne, EcoWin Financial

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

	04.2008	05.2008	06.2008	07.2008	09.2008	09.2008	10.2008	11.2008
Polska	6,3	6,4	6,6	6,6	6,5	6,6	6,8	6,7
Czechy	4,1	4,2	4,2	4,0	3,8	4,0	4,5	4,1
Słowacja	4,3	4,4	4,4	4,3	4,3	4,3	4,0	3,5
Słowenia	4,9	4,9	4,9	5,0	5,0	5,3	4,8	3,9
Węgry	8,4	8,7	8,8	8,5	8,6	8,7	11,9	11,1
Estonia	6,3	6,5	6,4	6,4	6,3	6,4	6,9	7,1
Litwa	5,1	5,2	5,6	5,8	5,8	6,0	8,4	8,3
Łotwa	5,8	6,0	6,3	6,2	6,2	7,2	11,8	13,4
Bułgaria	6,8	6,9	7,1	7,3	7,3	7,4	7,9	8,0
Rumunia	11,9	11,1	11,5	11,7	12,4	13,3	22,2	16,6

Źródło: EcoWin Financial

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

	04.2008	05.2008	06.2008	07.2008	09.2008	09.2008	10.2008	11.2008
Polska	3,44	3,40	3,37	3,25	3,29	3,37	3,58	3,73
Czechy	25,03	25,08	24,26	23,52	24,28	24,42	24,77	25,19
Słowacja	32,34	31,46	30,31	30,30	30,31	30,27	30,45	30,37
Słowenia	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Węgry	253,23	247,41	242,34	231,68	235,66	240,49	260,74	264,80
Estonia	15,64	15,64	15,64	15,64	15,64	15,64	15,64	15,64
Litwa	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45
Łotwa	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,71	0,71	0,71
Bułgaria	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96
Rumunia	3,63	3,65	3,65	3,57	3,52	3,62	3,74	3,77

Źródło: Eurostat

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

	04.2008	05.2008	06.2008	07.2008	09.2008	09.2008	10.2008	11.2008
Polska	-9,7	-10,0	-11,2	-13,6	-13,7	-11,0	-3,2	2,1
Czechy	-10,5	-11,2	-15,0	-17,0	-12,8	-11,4	-9,3	-5,6
Słowacja	3,0	-0,5	-3,1	-6,2	-7,6	-4,9	4,0	4,1
Węgry	-3,2	-6,7	-10,7	-9,0	-9,7	-10,4	-9,3	-8,6
Rumunia	9,1	11,4	13,5	14,0	9,4	8,2	11,7	8,7

Źródło: Eurostat, obliczenia własne

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

	03.2008	04.2008	05.2008	06.2008	07.2008	09.2008	09.2008	10.2008
Polska	10,2	12,8	14,6	14,1	19,5	16,3	10,2	1,1
Czechy	13,5	15,5	16,3	19,0	20,8	14,3	11,5	6,2
Słowacja	4,1	5,5	9,2	10,6	11,2	11,1	10,2	7,2
Słowenia	1,7	2,1	1,9	1,6	1,5	0,5	-0,1	-1,1
Węgry	-3,3	0,6	3,7	4,2	12,9	8,5	4,4	-4,0
Estonia	2,0	2,5	2,2	2,2	2,3	1,0	0,5	-1,1
Litwa	1,5	1,9	1,6	1,5	1,2	0,3	0,2	-0,5
Łotwa	2,3	1,5	1,0	0,3	0,2	0,1	-0,1	-1,4
Bułgaria	2,3	3,2	2,9	2,6	2,4	1,0	0,5	-0,4
Rumunia	-8,3	-7,1	-9,6	-12,4	-7,8	-4,3	-6,9	-7,6

Źródło: BIS, obliczenia własne

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

	03.2008	04.2008	05.2008	06.2008	07.2008	09.2008	09.2008	10.2008
Polska	10,0	12,6	14,6	14,1	20,3	16,2	10,0	1,1
Czechy	16,4	18,4	19,5	19,9	22,4	16,6	13,4	8,1
Słowacja	4,2	6,0	8,9	10,3	11,2	11,5	10,9	8,1
Słowenia	3,4	3,6	3,3	3,3	3,1	1,7	0,6	-1,2
Węgry	-1,0	2,8	6,0	6,1	15,0	10,1	5,3	-3,3
Estonia	7,1	9,2	8,0	6,5	8,7	7,1	6,1	4,0
Litwa	6,6	8,6	7,8	7,0	7,0	5,5	4,5	4,4
Łotwa	12,6	13,4	12,0	10,1	10,1	8,2	7,0	6,6
Bułgaria	11,7	13,9	13,3	10,0	8,1	6,1	6,4	4,5
Rumunia	-4,5	-3,3	-6,3	-9,7	-4,9	-2,0	-4,2	-4,9

Źródło: BIS, obliczenia własne

## 6. Rynek pracy

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

	IV 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007	I 2008	II 2008	III 2008
Polska	3,6	4,6	4,8	3,5	4,2	4,6	3,5	
Czechy	1,8	1,9	1,5	1,4	1,4	1,2	0,9	
Słowacja	3,5	3,1	1,9	2,0	2,8	2,8	2,9	
Słowenia	2,2	3,3	3,5	3,6	3,7	3,5	3,1	3,0
Węgry	0,9	0,5	0,2	0,0	-1,1	-1,6	-1,9	-0,6
Estonia	5,9	1,9	1,3	1,9	0,5	1,5	-0,3	-0,2
Litwa	0,9	1,6	2,8	3,2	1,8	0,2	-1,2	
Łotwa	5,1	2,6	3,4	1,1	4,3	4,9	3,1	0,2
Bułgaria	5,9	6,6	3,6	3,6	4,6	4,9	3,7	3,1
Rumunia	1,5	2,3	2,8	2,9	3,0	2,3	2,0	1,8

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne, obliczenia własne

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

	03.2008	04.2008	05.2008	06.2008	07.2008	09.2008	09.2008	10.2008
Polska	10,9	10,3	9,8	9,4	9,2	9,1	8,9	8,8
Czechy	5,6	5,2	5,0	5,0	5,3	5,3	5,3	5,2
Słowacja	7,6	7,4	7,4	7,4	7,5	7,4	7,5	7,5
Słowenia	6,9	6,6	6,5	6,4	6,5	6,5	6,3	
Węgry	7,7	7,7	7,6	7,5	7,5	7,7	7,7	
Estonia	4,2	4,0	4,0	4,0	6,2	6,2	6,2	
Litwa	4,9	4,5	4,5	4,5				
Łotwa	4,9	4,8	4,8	4,9	5,1	5,2	5,3	5,6
Bułgaria	6,8	6,5	6,2	6,0	6,0	5,9	5,8	5,9
Rumunia	4,1	3,9	3,7	3,7	3,7	3,8	3,9	4,0

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne

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

	IV 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007	I 2008	II 2008	III 2008
Polska	5,3	7,1	8,9	9,7	8,9	10,1	11,6	9,8
Czechy	6,3	7,8	7,4	7,5	6,6	10,2	8,0	
Słowacja	8,6	7,4	7,0	7,1	8,5	10,0	9,5	
Słowenia	5,1	5,4	5,6	5,8	6,7	7,8	8,6	9,9
Węgry	2,8	-0,3	1,4	-0,1	-1,7	-0,6	1,2	-1,1
Estonia	17,5	20,1	21,2	20,2	20,2	19,5	15,2	14,8
Litwa	19,1	20,9	20,2	17,9	18,5	23,8	22,5	19,0
Łotwa	27,8	31,6	32,2	32,9	29,9	27,9	23,6	
Bułgaria	11,5	17,6	19,6	21,7	23,2	24,4	24,2	22,6
Rumunia	23,7	20,0	23,5	24,1	22,7	24,4	25,9	24,7

Źródło: Narodowe urzędy statystyczne, obliczenia własne

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

	IV 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007	I 2008	II 2008	III 2008
Polska	2,3	4,3	7,2	6,7	6,6	8,7	9,4	
Czechy	1,4	3,1	2,4	2,5	1,4	6,3	4,3	
Słowacja	2,4	1,4	-0,6	-0,3	-3,0	4,0	4,8	
Słowenia	1,0	1,6	3,1	3,0	5,7	5,8	6,3	
Węgry	-0,2	-2,3	0,7	-0,7	-3,3	-3,8	-2,7	-2,5
Estonia	13,6	13,0	15,8	16,6	16,2	20,8	16,0	17,9
Litwa	12,5	15,5	13,9	10,6	11,5	16,9	16,1	
Łotwa	21,0	22,9	24,6	23,1	26,1	29,5	26,6	
Bułgaria	11,3	18,8	15,9	20,4	20,9	22,3	20,7	18,9
Rumunia	17,3	16,2	20,6	21,2	19,1	18,5	18,6	

Źródło: Eurostat, narodowe urzędy statystyczne, obliczenia własne

## 7. Finanse publiczne

**Tabela 42. Saldo sektora finansów publicznych (w % PKB)**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Polska	-3,0	-5,1	-5,0	-6,3	-5,7	-4,3	-3,8	-2,0
Czechy	-3,7	-5,7	-6,8	-6,6	-3,0	-3,6	-2,7	-1,0
Słowacja	-12,3	-6,5	-8,2	-2,7	-2,3	-2,8	-3,5	-1,9
Słowenia	-3,7	-4,0	-2,5	-2,7	-2,2	-1,4	-1,2	0,5
Węgry	-2,9	-4,0	-8,9	-7,2	-6,4	-7,8	-9,3	-5,0
Estonia	-0,2	-0,1	0,3	1,7	1,7	1,5	2,9	2,7
Litwa	-3,2	-3,6	-1,9	-1,3	-1,5	-0,5	-0,4	-1,2
Łotwa	-2,8	-2,1	-2,3	-1,6	-1,0	-0,4	-0,2	0,1
Bułgaria			-0,8	-0,3	1,6	1,9	3,0	0,1
Rumunia	-4,4	-3,5	-2,0	-1,5	-1,2	-1,2	-2,2	-2,6

Źródło: Eurostat

**Tabela 43. Dług publiczny (w % PKB)**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Polska	36,8	37,6	42,2	47,1	45,7	47,1	47,6	45,2
Czechy	18,5	25,1	28,5	30,1	30,4	29,8	29,6	28,9
Słowacja	50,3	48,9	43,4	42,4	41,4	34,2	30,4	29,4
Słowenia		26,8	28,0	27,5	27,2	27,0	26,7	23,4
Węgry	54,3	52,1	55,7	58,0	59,4	61,7	65,6	65,8
Estonia	5,2	4,8	5,7	5,6	5,0	4,5	4,3	3,5
Litwa	23,7	23,1	22,3	21,1	19,4	18,4	18,0	17,0
Łotwa	12,3	14,0	13,5	14,6	14,9	12,4	10,7	9,5
Bułgaria	74,3	67,3	53,6	45,9	37,9	29,2	22,7	18,2
Rumunia	22,6	26,0	25,0	21,5	18,8	15,8	12,4	12,9

Źródło: Eurostat